

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ BİLİM DALI

MERKEZ BANKASI VE DALGALI KUR POLİTİKASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

ARZU SEÇİL DİZMAN

İstanbul, 2008

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ BİLİM DALI

MERKEZ BANKASI VE DALGALI KUR POLİTİKASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

ARZU SEÇİL DİZMAN

Danışman: PROF.DR. F. NURAY ALTUĞ

İstanbul, 2008

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

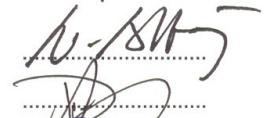
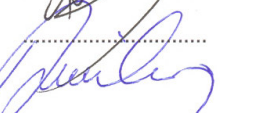
İŞLETME Anabilim Dalı FINANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ
Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi ARZU SEÇİL DİZMAN'ın MERKEZ BANKASI VE
DALGALI KUR POLİTİKASI: (TÜRKİYE ÖRNEĞİ) adlı tez çalışması, Enstitümüz
Yönetim Kurulunun 07.07.2008 tarih ve 2008-11/25 sayılı kararıyla ile oluşturulan jüri
tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 5.12.2008

- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. F.NURAY ALTUĞ
2) Jüri Üyesi : PROF. DR. DOĞAN ARGUN
3) Jüri Üyesi : PROF. DR. GÜRBÜZ GÖKÇEN


İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

İÇİNDEKİLER.....	i
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ.....	v
KISALTMA LİSTESİ.....	vi

MERKEZ BANKASI VE DALGALI KUR POLİTİKASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

GİRİŞ	1
-------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

I.1 DÖVİZ, DÖVİZ KURU VE ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNE GENEL BAKIŞ	6
I.1.1. Döviz	6
I.1.2. Döviz Kuru	6
I.1.3. Döviz Kuru Sistemi	7
I.1.4. Uluslararası Para Sistemi	8
I.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNİN TEMEL AŞAMALARI	9
I.2.1 Çift Metal Standardı (Bimetalist Sistem)	9
I.2.2 Altın Standardı	12
I.2.3 Bretton Woods Sistemi	17
I.2.4 Esnek Kur Sistemleri	22
I.2.5 Optimal Kur Alanları	26

İKİNCİ BÖLÜM DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

II.1 DÖVİZ KURU SİSTEMLERİNİN SINIFLANDIRILMASI	30
II.1.1. Sınıflandırmaya İlişkin Çeşitli Görüşler	31
II.2. SABİT KUR REJİMLERİ	33
II.2.1. Tam Dolarizasyon	34
II.2.2. Para Birliği	44
II.2.3. Para Kurulu	50
II.3. ARA KUR REJİMLERİ	57
II.3.1. Geleneksel Sabit Çapa	58
II.3.2. Kur Bantları	60
II.3.2.1. Aralık İçinde Dalgalanma	61

II.3.2.1.1. Dar Aralık	61
II.3.2.1.2. Genişletilmiş Aralık	61
II.3.2.2. Kaygan Aralık	62
II.3.2.3.Yönlendirilmiş Sabit Aralık	63
II.3.3. Yönlendirilmiş Sabit Parite (Tablita Sistemi)	64
II.3.4. Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi	64
II.3.4.1. Seyrek Ayarlama (Sıçrayan Pariteler)	65
II.3.4.2. Sık Ayarlama	65
II.3.4.2.1. Tırıs Giden Pariteler	65
II.3.4.2.2. Kayan (Sürünen) Pariteler	66
II.4. DALGALI KUR REJİMLERİ	66
II.4.1. Gözetimli (Kontrollü veya GÜdümlü) Dalgalanma	67
II.4.1.1. Temiz Dalgalanma	68
II.4.1.2. Kirli Dalgalanma	68
II.4.2. Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GENEL OLARAK MERKEZ BANKACILIĞI

III.1. MERKEZ BANKASI'NIN TANIMI	73
III.2. MERKEZ BANKACILIĞININ DOĞUŞU VE GELİŞİMİ	73
III.3. MERKEZ BANKASININ GÖREVLERİ VE FONKSİYONLARI	77
III.3.1 Dünya Piyasalarında Merkez Bankaları ve Döviz Müdahaleleri	81
III.3.1.1. Gelişmiş Piyasalarda döviz müdahaleleri	81
III.3.1.2. Gelişen Piyasalarda Döviz Müdahaleleri	84
III.3.1.3.Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların karşılaştırılması	85

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI VE OSMANLI İMPARATORLUĞU'NDAN TÜRKİYE CUMHURİYETİNE PARA VE KUR POLİTİKALARI

IV.1. TÜRKİYEDE MERKEZ BANKACILIĞI	88
IV.1.1. Türkiye'de Merkez Bankacılığının Tarihsel Gelişimi	88
IV.1.2. TC Merkez Bankası'nın Sermaye Yapısı	92
IV.1.3. T.C. Merkez Bankası'nın Görevleri.....	93
IV.1.4. T.C. Merkez Bankası'nın Yetkileri	94
IV.1.5. T.C. Merkez Bankası'nın Yapamayacağı İşlemler	95
IV.1.6. T.C. Merkez Bankasının Teşkilat ve Organları	96
IV.1.7. T.C. Merkez Bankası ve Hazine Arasındaki İlişkiler	97
IV.1.8. T.C. Merkez Bankasının Bağımsızlığı	99
IV.2. OSMANLI İMPARATORLUĞU VE TÜRKİYE CUMHURİYETİ' NDE UYGULANAN PARA VE KAMBİYO POLİTİKALARI	101
IV.2.1. Osmanlı İmparatorluğunda Uygulanan Para Ve Kambiyo Politikalarına Genel Bakış	101
IV.2.2 Türkiye Cumhuriyeti'nde Uygulanan Para ve Kambiyo Politikaları	110

IV.2.2.1	1923-1932 Dönemi	110
IV.2.2.2.	1932-1940 Dönemi.....	111
IV.2.2.3.	1940-1950 Dönemi	112
IV.2.2.4.	1950-1960 Dönemi	114
IV.2.2.5.	1960-1970 Dönemi	115
IV.2.2.6.	1970-1980 Dönemi.....	117
IV.2.2.7.	1980-1987 Dönemi	119
IV.2.2.8.	1987-1990 Dönemi	122
IV.2.2.9.	1990-2001 Dönemi	123
IV.2.2.10.	2001'den Günümüze Kadar Uygulanan Kur Politikaları	133
IV.3.	TCMB VE DÖVİZ MÜDAHALELERİ	142
SONUÇ		154
KAYNAKÇA		158

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No.</u>
Tablo1 : Uluslararası Para Sisteminin Temel Aşamaları.....	9
Tablo 2 :Döviz Kuru Sistemlerinin Sınıflandırılması.....	30
Tablo 3: Dünya Ülkelerinde kullanılan Döviz Kuru Rejimleri.....	71
Tablo 4 : Çeşitli Ülkelerin Merkez Bankalarının Kuruluş Tarihleri.....	77
Tablo 5 : Çeşitli Makro Ekonomik Göstergeler	127
Tablo 6: Sabit Ve Esnek Kur Rejimleri Altında Türkiye’de Enflasyon Ve GSMH Büyüme Oranları.....	131
Tablo 7 : Türkiye’de Uygulanan Kur Rejimleri (1930 – 2008).....	132
Tablo 8 : Merkez Bankasıncı Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları	145
Tablo 9 : Döviz Piyasası Müdahalelerinin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	147
Tablo 10 : TCMB Tarafından Yapılan Döviz Müdahaleleri ve Gerekçeleri	151

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1 : Alım Ve Satım Müdahalelerinin Günlere Göre Dağılımı.....	148
Grafik 2 : Alım Ve Satım Müdahalelerinin Günlere Göre Dağılımı.....	149
Grafik 3 : Grafik III. TCMB Tarafından Alınan USD Miktarı Ve Yabancı Doğrudan Yatırımlar.....	150

KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birlesik Devletleri
BoJ	: Japonya Merkez Bankası
BKTK	: Banka Kredileri Tanzim Komitesi
EUR	: Euro (Avro)
FED	: Amerika Merkezi Bankası
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JPY	: Japanese Yen (Japon Yeni)
PPK	: Para Politikası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TL	: Türk Lirası
USD	: United States Dollar (ABD Doları)
YTL	: Yeni Türk Lirası

MERKEZ BANKASI VE DALGALI KUR POLİTİKASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

GİRİŞ

Para'nın icadı insanoğlu'nun en büyük başarılarından biri olarak nitelendirilebilir. Sağladığı yararların yanında bir çok sakıncayı da beraberinde getirdiği ise her zaman şikayet konusu olmuştur. Para'nın yönetilmesi başaramadığında bu yakınmalara katılanların sayısı hızla artış göstermektedir. Sonuç olarak, Merkez Bankaları “para” adı verilen gücün yönetiminde hayati rol oynayan kurumlardır.

Para'nın yönetilmesinde diğer önemli husus ise uygulanacak Döviz Kuru Rejimin belirlenmesidir. Döviz kuru rejimleri, özellikle gelişmekte olan ülkeler için, ekonomi politikaları tartışmalarının temel başlangıç noktalarındandır. Her ne kadar yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kuru rejimi değişiklikleri genellikle planlı geçişler şeklinde olmayıp krizlerin zorladığı rejim değişiklikleri olsa da, optimum kur rejiminin seçimi ülkelerin krizlere olan kırılganlıklarını azaltabilmeleri açısından önem taşımaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerinde optimum kur rejiminin ne olduğu tespit edilirken, dış ticarete açıklık, sermaye hareketleri serbestisi olup olmadığı, döviz yükümlülüklerinin yapısı gibi bir çok kriteri göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde, dalgalı kur rejimi, bağımsız para politikasının başarı ön koşulu olarak sunulmaktadır. Sabit veya yönetimli kur rejimlerinin “krize gebe” olarak tanımlanması ve son dönem krizlerinin bu tanımlamayı desteklemesi, kur rejimlerinde bu iki uçtan diğerinin, dalgalı kurun tercihinde önemli bir belirleyicidir. Bunun nedeni, fiyat katılıkları durumunda, reel şoklara karşı intibakı sağlayarak şok emici bir işlev görmesi ve para politikası bağımsızlığına olanak sağlaması anlayışının benimsenmesidir. Uluslararası iktisat teorisinin “imkânsız üçlü” önermesinin de tanımladığı gibi, esnek bir kur rejimi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu küresel finansal bütünleşme ortamında, bağımsız para politikasının, dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin de başarı ön koşullarındandır. Bu yaklaşımlara tutarlı olarak,

son yıllarda birçok ülke sabit ve yönetilen döviz kuru rejimlerini terk ederek dalgalı kur rejimi uygulamaya başladıklarını ilan etmiştir.

Öteyandan; gelişmekte olan ülke finans piyasalarının gün geçtikçe uluslararası piyasalarla daha çok entegre olması, söz konusu ülke merkez bankalarının politika uygulamalarını daha karmaşık hale getirmektedir. Henüz tam rekabetçi olmaktan uzak ve mali kırılganlıkların yüksek olduğu bu ülkelerin önemli bir kısmı, yakın geçmişte sabit ve yönetilen döviz kuru rejimlerini terk ederek dalgalı kur rejimini seçtiklerini ilan etmeye başlamışlardır. Esnek kur rejimi, genel anlamda, merkez bankalarının açık veya zımni bir kur hedefinin olmaması ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı sistematik ve aktif bir politika izlememeleri anlamına gelmektedir. Ancak, dalgalanma korkusu nedeniyle bu ülkelerin fiili kur politikaları uygulamaları dalgalı kur rejiminin literatürdeki tam karşılığı ile örtüşmemektedir. Para otoritelerinin döviz kurlarının tam olarak serbest dalgalanmasına izin verememeleri “dalgalanma korkusu” (fear of floating) olarak adlandırmaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, döviz kurlarındaki dalgalanmalar konusunda, uluslararası rezervler, faiz oranları ya da mal fiyatlarındaki dalgalanmalar konusunda olduklarından çok daha hassas davranmaktadırlar.

Sermaye hareketlerinin gittikçe daha kısa vadeye sıkışması sonucunda kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarının etkilerine karşı önlem almak durumunda kalan ulusal merkez bankaları gittikçe daha çok rezerv tutmaya zorlanmaktadırlar.

Yüksek kredibilite ve etkin çalışan piyasalara sahip olan gelişmiş ülkeler ise döviz piyasalarına daha az sıklıkla müdahale etseler de, Uluslararası Para Fonu tarafından 2001 yılında yapılan ve 160 üye ülkeyi kapsayan bir araştırma, gelişmekte olan ülkelerin çoğunun döviz piyasalarına aktif olarak müdahalede bulunduklarını göstermektedir.

Merkez bankaları, döviz kurlarının denge değerinden uzaklaşmasını engellemek de dahil, aşağıda sıralanan birçok nedenle döviz kurlarına müdahale etmektedirler:

- D v z kurlarının seviyesini etkilemek: Merkez bankaları d v z kurlarının uzun dönemli denge seviyesinden sapma gösterdiğini düşündüklerinde kurları denge düzeyine döndürmek için müdahalede bulunmaktadırlar. D v z kurlarının denge düzeyinden sapması ise, dış ticaret rekabetini olumsuz etkileyebileceği gibi, fiyatlar üzerinde enflasyonist bir baskı da oluşturabilmektedir.

- D v z kurlarındaki aşırı hareketleri engellemek: D v z kurları uzun dönemli denge seviyesinden büyük bir sapma göstermese de, kurlardaki aşırı hareketler, özellikle türev piyasaların gelişmediği ve korunma amaçlı türev işlemlerinin imkansız ya da yüksek maliyetli olduğu ülkelerde, dış ticaret maliyetlerini artırmakta ve ticaret hacminde daralmaya neden olmaktadır. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde kredibilite sorunları ya da d v z kurlarından fiyatlara yüksek bir geçişkenliğin varolması durumunda, d v z kurları enflasyon beklentileri açısından bir çapa olarak algılanmakta ve d v z kurlarının düzeyi hükümetin makroekonomik politikalarının başarısını gösteren sembolik bir ölçü haline gelmektedir. Özellikle enflasyon hedeflemesi politikasını benimseyen ve d v z kurlarından fiyatlara yüksek bir geçişkenliğin olduğu ülkelerde merkez bankaları aşırı kur hareketlerine karşı daha da hassas hale gelmektedirler.

- Düzensiz piyasa hareketlerini düzenlemek: D v z kurlarındaki ani düşüş ve yükselişler zaman zaman piyasa düzenini bozarak, piyasada likiditenin azalmasına neden olabilmektedir. D v z piyasasındaki likidite eksikliği d v z işlemlerine aracılık yapan kuruluşların (bankalar vb.) müşteri işlemlerini gerçekleştirmelerini zorlaştırarak reel ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir. D v z piyasalarındaki likidite eksikliği belli dönemler için tolere edilip müdahale gerektirmese de, likidite kaybının uzaması merkez bankalarını bu tür bir düzensizliğe engel olmak amacıyla müdahale etmeye yönlendirebilir.

- Para politikasına ilişkin sinyaller vermek: D v z müdahaleleri gelecekteki para politikası değişikliklerine ilişkin olarak bilgi vermek ya da ani para politikası değişikliklerinde piyasada oluşabilecek geçici güven kaybı ya da ani d v z hareketlerini yatıştırmak amacıyla da kullanılabilir.

- Rezerv biriktirmek: Merkez bankaları döviz kurlarının uzun dönemli dengesini bozmadan rezerv biriktirmek amacıyla kurlara müdahalede bulunabilirler. Özellikle döviz krizlerinin ardından yatırımcı güvenini yeniden kazanmak ve dış borç ödeme kapasitesini artırmak isteyen merkez bankaları için rezerv biriktirmek öncelikli hedeflerden biri haline gelebilmektedir. Ayrıca döviz krizlerinin ardından IMF programlarını uygulayan ülkelere IMF tarafından getirilen Net Uluslararası Rezerv taban hedefleri de gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarını rezerv biriktirme zorunluluğuyla karşı karşıya bırakabilmektedir.

- Döviz piyasasına likidite vermek: Döviz piyasalarındaki likiditenin azalması piyasa üyelerinin döviz yükümlülüklerini yerine getirme riski doğurduğunda merkez bankaları döviz piyasasına likidite sağlamak amacıyla döviz satış müdahalesinde bulunabilirler.

- Ortak müdahalelere katılmak: Merkez bankaları diğer ülke merkez bankalarıyla birlikte hareket ederek aynı döviz kurunu desteklemek amacıyla müdahalede bulunabilirler.

Merkez bankaları yukarıda sayılan tüm nedenlerle döviz kurlarına müdahale etmektedirler. Ancak müdahaleler çoğunlukla döviz kurlarının seviyesini değiştirmek ya da kurlardaki oynaklığı azaltmak amacıyla yapılmaktadır.

Burada bir noktayı belirtmek gerekir. Döviz müdahaleleri ancak sürdürülebilir makroekonomik politikalar üzerinde bozucu etki yapabilecek kur hareketlerini engellemek üzere kullanıldığında etkin olacaktır. Döviz müdahaleleri tek başına bağımsız bir para politikası aracı olmaktan uzaktır ve müdahalelerin etkinliği büyük ölçüde tamamlayıcı makroekonomik politikaların varlığına bağlıdır. Makroekonomik dengesizliklerin yarattığı kur hareketlerini uzun vadede döviz müdahaleleri ile dengelemek müdahaleleri etkisiz hale getirebilir. Özellikle tek taraflı ve büyük ölçekli müdahalelerin süregelmesi, döviz kuru politikasında ya da diğer makroekonomik politikadaki olası aksamaların bir göstergesi olabilir ve bu durumda müdahale etmeyi sürdürmek yerine başka önlemlerle söz konusu aksamaların giderilmesine çalışmak gerekir

Bu çalışmada amaçlanan; TCMB'nin kuruluşundan bugüne uyguladığı para ve kur politikaları ışığında, 2001 yılından itibaren benimsenmiş olan Dalgalı Kur Politikası ve döviz kurlarına yapılan müdahaleleri ele almaktadır. Bu noktadan yapılan müdahalelerin amacı ve sonuçları irdelenerek, Dalgalı Kur Politikası'nın fiili anlamdaki varlığı ortaya konmaya çalışılmıştır. Öncelikle döviz kuru rejimleri ve politikalarıyla ilgili teorik yaklaşımlar ele alınmış ve dünya piyasalarındaki döviz müdahaleleri incelenmiş, arkasından da Türkiye'de uygulanan para ve kur politikaları gözden geçirilerek, Dalgalı Kur Politikası ve döviz müdahaleleri etkinliği yorumlanmaya çalışılmıştır.

Çalışma beş ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde uluslararası para sistemindeki temel argümanlar tanımlanarak, sistemin evrimi tarihsel perspektif içerisinde değerlendirilmektedir. Bu bölümde, değişik dönemlerde ve ülkelerde uygulanan para sistemleri, bu sistemlerin teorik temelleri, fayda ve sakıncaları ve uygulamada karşılaşılan sorunlar ele alınmıştır.

İkinci bölümde; dünya ülkelerinde uygulanan döviz kuru rejimleri üç ana başlık altında analiz edilmektedir. Bu bağlamda, uygulamada karşılaşılan farklı kur rejimlerinin üstün ve eksik yönleri, bu rejimlerin fayda ve sakıncaları, bu rejimleri uygulayan ülkelerin deneyimleri aktarılmaktadır.

Üçüncü bölümde; söz konusu kur rejimlerinin ana takipçisi olan Merkez Bankaları konusu işlenmiştir. Merkez Bankalarının doğuşu, gelişimi, görev ve fonksiyonları ışığında döviz kurları ile olan ilişkileri ve dünya piyasalarında merkez bankalarının döviz kurlarına müdahaleleri ele alınmıştır.

Dördüncü bölümde ise; Türkiye'de Merkez Bankacılığının doğuşu ve gelişimi anlatılmış. Merkez Bankası'nın günümüze kadar uyguladığı para ve kur politikaları dönemler itibariyle ele alınmıştır. 2001 ve sonrası dönemde ele alınan Dalgalı Kur Politikası ışığında döviz kuruna yapılan müdahaleler analiz edilmiştir.

Son bölüm olan beşinci bölümde ise, çalışmanın sonucuna, sonucunda sağlanan bulgulara yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

I.1 DÖVİZ, DÖVİZ KURU VE ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNE GENEL BAKIŞ

I.1.1. Döviz

Ülkeler arasında ekonomik ve finansal ilişkiler söz konusu olduğunda iki ülkenin farklı para birimleri kullanıyor olması karşımıza döviz kavramını çıkarmaktadır. Bilindiği üzere döviz (foreign exchange), yabancı ülke paralarına verilen addır. Buradaki “para” kavramı sadece nakit para (banknot, madeni para) şeklinde olmayıp, para ile ödeme yapılmasını sağlayan diğer belge ve araçları da kapsamaktadır.¹

I.1.2. Döviz Kuru

Ülkelerin farklı parasal birimleri ve değişik ticari ilişkilere sahip olmaları nedeniyle bu faaliyetlerini düzenleyecek ve farklı pazarları birbirleriyle değiştirecek bir sisteme ihtiyaçları olmuş, ülkeler arasında ekonomik ve finansal işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için iki ülkenin para birimi arasında bir değişim oranı bulunması gerekmiştir. (1\$ = 1.2.-YTL)² Diğer bir deyişle; herhangi bir yabancı paranın ulusal para cinsinden değerini tespit etmek gerekmiştir İşte bu değere veya değişim oranına döviz kuru denmektedir. Bazı ülkeler dolaylı kur kullanırken (1\$ = 1.2.-YTL), bazıları doğrudan kur sistemini kullanmaktadır (1.-YTL = 1 / 1,2 \$).³

Döviz kurunun matematiksel olarak ele aldığımızda aşağıdaki şekilde tanımlanır.

$$R = \frac{E P^*}{P}$$

¹ Charles E. Stanley, **International Economics: Analysis Issues**, Printice-Hall Inc., New Jersey, 1970, s.224.

² Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori,Politika ve Uygulama**, Beta Yayınevi, İstanbul, 1999 s.135-137.

³ İlker Parasız, **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1996, s.8.

Burada;

R= reel döviz kuru

E= nominal parasal döviz kuru

P= yurtiçi fiyat endeksi

P* = yabancı fiyat endeksi

Matematiksel olarak izah edersek, döviz kuru ülke para biriminin başlıca ticaret ortaklarının para birimleri karşısındaki ortalama değerini ölçmeye yarayan geometrik, ticaret ağırlıklı efektif kur endeksidir. Her bir yabancı para biriminin ağırlığı, ilgili ülkenin dış ticaretteki payı olarak ele alınabilir.⁴

Döviz kuru denilen bu değişim oranı uluslararası ekonomik ilişkiler ve dış denge açısından hayati bir önem taşımaktadır. Dış denge ile iç denge arasındaki karşılıklı bağıllık ve etkileşim de dikkate alındığında döviz kurunun ekonominin en stratejik araçlarından biri olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Döviz kuru sisteminin önemi de bu stratejik faktörün nasıl belirleneceğiyle ilgili olmasından kaynaklanmaktadır.⁵

I.1.3. Döviz Kuru Sistemi

İki ülkenin para birimi arasındaki değişim oranının belirlenmesinde izlenebilecek farklı döviz kuru sistemleri mevcuttur. Döviz kuru sistemi ise, bir ülkede döviz kurlarının oluşumu ile dış aleme karşı ödemeleri düzenleyen kurallar ve kurumlar bütünü olarak tanımlanabilir.⁶ Daha açık bir ifadeyle sistem, döviz kurlarının nasıl ve hangi görüşler tarafından belirleneceği, kurlarda serbestçe yada resmi kararlarla değişme olup olamayacağı veya hangi ölçülerde olabileceği gibi konuları kapsayan “döviz kurlarının belirlenme ve değişim rejimi”dir.⁷ Döviz kuru rejimi seçimi uluslararası para sisteminin temelidir.

⁴ Alövsat Müslümov, M. Hasanov ve C. Özyıldırım, **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, Scala Basım, İstanbul, 2002, s.44 .

⁵ Nevzat Güran, **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 1999, s.5.

⁶ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Beta Yayınevi, İstanbul, 2001 s.168.

⁷ Güran, a.g.e. , s.7.

Bu noktada değinilmesi gereken başka bir konu da Merkez Bankalarının döviz kuru sistemi ile olan ilişkisidir. Çeşitli kişi ve kurumların çeşitli amaçlarla döviz arz ve talep ederek katıldıkları döviz piyasalarında, merkez bankaları para otoritelerini temsilen yaptıkları müdahalelerle düzenleyici-denetimci bir rol oynarlar.⁸ Bu resmi otoritelerce yapılan müdahalelerin türü ve yoğunluğu döviz kuru sistemleri arasındaki farklılığın da temelini oluşturmaktadır. Döviz fiyatına göre direk yada dolaylı müdahalelerin farklılığına göre farklı sistemlerden söz etmek mümkündür. Döviz kuru sistemi politikalardan oluşan daha genel bir terimdir ve aynı sistem içinde sistemin temeline aykırı olmamak üzere farklı politikaların izlenmesi de mümkündür.

I.1.4. Uluslararası Para Sistemi

Adam Smith'in benzetmesiyle büyük bir çarka benzeyen uluslararası para sistemi; uluslar arasındaki ödeme ilişkilerini ve döviz kurlarını düzenleyen bir mekanizmadır. Bu çark ne kadar iyi işlerse uluslararası ticaret ve sermaye akımlarının daha hızlı ve düzenli gelişebileceği söylenebilir.⁹ Farklı finansal pazarlardaki döviz piyasaları ekonomik anlamda genellikle tek bir piyasa görünümü taşırlar. Bu pazardaki döviz kurlarının eşitlenmesine yol açan faktör, piyasalar arasındaki sıkı iletişim ve buna bağlı olarak mevcut olan döviz kuru arbitrajı imkanıdır. Ancak kambiyo kontrolleri, bilgi ve iletişim eksiklikleri ve arbitraj masraflarının büyüklüğü gibi nedenlerle çeşitli sapmalar yaşanabilmektedir.¹⁰ Dünyada düzenli bir para sisteminin uygulanmaya başlanması 1879'lu yıllarda başlamıştır. XIX yüzyılın başlarından itibaren ülkelerarası ticari ilişkilerin çok yönlü olarak gelişmesi sanayileşmenin kazandığı önem, yatırım seviyesindeki artışlar, özellikle Batı Avrupa ülkelerinde para piyasanın düzenlenmesi bir döviz piyasasının oluşmasını zorunlu kılmış¹¹ ve uluslararası finansal kaynak akışını düzenlemek için çok çeşitli sistemler oluşturulmuştur. Bu değişimleri bilmeden günümüz sistemini anlamak mümkün olmamaktadır. Döviz kurları uluslararası para sisteminin temelini oluşturmaktadır ve Uluslararası Para Sisteminin tarihsel evrimi 5 temel aşamadan oluşmaktadır.

⁸ Feridun Ergin, **Uluslararası Ödemeler**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları No:421, İstanbul, 1978, s.1.

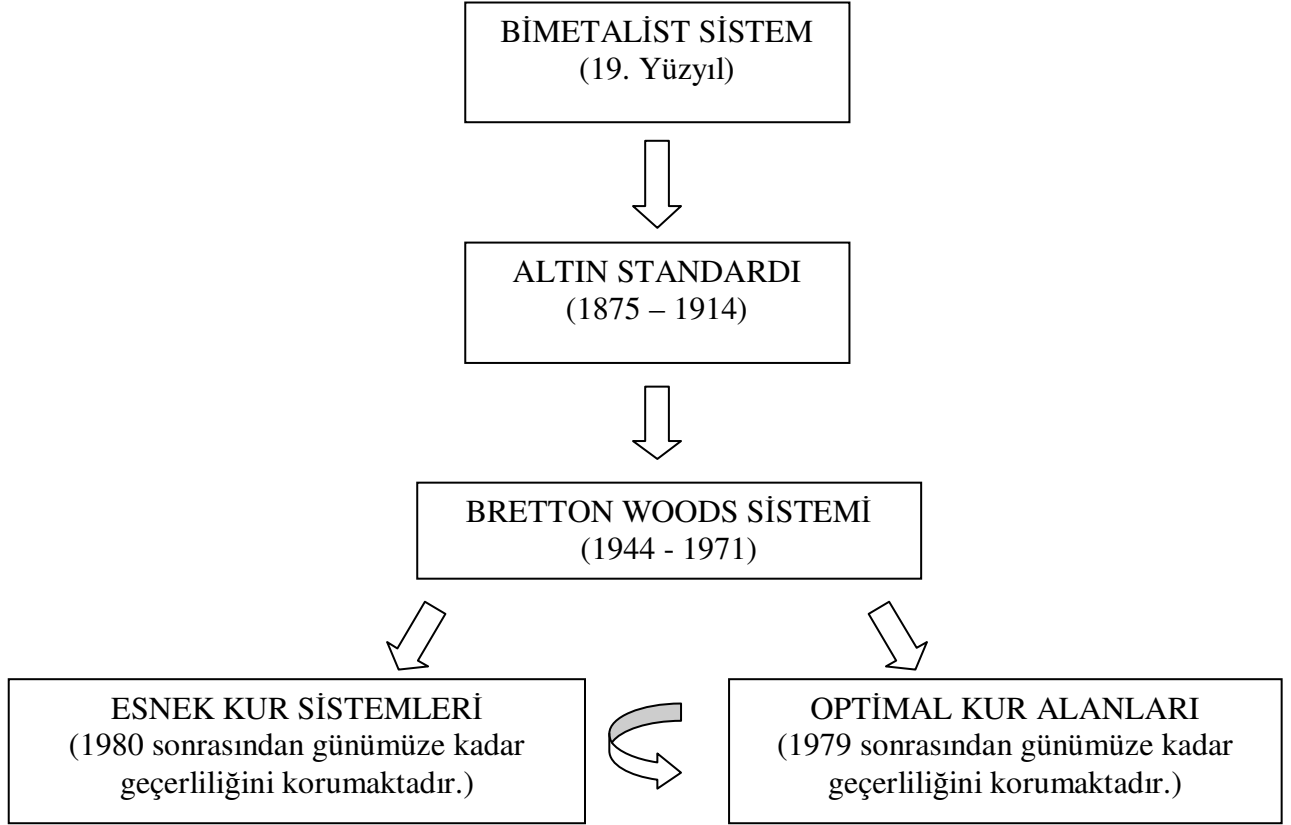
⁹ Hatice Doğanlı, **Uluslararası Finans**, s.21.

¹⁰ Richard E. Caves, R. Jones, **World Trade and Payments**, Little Brown and Company, Boston, 1977, s.300.

¹¹ Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü**, T. İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 1980, s.3.

I.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNİN TEMEL AŞAMALARI

TABLO I.



I.2.1 Çift Metal Standardı (Bimetallist Sistem)

1870'lere kadar birçok ülkede geçerliliği olan bu sistemde, ülke para biriminin fiyatını altın ve gümüş olarak tanımlamakta ve tanımladığı paritenin korunması için gerektiği zaman paranın altın veya gümüş ile serbest değişimini sağlayacağını taahhüt etmektedir. Yani her iki madde de istenildiği miktarda, karşılığında hiçbir bedel istemeksizin yada çok ufak bir ücret karşılığında sikkeye dönüştürülebildiği ve her iki cins paranın tüm ödemelerde sınırsız kullanılabildiği sistemdir.¹² Büyük Britanya'da 1816'ya kadar sürdürülen bu sistem, 19. yüzyılın başlarında Amerika, Çin, Hindistan, Almanya olmak üzere pek çok ülkede kullanılmıştır. Sistemin kullanılışını bir örnekle açıklamak mümkündür. 19. yüzyılın başlarında Fransa'da 1 kilo altın 15,5 kiloluk gümüşe, bu dönemde para birimleri olan Frangın değeri ise 9/10 saflıktaki 5 gramlık

¹² W. Thomas Rothwell, **Bimetallism Explained**, Chapman and Hall Ltd., London, 1997, s.5.

gümüşe eşit tutulmuştur. Gümüşe göre değeri belirtilmiş olan Frangın altına göre değerinin bulunuşu basit bir matematiksel işlem gerektirmektedir. Bir Frank 5 gramlık gümüşe eşit olduğundan, aynı zamanda 5/15,5 yani 1/3,1 gramlık ve yine 9/10 saflığında altına eşit sayılacaktır.¹³ Çift Metal maden standardının temel avantajlarından biri yüksek fiyat istikrarı sağlayarak uluslararası ticareti teşvik etmesidir. Çift metal maden standardının savunucularından Irving Fisher bu rejimin monometal standartlarından daha fazla fiyat istikrarı sağladığını ileri sürmektedir. Fakat çift metal standardı beraberinde bir takım sorunlar getirmektedir. Bu eleştirilerden birincisi, altın ile gümüşün piyasa fiyatları arasındaki orantının zaman içerisinde değişmesi nedeniyle çift metal maden standardını benimseyen ülke parite tanımlamasında sürekli revizyona gereksinim duymakta ve bu da istikrarsızlığa neden olmaktadır. Örneğin, altın ve gümüş fiyatları arasında orantı, 1687 yılında %7'den 1913 yılında %3'e düşmüş, çift metal maden standardını korumak isteyen ülkeler ise altın ile gümüş arasındaki orantıyı sürekli revize etmek zorunda kalmıştır.¹⁴ İki maden arasında belirlenmiş olan resmi değer oranı serbest piyasadaki orana eşit olmadığı yada bimetalist ülkeler arasında farklı oranlar uygulandığı durumlarda, zayıf kalan paranın kuvvetli parayı tedavülde kaçırdığı görülmüştür. Gresham yasası (kötü para iyi parayı kovar) olarak bilinen bu teori; çift metal maden standardının istikrarsızlığa neden olabileceğini göstermektedir. Bu kanunun işleyişi iki maden arasında belirlenmiş olan resmi fiyatın farklılaşması ile tedavüldeki paralardan kıymeti artmış olanın çekilmesi ve çeşitli işlemler için kıymeti nispi olarak düşük olanın kalması şeklindedir. Ayrıca kullanılan yıpranmış, kırılmış madeni paraların bulunuşu, aynı ağırlıktaki iyi altın ve gümüş paraların piyasadan çekilmesine de neden olabilmektedir. Örneğin, serbest piyasada bir kilo altına resmi oran olan 15,5 kilo gümüş yerine 16 kilo veriliyor ise, tedavüldeki altın sikkeler eritilecek ve külçe altın serbest piyasada gümüşe çevrilecektir. Devlet resmi fiyat üzerinden her iki maden arasında bir tercih göstermeksizin alım ve satım işlemlerini yürüttüğü için kendisine getirilecek külçe gümüşü 1:1,5 oranında altın sikkeye çevirmesi gerekecektir. Aradaki 0,5 kiloluk fark, bu işi yürütmüş olan spekülörün kar marjı olacaktır. Ülkeler arası altın – gümüş oranının farklılık göstermesi de benzer

¹³ Turan, a.g.e., s.4.

¹⁴ François R. Velde, W. Weber, **A Model Of Bimetallism**, Working Paper Series, Federal Reserve Bank of Chicago, USA, 1998, s.14-17.

durumlar oluşturacaktır.¹⁵ Konuyu bir örnek ile açıklamak gerekirse, 19. yüzyılın başlarında Fransa ve A.B.D.’de bimetalist bir sistem geçerliydi. Fransa’da altın ve gümüş arasındaki oran 1:15,5, A.B.D.’de ise 1:15’idi. Batı Avrupa’nın da Fransa’da geçerli olan oranı uygulaması nedeniyle, A.B.D. altın para sıkıntısı yaşamış, 1834’te oranı 1:16’ya çekmiş, ancak bu sefer de Amerikan para piyasasında sadece altın tedavülde kalmıştır. Fransa 1787 – 1873 yılları arasında altın ile gümüş arasındaki oranı 1:15,5 olarak tutmayı başarmıştır.¹⁶ Burada karşımıza önemli bir nokta çıkmaktadır, bu da bimetalist para sistemi uygulayan ülkenin kıymetli maden stoku, dünya arz ve talebine oranla büyük olduğu sürece bu ülkenin her iki madenin de fiyatını kontrol altında tutabileceğidir. 19. yüzyılın başlarında tekelci olan Fransa bu sayede dünya borsalarındaki altın ve gümüş oranını etkileyebilmiştir.¹⁷ çift metal maden standardına yönetilen ikinci önemli eleştiri ise, bu kur rejiminin uzun dönemde varolamayacağı ile ilgilidir. Milton Friedman ift metal maden standardını değerlendirirken, bu kur sistemini “alternatif monometal standartlar arasında sürekli standart değişimini içeren istikrarsız ve yetersiz para standardı” olarak tanımlamıştır.¹⁸

Çift metal maden standardının istikrarsızlığının yanı sıra dünyada altın üretim sürecinin hızlanması çift metal maden standardının terk edilmesine neden olmuştur. Bir yandan piyasada altına geçmek isteyen ülkelerin sürdükleri gümüşün bolluğunun, diğer taraftan artan arza karşın altının sınırlı kalışının para piyasasında bir sıkıntıya sebep olabileceğini savunan bimetalizm taraftarları, gümüşün de altın gibi işlem görmesini istemişlerdir. Ancak yeni altın madenlerinin bulunuşu ve altın darlığının giderilişiyle artık kıymetli madenin enderliğinden söz edilmemiş, İngiltere’nin karşı tutumu karşısında savunucular sinmişlerdir. Altın retim sürecinin hızlanmasını etkileyen temel gelişmeler Kaliforniya (1848), Avustralya (1851) ve Güney Afrika’da (1885) altının bulunması ile siyanür sürecinin 1887 yılında bulunmasıdır. 1867 yılında Uluslararası Para Konferansı altın standardını onaylamış, İngiltere ise 1816 yılından itibaren altın standardını benimsemiştir. Fransa, Almanya ve ABD ise 1873 yılından itibaren altın standardına geçen ülkelerdir. Hindistan’ın altın standardına geçmesi 1893 yılında

¹⁵ Karl Helfferich, **Money**, Adelphi Publishing Co, New York, 1927, cilt 2, s.357.

¹⁶ Rothwell, **a.g.e.**, s.76-77.

¹⁷ Turan, **a.g.e.**, s.5.

¹⁸ Milton Friedman, **Free to Choose**, Jabba’s Media Hutt, USA, 1990 s.87.

olmuş, 20. yüzyılın başlarında ise gelişmiş ülkeler arasında çift metal maden standardını koruyan ülke kalmamıştır.¹⁹

I.2.2 Altın Standardı

1870 yılının sonlarından itibaren ülkeler artık paralarının değerlerini sadece altına göre belirlemeye başladılar ve böylece yaklaşık 44 yıl uygulama alanı bulacak olan altın standardı dönemi başlamış oldu. Altın standardında ülke, para biriminin fiyatını altın cinsinden tanımlamakta ve bu pariteyi korumak için altınla para birimi arasında konvertibilite sağlamaktadır. Yani belirli bir ağırlıktaki altın standart para birimi olarak kabul edilmekte veya para değerinin belli ağırlıkta altının değerine denk tutulması sağlanmaktadır. Böylece ya altın sikkeler kanuni olarak para dolaşımına girmekte veya kağıt para, istendiğinde sabit bir fiyatla altına çevrilebilmektedir. Sistem açıkça akdedilmemiş ama sıkı sıkıya uyulan antlaşmaların geçerli olduğu bir sistemdir. Ülke içinde altın standardının benimsenmesi, milletlerarası seviyede de altın standardının uygulanması sonucunu getirir.

Altın standardı sistemini 4 maddede ile özetleyebiliriz.

(i) Bu ülkelerde ulusal para birimlerinin değerleri altın olarak tespit edilebilmektedir.

(ii) Bu ülkelerde hükümetlerce talep olduğu sürece belirlenen fiyatlarla dileyen merkeze altın satılır ve bu kimselerden altın alınır.

(iii) Bu ülkelerde serbest olarak işleyen altın piyasaları bulunmaktadır. Bu piyasalarda bireyler ve firmalar altın ithal ve ihraç edebilirler. Altının yurda girişi ve çıkışı hususunda hiçbir engel bulunmamaktadır.

(iv) Altın standardı evrensel bir sistemdir. Her ülke parasını belirli bir değerden altına bağladığı için bütün ülkelerin paraları kapsadıkları altın miktarına göre otomatik biçimde birbirine bağlıdır. Bunun için ayrıca bugünküne benzer biçimde döviz piyasalarına gerek yoktur.

¹⁹ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.** , s.52.

Bu sistemin ödemeler dengesinde belirecek açık ve fazlalıkların kendiliğinden ortadan kaldıracığını savunan bir görüş ileri sürülmüştür. Böylece ulusal paralar arasındaki pariteler de belirlenmiş olmaktadır. Bu görüşe göre; ödemeler bilançosu fazla veren bir ülkede, altın girişleri nedeniyle para arzındaki artış, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olacaktır. Bunun tersine ödemeler bilançosu açık veren bir ülkede ise altın çıkışları nedeniyle para arzı azalacak ve fiyatlar genel düzeyi düşecektir. Böyle bir durumda ödemeler bilançosu fazla veren ülkelerin ihracatı görece olarak pahalılaşır, ödemeler bilançosu açık veren ülkelerin ihracatı ucuzlar. Bunun sonucunda bir grup ülkenin ihracatı artarken diğer bir grup ülkenin ihracatı azalacağından ithal ve ihracat edilen miktarlardaki değişimler ödemeler bilançolarının bir denge durumuna doğru yöneltecektir. Örneğin Türkiye'nin İngiltere'den yaptığı ithalatın ihracattan fazla olduğunu farzedelim. Bu açık Türk İthalatçıları'nın ödemelerini yapmaları için sterlin talep etmelerine neden olacaktır. Bu da dolayısıyla Sterlin fiyatında bir artış yaratacaktır. Türk İthalatçıları borçlarını altınla da ödeyebilecektir. Böylece Türk İthalatçıları Merkez Bankası'ndan sağlayacakları madeni İngiltere'ye göndermeyi de tercih edebilirler. Böylece altın çıkış noktasına ulaşır ulaşmaz, yani İngiltere'ye altın göndermenin maliyeti, borcu sterlinle ödemenin maliyetinden daha az pahalı olduğu zaman altın Türkiye'den İngiltere'ye ihracat edilecektir. Altının çıkış noktası pariteye eşittir. Altın çıkış noktası ulaşım maliyetine ve İngiltere'ye madeni para göndermenin sigorta giderlerine bağlı olarak yükselmektedir. Altın çıkışı Türkiye'de para arzının azalmasına neden olacaktır. Miktar teorisi gereğince bu durum fiyat düzeyinin düşmesine neden olacaktır. Yurtiçi fiyatların düşmesi ihracatın artmasına, ithalatın azalmasına neden olacaktır. Böylece başlangıçtaki ödemeler bilançosu açığı otomatik olarak ortadan kalkacaktır.²⁰ Özetle döviz kurları, altının bir ülkeden ötekine taşınma maliyetini aşarak sabit altın paritesinin üzerine çıkar veya altına düşerse, kurlar resmi seviyeye dönünceye kadar, ülkeden ülkeye büyük miktarlarda altın sikke ve külçe giriş veya çıkışı gerçekleşerek, ülkelerin para arzlarını, bundan dolayı, fiyat seviyelerini ve nominal piyasa kurunu değiştirir; böylece piyasa kuru olan resmi kur tekrar birbirine eşitlenir. Altın akışı ile fiyatlar arasında bu ilişki mekanizması on sekizinci yüzyılın ortalarında David Hume tarafından fiyat-altın para akımı teorisi (price-specie-flow

²⁰ Parasız, a.g.e. , s.62.

mechanism) ile formüle edilmiştir.²¹ Fiyat değişimleri dışında istihdam ve gelir etkileri de bu ayarlama sürecine dahil edilebilir. Dış ticaret fazlası veren ülkede (İngiltere) bu fazla sebebiyle istihdam ve gelir artacak, açık veren ülkede (Türkiye) ise azalacaktır. Fakat altın standardı rejimi ayarlama mekanizması sayesinde Türkiye'nin dış ticaret açığı zaman içerisinde kapanacak, istihdam ve gelir yükselecek, bunun tersine İngiltere'de ise istihdam ve gelir başlangıç durumuna gerileyecektir.

Altın standardının sabit döviz kuru ile uyumlu çalışmasının önemli nedenlerinden birisi, ülkenin para birimi ile belli miktarda altın eşdeğeri arasında çift yönlü konvertibilite sağlanmasına yüksek öncelik ve önem verilmesidir. Konvertibilitenin esas politika amacı oluşu, spekülatif sermaye hareketlerinin istikrarsızlığa değil, istikrara neden olmasını sağlar. Para birimi konvertibilitesinin her halükarda sağlanacağı ile ilgili kuvvetli genel beklenti, altın standardına tabi para biriminin altın arbitrajına yol açacak düzeye gelmesi durumunda spekülâtörlerin para biriminin güçlenmesine yardımcı olacak yönde pozisyon almalarını sağlamaktadır.

Altın standardının temel faydalarından birisi uluslararası parasal ayarlama mekanizmasının simetrik oluşudur.²² Bir ülke rezervlerini kaybettiğinde para arzı azalmakta, buna karşılık yabancı ülkeler rezerv kazanmakta ve para arzı genişlemektedir. Diğer sabit döviz kuru sistemi olan altın değişim standardında ise bunun tersine asimetric mekanizma söz konusudur. Altın değişim standardı takip eden ülke (rezerv para ülkesi değilse) para rezervi kazandığında veya kaybettiğinde, rezerv para ülkesinin para arzında hiçbir değişiklik söz konusu olmaz ve sadece o ülkenin ulusal para durumu etkilenir.

Altın standardının bir diğer faydası, parasal genişleme üzerine sınır koymasıdır. Altın standardı rejiminde ekonomideki para arzı genişlemesinin bir sınırı olduğundan, genişletici para politikaları ile genel fiyat düzeyini etkilemek olanaksızdır. Fakat, örneğin, rezerv para standardında rezerv para ülkesi sınırsız para basarak, genel fiyat düzeyini etkileyebilir. Diğer taraftan, altın standardı döviz kuru riskini minimize

²¹ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.11.

²² Paul Krugman, Obstfeld, **International Economics: Theory and Policy**, Addison-Wesley Publishing Company, USA, 2000, s. 43-48.

ettiğinden, uluslararası sermaye piyasalarında borçlanma maliyetlerinin düştüğü de gözlemlenmiştir.²³

Altın standardının sakıncalarının başında ise istihdam artışı için para politikası kullanımının sınırlandırılması gelmektedir. Dünya çapında bir durgunluk söz konusu olduğunda, para politikası üzerindeki bu sınırlama durgunluğun derinleşmesine neden olur. İkinci önemli sakınca, altın standardı rejiminde fiyat istikrarının altın ile ekonomideki ürün ve hizmetlerin göreceli fiyatları arasında ilişkiye bağlı olmasıdır. Bu sebepten dünya ekonomisinde yeni altın rezervlerinin bulunması fiyatlar genel düzeyinde geniş dalgalanmalara sebep olabilmektedir. Altın standardının üçüncü sakıncası, uluslar arası rezervlerin ekonomideki büyümelere paralel olarak büyümesinin tamamen yeni altın rezervlerinin bulunmasına bağlı olmasıdır. Bu ise dünya çapında geniş işsizliğe yol açabilecek kadar önemli bir sorundur. Dördüncü sakınca, altın standardının, büyük altın rezervlerine sahip Rusya ve Güney Afrika gibi ülkelere altın pazarı aracılığıyla uluslararası makroekonomik koşulları etkileme gücü vermesidir.

Altın standardı döneminde Merkez Bankası'nın temel görevi para birimi ve altın arasındaki resmi pariteyi korumaktır. Bu fiyatı karşılayabilmek içinse Merkez Bankası önemli miktarda altın rezervi bulundurmak zorundadır. Altının ülke dışına satılması ekonomik dengeyi olumsuz olarak etkilerken altının alındığı ülkeyi olumlu yönde etkileyecektir. Çünkü Merkez Bankası'nın altın rezervleri azaldığında piyasadaki paranın altın olarak karşılığını ödemek güçleşecektir. Bu durumda piyasada para arzının azalmasıyla sonuçlanacaktır.

Dünya ekonomisinde 1870'lerden I.Dünya Savaşına kadar geçen sürede altın standardı, uluslararası para sisteminin esasını oluşturmuştur. 1870 yılında sadece Büyük Britanya, Avustralya, Kanada ve Portekiz'de geçerli olan altın standardı, 1910 yılında artık dünya ülkelerinin büyük çoğunluğu tarafından kabul edilmiştir.²⁴ Bu dönemde Londra uluslararası para sisteminin merkezi haline gelmiştir. Altın standardı savaş sırasında uygulamadan kalkmış, savaştan sonra ise 1929 dünya ekonomik krizine adar

²³ Micheal D.Bordo, H. Rockoff, **The Gold Standard as a Good Housekeeping Seal Of Approval**, NBER Working Paper Series 5340, USA, 1996, s.24.

²⁴ Carsten M. Meissner, **A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard**, NBER Working Papers 9233, USA, 2002, s.28.

kısmen yürürlükte kalabilmiştir. Altın standardının ülkelere getirdiği en önemli artılardan birisi de uluslararası ticaretin genişlemesi olmuştur. Altın standardının kabul edilmeye başladığı 1870 yılından 1910 yılına kadar uluslar arası ticaret hacmi yaklaşık %30'luk bir büyüme göstermiştir.²⁵ Bu dönem içerisinde altın standardının istikrarını nasıl koruyabildiğini araştıran bilimsel çalışmalar uygun makroekonomik ortam (göreceli olarak daha az oranda makroekonomik dalgalanmalar) ve piyasaların esnekliğinin (fiyat ve miktarların makroekonomik dalgalanmalara göreceli olarak daha hızlı uyum sağlaması) bu istikrarın sağlanmasında büyük öneme sahip olduğunu vurgulamıştır.²⁶ Birinci. Dünya Savaşının patlak vermesi ile ülkelerin büyük çoğunluğu altın standardından kopmuştur. Büyük Britanya, Fransa, Almanya ve Rusya altın ile kendi para birimleri arasında konvertibiliteyi askıya almış ve altın ihracatını sınırlandırmıştır. Savaşın sona ermesiyle altın standardında geri dönüş ivmesi hızlanmış, ABD (1919), Büyük Britanya (1925), İsviçre (1928), Fransa (1928) ve İskandinav ülkeleri (1928) altın standardına geri dönmüştür.

Altın standardının 1929 Büyük Dünya Buhranının temel sebeplerinden biri olduğu iddia edilmektedir.²⁷ John Maynard Keynes, 1923 yılında altın standardını uluslararası para sisteminin “barbar kalıntısı” (barbarous relic) olarak adlandırmıştır. Büyük Buhran döneminde altın standardını terk eden ülkelerin ekonomik durgunluğu altın standardını kullanmaya devam eden ülkelere daha çabuk atlatılabildiği de literatürdeki bulgular arasındadır.²⁸ Altın standardının büyük durgunluğu daha da derinleştirmesi ülkelerin altın standardından yeniden kopmasına neden olmuş, Büyük Britanya, Kanada, İsveç, Avusturya ve Japonya altın standardını 1931 yılında, ABD 1933 yılında, Fransa ise 1936 yılında terk etmişlerdir. Birçok devre geçiren Standardı 1937'ye gelindiğinde sürdüren hiçbir ülke kalmamıştır. II. Dünya Savaşı sonrasında, döviz kurlarının genellikle dolara veya altına göre ayarlandığı bir sisteme geçilmiş, 1958'de yeniden bir tür altın standardı sistemine dönmüştür. Buna göre, önde gelen

²⁵ J. Ernesto López Córdova, Chris Meissner, **Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence From The Classical Gold Standard Era**, CIDER Working Papers, C00118, Berkeley, 2000, s.31.

²⁶ Tamin Bayoumi, Barry Eichengreen, **The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System**, IMF Staff Papers, 95/89, USA, 1995, s.27-31.

²⁷ Stephen G. Cecchetti, **Understanding the Great Depression: Lessons for Current Policy**, NBER Paper No:6015, USA, 1998, s14-16.

²⁸ Barry Eichengreen, J. Sachs, **Competitive devaluation in the Great Depression**, NBER Working Papers 6060, USA, 1986, s.17.

Avrupa ülkeleri milletlerarası ödemelerde kendi paralarının altına veya dolara serbestçe çevrilebilirliğini garanti etmişlerdir. Milli seviyede altın standardına dönüş ise tekrar görülmemiştir.

I.2.3 Bretton Woods Sistemi

İkinci Dünya Savaşından sonra 20 Temmuz 1944 tarihinde New Hampshire (ABD) eyaletine bağlı Bretton Woods'da bir araya gelen 44 ülkenin temsilcileri üç haftalık tartışma sürecinin ardından Uluslararası Para Fonunun (IMF) esasını koyan Anlaşma Maddelerini hazırlayarak imzalamışlardır. Bu anlaşmayla Uluslararası Kalkınma ve İmar Bankası veya günümüzdeki adıyla Dünya Bankası (1946) ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) (1945) kurulmaları öngörülmüş, bu iki kuruluşa daha sonra aynı amaca yönelik Uluslararası Ödemeler Bankası eklenmiştir.

Dünya Bankası'nın amacı üyelerinin imarlarını kolaylaştırmak ve özellikle prodüktif kapasiteleri büyük ölçüde yok olmuş Batı Avrupa ülkelerine yardımda bulunmaktır. Geçiş süreci içindeki gelişmekte olan ekonomileri etkileyen felâketler, acil durumlar ve savaş sonrası rehabilitasyon ihtiyaçları karşısında; yeniden imar Bankası'nın faaliyetleri arasında önemli bir odak noktası oluşturmuştur. Ancak zamanla Dünya Bankası'nın faaliyet alanı gelişmekte olan ülkelere yoğunlaşmıştır. Önceleri savaş sonrası Avrupa'sının imarına yardımcı olan Dünya Bankası, 250 milyon ABD Doları tutarındaki ilk krediyi Fransa'nın imarı için 1947 yılında vermiştir.²⁹ Bugün 184 üye ülkesi bulunmaktadır. Günümüzde dünya devletlerinin 181'i Banka üyesidir. Bunlardan 11'i, Banka sermayesinin %55'ine sahiptir. Türkiye'nin sermayedeki payı ve oy gücü %0,5 düzeyindedir.

IMF ise, II.Dünya Savaşı galipleri tarafından kurulmuş, 1947'de faaliyete geçmiştir. Avrupa devletlerinin İkinci Dünya Savaşı sonrası bozuk ve depresyon içindeki ekonomik durumlarının aksine Amerika Birleşik Devletleri'nin savaş boyunca ihracatının altın stoklarının artması, ekonomik bakımdan yardım yapacak tek ülke durumuna gelmesine sebep olmuştur. ABD, Avrupa devletlerine doğrudan yardım

²⁹DünyaBankası,<http://www.worldbank.org.tr/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/TURKEYEXTN/0,contentMDK:20167083~menuPK:413774~pagePK:1497618~piPK:217854~theSitePK:361712,00.html> (Erişim tarihi: 11.12.2007)

yapmak yerine mali müesseseler kurarak yardım yapılması taraftarı olmuştur. IMF, Avrupa devletlerinin tediye bilançolarında ortaya çıkabilecek geçici (= kısa vadeli) ödeme güçlüklerinde kredi vererek milletlerarası ticaretin bu yüzden daralmasını önlemek için kurulmuştur. Her iki müessesenin sermaye ve kaynaklarının önemli bir kısmı ABD tarafından temin edilmiştir. Bu müesseselere üye olan ülkelerin prensip olarak, içerde enflasyonu önleyici para politikaları takip etmeleri, dış ticareti ise tek taraflı devalüasyonlar ve ithal tahditleri yüzünden daraltmamaları, bilakis bu tahditleri mümkün mertebe kaldırmaları gerekmektedir.³⁰ IMF kendisini 185 üyeli bir organizasyon olarak tanımlar (Sırbistan Karadağ 18 Ocak 2007 tarihi itibarıyla 185inci üyesidir). IMF verilerine göre (2007) fonun borç verme kaynağı 174 milyar dolar. Alacakları ise 75 ülkeden 34 milyar dolardır. Türkiye'nin Mart 2008 tarihi itibarıyla IMF'ye olan borcu , 6,8 milyar dolardır.³¹

Bretton Woods Anlaşması öncesi çalışmalar temelde Keynes ve White Planları etrafında toplandı. 1942 yılından itibaren Anglo-Sakson para otoriteleri uluslararası para sistemini yeniden kurma planları yapmaya başladılar. J. M. Keynes ve H. B. White uluslararası ekonomik ilişkilerin geliştirilmesi sayesinde tam istihdamın sağlanmasına katkıda bulunmayı amaçlıyorlardı. Bu sistem ulusal paraların değerlerinin ABD Dolarına ve onun aracılığıyla dolaylı yoldan altına bağlı olduğu bir para sistemidir. Bretton Woods sistemine, "IMF Sistemi" veya öngörmüş olduğu kur düzenlemelerinden dolayı "ayarlanabilir sabit kur sistemi" adı verilmiştir. Bretton Woods anlaşmasının getirdiği en önemli sonuçlardan birisi altın değişim sisteminin tesis edilmesidir.

Bu sistemde; anlaşmayı onaylayarak IMF'ye üye olan her ülke, ulusal parasını sabit bir kurdan ABD Doları'na bağlamaktaydı. Bu sabit dolar kuruna dolar paritesi denilmektedir. ABD ise doları başka bir ülkenin parasına değil, altına bağlamaktadır. (1 ons saf altın = 35 Dolar)

Sistemde ABD diğer ülkelerin merkez bankalarına altın konvertibilitesi imkanı tanımıştır. Amerikan Rezerv Bank, yabancı merkez bankalarına arz edecekleri dolarlar

³⁰ **Uluslararası Para Sistemi**, http://tr.wikipedia.org/wiki/Uluslararası%C4%B1_Para_Fonu (Erişim tarihi: 11.12.2007)

³¹ **Nisan 2008 Kamu Borç Yönetimi Raporu**, Hazine Müsteşarlığı, http://www.hazine.gov.tr/duyuru/basin/KBYR_Mayis08.pdf, (Erişim tarihi: 02.06.2008)

karşılığında yukarıda belirtilen sabit fiyattan altın satma taahhüdü altına girmiştir. Her ülke bu şekilde parasını Dolar'a bağlamış, doların altın konvertibilitesi de tanınmış olduğu için ulusal paralar dolaylı yoldan altına bağlanmıştır.

Sisteme göre kısa dönemde her ülkenin ulusal parasının döviz piyasasında dolar paritesi etrafında en fazla %1'lik alt ve üst sınırlar içerisinde dalgalanmasına imkan tanınmıştır. Daha yüksek değişmelerin ise merkez bankasının piyasaya müdahaleleri (piyasada dolar alım ve satımları) ile önlenmesi gerekmekte, bununla birlikte uzun dönemde ödemeler bilançosunda köklü bir dengesizlik bulunması durumunda IMF'nin onayı ile üye ülkelere paralarını dolara göre devalüe etme yetkisi verilmiştir. Cari ödemeler dengesi işlemleri için ise serbest konvertibiliteye izin verilmekte, fakat spekülasyonları önlemek için sermaye kontrolleri uygulanmaktaydı. Kısa vadeli ödemeler bilançosu dengesizliği resmi rezervler ve IMF kredileri yardımı ile giderilmekte, döviz piyasalarına müdahalenin ulusal para arzı üzerinde etkisi ise sterilize edilmekteydi. Ükelere makroekonomik özerklik tanınmakta, genel fiyat düzeyi ve istihdam amaçları ile ilgili ulusal politikalar takip edilmesine olanak verilmekteydi.

Sistem ABD'yi bir tür Dünya Merkez Bankası konumuna getirmiştir. Dolar diğer bütün paraların bağlandığı bir değer standardı olmuştur. Bütün uluslararası ödemeler, borç ve alacaklar dolarla ölçülmüştür. Öte yandan ulusal merkez bankaları kurları sabit tutmak için piyasadan dolar alım satımları yaparken, doları bir müdahale parası olarak kullanmışlardır. Ayrıca dış rezervlerini de dolar olarak tutan Merkez Bankaları sayesinde Dolar "rezerv para" statüsünü de kazanmıştır.

1881-1995 yılları arasında 5 sanayileşmiş ülkenin (ABD, İngiltere, Fransa, Almanya ve Japonya) enflasyon ve büyüme oranı gibi iki temel makroekonomik göstergeler üzerinde yapılan analizde, tarihsel olarak en düşük enflasyon oranının altın standardı döneminde olduğu ve Bretton Woods döneminde enflasyon oranının, dalgalı kur dönemine göreceli olarak daha düşük olduğu sonucuna varmıştır. Kişi başına milli gelir artış oranı ise en yüksek düzeyine Bretton Woods döneminin konvertibilite alt döneminde ulaşmış, en düşük artış oranı ise, iki savaş arası (1919-1938) dönemde

gerçekleşmiştir. Ayrıca, Bretton Woods döneminin konvertibilite alt döneminde, gelirdeki dalgalanmalar da en az düşük seviyesinde olmuştur.³²

Bretton Woods anlaşması ülkelere kendi para birimlerini altına bağlamasına olanak verse de, sistem sabit kura dayalı dolar sistemine dönüşmüştür. Bu sistem altında sadece ABD kendi parasını altın olarak tanımlamakta (1 ons Altın = 35 ABD \$), diğer ülkeler ise kendi para birimlerini ABD Dolarına sabit kur üzerinden bağlamaktaydı. Bu sistem fazlalık sorununu (redundancy problem) çözmektedir. Fazlalık sorununa göre dünyada N ülke varsa, N -1 sayıda ülkenin kur politikası N. ülkenin kurunu belirlemek için yeterlidir. Dolayısıyla, N. Ülke pasif kalmalı, bağımsız hareket etmemelidir. Bu N. ülke, yeni altın değişimi standardında ABD idi.

ABD kendi sisteminde altın standardını korumak için parasal özerkliğini önemli ölçüde terk etmişti. Diğer ülkeler ise resmi uluslar arası rezervlerini altın veya Dolar varlıkları olarak tutmaktaydı. Yabancı ülkeler Dolar varlıklarını faiz getirisi olan ABD hazine bonosu şeklinde tuttuğundan faiz getirisi de kazanmaktaydı. Altın değişim standardının geniş olarak kabul görmesinin ana sebeplerinden birisi de, ABD dışında para otoritelerinin ABD Hazinesinin Dolar ile altın arasındaki çift yönlü konvertibiliteyi sağlayabileceğine inanmalarıydı.

Altın değişim standardı aslında Bretton Woods anlaşması ile ortaya çıkan yeni bir olgu değildi. Altın standardının geçerli olduğu 19.Yüzyılın sonu, 20. yüzyılın başlarında bazı sömürge ülkeler ve gelişen Pazar ülkeleri (Japonya ve İskandinav ülkeleri gibi) altın rezervlerini sterlin ve diğer temel döviz birimlerinin faiz getiren finansal varlıklarına yatırmakta idi. Bu sayede Birinci Dünya Savaşı başladığı zaman dünyada uluslar arası rezervlerin %20'si yabancı para rezervlerinden oluşmaktaydı.³³ 1922 yılında yapılan Genua Konferansı (İtalya) dünyanın altın değişim standardına dönmesini tavsiye etmiş, bu yolda 1924-27 yılları arasında dünya çapında altın değişim standardı tesis edilmiş, İngiltere ve ABD para birimleri rezerv para olarak seçilmişti.

³² Micheal D. Bordo and A. Schwartz, **Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record**, Handbook of Macroeconomics, USA, 1999, s.149.

³³ Peter H. Lindert, **Key Currencies and Gold 1900-1913**, Princeton Studies in International Finance, No.24, Princeton University, USA, 1969, s. 43.

1929 büyük Dünya Buhranı ve 10 yıl sonrasında İkinci Dünya Savaşının başlaması altın değişim sisteminin askıya alınmasına neden olmuştur.³⁴

Altın değişim standardından ikinci kez vazgeçilmesinin arkasında ise bu defa Triffin ikilemi (Triffin Dilemma) duruyordu. Triffin (1960), Bretton Woods sisteminin uzun dönemde ayakta kalmasının imkansız olduğunu ve güven sorunu nedeniyle çökeceğini öngörmekteydi. Buna göre, ülkelerin uluslararası ticaretinin giderek büyümesi uluslararası rezerv ihtiyacını artıracak, bu durumda Merkez Bankaları mecburen Dolar varlıklarını artırmak durumunda kalacaktır. Bu durum ellerindeki Dolar varlıklarının ABD Hazinesinde mevcut altın rezervlerini aşacağı noktaya kadar devam edecektir. ABD taahhüt ettiği gibi bu Dolarların tümünü, 1 ons altın = 35 ABD \$ paritesinden bozduramayacağı için Merkez Bankalarında bir güven sorunu başlayacak ve ellerindeki Doları hızla altına dönüştürmeye çalışacaklardı. Bu ise altın değişim standardının sonunu getirecekti. Triffin, IMF'nin kendi para birimini çıkararak, ülkelerin uluslar arası rezervlerini Dolar yerine bu para birimi cinsinden tutmasını önerdi. Aslında bu öneri IMF'i Dünya Merkez Bankasına dönüştürecekti ve Keynes'in Bretton Woods anlaşması sırasında teklif ettiği, fakat kabul ettiremediği teklif ile örtüşüyordu.

1961-65 yılları arasında ABD'den özel sermaye akışı yabancı resmi rezervlerin genişlemesine neden oldu. 1963 yılında ABD'den sermaye akışlarının önünü kesmek için özel vergiler konulmaya başladı. Vietnam savaşının yüksek faturası mali genişlemeye, mali genişleme ise genel fiyat düzeyinin yükselmesine ve ABD ödemeler dengesi fazlasının erimesine neden oldu. Başlangıçta daraltıcı para politikası benimsenmesine rağmen, yüksek faiz oranlarının inşaat sektörü üzerinde negatif etkisi ABD Merkez Bankasını (Federal Reserve Bank) 1967-68 yıllarında daha genişlemeci para politikaları benimsemesine neden oldu. IMF, 1967 yılında Triffin'in öngördüğü kendi para birimi olan Özel Çekme Haklarını (Special Drawings Right – SDR) çıkardı. SDR, Merkez Bankaları arasındaki işlemlerde kullanılacaktı. Fakat SDR'nin çıkarılması

³⁴ Micheal Bordo, R. Macdonald, **The Inter-War Gold Exchange Standard: Credibility and Monetary Independence**, NBER Working Papers 8429, USA, 2001, s.12.

ile altın değişim standardı üzerindeki baskıları fazla hafifletemedi. Triffin'in öngördüğü son gerçekleşmeye başladı.³⁵

Londra Altın Borsasında 1967 sonu ve 1968 senesinin başlarında spekülátörler altın satın almaya başladı. Altına hücum sonucu Merkez Bankaları 17 Mart 1968 tarihinde iki bağlı altın pazarının (two-tier gold market) oluştuğunu ilan etti. Özel altın tüccarları altın fiyatının piyasadaki arz talep dengesine bırakıldığı özel pazarda, Merkez Bankalarının ise eskiden olduğu gibi bir ons altının 35 ABD Dolarına eşit olduğu resmi pazarlarda işlem yapması kararlaştırıldı. Fakat altın değişim standardı artık dünya çapında parasal genişleme karşısında otomatik sınırlama koyacak güce sahip değildi. 1971 yılına gelindiğinde ABD'de yükselen işsizlik ve cari ödemeler dengesi açığı, piyasaların Dolar devalüasyonu beklentisini oldukça kuvvetlendirdi. 15 Ağustos 1971 tarihinde ABD başkanı Richard Nixon, ABD'nin altın standardını terk ettiğini ve altın ile Dolar arasındaki sabit paritenin koptuğunu resmen ilan etti.

Aralık 1971'de Washington'da (ABD) yapılan Smithsonian Anlaşmasına göre ABD Doları esas yabancı ülke paralarına göre %8 oranında devalüe edildi. Fakat çok kısa süre içerisinde Dolar kurundaki bu devalüasyon oranının yetersiz olduğu ortaya çıktı. Dolara spekülátif hücumlar karşısında 12 Şubat 1973 tarihinde %10 oranında yeni devalüasyon yapıldı. Fakat spekülátif hareketler o kadar yoğunlu ki, 1 Mart-18 Mart 1973 tarihleri arasında döviz piyasaları kapatılmak zorunda kaldı. Döviz piyasaları 19 Mart'ta yeniden açıldığında Japon ve esas Avrupa para birimleri Dolar karşısında serbest dalgalanmaya bırakıldı. Başlangıçta bu geçici bir düzenleme olarak düşünülse de, yeni bir dönem – esnek kur sistemleri dönemi başlıyordu.

I.2.4 Esnek Kur Sistemleri

Esnek kur sistemleri altında para biriminin değeri altın veya başka bir ülkenin rezerv para birimine bağlanmamaktadır. Para biriminin değeri uluslararası finansal piyasalarda, arz ve talep dengesinde belirlenmektedir. Esnek kur sistemleri altında döviz kurları, kabaca, ülke para birimlerinin göreceli satınalma gücüne göre belirlenmektedir.

³⁵ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.** , s.15.

Esnek döviz kurlarının temel üç faydası, para politikasında özerklik sağlaması, simetrik yapıya sahip olması ve döviz kurlarının otomatik olarak istikrar sağlamasıdır.³⁶

(i) *Para Politikasında Özerklik*: Esnek kur sistemleri altında Merkez Bankaları döviz kurunu ayarlamak için piyasaya müdahale etmek zorunda kalmamakta, iç ve dış dengeyi sağlamak için para politikasını kullanabilmektedir. Bretton Woods sisteminin çökmesinin temel nedenlerinden birisi yabancı ülkelerin altın değişim standardı mekanizması çerçevesinde, ABD'nin enflasyonunu ithal etmesi idi.³⁷ Fakat yeni esnek kur sisteminde bu sorun tamamen ortadan kaldırılmakta, ülkeler bağımsız kur politikaları izlediğinden diğer bir ülkenin enflasyonunu ithal etmek zorunda kalmamaktadır.

(ii) *Simetri*: Esnek kur sistemleri altın değişim standartlarının temel sorunlarından biri olan asimetriyi ortadan kaldırmaktadır. Her ülke kendi parasal koşullarını etkileme ve düzenleme yetkisine sahiptir. Her hangi bir ülke tek başına diğer ülkelerin parasal koşullarını etkileyemez.

(iii) *Kurların otomatik ayarlama mekanizması*: Altın ve altın değişim standardının en önemli sakıncalarından birisi, bu standartlar altında sabit döviz kuru yanlış ise kur ayarlaması yapılamaması, fakat tüm diğer makroekonomik değişkenler üzerinde ayarlama yapılmasıdır. Esnek kur sistemleri, otomatik ayarlama mekanizması sayesinde bu sakıncayı gidermektedir. Esnek kurlar sayesinde kambiyo kontrollerine gerek kalmaksızın ve ülke içi istikrarı bozabilecek önlemler alınmaksızın dış ödemelerdeki dengesizliklerin ayarlanacağı ifade edilmiştir. Dış ödemelerinde açıkla karşılaşan bir ülkenin parasının döviz piyasasındaki değeri düşeceğinden ithal mallarının fiyatı yükselecek, ihraç malları ise ucuzlayacaktır.³⁸ Esnek kur sistemleri altında yurtiçi ve yurtdışı ürün fiyatları arasındaki ayarlama döviz kurları aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bu sebeple, kurlarda bir yanlışlık söz konusu ise kurların kendisi ayarlanmakta ve dengesizlikler giderilmektedir. Yurtiçi ücretler ve fiyatlar göreceli olarak esnek olmadığı için gerekli ayarlamayı yapamamaktadır. Fakat, esnek kur

³⁶ Krugman, Obstfeld, **a.g.e.** , s.569.

³⁷ Krugman, Obstfeld, **a.g.e.** , s.573.

³⁸ Paul T. Ellsworth, **The International Economy** , NY Mac Millan Co., USA, 1964, s.308.

sisteminde kurların önceden belirlenmiş kurumsal alt ve üst sınırları olmadığı için ayarlama süreci için daha esnek araçlar söz konusudur.³⁹

Ayrıca Esnek Kur sisteminin tahditsiz konvertibl para rejimlerinin yaygınlaşmasına serbest ticari ve mali işlemlerin geçerlilik kazanmasına yol açacağı ve enflasyonist veya deflasyonist baskıların diğer ülkelere sıçramasını önleyeceği de ileri sürülmüştür.⁴⁰

Esnek kur sistemlerinin sakıncaları ise beş temel argüman şeklinde ifade edilebilir:

(i) *Disiplin sorunu*: Merkez bankalarının enflasyonist politikalar izlemesi para disiplininin kopuşu beraberinde getirmektedir. Halbuki altın ve altın değişim standardında kurlar sabitlendiği için böyle bir sorun söz konusu değildir.

(ii) *Spekülasyonlar ve para piyasalarının istikrarsızlığı*: Döviz kurlarının değişeceği ile ilgili spekülasyonlar döviz piyasalarında istikrarsızlığa, dolayısıyla ülkenin iç ve dış dengesi üzerinde olumsuz etkiye sahip olabilir.

(iii) *Uluslararası ticaret ve yatırımın engellenmesi*: Esnek kurlar döviz kurlarındaki değişimleri belirsiz hale getirdiğinden fiyatlar ve dolayısıyla, uluslararası ticaret ve yatırım üzerinde olumsuz etkiye sahiptir.

(iv) *Koordinasyonsuz ekonomik politikalar*: Tartışmalarda, bir taraftan esnek kur sistemleri altında döviz kurlarının aşırı volatilité gösterdiği iddia edilmekteyken,⁴¹ diğer taraftan yapılan araştırmalar göstermektedir ki esnek kur sistemlerine geçişten sonra fiyat ve çıktılarının öngörü hatalarının değişkenliğinin azalmaktadır.⁴² Ekonomi literatüründeki diğer araştırmalar ise döviz kurlarındaki dalgalanma derecesini belirleyen önemli etkenin ülkelerin bireysel olarak esnek veya sabit kur sistemi seçmesi değil, ülkelerin ekonomik politikaları arasındaki koordinasyon düzeyi olduğunu

³⁹ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, a.g.e. , s.17.

⁴⁰ Milton Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates Chicago Essay in Positive Economics*, University of Chicago Press, USA, 1953, s.343-344.

⁴¹ Robert Triffin , *The World Monetary Scandal, Challenge*, Vol.29 (1), USA, 1986, s.7.

⁴² Allan H. Meltzer, *Monetary and Exchange Rate Regimes: A Comparison of Japan and United States*, Cato Journal, Vol6 (2), USA,1986, s.83.

göstermektedir. Esnek kur sistemlerinde ülkeler rekabetçi devalüasyon politikalarına giriştiğinde (komşuyu zarara sokma politikaları - beggar-thy-neighbor policies), dünya ekonomisi bir bütün olarak zarar görmektedir.

(v) *Fazla özerklik illüzyonu*: Esnek kur sistemleri ülkelere gerçekte daha fazla özerklik vermemektedir. Kurlardaki değişimin boyutu Merkez Bankalarını yoğun olarak döviz piyasalarına müdahale etmesine sebep olabilmektedir. Dolayısıyla, esnek kur sistemleri ülkelere makroekonomik politikalarda daha fazla özerklik vermeden sadece ekonomide belirsizliği artırabilir.⁴³

Bretton Woods sisteminden esnek kur sistemlerine geçişte iki temel aşama vardır. İlk aşama, Ocak 1976'da IMF üyelerinin üzerinde anlaştıkları Jamaika Anlaşmasıdır. Bu anlaşmaya göre:

(i) IMF üyeleri esnek kur sistemlerine geçebilir ve döviz piyasalarında aşırı volatilitiyi önlemek amacıyla piyasaya müdahale edebilir.

(ii) Altın değişim standardı resmi olarak terk edilmektedir. IMF'de bulunan altın stoklarından yarısı üye ülkelere iade edilecek, diğer yarısı ise satılarak fakir ülkelere yardım amacı ile kullanılacaktır.

1980'li yıllardan itibaren Reagan yönetimi sırasında ABD ekonomisinin bütçe açığı ve ödemeler dengesi açığı giderek büyümeye başlamış ve ABD Dolarının aşırı değerlenmiş olduğu durumu ortaya çıkmaktaydı. Eylül 1995'de G-5 ülkeleri (Fransa, Japonya, Almanya, Büyük Britanya ve ABD) arasında imzalanan Plaza Anlaşması (Plaza Accord) ABD'nin dış ticaret açığı sorunu çözmek için Doların devalüe edilmesini onaylamış ve bu amacı gerçekleştirmek için döviz piyasalarına müdahale etmek konusunda anlaşmıştır. Doların düşmeye başlaması belli bir süre sonunda sanayileşmiş ülkeler arasında Dolar kurunun aşırı düşebileceği endişesi uyandırdı ve Paris'teki G-7 ekonomi zirvesinde (1987) Louvre Anlaşması (Louvre Accord) imzalandı. Bretton Woods sisteminden esnek kur sistemlerine geçişte ikinci aşamayı oluşturan Louvre Anlaşmasına göre G-7 ülkeleri (G-5 ülkeleri ile Kanada ve İtalya) döviz kurlarında istikrar sağlamak için daha fazla işbirliği içerisine girecek ve kendi

⁴³ Krugman ve Obstfeld, *a.g.e.* , s.573.

makroekonomik politikalarını koordineli olarak yürüteceklerdi. Bu anlaşma yönetimli dalgalı (managed-float) kur sistemlerine geçilmesine ve döviz kurlarının daha istikrarlı raya oturmasına neden oldu.

1.2.5 Optimal Kur Alanları

Uluslararası para sisteminin evriminin günümüze kadar gelen en son aşaması, canlı örneğini Avrupa Para Sisteminde gördüğümüz optimal kur alanlarıdır. Optimal kur alanları, ilk defa ekonomi literatüründe Robert Mundell tarafından 1961 yılında yayınlanan makalesinde tanımlanmıştır. Optimum Para alanları birbirleriyle yakın ekonomik ve ticari ilişkilerde bulunan ekonomilerin paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağlayıp, geri kalan paralara karşı dalgalanmaya bırakmalarıdır.⁴⁴ Bu çalışmasında, Mundell, bir bölgenin veya ülkenin para birliğine katılması halinde hangi şartlar altında fayda sağlayacağını açıklamaktadır. Mundell, bir taraftan, para birliğine giren bölgede işlem maliyetlerinin düşeceğine, diğer taraftan ise bağımsız para biriminden vazgeçmenin, para politikası özerkliğini kaybetme gibi çeşitli sakıncaları olduğuna dikkat çekmektedir. Mundell, bir bölgenin optimum kur alanı oluşturmasının veya daha büyük para birliğinin bir parçası olmasının bu maliyet ve faydaların net toplamına bağımlı olduğunu göstermektedir. Optimal kur alanları para birimini komşu bölgenin para birimine bağlanması durumunda fayda sağlayacak kadar ufak ve açık olmayan, fakat aynı zamanda daha ufak bölgelere ayrıldığı durumda fayda sağlayacak kadar büyük olmayan bölgeler olarak tanımlanmaktadır.⁴⁵ Optimal Kur Alanları literatürüne katkıda bulunan diğer isimlerden biri de McKinnon'dır. McKinnon optimum para sahasının aralarında ticaret hacmi yüksek olmakla birlikte, üçüncü ülkelere karşı ticaret hacimleri fazla olmayan ülkeler topluluğu arasında kurulacağını söylemektedir. McKinnon(1963) açıklık üzerinde ısrar ederken, diğer bir ekonomist Kenen (1969) farklılaşma üzerinde durmuştur.⁴⁶

Optimum kur alanları hipotezi 1961 yılında ortaya atılsa da, tarihi daha eskiye dayanmaktadır. Örneğin, ABD'nin optimum kur alanı olup olmadığı literatürde bir

⁴⁴ İlker Parasız, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000, s.252.

⁴⁵ Jeffrey A. Frankel, **No Single Currency Regime Is Right For All Countries or at All Times**, NBER Working Papers No 7338, USA, 1999, s.21.

⁴⁶ Parasız, Para, Banka ve Finansal Piyasalar, s.252.

tartışma konusudur. ABD'nin uzun süre optimum kur alanı olamadığı ve 1930'lu yıllardan itibaren artan federal mali transferler ve banka mevduat sigortası ile optimum kur alanına dönüştüğü iddia edilmektedir.⁴⁷

Optimum kur uygulamalarının dünyada en iyi örneklerinden birisi, Avrupa Para Birliğidir. Bretton Woods sisteminin hala geçerli olduğu dönem olan Mart 1971'de, Avrupa Konseyi, Ortak Pazar ülkelerini (sonradan AB ülkeleri) ekonomik ve parasal birliğe doğru götürecek Werner Planını hazırlayıp kabul etti. Ülkeler, Werner Planı kapsamında, Avrupa para birimlerinin kendi aralarında dalgalanmalarını istikrara kavuşturmak üzerinde anlaştılar. Avrupa para birimlerinin kendileri arasında döviz kuru hareketleri küçülmekte (yılan), Dolara (tünel) karşı ise göreceli olarak büyük kalmakta idi. Bu sebeple, bu sistem "tüneldeki yılan" (snake in the tunnel) ismini almıştı. Bretton Woods sisteminin çöküşü ve Smithsonian Anlaşması üzerine Nisan 1972 tarihinde tekrar bir araya gelen Avrupa ülkeleri yılan aralığının $\pm$ %2.25, tünel aralığının ise $\pm$ %4.50 olması üzerinde anlaştılar. 1973-80 yılları arasında döviz kuru ayarlaması ile ilgili çeşitli düzenlemeler yapıldı. Aralık 1978 tarihinde Avrupa Şûrası Mart 1979 tarihinden geçerli olmak üzere Avrupa Para Birliğinin kurulmasını kabul etti. 1979 yılında Avrupa Para Birimi (ECU – European Currency Unit) tanımlandı. 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren Euro, ECU'nun yerini aldı. Günümüzde AB'ye üye 27 ülkeden 15'i Euro'nu ulusal para birimi olarak kullanmaktadır. AB'ye yeni üye olan ülkelerin ise yakında Euro'ya geçmesi beklenmektedir.

AB dışında, Dünya'nın birçok ülkesinde de, optimum kur alanlarına doğru son yıllarda bir kayma olduğu görülmektedir. Optimal kur alanlarının farklı bir uygulaması olan, dolarizasyon Ekvador ve El Salvador'da günümüzde uygulanmakta, Meksika, Guatemala ve Peru'da ise aktif gündem maddesini oluşturmaktadır. Altı Batı Afrika ülkesi 2003 tarihinde bölgenin ortak para birimini kurmak üzerinde anlaşmıştır. On bir Güney Afrika ülkesi Doları kabul etmek veya muhtemelen Güney Afrika para birimi, Rand'a endekslenmiş bağımsız para birliği kurmak üzerinde tartışmaktadır. Altı petrol üreticisi Arap ülkesi (Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn, Umman, Katar ve Kuveyt) 2010 yılında para birliği kurma niyetlerini ilan etmiştir. Diğer

⁴⁷ Hugh Rockoff, **How Long Did It Take the United State to Become an Optimal Currency Area**, Rutgers University, Department of Economic Working Paper, USA, 1999, s.3-4.

tarafından, bazı ülkeler AB Doları veya Euro ile para kurulu oluşturmuştur. Avustralya ve Yeni Zelanda'nın para birliği (ANZAC Doları) kurması da, ekonomi literatüründeki son tartışmalar arasındadır.⁴⁸

Optimum kur alanları hipotezi birbiri ile önemli ticari ilişkileri olan ülkelerin para birliğinden kazanç sağlayacağını, küçük ülkelerin kendi para birimlerinden vazgeçmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Yüksek ve değişken enflasyona sahip ülkeler de para birimlerinden vazgeçmeleri halinde fayda sağlayabilecektir. Ticari ilişkilerin yanı sıra coğrafi yerleşimin de optimum kur alanlarını belirleyen önemli kriter olduğu ortaya çıkmaktadır.

Optimum kur alanları üzerinde yapılan çalışmalar iyi tanımlanmış Dolar ve Euro alanlarının bulunduğunu, iyi tanımlanmış yeni alanının ise bulunmadığını kaydetmektedir.⁴⁹ ABD ve Kanada'nın optimum kur alanı oluşturup oluşturmadığını inceleyen araştırmalar ise bu ülkelerde döviz kuru volatilitésinin kaynağının parasal değil, reel oluşu nedeniyle ampirik bulguların bu iki ülkenin optimum kur alanı oluşturmadığını gösterdiğini ifade etmektedir.⁵⁰

⁴⁸ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.** , s.23.

⁴⁹ Alberto Alesina, R. Barro, **Optimal Currency Areas**, NBER Working Papers 9072, USA, 2002, s.21.

⁵⁰ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.** , s.27.

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

Döviz fiyatlarının yani döviz kurlarının belirlenmesine yönelik olarak, kullanılan sistemlere döviz kuru sistemleri adı verilmektedir. Döviz piyasalarının işleyişi ve döviz kurlarının belirlenişi konusunda kimlerin ne ölçüde söz sahibi olduğu (resmi otoriteler veya piyasa mekanizması) döviz kuru sistemlerini birbirinden ayıran temel özelliktir. Ülkeler içinde bulunduğu ekonomik konjonktür ile mali ve parasal imkanlara göre, tam bir serbest dalgalanma sisteminden tam bir sabitlik sistemine kadar çeşitli döviz kuru sistemleri uygulamaların tercih edebilmektedirler. En eski sabit kur sistemi altın standardıdır. İkinci Dünya savaşı sonrasında 1973'e kadar uluslararası para sistemi olarak uygulanan Bretton Woods Sistemi de bir sabit kur sistemi idi.⁵¹ Bretton Woods sistemine son verilmesinden sonra uluslararası mali ilişkileri düzenleme görevini sürdüren IMF, bu sistemin yıkılışından sonra ülkelerin farklı uygulamalarına yasallık kazandırabilmek için kuruluş yasasında değişiklikler yapmıştır. Bu değişikliklerle belirli ilkelere uymak koşuluyla üye ülkelerin diledikleri kur sistemlerini benimseyebilecekleri kabul edilmiştir.⁵² Bu durumda; sabit döviz kuru sistemine alternatif olabilecek döviz kuru sistemi serbest dalgalanma oluşmuş, ancak tam bir serbest kur dalgalanması bazı ülkeler için sürdürülebilir olmadığından 1973 yılından itibaren katı sabit kur sistemleri ile en aşırı serbest dalgalı kur sistemleri arasında çok değişik karma sistemler uygulama alanı bulmuştur. Bu sistemler sabit ve değişken kur sistemlerinin belirli özelliklerin birleştirilmesinden elde edilmiştir.⁵³ Bir önceki bölümden yola çıkılarak çok aşamalı bir gelişim süreci gösteren döviz kuru rejimleri her zaman ülkelerin makro ekonomik ve finansal performanslarını etkileyecek önemli bir güce sahip olmuştur. Bu bölümde Dünya'da uygulanmakta olan çeşitli kur rejimleri analiz edilecektir.

⁵¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, s.361.

⁵² Hatice Doğukanlı, **Uluslararası Finans**, Nobel Yayınevi, Adana, 2001 s.52.

⁵³ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, s.361.

II.1 DÖVİZ KURU SİSTEMLERİNİN SINIFLANDIRILMASI

Dünyada mevcut döviz kuru sistemlerinin sınıflandırılması ile ilgili çeşitli görüşler bulunmaktadır. Bunlar sabit ve esnek kur rejimleri şeklinde iki başlık etrafında toplansalar da, uygulamaya baktığımızda bu iki kur rejimi arasında bir çok kur rejiminin uygulandığı gözlemlenmektedir. Konuyla ilgili çeşitli sınıflandırmalar Tablo II.'de özetlenmiştir.

Tablo II
Döviz Kuru Sistemlerinin Sınıflandırılması

IMF (1997)	IMF (2007)	Edwards ve Savastano (1999)
-Sabit Kur -Sınırlı Esneklik -Yönetimli Dalgalı Kur -Bağımsız Dalgalı Kur	- Resmi Para Birimi Yok - Para Kurulu - Geleneksel Çapa - Yatay Şeritli Çapa - Sürünen Çapa - Sürünen Şerit - Önceden İlan Edilmiş Çizgisi Olmayan Yönetimli Dalgalı Kur - Bağımsız Dalgalı Kur	- Tam Dolarizasyon - Para Kurulu - Sabit, fakat Ayarlanabilir Kur - Sürünen Çapa - Sürünen Şerit - Kayan Şerit - Şerit içerisinde Dalgalı Kur (Hedef Alan) - “Kırlı” 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 - Çapa - Şerit - Sürünen Çapa - Sürünen Şerit - Hareketli Şerit - Yönetimli Şerit - Yönetimli Dalgalı Kur - Serbest Dalgalı Kur - Serbest Düşen Kur	- Tam Dolarizasyon - Para Birliği - Para Kurulu - Tek Para Birimine Çapa - Döviz Sepetine Çapa - Yatay Şerit - İleriye Bakan Sürünen Çapa - Geriye Bakan Sürünen Çapa - İleriye Bakan Sürünen Şerit - Geriye Bakan Sürünen Şerit - Sıkı Yönetimli Dalgalı - Önceden Belli Yolu Olmayan Diğer Yönetimli Dalgalı Çapa - Bağımsız Dalgalı Kur

Kaynak: Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri, 2002, s.27

II.1.1. Sınıflandırmaya İlişkin Çeşitli Görüşler

Ekonomi literatüründeki çalışmaların önemli çoğunluğu Uluslararası Para Fonunun (IMF) yayımladığı “Döviz Kuru Düzenlemeleri ve Döviz Sınırlandırmaları Yıllık Raporu”nda (Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions) kullanılan resmi IMF sınıflandırmasına dayanmaktadır. IMF’in 1997 yılına kadar gerçekleştirdiği uygulamada, üye ülkelerden uyguladıkları döviz kuru rejiminin önceden belirtilen dört kategoriden (sabit, sınırlı esnek, yönetimli dalgalı ve bağımsız dalgalı) hangisine ait olduğunu açıklamaları istenmektedir. Fakat ekonomi literatüründeki araştırmalar ülkelerin uyguladıklarını açıkladığı kur rejimleri ile gerçekte uyguladığı kur rejimleri arasında ciddi farklılıklar bulunduğunu tespit etmiştir. Örneğin, IMF’ye dalgalı kur rejimini takip ettiğini bildiren ülkelerden önemli kısmının gerçekte çapa veya sürünen çapa kur rejimini takip ettiği, paralel piyasalara sahip ülkelerin bir kısmının ise çapa rejimini takip etmelerini bildirmelerine rağmen gerçekte dalgalı veya sürünen aralık rejimini takip ettiği görülmektedir. Aynı kaynaklar tarafından bu durumun temel nedenlerinden birisinin “çapa korkusu” (fear of pegging) olabileceği iddia edilmektedir. Diğer taraftan, dalgalı kur rejimini takip ettiğini ifade eden ülkelerin birçoğu döviz kurlarındaki aşırı volatilitiyi önlemek için döviz piyasalarına yoğun müdahalede bulunmaktadır. Bu durum ise literatürde “dalgalandırma korkusu” (fear of floating) olarak adlandırılmaktadır. Dalgalanma korkusu hipotezi, sermaye hareketlerine açık ve güvensizlik sorunu yaşayan bir ülkenin, dalgalı kur rejimini istediği halde dalgalanma korkusu nedeniyle döviz kurunu serbest dalgalanmaya bırakamamasıdır.⁵⁴ Bu nedenle sözü edilen ülkeler dalgalanma yerine faiz oranlarını belirlemekte ve müdahale politikaları uygulamaktadırlar. Dalgalı kur rejimini uyguladığını iddia eden bu ülkeler aslında fiili kurlara müdahale etmektedir. Doğal olarak bu durum finansal krizlerden korkmanın bir sonucudur. Dalgalanma korkusu, sözü edilen nedenlerden ötürü ülkelerin döviz kuru tercihlerinin seçiminde önemli bir unsurdur.⁵⁵

Levy-Yeyati ve Sturzenegger, kur rejimlerini sınıflandırmak için döviz kuru davranışı ile yakından ilgili üç değişken kullanmaktadır:

⁵⁴ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, a.g.e. , s.43.

⁵⁵ N. Oğuzhan Altay, **Döviz Kuru Rejimi Tercihini Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar**, Ege Akademik Bakış (7) 2 2007:699-714, 2007, İzmir, s.14.

- (i) Döviz kuru volatilitesi,
- (ii) Döviz kuru değişiminin volatilitesi,
- (iii) Rezervlerin volatilitesi.

Bu çalışmada, yüksek döviz kuru volatilitesi ve düşük rezerv volatilitesine sahip olan ülkeler dalgalı kur rejimi, düşük döviz kuru volatilitesi ve yüksek rezerv volatilitesine sahip olan ülkeler sabit kur rejimi, orta ve yüksek derecede döviz kuru ve rezerv volatilitesine sahip olan ülkeler ise ara kur rejimi içerisinde sınıflandırılmıştır.⁵⁶

İki kutuplu görüşün (bipolar view) savunucularından Fischer, IMF'nin döviz kuru sınıflandırılmasındaki temel farklılığın fiili ve resmi kurlardan kaynaklandığını öne sürmektedir. Fischer, ülke gruplarına göre döviz kuru sınıflandırmasını aşağıdaki gibi yapmaktadır:

- Katı Sabit Kur: Ayrı bir para birimi olmayan veya para kuruluna sahip ekonomiler tarafından tercih edilmektedir.
- Ara (Orta) Grup: Geleneksel sabit kurlu, sürünen pariteli, yatay bantlı ve sürünen bantlı döviz kuru politikasına sahip ekonomiler olup, bunlar esnek sabit kurlar şeklinde de tanımlanmaktadır.
- Dalgalı Kurlar: Merkezi bir kur olmadan ayarlanabilir dalgalı veya tamamen dalgalı döviz kuru rejimini içeren ekonomilerden oluşmaktadır.

Fischer savunduğu iki kutuplu görüşe göre döviz kurlarının sınıflandırılması ve bunların uygulanıp uygulanamayacağı konusunu şöyle açıklamaktadır; “*bir doğru üzerinde solda serbest dalgalanan kur, sağda para kurulu, dolarizasyon veya para birliği düzenlemeleri yer almaktadır. Bu durumda amaç, doğrunun ortasındaki rejimleri yok saymak değil, aradaki esnek sabit kur uygulamalarının sürdürülemez olduğunu göstermektir.*”⁵⁷

⁵⁶ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, a.g.e. , s.23.

⁵⁷ Stanley Fischer, **Exchange Rate Regimes :Is The Bipolar View Correct?**, Journal of Economic Perspectives, Vol.15 (2), s.3-24.

Karma veya ara döviz kuru rejimlerinin destekleyicisi olan John Williamson, sürünen pariteler ve sürünen bant sistemlerini geliştirerek bunları tek bir parite gibi dikkate almakta ve buna BBC (band -basket -crawl) adını vermektedir.⁵⁸ Sürünen pariteler rejimi 2001 yılı öncesinde Türkiye'nin de izlediği bir kur rejimi olup, burada enflasyon gerçekleşmesi ve beklentisi dikkate alınırken, önceden ilan edilen sabit oranlarda milli paranın değerinde ayarlama yapılmaktadır. Sürünen bantlar rejiminde belli bir merkezi kur dikkate alınır ve bu doğrultuda belirli dalgalanma marjları içerisinde önceden anons yapılarak milli para ayarlanır. İşte açıklanan bu döviz kurlarından geliştirilerek bir karma ara rejim önerisi olarak BBC, geniş aralıklı yönlendirilmiş bir kur sepeti paritesini ifade etmektedir (wide band-basket peg-a crawl = BBC). Ara rejimlerin özellikle büyük ülkeler açısından çeşitli avantajlar yarattığını vurgulayan Williamson, küçük ülkeler açısından sabit döviz kurunun bazen iyi olduğu durumlardan da söz etmektedir.

Bu bölümde tüm bu bilgiler ışığında sabit kur rejimleri, ara kur rejimleri ve dalgalı kur rejimleri olmak üzere üç ana başlık altında çeşitli kur sistemleri incelenecektir.

II.2. SABİT KUR REJİMLERİ

Sabit Kur rejimlerinin ana özelliği döviz kurlarının belirli bir düzeyde sürdürülmesidir. söz konusu rejimde para otoritesi, kendi para biriminin altın, gümüş veya yabancı para cinsinden alış ve satış paritesini tanımlamakta, talep edildiği zaman sınırsız miktarda alış veya satış yapacağını taahhüt etmektedir. Kur rejimleri arasında en eski tarihe sahip olan sabit kur rejimlerinin en önemli özelliği istikrar sağlanması amacıyla para politikasının kullanılamamasıdır. Sabit kur rejimlerinin, döviz kuru dalgalanmalarını minimize ederek uluslararası ticarete belirsizliğin ortadan kaldırması, ülke içerisinde enflasyonist baskıları azaltılması ve fiyat istikrarının sağlanması gibi avantajları vardır.

En eski sabit kur sistemi olan altın standardı kendiliğinden bir sabit kur sistemidir. Ancak çağdaş ekonomilerdeki kağıt para sistemlerinde de sabit kur sistemleri

⁵⁸ John Williamson, **Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rate in a World of Capital Mobility**, International Finance, 1:1., USA, 1998, s.59.

uygulanmaktadır. İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1973 yılına kadar dünyada uygulanan Bretton Woods sistemi de bir sabit kur sistemidir.⁵⁹ Bu yıllara kadar benimsenen ana kur rejimi olan Sabit döviz kuru rejimleri, tarihsel gelişim içerisinde, çift metal maden standardı, altın standardı ve altın değişim standardına doğru bir evrim geçirmiştir. Anılan sistemde ülkeler paralarını ya Amerikan Doları gibi büyük bir ülkenin parasına, ya da para sepeti de denilen hesap birimlerine bağlamışlardır. Örneğin Avrupa Birliği ülkeleri Euro'ya geçmeden önce uluslar paralarını sabit kurlardan oluşan ECU adı verilen bir hesap birimine bağlamışlardır. Bazı ufak ülkeler de paralarını Uluslararası Para Fonu'nun çıkarttığı hesap birimi olan Özel Çekme Hakları (SDR)'ye bağlamışlardır. Daha geniş bir grup ülkede ulusla parasını ticaret yaptıkları ülkelerin paralarından oluşturdukları özel para sepetlerine bağlamışlardır. İster tek bir yabancı ülke parası, ister bir hesap birimine olsun, ülkeler sabit kurdan paralarını bir değer standardına bağlayarak bir parite kuru oluştururlar ve piyasa kurunun bu parite etrafında dar sınırlar içinde değişmesine izin verirler. Paritenin altında ve üstündeki dalgalanma sınırları ne derece genişletilirse sisteme o kadar esneklik kazandırılmış olur.⁶⁰ Günümüzde temel sabit kur rejimleri dolarizasyon, para birliği ve para kuruludur. IMF üyelerinin %25,8'i bu üç kur rejiminden birini tercih etmiştir.

II.2.1. Tam Dolarizasyon

Dolarizasyon bir ülkenin ulusal parasını tamamen terk edip, yabancı bir para birimini resmi para birimi olarak kullanmasıdır.⁶¹ Resmi para birimi olarak diğer bir ülkenin para birimi kullanılmakta, bağımsız yurtiçi para politikası kontrolü tamamen terk edilmektedir. Bu sistemde sadece özel kesimin değil devletin de vergi, ücret, vb. ödemelerinde yabancı para kullanılmasını kanunen kabul etmesi söz konusudur. Resmi dolarizasyon uygulayan ülkenin genellikle kendi bastığı bir para yoktur, fakat küçük birimli para ihtiyacını karşılamak amacıyla kendi madeni parasını tedavüle çıkarabilir. Bu madeni paralar dolaşımdaki paranın değerce oldukça küçük bir kısmını oluşturması nedeniyle kullanılan paraya bir alternatif olması ve resmi dolarizasyon tanımına ve sistemine ters düşmesi söz konusu değildir. Dolarizasyon olgusunu besleyen üç

⁵⁹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori,Politika ve Uygulama**, s.362-363.

⁶⁰ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori,Politika ve Uygulama**, s.363.

⁶¹ Süreyya Serdengeçti, **Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon**, www.tcmb.gov.tr, Eskişehir, 2005, s.2. (Erişim tarihi: 11.12.2007)

unsurdan sıkça sözedilmektedir. Bunlardan ilki; makroekonomik istikrarsızlık, ikincisi düzenleyici çerçevedeki aksaklıklar ile piyasa yapısındaki eksiklikler, üçüncüsü ise istikrarsızlığın hem nedeni hem de sonucu olarak ortaya çıkan, güvenilirlik kaybı / eksikliğidir. Bu çerçevede dolarizasyonun öncelikle, istikrarsız bir makroekonomik ortama verilen doğal bir tepki olarak istikrarsızlığa karşı bir korunma isteğini yansıttığından bahsedilebilir.⁶² Bu sayede rejimin güvenilirliği maksimize edilmekte, sürpriz devalüasyonlara fırsat verilmemektedir. Dolarizasyon kur rejiminde düşük ve istikrarlı enflasyon oranı finansal sektörde istikrar sağlamakta, ortalama yatırım süresini uzatmakta ve döviz kuru riski tamamen ortadan kaldırıldığı için faiz oranlarını, dolayısıyla ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir. Parasal disiplini arttırması nedeniyle güvenilirliği de fazladır.⁶³

Kredibilite açısından olumlu ancak esneklik açısından olumsuz bir sistem olan Dolarizasyon sisteminin çeşitli maliyetleri mevcuttur.

(i) Egemenlik sorunu: Bu rejimin seçilmesini zorlaştıran en önemli unsur, ülkelerin kur rejimi değişikliği yaparken politik desteğin zayıf olmasıdır. Bir ülkenin milli parasından vazgeçme kararına toplumun çeşitli kesimlerinde politik ve milli nedenlerle dirençe neden olabilmektedir. Örneğin, 1983 yılında İsrail’de ortaya atılan dolarizasyon fikrine tepki o kadar yoğundu ki, bu fikri öneren maliye bakanı istifa etmek zorunda kalmıştır.⁶⁴ Diğer taraftan, dolarizasyon rejimi benimsense bile, Liberya örneğinde olduğu gibi, bir yurtiçi kargaşa durumunda (örneğin, iç savaşın patlak vermesi) tekrar ulusal para birimine geçiş derhal gündeme getirilmektedir.

(ii) Emisyon kazançlarının kaybı: Devletin para basmak suretiyle elde ettiği reel gelir olarak tanımlanan emisyon kazancı (senyoraj) paranın üretim maliyeti ile değeri arasındaki farktan kaynaklanır. Ayrıca bankaların, merkez bankasında tuttıkları rezervlere de faiz ödemesi yapılmaması nedeniyle, bu rezervler de senyoraj geliri kapsamına alınmaktadır. (Bankaların merkez bankasında tuttıkları rezervlere bazı ülkelerde faiz ödemesi yapılmaktadır fakat uygulanan faiz oranları piyasa faiz

⁶² Serdengeçti, **Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon**, s.4.

⁶³ Oğuz Yıldırım, **Kura Dayalı İstikrar Politikası: Teori ve Ülke Uygulamaları**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı-Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Yayınları, Ankara, 2003, s. 34.

⁶⁴ Kürşat Arat, **Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi**, TCMB Yayınları, Ankara, 2003, s. 28.

oranlarının oldukça altındadır.)⁶⁵ Ülkeler tarafından vergi toplamaya ihtiyaç kalmadan giderlerinin finansmanında kullanılmaktadır. Dolarizasyon kur rejiminin benimsenmesi ülkenin bu gelir kaynağından vazgeçmesine ve çapa para birimi ülkesinin bu gelirlerden yararlanmasına neden olur. Örneğin, Arjantin'in ulusal para birimi olan Peso'dan vazgeçerek ABD Doları'nı benimsemesi durumunda emisyon kazançları kaybının toplam 750 milyon ABD Doları olacağı tahmin edilmekte idi.⁶⁶ Resmi dolarizasyonun senyoraj maliyeti ülkeler arasında farklılık gösterse de, resmi para olarak yabancı para kullanacak bir ülke için senyoraj geliri elde edememenin ciddi bir maliyeti olacaktır. Bu maliyeti azaltmak amacıyla parası kullanılan ülke ile senyoraj-paylaşım anlaşması yapılabilir. Calvo Hausmann ve Powell başta olmak üzere çeşitli ekonomistler, parası kullanılan ülke ile anlaşma sağlanarak, senyoraj gelirinin paylaşılabileceğini savunmaktadırlar. Bunun için de alternatif paylaşım senaryoları ortaya atmışlardır. Bu doğrultuda, Amerika Birleşik Devletleri Senatosu, 2000 yılında bir kanun çıkararak ABD Doları kullanılacak ülkeler ile senyoraj paylaşım anlaşması yapabileceğini belirtmiştir. Böylelikle resmi dolarizasyonlu ülke, parasını kullandığı ülke ile yapacağı anlaşma sonucunda senyoraj gelir kaybını azaltabilecektir. Bu anlaşma çerçevesinde, parası kullanılan ülkeye transfer edilen senyoraj gelirinin bir kısmı, resmi dolarizasyonlu ülkeye geri ödenebilir. (Amerika Birleşik Devletleri Senatosu ve Temsilciler Meclisi tarafından kabul edilen kanun "International Monetary Stability Act" adını taşımaktadır. Kanunun amacı uluslararası para dengesini ve resmi dolarizasyonlu ülkeler ile senyoraj paylaşımını sağlamaktır. Kanunda, belli kriterlere göre senyoraj paylaşım esasları ve aritmetiği açıkça belirtilmiştir. Bu kriterlere uyan ülkelerle senyoraj gelirinin paylaşılacağını fakat ABD hükümetinin, kriterlere uymasına rağmen belli koşullar altında senyoraj geliri paylaşımını durdurma yetkisinin olduğu özellikle belirtilmiştir.)⁶⁷

(iii) Para politikasının aracının terk edilmesi: Resmi dolarizasyon uygulanması ile birlikte bağımsız para politikası izlenemez ve döviz kuru aracından faydalanılamaz. Artık resmi dolarizasyonlu ülke için, parası kullanılan ülkenin para politikaları geçerli

⁶⁵ Metin Balıkcıoğlu, **Resmi Dolarizasyon ve Olası Türkiye Uygulaması**, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara, s.25-26.

⁶⁶ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.34.

⁶⁷ Balıkcıoğlu, **a.g.e.**, s.30.

olacaktır. Bu yüzden, resmi dolarizasyonlu ülke, ekonomisini etkileyebilecek dış ticaret koşulları, petrol fiyatları ve yurtdışı faiz oranlarındaki ani değişiklikler gibi dışsal ve reel şoklara karşı para ve döviz kuru enstrümanlarından faydalanamayacaktır. Bir başka deyişle, bu şoklara intibak zor ve maliyetli olacak, daralma dönemlerinde genişletici, genişleme dönemlerinde de daraltıcı para politikaları uygulanamayacak, genel fiyatlar düzeylerini belirlenemeyecek ve devalüasyon uygulanamayacaktır. Sonuçta, her ne kadar kendi ekonomik durumunun gerektirdiğine ters düşse de, parasını kullandığı ülkenin para ve döviz kuru politikalarına bağımlı hale gelecektir. Mesela, parası kullanılan ülkede faizler yükselip parası değer kazanırsa, resmi dolarizasyonlu ülkenin durgunluktan çıkması daha da güçleşecektir.⁶⁸ Bu durum dış şoklar karşısında ekonominin esnekliğinin kaybolmasına ve dış şokların, para politikası yerine reel ekonomi tarafından emilmesine yol açmaktadır. Resmi dolarizasyon altında maliye politikası uygulamasında karşılaşılabilen bir diğer sorun ise, kamu gelirleri ile giderleri arasındaki belirsizlikten kaynaklanan dönemsel farklılıkların, kamunun likidite yönetimini güçlestirmesidir. Örneğin, Ekvator’da kamunun toplam gelirlerinin % 30’unu petrol gelirleri oluşturmaktadır. Uluslararası petrol piyasasında petrolün ABD Doları olarak tespit edilen varil fiyatının değişmesi, parasını ABD Doları ile değiştiren Ekvator’da kamu gelirlerinin dalgalanması sonucunu doğurmaktadır. Bunun tersine kamu giderlerinin büyük kısmının maaş ödemeleri gibi dalgalanma göstermeyen kalemlerden oluşması, kamunun finansman dengesini sağlamasını zorlaştırmaktadır (BIS Policy Paper, 2002).⁶⁹

(iv) Merkez Bankası’nın son kredi mercii özelliğini kaybetmesi: Merkez bankasının görevlerinden bir tanesi, finansal sisteme borç veren son merci işlevini (lender of the last resort) sağlamasıdır. Bankaların ve finansal kuruluşların, borç veren son merci işlevinden yararlanması için çeşitli nedenler olabilir. Bankaların, mevduatlarının kanunla belirlenmiş bir kısmını kasalarında nakit olarak ve bir kısmını da merkez bankasında tutmak zorunlulukları vardır. Eğer bir banka, geçici olarak rezerv gerekliliğini yerine getiremeyecek bir duruma düşerse, merkez bankasından borç almak suretiyle gerekli rezerv miktarını sağlayabilir. Bu, bankacılık sisteminde olağan

⁶⁸ Ricardo D. Salvatore, **Which Countries in the Americas Should Dollarize?**, Journal of Policy Modelling No:23, USA, 2001, s.34-37.

⁶⁹ Balıkcıoğlu, **a.g.e.** , s.29.

bir durumdur. Fakat, likidite problemi, geçici bir sorun olmaktan çıkarak, bankacılık sektörüne güvensizliğin sonucu, tüm sistemdeki mevduatların çekilmesi amacıyla bankalara hücum edilmesi şeklinde de olabilir. Sadece finansal açıdan kötü durumda olan bankalar değil, kendi kendini besleyen (selffullfilling) güvensizlik süreciyle, bir başka deyişle, bir kısım bankaların yaşadığı likidite probleminin tüm bankacılık sektörüne yayılması sonucu, sistemdeki tüm bankalar likidite kriziyle karşı karşıya kalabilirler. Böyle bir durumda, merkez bankası, sisteme likidite sağlayarak, borç veren son merci görevini yerine getirir. Örneğin söz konusu rejim altında kur riskinin ortadan kalkmasına rağmen kredi riskinin devam ediyor olması nedeniyle, ülkedeki faiz oranları paranın bağlandığı ülkeden daha yüksek olmaktadır. Kredi riskinden dolayı ülkeden sermaye kaçıışı dahi gerçekleşebilmektedir. Ülkede sermaye kaçıışı başladığında milli merkez bankasının para basamamasından dolayı son borç verici merci olarak sisteme likidite sağlayamaması ülkeyi sistematik risklere karşı çok kırılgan hale getirmektedir. Dolayısıyla, bankalarda mevduat sahibi olan veya bankalara borç verenlerin güvenini kazanmak adına, bankacılık sisteminde borç veren son merci işlevini sağlayacak bir kuruluşun olması zorunludur. Ülkelerin çoğunluğunda, borç veren son merci işlevini merkez bankası yerine getirmektedir. Merkez bankası para basma yetkisini kullanarak çok kısa sürede ve maliyetsiz olarak, gerekli likiditeyi sağlayabilir. Resmi dolarizasyon sonrası, merkez bankası para basarak borç veren son merci işlevini yerine getiremez. Çünkü, merkez bankasının ülke içinde kanuni para olarak kullanılan yabancı parayı basma yetkisi yoktur. Dolayısıyla, resmi dolarizasyonun maliyetlerinden bir tanesi de merkez bankasının para basmak suretiyle borç veren son merci fonksiyonunu yerine getirememesidir. Fakat, merkez bankasının para basma yetkisinin olmaması, finansal sistemin ihtiyacı olabilecek likiditeyi sağlayacak borç veren son mercinin olmaması anlamına gelmemektedir. Bu işlevi sağlamanın birçok alternatif yolu vardır.⁷⁰ Bankacılık sisteminin tamamı değilde bir kaç bankanın likidite sıkıntısına düşmesi durumunda, merkez bankasının sermaye kaçışlarına karşı önlem alabilmek için resmi dolarizasyon uygulayan ülkeler, sistematik kriz içermeyen, bankalara özgü likidite krizlerinin en az hasarla atlatılması için sigorta sistemlerini bu kur rejimine entegre etmişlerdir.⁷¹ Çeşitli modeller Merkez Bankası'nın son kredi mercii işlevini kaybetmesi

⁷⁰ Balıkcıoğlu, a.g.e. , s.30-31.

⁷¹ Arat, a.g.e. , s.29.

nedeniyle, dolarizasyon ve para kurulu düzenlemelerinin bankacılık sektörü krizlerini şiddetlendirdiğini göstermektedir.⁷²

Tüm bu sakıncaların yanında sabit döviz kuru sistemlerinin uç bir uygulaması olan dolarizasyon kur riskini ortadan kaldırma avantajının yanı sıra farklı getiriler de taşımaktadır. Anılan sistemin avantajlarını şu şekilde özetleyebiliriz.

- Döviz kuru oynaklığının ortadan kalkması ile işlem maliyetleri ve kambiyo giderleri azalmaktadır. Bunun sonucunda da sabit döviz kuru uygulamasında yer alan ülke veya ülkelerle karşılıklı ticaret ve yatırımlar artar. Ayrıca, resmi dolarizasyon kur riskine karşı kullanılan enstrümanların (opsiyon, futures. vb) kullanımını gereksiz kılacağı için yatırım maliyetlerini de azaltmaktadır. Bunlara ek olarak, işlem maliyetlerinin düşmesi ve para basımından kaynaklan enflasyonist baskıların ortadan kalkması ile finansal sistemin güçlenmesini sağlamaktadır. Güçlenmiş bir finansal sistemin ise sürdürülebilir büyüme ve dünya ekonomilerine entegrasyon açısından uygun ortamın sağlanmasında önemli rol oynaması beklenmektedir.⁷³

- Yerli paranın, güvenilir yabancı bir paraya sabitlenmesi ve yerli parasal otoritenin ihtiyari karar alma (discretionary) yetkisinin azalması ile ülke ekonomisinin güvenilirliği ve mali disiplini artar. Böylelikle, dış ve iç borçlanma risk primi azalır.

- Güçlü bir yabancı paraya sabitlenen yerli paranın, nominal bir çıpa etkisi göstermesi sonucu enflasyon oranı azalır.

- Nominal şokların kur üzerindeki etkileri ortadan kalkar.⁷⁴

Literatürde, resmi dolarizasyon üzerine yapılan ampirik çalışmalar oldukça azdır. Bunun sebebi de resmi dolarizasyon uygulayan ülkelerin sayıca az, oldukça küçük ve ekonomik verilerin yetersiz ve güvenilirliğinin az olmasıdır. Bugün Panama ve San Marino bu sistemi uygulayan ülkelerdir.⁷⁵ Panama üzerine çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bunların en önemlisi Villalaz'ın çalışmasıdır. Villalaz, 1904 yılından

⁷² Roberto Chang, A. Velasco, **Exchange Rate Policy for Developing Countries**, American Economic Review, Vol.90 (2), ABD, 2000, s.75.

⁷³ Arat, **a.g.e.** , s.30.

⁷⁴ Balıkcıoğlu, **a.g.e.** , s.56.

⁷⁵ Emre İnan, **Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye**, TBB-Bankacılık ve Araştırma Grubu, İstanbul, 2002, s.6.

itibaren ABD Doları kullanan Panama'nın ekonomik açıdan tarihsel gelişimi, ekonomisinin politik ve ekonomik krizlere ve dışsal şoklara tepkisi, ekonomisinin istikrarı, faiz oranları, para dengesi, uluslararası finansal sistemle bütünleşmesi, fiyat ve ücret intibakları üzerine analiz yapmıştır. Bu çalışmada, dış mali piyasalarla tam olarak bütünleşmiş olan Panama'nın dengeli bir ekonomiye sahip olduğu, büyük sermaye giriş ve çıkışlarını tolere edebildiği ve dışsal şoklara, dengesizlikler ya da fiyatlarda büyük değişiklikler oluşmadan intibak edebildiği belirtilmektedir. Panama'nın herhangi bir politik kaynaklı ekonomik kriz veya bankacılık krizi yaşamadığı ve borç veren son merci görevini yerine getirecek bir merkez bankasına ihtiyaç duymadığı savunulmaktadır. Resmi dolarizasyonlu ülkelerle, kendi paralarını kullanan ülkelerin ekonomik performanslarını karşılaştıran ampirik çalışmalarda, resmi dolarizasyonlu ülkelerin daha düşük enflasyon oranlarına sahip olmalarına rağmen, diğer ülkelerin mali performanslarından bir farkı olmadığı ve daha düşük oranlarda büyüdükleri sonucuna varılmıştır. Villalaz'ın bulgularının aksine, Panama ekonomisinin karşılaştığı dışsal şokların maliyetinin bağımsız para politikası yürütebilen ülkelere çok daha fazla ve de bu ülkelere çok daha az yatırım ve büyüme oranlarına sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak şu da bir gerçektir ki; ülkede merkez bankasının para basma yetkisinin elinden alınması mali açıkların para basılarak finanse edilmesi imkanın ortadan kaldırmaktadır. Ancak hükümetlerin dış borç finansmanına yönelmeleri kamu açıklarının resmi dolarizasyon altında da artmasına neden olabilmektedir. Tam dolarizasyon uygulayan Panama'da 1995'den beri kamu borcunun Gayrisafi Milli Hasılanın %100'ü oranında seyretmesi, mali disiplinin sağlanmadığını göstermektedir.⁷⁶

Yapılan araştırmalar aşağıdaki özelliklere sahip olan ülkelerin kendi para birimlerini terk ederek dolarizasyon veya para kurulu düzenlemelerine gidebileceklerini göstermiştir:

- Yurtiçinde sürekli yüksek ve değişken enflasyonun varlığı,
- Yüksek hacimde uluslararası ticaret hacminin (özellikle, rezerv para birimi ülkesi ile) varlığı,

⁷⁶ Arat, a.g.e. , s.30.

- Rezerv para ülkesi ile eşzamanlı konjonktür dalgalanmalarının varlığı,
- Rezerv para ülkesine göreceli olarak istikrarlı fiyatların varlığı.⁷⁷

Dolarizasyon kur rejiminde temel seçimlerden birisi olan hangi yabancı ülkenin ulusal para biriminin benimseneceği kararı bu kriterlerle yakından ilişkilidir. Rezerv para birimi ülkesi dolarizasyon kur rejimini seçecek ülke ile yoğun ticari ilişkilere ve eşzamanlı konjonktür dalgalanmalarına sahip olmalıdır. Milli para olarak kabul edilen ülkenin ihracat ve ithalat yapısının farklı olması nedeniyle Dolar/Euro, Dolar/Yen gibi paritelerde ortaya çıkabilecek dalgalanmalar söz konusu ülkelerin dış ticaret açıklarının artmasına neden olabilmektedir. Örneğin, Amerikan Dolarını milli para olarak kabul eden bir ülkenin ihracatının büyük kısmı Avrupa'ya ise; Dolar'ın Euro karşısında değer kazanması ülkenin ihraç mallarının Avrupa'da daha pahalı hale gelmesine dolayısıyla rekabet kaybına yol açacaktır. Söz konusu ülke fiyat avantajını korumak için üretim maliyetlerini aşağıya çekme mecburiyetinde kalacaktır.⁷⁸ Merkezi Amerika ve Meksika için en iyi para birimi ABD Doları iken, Güney Amerika ülkelerinin Euro bölgesi ülkeleri ile yoğun ticaret ilişkileri ve konjonktürün eşzamanlılığı nedeniyle Euro ile ABD Doları arasında bir seçim yapması gerekmektedir.

Çeşitli ekonomistler Türkiye'nin Avrupa Birliği sürecinde, Maastricht antlaşmasındaki döviz kuru, enflasyon ve cari işlemleri açığı kriterlerini yerine getirebilmelerini kolaylaştırmak amacıyla Birliğe üye olmadan da Euro'yu resmi para olarak kabul etmelerini önermektedirler.⁷⁹

Resmi dolarizasyon literatüründe teknik teorik çalışmalara rastlanmamaktadır. Bunun tek istisnası olarak Chang ve Valesco'nun çalışması gösterilebilir. Çalışmada, basit ve küçük ekonomi modeli kullanılarak devletin resmi dolarizasyon kararı alıp almayacağı sorgulanmaktadır. Ekonominin iki dönemde işleyip sonlandığı ve bireylerin bütçe kısıtları altında faydalarını maksimize ettikleri varsayılmaktadır. Bireyler, iki dönem boyunca yaptıkları tüketimden ve ellerinde tuttıkları paradan fayda elde

⁷⁷ Alberto Alesina, R. Baro, **Dolarization**, American Economic Review, Vol.91(2), USA, 2001, s.25.

⁷⁸ Arat, **a.g.e.**, s.30.

⁷⁹ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.38.

etmektedirler. Tek yatırım aracı da para tutmaktır fakat paranın herhangi bir getirisi yoktur. Bireyler, gelirlerini arz ettikleri işgücünden, devlet, işgücü vergisi ve eğer ekonomide ulusal para kullanılıyorsa para basarak elde etmektedirler. Devlet, bu geliri de dış borçlarının ve harcamalarının finansmanında kullanmaktadır. Resmi dolarizasyonun getirilerini ve maliyetlerini sınamak doğrultusunda, ilk önce yerli para kullanımı, daha sonra da resmi dolarizasyon durumunda bireyin faydası maksimize ediliyor. Fakat, modelin oldukça basit olması nedeniyle resmi dolarizasyonun sadece senyoraj maliyeti olduğu, bunun yanında, enflasyonun, parası kullanılan ülkenin enflasyon seviyesinde olacağı sonucuna varılıyor. Zaten yazarlar da belli bir sonuca ulaşmaktan ziyade resmi dolarizasyonun temel özelliklerini analitik bir model çerçevesinde incelemek amacıyla olduklarını vurgulamakta ve bu modelin bundan sonra yapılacak araştırmalar için temel oluşturabileceğini düşünmektedirler.⁸⁰

Önceleri, Güney Amerika ülkeleri için önerilen resmi dolarizasyon, son yıllarda Euro sistemiyle birlikte Avrupa Birliği'ne geçiş sürecinde bulunan Doğu Avrupa ülkeleri için de önerilmeye başlamasıyla literatürde konu ile ilgili çalışmalarda kısmi bir zenginleşme söz konusu olmuştur. Bu kısmen dar olan resmi dolarizasyon literatürünün taranmasından elde edilecek çıkarımlar şöyle özetlenebilir. Öncelikle, resmi dolarizasyon uygulamasının çeşitli maliyet ve getirileri söz konusudur. Para politikası bağımsızlığının kaybedilmesi ve döviz kuru araçlarından faydalanılamaması, senyoraj kaybı ve borç veren son merci problemi başlıca maliyetleri oluştururken, getiriler ise işlem maliyetlerinin ortadan kalkması, ekonominin güvenilirliğinin artması ve yerli para riskinin ortadan kalkması olarak sayılabilir. Söz konusu bu maliyetlerin boyutları resmi dolarizasyon uygulayacak ülke özelliklerine göre değişim gösterse de belli maliyetlerin oluşacağı kesindir. Fakat, literatürde öne sürülen getiriler için daha önce üzerinde durulduğu üzere çeşitli riskler mevcuttur ve bu getirilerin oluşup oluşmayacağı muğlaktır. Bir başka deyişle, savunucularının iddia ettikleri gibi resmi dolarizasyon, uygulayan ülke için sihirli bir değnek olmayabilir. Hatta, ekonominin içerisinde bulunduğu durumu daha da zorlaştıracak sonuçlar doğurabilir. Örneğin dolarizasyon dinamikleri nedeniyle Rusya'da para talebinin yüksek düzeyde istikrarsız

⁸⁰ Roberto Chang, A. Velasco, **Financial Fragility and Exchange Rate Regime**, Journal of Economic Theory, Vol.92, ABD, 2000, s.1-34.

olduğunu ileri sürülmektedir.⁸¹ Sonuç olarak, resmi dolarizasyon barındırdığı riskler ve getirilerinin muğlaklığı nedeniyle, çok da kabul görebilecek bir politika önermesi gibi gözükmemektedir. Fakat, yine de Avrupa Birliği ve Euro Bölgesi'ne geçiş sürecinde Türkiye için alternatif döviz kuru rejimlerinden resmi euroizasyon olası uygulamasının fayda-zarar analizi yapılabilir.⁸²

Dolarizasyon kur rejiminden bahsedilirken, fiili dolarizasyon kavramından bahsedilmesi gerekmektedir. Kronik enflasyonun söz konusu olduğu ülke vatandaşları enflasyon vergisinden kaçınmak için para ikamesi ve varlık ikamesi işlemlerine girişir. Para ikamesi yabancı ülke para biriminin mübadele aracı olarak kullanılması, varlık ikamesi ise yabancı ülke para cinsinden finansal varlıkların değer saklama aracı olarak tutulmasıdır. Genelde dolarizasyonun ilk aşamasının, yabancı para cinsinden varlıkların değer biriktirme aracı olarak kullanılmaya başlanması olan “varlık ikamesi” şeklinde geliştiği, yüksek enflasyonun kronik bir hal alması ile beraber de para ikamesine dönüştüğü görülmektedir.⁸³ Yerli para cinsinden tanımlanmış finansal varlıklar yüksek devalüasyon riski taşıdığından ülkenin yabancı borçları ve yurtiçi işletmelerin borçlarının bir kısmı yabancı para cinsinden tanımlanmaktadır. Bu durum ise yükümlülük dolarizasyonu (liability dollarization) olarak adlandırılmaktadır.⁸⁴ Bir başka deyişle yükümlülük dolarizasyonu; ülkedeki bankacılık ve kamu kesimi dahil olmak üzere tüm ekonomik birimlerin, yabancı para cinsinden büyük miktarda yükümlülüklerinin bulunmasıdır. Diğer taraftan, bu tarihsel gelişim sürecinde, literatürde hem varlık hem de yükümlülük dolarizasyonları tek bir başlık altında toplanmış ve “Finansal dolarizasyon” olarak adlandırılmıştır.⁸⁵ Bugün gelinen noktada, finansal dolarizasyon; bir ülkedeki yerleşiklerin, hem varlık hem de yükümlülüklerini yabancı para cinsinden tutma eğilimleri olarak tanımlanmaktadır. Finansal dolarizasyonun yüksek oranlara ulaşması, ekonominin kur hareketlerine karşı duyarlılığının aşırı artmasına ve sabit kur sistemine doğru bir kayışa, örneğin

⁸¹ Nienke Oomes, F. Ohnsorge, **Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The Case of Russia**, IMF Working Paper No:05/144, 2005, USA, s.21-24.

⁸² Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.47.

⁸³ Adrian Armas, R. Webb, **Monetary Policy in a Highly Dollarized Economy: The Case of Peru**, (Editör: P.C. Ugolini, A. Schaechter, M.R. Stone), IMF, USA, 2003, s.23.

⁸⁴ G.A. Calvo, **Capital Markets and the Exchange Rate**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol.33, s.35.

⁸⁵ Eduardo Levy-Yeyati, **Financial Dollarization: Where Do We Stand?**, Conference on Financial Dollarization: Policy Options, IADB, USA, 2003, s.12-13.

dolarizasyon kur rejiminin benimsenmesine neden olabilmektedir. Aslında dışa açık ve finansal açıdan serbest ekonomilerde, finansal dolarizasyon, dış ticaretle ilgili kesimlerin yabancı para riskinden korunabilmeleri için bir noktaya kadar normal karşılanması gereken bir olgudur. Bu kapsamda finansal dolarizasyon; ekonomilerdeki gerek mal gerekse finansal ticaretin dünya ile bütünleşmesinde, ulusal piyasaların derinleşmesinde ve araçların çeşitlenmesinde belli bir rol oynar. Bununla birlikte; finansal dolarizasyonun tüm ekonomiye yayılması, yarattığı risklerden korunulmaması ve yabancı para kullanımının kaçınılmaz bir hal alması, ekonomide dengesizliğe yol açan bir yapının ortaya çıkmasına da neden olabilmektedir.⁸⁶ Fiili dolarizasyon gelişmekte olan ülkelerde önemli boyutlara ulaşmıştır. Örneğin, ABD Merkez Bankası tarafından çıkarılan 480 Milyar ABD Dolarının yaklaşık %55-70'nin yabancıların elinde olduğu tahmin edilmektedir.⁸⁷ Aynı şekilde, 1995 yılı tahminlerine göre yabancılar Alman Markının %40'nı ellerinde tutmakta idi.⁸⁸

Tüm bu bilgiler ışığında; 2007 yılında IMF üyelerinin %4,3'ü dolarizasyon rejimini benimsemişti. Dolarizasyon kur rejimini benimseyen ülkelerin başında Ekvador, El Salvador, Panama ve Marshall Adaları gelmektedir.

II.2.2. Para Birliği

Genellikle belli bir coğrafyadaki ülkelerin ulusal paralarını sabit kurdan birbirine bağlayıp diğer paralara karşı dalgalanmaya bırakmaları şeklinde uyguladıkları bir döviz kuru sistemidir.⁸⁹ Para birliği kur rejiminde ülke diğer ülkeler ile birlikte ortak para birimini kullandığı birliğe üye olmaktadır. 2002 yılı ile beraber Avrupa Birliğine üye 15 ülkeden 12'sinin katılımıyla (İngiltere, İsveç ve Danimarka hariç) uygulamaya giren Avrupa Para Birliği (EURO) böyle bir sistemin en güçlü örneğidir. Buna ek olarak Afrika'da oluşturulan Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği (CFA Frankı) ve Doğu Karayipler Döviz Alanı (East Caribbean Dolar) para birliği uygulamasının diğer

⁸⁶ Serdengeçti, **Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon**, s.4-5.

⁸⁷ Richard Porter, R. Judson, **The Location of U.S. Currency: How much is abroad?**, Federal Reserve Bulletin, Vol82(10), USA, 1996, s.11.

⁸⁸ Franz Seitz, **The Circulation of the Deutsche Mark Abroad**, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Almanya, 1995, s.21.

⁸⁹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori,Politika ve Uygulama.**, s.20.

örnekleridir.⁹⁰ Para birliği kavramının teorik çerçevesini Robert Mundell'in (1961) optimum kur alanları çalışması oluşturmaktadır. Bu çalışma dışında optimum kur alanları konusuna ilk katkıda bulunan iktisatçılar arasında McKinnon (1963) ve Kenen (1969) yer almaktadır. Optimum kur alanları teorisi, para birliğinin başarısının dört temel faktöre bağımlı olduğunu ifade etmektedir.

(i) Üretim faktörleri (sermaye ve işgücü) birlik içerisinde hareketli olmalıdır. Optimal para sahasının sınırlandırılması için temel kriter üretim faktörlerinin mobilitesidir; burada özellikle, emeğin mobilitesi ön plana çıkmaktadır. Mundell'e göre para alanını optimal yapan özellik faktör hareketliliğinin yüksekliğidir. Başka bir deyişle, faktör hareketliliğinin yüksek olduğu bir bölgede sabit kur sistemi uygulanırsa, iç ve dış dengesizlikler giderilmiş, yani optimallik sağlanmış olur.⁹¹ Konseptte bir diğer önemli rolü ise ücretlerin ve fiyatların aşağıya doğru rijit olması varsayımı oynamaktadır.

(ii) Birlik üye ülkeler arasında yoğun ticari ilişkiler söz konusu olmalıdır. Avrupa Birliği'nde Euro'ya geçilmeden önce de yüksek olan bölge içi dış ticaret hacmi, 1999 yılında Euro'ya geçilmesinden sonra da artış kaydetmeye devam etmiştir. Bu bağlamda Avrupa'da parasal birliğin yanısıra ekonomik entegrasyonun sağlanmış olması bölge içi ticaretin toplam ticarete önemli paya sahip olmasına neden olmaktadır.

(iii) Ekonomik konjonktür birliğe üye ülkeler arasında yüksek korelasyona sahip olmalıdır.

(iv) Yukarıda belirtilen koşullar sağlanamıyorsa, birliğin, gelişmiş bölgelerinden daha az gelişmiş bölgelerine mali transfer yapılabilmelidir.

Bu faktörler arasında korelasyonun söz konusu olduğu ekonomi literatüründeki ampirik araştırmalar tarafından gösterilmiştir. Örneğin, sıkı ticari ilişkilere sahip ülkelerin benzer konjonktürel dalgalanmalara sahip olduğu bulmuştur.⁹² Para birliğinin günümüzde en önemli örneği olan, Avrupa Para Birliğinin (APB) başlangıçta,

⁹⁰ Arat, a.g.e. , s.39.

⁹¹ Muzaffer Alacaoğulları, **Euro: Ekonomik ve Parasal Birliğin Son Durağı**, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2002, s. 16.

⁹² Jeffery Frankel, A.K. Rose, **The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria**, The Economic Journal, Vol. 108(449), ABD, 1998 s.25.

Mundell'in kastettiği anlamda optimum kur alanı özelliklerine haiz olmadığı, fakat zaman içerisinde gelişerek optimum kur alanı özelliklerini kazanmaya başladığı görülmektedir. Birçok iktisatçı başta Avrupa Para Birliği sisteminin optimum kur alanı özelliğine sahip olmaması nedeniyle söz konusu fikre şüphe ile yaklaşmışlardır. Ancak söz konusu sistemin sakıncaları yerine faydalarına odaklanan Avrupa Birliği'nin siyasi liderleri (işlem maliyetinin düşmesi, düşük döviz kuru riski, AB finansal piyasalarının derinliğinin artması gibi) para birliği projesini gerçekleştirmeyi başarmışlardır. Bu kriterlere göre, AB ülkelerinin tamamı ele alındığında, Euro Alanı'nın tam anlamıyla bir optimum para alanı olmadığı anlaşılmaktadır.⁹³ Avrupa Birliği ile ABD örneğini karşılaştıran bilimsel çalışmalar ise bu iki bölge arasında temel farklılıklardan birisinin işgücü piyasası hareketliliği olduğunu, AB'de işgücü piyasası entegrasyon düzeyinin ve dinamizminin daha düşük olduğunu göstermektedir.⁹⁴

Para birlikleri iki temel kategoriye ayrılmaktadır; politik birlikler (ortak para birimi ile beraber ortak yasalara ve politik çevrelere sahip egemen devletler birliği) ve para birlikleri (sadece ortak para politikası otoritesine sahip olan egemen ülkeler birliği). Para birliği, başlangıçta bir ekonomik karar olarak gözüktü de, temelde politik bir karardır. Para birliği genel olarak, daha büyük bir stratejik amacın bir parçası olarak sunulmakta, serbest ticaret anlaşmaları, yasal standartların uyumlaştırılması ve serbestleştirilmiş dolaşım yasaları ile beraber yürürlüğe girmektedir. Bu açıdan bakıldığında, para birliği kararı bir ekonomik karardan öte politik karar niteliği taşımakta, fakat incelenmesi gereken önemli ekonomik etkiler ihtiva etmektedir.

Para birliğinin temel avantajları aşağıda sıralanmıştır:

(i) Yabancı ülkenin para politikasının benimsenmemesi: Para birliğinin dolarizasyondan temel farkı para politikasının tamamen terk edilerek, yabancı bir ülkenin para politikasının benimsenmemesidir. Para birliğinde ilke olarak, tüm üye ülkeler para politikası oluşumunda oy hakkına sahiptir. Bu oy hakkı, birliğe üye ülkelerin para politikası kararlarını yakından etkilemesine olanak vermektedir.

93 Defne Ata, S. Silahşör, **Parasal Birlik, Avrupa Para Birliği ve Türkiye**, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, 1999. s.17-19.

94 Tamim Bayoumi and B. Eichengreen, **The stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System**, IMF Working Papers 95/89, 1995, s.7-9.

(ii) Döviz işlemleri maliyetlerin düşmesi: Para birliği, ülkeler arasında döviz işlemleri ile ilgili maliyetlerin düşmesine neden olmaktadır. Dış ticaretle uğraşanlar ve seyahat edenler kendi ulusal paralarını, para birliği ülkelerinin parasına çevirmek için hiçbir işlem maliyeti ödememektedir. Ülkelerin para birliği kurması durumunda, yeni para biriminin uluslararası dolaşımında, bu paranın yerine kullanıldığı para birimlerinin toplamından daha sık kullanıldığını ispatlanmıştır.⁹⁵ Bu bulgu, para birliğinin uluslararası alanda işlem maliyeti tasarrufuna sebep olduğunu göstermektedir. İktisadi konularda araştırmalar yapan IFO-Enstitüsünün yaptığı bir araştırma neticesinde, Euro bölgesinin işlem maliyetlerinin azaltılması veya ortadan kaldırılması sonucu Almanya'da GSYİH'nın %1'i oranında fayda elde edilmiştir. Bu fayda, hane halkı başına 1000 DM olarak hesaplanmıştır.⁹⁶

(iii) Faiz giderlerinin düşmesi: Gelişmekte olan ülkeler, para birliği sayesinde yurtiçi faiz oranlarını, aynı birliğe üye gelişmiş ülkelerin yurtiçi faiz oranlarına yakın bir hadde çekerek, faiz giderlerini kısımlırlar. Faiz oranlarında olası düşüşün ana kaynağı yabancı para riskinin elimine edilmesidir. Para birliğinde kredi ve likidite riskinden kaynaklanan faiz oranı farkı tamamen ortadan kaldırılamasa bile minimize edebilmektedir.

(iv) Nominal döviz kuru riskinin minimize edilmesi: Para birliği, birliğe üye ülkeler arasındaki nominal döviz kuru riskini ortadan kaldırarak, birlik içerisinde dış ticaret önündeki belirsizliği minimize eder. Döviz kuru dalgalanmalarının yarattığı güvensizliğin ortadan kalkmasıyla, işletmelerin uzun vadeli planlama yapmaları da kolaylaşmaktadır. Planlama güvencesi, ticaret uyarıcı etki ederek, reel ekonomik entegrasyonun derinlik kazanmasını sağlamaktadır.⁹⁷ Örneğin, Türkiye'nin yoğun ticaret ilişkileri olan Avrupa Birliği ile aynı para birliğine girmesi durumunda, Türkiye'nin Avrupa Birliği ülkeleri ile olan dış ticaretinin önündeki döviz kuru riski tamamen ortadan kalkar, bu durum ise Türkiye ile Avrupa Birliği ülkelerinin karşılıklı ticaretini teşvik eder. Frankel ve Rose tarafından, yaklaşık 180 ülkenin 1970-1995 zaman serisi

⁹⁵ Philippe Bacchetta, Van Wincoop, *A Theory of the Currency Denomination of International Trade*, NBER Working Papers 9039, USA, 2002

⁹⁶ Alacaoğulları, *a.g.e.*, s.23.

⁹⁷ Yüksel Birinci, *Euro'nun Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri*, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001. s.12-14.

verileri kullanılarak yapılan analizde, para birliğine üye ülkelerin kendi aralarında ticaret hacminin %300 oranında yükseldiği ve dış ticarete (GSYİH oranı olarak) %1’lik bir artışın 20 yıl içerisinde ilgili ülkenin kişi başına milli gelirinde %1/3 oranında artışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.⁹⁸ Bu çalışmanın sonuçlarına paralel olarak, Glick ve Rose 217 ülkeye ait 1948-1997 zaman serisini analiz ederek, tüm diğer faktörler sabit tutulduğunda, para birliğini terk etmenin çift taraflı ticaret hacmini anlamlı ölçüde azalttığını göstermiştir.⁹⁹ Rose ve Van Wincoop ise Avrupa Para Birliğinin, birliğe üye ülkeler arasındaki dış ticaret hacmini %50 oranında yükselteceğini istatistiksel yöntemlerle tahmin etmektedir.¹⁰⁰

(v) Emisyon kazançlarının paylaşılması: Para birliğinin, dolarizasyon kur rejimine göreceli avantajı emisyon kazançlarının göreceli büyüklüğe göre paylaşılabilmesidir. Dolarizasyon kur rejiminde, ülke emisyon kazançlarından tamamen mahrum kalmaktadır.

Para birliğinin iki temel sakıncasından bahsedilebilir:

(i) Bağımsız para politikasının uygulanamaması: Bölgesel döviz alanında, ülkelerin tek başlarına kur politikasını değiştirerek dış ticaret şoklarına karşılık verme imkanı ortadan kaldırılmaktadır. Bu durum ise talep şoklarını idare etmeyi ve ülkenin enflasyon oranını etkilemeyi oldukça zorlaştırmaktadır. Örneğin, bölgesel döviz alanına üye bir ülke idiosyncratic şoka (ülkeye özgü şok) maruz kalırsa ve reel döviz kurunda ayarlama yapması gerekirse, bu rejim altında nominal kurda ayarlama yapamayacaktır. Ülke rekabet gücünü koruyabilmek için nominal ücretleri ve fiyatları aşağı çekmek zorunda kalacaktır. Avrupa Birliğine bazı ülke ekonomilerinin (örneğin, İrlanda) son yıllarda aşırı ısınması, diğer ülke ekonomilerinin (örneğin, Almanya) ise durgunluğa girmesi Avrupa Birliği içerisinde farklı para politikalarının uygulanması gereğini ortaya çıkarmıştır. Böyle durumlarda, para birliği ülkelerinin çoğunluğunun çıkarına uygun para politikası izlenmesi, küçük ülkelerin ekonomik çıkarlarının zedelenmesine yol

⁹⁸ Jeffery Frankel A.K. Rose, **The Endogeneity of the Optimum Currency Area**, The Economic Journal, Vol. 108 (449), USA, s.25.

⁹⁹ Reuven Glick, A.K. Rose, **Does a Currency Union Affect Trade?The Time Series Evidence**, NBER Working Papers 8396, USA, 2001

¹⁰⁰ Andrew K. Rose, E. Van Wincoop, **National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union**, American Economic Review, Vol.91(2), USA, 2001, s.90.

açmakta, konjonktürel dalgalanmalar ile baş edebilmek için maliye politikalarının daha aktif kullanılmasını gerektirmektedir. Buna hipotetik bir örnek verecek olursak, Türkiye, Avrupa Para Birliği'ne üye olmuş olsaydı, Irak Savaşının turizm gelirlerini olumsuz etkilemesi sonrasında, turizm sektöründeki rekabet gücünü arttırabilmek (ya da koruyabilmek) için döviz kurunda ayarlama yapamayacağı için ya konaklama fiyatlarını ya da turizm hizmetindeki işgücü ücretlerini aşağı çekmek zorunda kalırdı. Bu tür bir tedbirin alınması ise söz konusu ülkelerde resesyon riski doğurabilmektedir. Benzer şekilde bölgesel döviz alanına üye ülkelerin birinde çıkabilecek finansal krizin, bölgenin tamamına yayılma riski bulunmaktadır. Bu bağlamda, parasal birliğe üye olacak olan ülkelerin aynı gelişmişlik düzeyinde olması, ekonomik temellerinin birbirine benzer olması, bölgesel döviz alanı uygulamasının başarılı olmasında önemli rol oynamaktadır.

(ii) Rekabetçi devalüasyonların engellenmesi: Para birliğine girilmesi, özellikle gelişmekte olan ülkelerin, rekabetçi devalüasyonlara gitmesini engellemektedir. Rekabetçi devalüasyonlar ülkenin rekabet gücünü kuvvetlendirdiğinden, para birliğinin gelişmekte olan ülkelerin elinden bu silahı alması, kısa dönemde, gelişmekte olan ülkelerin kendi dış ticaretlerini olumlu yönde etkileme olanağından yoksun bırakmaktadır.

Bölgesel döviz alanı kurulurken karar verilecek bir diğer husus ise ortak paranın uluslararası dövizler karşısında dalgalanması ya da sabitlenmesidir. Uygulamada sadece Euro uluslararası dövizler karşısında dalgalanmaktadır. Doğu Karayipler Döviz Alanı ve Batı Afrika Döviz Alanlarında ise sabit kur uygulanmaktadır. Euro'nun diğer uluslararası dövizler karşısında dalgalanmasının yararı ise, Avrupa ile dünyanın diğer alanları arasındaki dönemsel üretim dalgalanmaları durumunda Avrupa ülkelerine esneklik sağlayabilmesidir. Ancak kuvvetli bir finans sistemi ve iyi yönetilen bir para otoritesinin olmadığı bölgesel döviz alanı uygulamalarının zorlukları bulunmaktadır. Üye ülkelerin makroekonomik gelişmişlik düzeyi düşük olan bir bölgesel döviz alanında, ortak para uluslararası

dövizlere karşı dalgalanmaya bırakılırsa döviz kurlarındaki dalgalanma enflasyonda da dalgalanma yaratma riski doğurmaktadır.¹⁰¹

Ekonomi literatüründe para birliği tartışmalarının bir boyutu da küresel para biriminin mevcut olup, olamayacağı ile ilgilidir. Bir kısım ekonomistler küresel para biriminin dünyanın geleceği olduğunu iddia ederken, önemli bir kısım da, esas para birimlerinin (Dolar, Euro ve Yen gibi) var olması ve bu para birimleri arasında daha sıkı düzenlemelerin yapılmasını savunmaktadır. Bu tartışmalar aynı zamanda, optimal para alanları sınırının nereye dayandığı sorusu ile yakından ilgilidir.¹⁰²

2007 yılında, IMF üyelerinin %17,2'si para birliği kur rejimini takip etmekteydi Bu oran, sabit döviz kuru rejimleri arasında en yüksek oran olup, genel olarak ise tüm kur rejimleri arasında bağımsız dalgalı kur rejiminden sonra ikinci en yüksek değere sahiptir.¹⁰³

II.2.3. Para Kurulu

Para Kurulu, Sabit kurdan ve belirli bir yabancı para cinsinden sahip olunan döviz ve dövizli varlıklar karşılığında para arz etmeyi kurala bağlayan, bir parasal kurum olarak adlandırılabilir.¹⁰⁴ Bu sistemde yerli paranın sabit kur üzerinden endekslediği paraya “rezerv para” adı verilmektedir.¹⁰⁵ Başka bir deyişle; para kurulu sistemi, bir ülke para arzını sabit kur üzerinden döviz rezervlerine bağlayan bir sistemdir.¹⁰⁶ Para kurulu kur rejiminde, para birimi fiyatı rezerv para olarak seçilen yabancı para cinsinden tanımlanmakta ve tanımlanan paritenin korunması için para otoritesi yurtiçi para birimini tanımladığı sabit kur üzerinden istenilen hacimde rezerv para satın almakta veya satmaktadır. Para kurulu, Merkez Bankasının yerine veya mevcut Merkez Bankasına paralel, bağımsız kurum olarak faaliyet gösterebilmektedir. Para Kurulu sistemi çok sıkı kuralları olan bir sabit kur rejimidir.¹⁰⁷ Para otoritesi, ancak

¹⁰¹ Arat, a.g.e. , s.44.

¹⁰² Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, a.g.e. , s.51.

¹⁰³ IMF Annual Report 2007

¹⁰⁴ İlker Parasız, **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2002, s.199.

¹⁰⁵ Arat, a.g.e., s.31.

¹⁰⁶ Thomas J.T. Balino, C. Enoch, **Currency Board Arrangements Issues and Experiences**, IMF Working Papers, Vol. 151, USA, 1997, s.32.

¹⁰⁷ K. Alim Özdemir, G. Şahinbeyoğlu, **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara, 2000, s.8.

ve ancak yabancı para karşılığı para basabilir. Yani rezervlerdeki artış kadar para basmaya yetkilidir. Merkez bankalarının geleneksel fonksiyonlarına son veren bu sistemde, para kurulu, parasal sistem içindeki işlevi itibariyle merkez bankasına alternatif bir kurum olma özelliğine sahiptir.¹⁰⁸ Merkez bankası artık kredi için son başvuru yeri olmaktan çıkar. Sistemin güvenilirliği (parasal ve mali politikalar açısından) en yüksek noktadadır çünkü bütün ekonomik ajanlar gelecekteki döviz kurlarını görebilmektedirler.¹⁰⁹

Para kurulu sisteminin işleyiş mekanizması, merkez bankası sistemine göre oldukça basittir. Sistem doğrudan doğruya para arzının belli sınırlamalar çerçevesinde artmasını veya azalmasını öngörmektedir. Bu nedenle özellikle parasal taban yaratmada uygulanan bir sistem olarak öne çıkmaktadır.¹¹⁰ Para kurulu sistemi en katı haliyle iki özelliğe sahiptir. Bunlardan birincisi, sabit döviz kuru sistemi, yani ulusal paranın belirlenen güçlü bir rezerv paraya sabit bir oranda bağlanmasıdır. İkinci özellik ise, para politikasının esnekliğini ortadan kaldırarak döviz rezervleri karşılığında para basımına kadar indirgenmesidir. Kısaca, para kurulu sisteminde parasal tabandaki değişimler ülkeye giren döviz miktarı ile sınırlandırılmaktadır. Para kurulunun yapacağı iş, belirlenen döviz kurunun sabit kalmasını sağlayacak parasal tabanı ayarlamaktır.¹¹¹

Para kurulunun sabit kur sistemi ile çalışmasından dolayı uygulamaya geçilmeden önce, sabit kurun seçimi önem kazanmaktadır. Bu amaçla uygulamada genellikle kur, başlangıçta serbest dalgalanmaya bırakılmakta ve daha sonra sabit kur belirlenmektedir. Bu yöntemle başlangıçta döviz kurunda aşırı değerlemeye ya da, düşük değerlemeye fırsat verilmemektedir.¹¹²

Para kurulu kur rejiminin temel özellikleri aşağıda sıralanmıştır:

(i) Para kurulunda rezerv para birimi, bu para biriminin beklenen istikrar ve uluslararası kabul edilebilirliğine göre seçilmektedir. Bu sebepten, günümüzde

¹⁰⁸ Ersin Tunca, **Döviz Çıpa Atmak Doğru Mu?**, Ekonomik Forum, Yıl: 8, Sayı: 1, Ocak 2001, s.20.

¹⁰⁹ Murat Ertekin, **Döviz Kuru Rejimleri ve Türkiye'nin Dış Ticareti**, Dış Ticaret Genel Müdürlüğü, Ankara, 2007, s.9-10.

¹¹⁰ Haydar Akyazı, A.K. Topal, **Enflasyonla Mücadelede Arjantin Mucizesi ve Türkiye'de Enflasyon Duyarsızlığı**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 135, Haziran 1997, s.24.

¹¹¹ Yıldırım, **a.g.e.**, s.35.

¹¹² İlker Parasız, **Enflasyon, Kriz-Ayarlamalar**, s.199.

uygulanan para kurulları genellikle, rezerv para birimi olarak, Dolar, Paund veya Euro kullanmaktadır. Ulusal paranın hangi yabancı paraya sabitleneceği bu sistemde karşımıza çıkan en önemli sorulardan birisidir.¹¹³ Çünkü çıpa olarak belirlenecek yabancı para o ülkeye yeterli miktarda girmesi gereken uluslararası rezerv olmalıdır. Milli paradan rezerv paraya dönüşüm oranı her zaman 1:1 olma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu dönüşüm oranı Arjantin ve Burnei Sultanlığında 1:1 iken, Estonya'da 1:8, Hong Kong'da ise 1:7 dir.¹¹⁴

(ii) Para kurullarında döviz kuru sadece para politikası gereği değil, aynı zamanda yasa gereği sabitlenmiştir. Milli paranın rezerv paraya sabit orandan dönüşümü anayasal bir düzenleme ile garanti altına alınmıştır. Bu bağlamda uygulanan sabit kur rejiminde değişiklik yapılmayacağı konusunda topluma bir taahhüt verilmiş ve (enflasyon ve diğer) bunun beklentilerin şekillendirilmesinde önemli rol oynaması sağlanmıştır.¹¹⁵

(iii) Para kurulunda para rezervleri, tedavülde olan banknot ve madeni para hacmine karşılık birebir oranda değil, genel itibariyle, %105-110 oranında tutulmaktadır. Genel olarak ise, para rezervleri rezerv para birimi olarak değil, anahtar para cinsinden ihraç edilmiş, düşük riskli ve faiz getirisi sağlayan finansal varlıklar şeklinde tutulmaktadır.

(iv) Para kurulu kendini ayarlayan mekanizmaya sahiptir. Ödemeler bilançosu açığı para arzını kısımakta, dolayısıyla, harcamalarda daralmaya neden olmaktadır.

Para kurulu sisteminin uygulanabilirlik koşulları ise; ekonomide sabit kur sisteminin uygulanması, yerli paranın konvertibl olması ve piyasaya sürülecek yeni paranın yüzde yüz tam karşılığının bulunması şeklindedir.¹¹⁶

Para kurulunun en önemli avantajı; bu sistemin basit bir kurala bağlı olduğu için kolay anlaşılır olması, uygulanmasının kolay olması ve piyasa tarafından kolayca

¹¹³ Rüdiger Dornbursch, **Exchange rate policies in Economies in Transition, Approaches to Exchange rate policy: Choices for developing and Transition Economies**, ed. By Richard C. Barth and Chorng Hueywong, IMF Institute, USA, 1994, s.241.

¹¹⁴ Arat, **a.g.e.**, s.32.

¹¹⁵ Arat, **a.g.e.**, s.32.

¹¹⁶ Salih Barışık, **Para Kurulu Sistemi, Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri**, GÜ, İİBF Dergisi, İstanbul, Şubat 2001, s.51-68.

izlenmesidir.¹¹⁷ Para kuruluna geçişle birlikte gelen yüksek kredibilite sayesinde faiz oranları uluslararası düzeylere yaklaşmakta, döviz kurları istikrar kazanmakta ve ekonomide mali disiplin sağlanmaktadır. Ayrıca para kurulu sisteminin piyasada sağladığı güvenilirlik sayesinde ekonomideki parasallaşma ve finansal aracılık artmaktadır. Para kurulu, ekonomik faydalarının yanı sıra birtakım maliyetlerde getirmektedir. Yurtiçi likidite krizi durumunda, para kurulu son kredi mercii işlevini yerine getirememektedir.¹¹⁸ Bu sistemde bankalar daha duyarlı hale gelmektedir. Sıkı bir para kurulu sisteminde para talebindeki bir artış, banka sisteminin daralmasına etki edecektir. Para kurulu ile para politikasını kullanma olanağı daha kısıtlıdır. Eğer ülkede mali sistem güçlü değilse, ekonomide ani ve büyük sermaye çıkışı olursa, para kurulu Merkez Bankası gibi iç varlıklar karşılığı likidite yaratamaz. Bu sistemdeki ani sermaye çıkışlarının banka sisteminde ve ekonominin daralmasında etkisi daha şiddetli olabilir.¹¹⁹ İşte bu nedenle para kurulu, banka sistemi üzerine sıkı baskılar uygulayacaktır.

Öteyandan; para kurulu sisteminde nominal kurlar esnekliğini kaybetmektedir.¹²⁰ Bu sisteme geçişle birlikte, döviz kurunun aşırı yüksek ya da düşük bir şekilde değerlendirilmesini önlemek mümkün olmaktadır. Ancak daha sonraki yıllarda böyle bir durum ortaya çıktığında bunu önlemek için, ülkede fiyatların ve ücretlerin yeterince esnek olması gerekmektedir. Aksi takdirde ülke uzun süreli işsizlik ya da parasal daralmayla karşı karşıya kalacak bu durum ise, sistemin devamlılığını tehlikeye sokabilecektir.

Para kurulunu diğer rejimlerden ayıran bir diğer özellik ise senyoraj gelirinin sadece faizden sağlanmasıdır. Para kurulu sisteminde para arzı döviz karşılığında gerçekleştirildiği için, devletin para basma tekelini karşılıksız para basarak kullanması ve buradan senyoraj geliri elde etmesi mümkün değildir. Esasında para kurullarının para arzı karşılığında elde ettikleri rezervlerin tamamını nakit olarak tuttukları düşünülürse, para kurulunun senyoraj gelirini rezerv para olarak kullandığı döviz basan ülkeye

¹¹⁷ İlker Parasız, **Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar**, s.202.

¹¹⁸ John Williamson, **What Role for Currency Boards?**, Institute For International Economics, USA, 1995, s.28-31.

¹¹⁹ Bülent Gültekin, **Türkiye Ekonomisi'nde Sorunlar ve Yapısal Reformlar: Para Kurulu Tartışmaları**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 160, Ankara, Temmuz 1999, s.20

¹²⁰ İlker Parasız, **Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar**, s.202.

aktardığı söylenebilir. Ancak, uygulamada para kurulları, elde ettikleri rezervin bir kısmını rezerv paraya endeksli tahvillere bağlamaktadırlar. Bu bağlamda, söz konusu rezervlerden para kurulu faiz kazancı elde etmektedir. İşte bu söz konusu gelirler para kurulunda senyoraj geliri olarak adlandırılmaktadır. Para kurullarında elde edilen senyoraj gelirleri, karşılık oranının %100'ün altında olması durumunda, karşılık oranını tamamlamak için para kuruluna bırakılırken, söz konusu oran belirli bir seviyeyi geçince ya hükümete senyoraj geliri olarak aktarılmakta ya da para politikasının belirli fonksiyonlarının (sınırlı son borç verici mercii gibi) yerine getirilmesinde kullanılmaktadır.¹²¹

Para kurulunun diğer kur rejimlerine karşısında göreceli performansını inceleyen araştırmalarda, para kurulu ülkelerinin ara ve dalgalı kur rejimi ülkelerinden daha düşük enflasyon ve ekonomik büyüme oranına sahip olduğu saptanmıştır. Örneğin, para kurulu rejimini uygulayan ülkelerin ortalama (ortanca) enflasyon rakamı %5,6 (%3,9) iken, bu rakamlar diğer çapa ülkelerinde %22,3 (%8,4), dalgalı kur rejimi ülkelerinde ise %43,1 (%9,2) olarak bulunmuştur. Benzer olarak para kurulu rejimini uygulayan ülkelerde kişi başına GSYİH büyüme oranı ortalama %4,0 iken, çapa kur rejimi ülkelerinde bu rakam %0,9, dalgalı kur rejimi ülkelerinde ise %1,7 civarındadır. Enflasyonun düşük çıkması normal karşılanırsa da, ekonomik büyümenin yüksek çıkması sürpriz sayılmalıdır. Bu durumun sebepleri arasında, para kuruluna genellikle, ekonomik kriz sonrasında geçildiği için, ekonominin kendini toparlamasına (rebound effect) veya para kurulunu tercih eden yönetimlerin genellikle daha reformcu olmasına (self selection effect) bağlanmaktadır.¹²²

Para kurulu sistemi genelde, merkez bankası tecrübesi olmayan küçük ülkeler veya belirli bir ticaret bölgesine dahil olmak isteyen, ayrıca para politikasında kredibilite sorunu olan ve döviz krizi yaşayan ülkeler için çekici olabilmektedir.¹²³ Tarihsel olarak pek çok küçük ülke uygulaması görülmekte olup, ilk defa 1849 yılında, Güney Afrika'da küçük ada ülkesi olan, Büyük Britanya sömürgesi Mauritius'da uygulanmıştır. Sonradan para kurulu uygulaması, Büyük Britanya'nın diğer 70

¹²¹ Arat, **a.g.e.**, s.33.

¹²² Atish Ghosh, A.M. Gulde and H.C. Wolf, **Currency Boards: More than a Quick Fix**, 30th Panel Meeting of Economic Policy, Helsinki, 15-16 Ekim 2001, s.8-11.

¹²³ İlker Parasız, **Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar**, s.204.

sömürgesinde yayılmıştır. Altın değişim standardı ABD dışında ülkeler için para kurulu uygulaması olarak da düşünülebilir. 1960'lı yıllarda, bağımsızlığını kazanmış ülkelerin büyük çoğunluğu, para kurulu düzenlemelerini kaldırarak, ulusal para birimlerine geçiş yapmışlardır. Son 20 yıl içerisinde, en önemli para kurulu uygulamaları ise Hong Kong (1983), Arjantin (1991), Estonya (1992), Litvanya (1994), Bulgaristan (1997) ve Bosna (1998) uygulamalarıdır. Günümüzde ise, para kurulu sistemini uygulayan ülke sayısı önemli oranda azalmış olmakla birlikte bu ülkelerin bazılarının, (Arjantin gibi) büyük ölçekli ve dışa açık bir ekonomiye sahip olmaları; bazılarının da (Estonya ve Litvanya gibi) piyasa ekonomisine geçiş süreci yaşayan ülke konumunda olmaları dolayısıyla, para kurulları güncelliğini korumaktadır.¹²⁴

Arjantin örneği, para kurulu düzenlemeleri için önemli vaka niteliğindedir. Arjantin'in para kuruluna geçiş sebebi 1980'li yıllarda yaşadığı hiperenflasyondur. Reel döviz kurundaki ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalardan dolayı büyüme oranları da yüksek oranda dalgalanma göstermiş, ayrıca, 1975-1991 döneminde kişi başına düşen GSMH her yıl düşüş kaydetmiştir.¹²⁵ Para otoritesine olan güveni tesis etmek için Nisan 1991 tarihinde para kurulu kur rejimini benimseyen Arjantin, 90'lı yıllarda fiyat istikrarını sağlayan ve istikrarlı büyüme oranına sahip ender Güney Amerika ülkelerinden birisi olmuştur.¹²⁶ Konvertibilite Planının kabul edildiği ay olan Şubat 1991'de Arjantin'de aylık enflasyon %27 iken yıllık enflasyon %1660 düzeyinde bulunmaktadır. Para kuruluna geçildikten sonra enflasyon 1994 yılında %4 seviyesine inmiş ve 1991-1994 döneminde yıllık ortalama büyüme %9 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda Para Kurulu'nun kredibilitesi dünya çapında artmış kronik ve yüksek enflasyonla mücadele eden bir çok ülke için para kurulunun en optimum çözüm olduğuna dair görüşler bildirilmeye başlanmıştır. Arjantin'de para kurulunun ilk yıllarındaki başarının sebebinin sadece sabit kur rejimi olmadığı konusunda görüş birliği bulunmaktadır. Arjantin, söz konusu dönemde, bir çok yapısal reformu da gerçekleştirmeyi başarmıştır. Ancak, para kurulu uygulamasında 1995'den sonra bazı

¹²⁴ Haydar Akyazı, A.K. Topal, **Enflasyonla Mücadelede Arjantin Mucizesi ve Türkiye'de Enflasyon Duyarsızlığı**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 135, Ankara, Haziran 1997, s.24-25.

¹²⁵ W. Max. CORDEN, **Too Sensetional: On the Choice of Exchange Rate Regimes**, The MIT Press, England, 2002, s.28-32.

¹²⁶ Carol Wise, Riordan Roett, **Exchange Rate Policies In Latin America**, The Brookings Institution, USA, 2000, s.12-15.

problemlerin ortaya çıktığı görülmüştür. 1995’den itibaren ortaya çıkan dışsal şoklar (Meksika, Güney Doğu Asya, Rusya ve Brezilya krizleri) ve ardından Merkusor (Merkusor: 1991 yılında Arjantin, Brezilya, Paraguay ve Uruguay arasında oluşturulan gümrük birliği) içinde yer alan ve Arjantin’le yüksek dış ticaret hacmi olan Brezilya’da Real’in serbest dalgalanmaya bırakılması ve hızlı değer kaybı Arjantin’i olumsuz etkilemiştir. Ayrıca sabit kur rejimi altında enflasyon kontrol altına alınmasına rağmen ücret enflasyonun tam kontrol altına alınamaması, Arjantin’in uluslararası rekabet gücünün daha da bozulmasına neden olmuştur.¹²⁷ Yaşananlar neticesinde, Arjantin’deki para kurulu rejiminin yerine dolarizasyon kur rejimi fikri uyanmaya başlamış, Arjantin Cumhurbaşkanı Menem, Arjantin Merkez Bankasından ülkenin dolarizasyon rejimine geçiş alternatifleri konusunda rapor hazırlamasını istedi. Dolarizasyon düşüncesinin bir diğer sebebi ise peso ile dolar cinsinden borç kağıtlarının getirileri arasındaki farkın büyümesi olmuştur. Bu durum piyasanın devalüasyon beklentisinin bir sonucu olarak gelişmiştir. Piyasanın devalüasyon beklentileri Arjantin ekonomisinin içerisinde bulunduğu ekonomik durgunluk kaynağından beslenmekteydi. Aralık 2001-Ocak 2002 döneminde patlak veren finansal kriz, çok büyük devalüasyon oranını beraberinde getirmiştir. 10 yıllık dönemde 1 Dolar = 1 Peso, paritesini koruyabilen hükümet birkaç hafta içerisinde 1 Doların değerinin 3 Pesonun üzerine çıkmasına seyirci kalmak zorunda kalmıştır. Arjantin’de de fakto dolarizasyonun fazla olması nedeniyle, döviz kurunun yüksek oranda değer yitirmesi hem devletin hem de özel sektörün yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olmuştur. Mevduatların dondurulmasından sonra ödeme sistemini yeniden çalıştırmaya başlamak oldukça zaman almıştır. Mevduat çekilişleri, para kurulunun terkedilmesinden sonrada devam etmiştir. Arjantin eski Merkez Bankası Başkanı Mario I. Blejer krizden sonraki bir konuşmasında, Arjantin’deki mevduat çekilişlerini “*Arjantin de mevduat çekilişi ani bir kaçış (bank run) değil uzun süren bir çekiliş sürecidir (bank walk)*” şeklinde açıklamıştır.¹²⁸

Arjantin örneğinde görüldüğü gibi, para kurulu uygulamaları bir güven sorunuyla karşı karşıya kalabilmekte ve genelde, daha katı sabit kur rejimine geçiş için

¹²⁷ Arat, a.g.e. , s.36.

¹²⁸ Arat, a.g.e. , s.38.

bir basamak oluşturmaktadır. Para kurulunun, para birliğine geçiş için üstlendiği basamak durumu Avrupa Birliğine adaylıkları zamanında Bulgaristan, Estonya ve Litvanya için de geçerli olmuştur. Bu ülkelerde, para kurulu uygulamasından sonra enflasyon tek haneli rakamlara gerilemiş, Estonya ve Litvanya’da önemli ekonomik büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Dış şoklar (Rusya ve Kosova krizleri) her üç ülkenin (Bulgaristan, Estonya ve Litvanya) ekonomik büyüme ve ihracat rakamlarını olumsuz yönde etkilese de, günümüzde bu ekonomilerde iyileşme gözlemlenmektedir. Para kurulunun bu ülkeler için Avrupa Birliği ve Avrupa Para Birliği üyeliğine geçişte uygun kur rejimi stratejisi olarak Euro’ya geçiş için gerekli altyapıyı hazırladığı savunulmaktadır.¹²⁹

Hong Kong’da para kurulu rejimine 17 Ekim 1983 yılında 1 ABD Doları = 7,80 Hong Kong Dolarına eşitlenmesi ile geçilmiştir. Yapılan incelemelerde; para kurulunun makroekonomik istikrarı sağladığı, fakat burada Hong Kong parasının spekülatif baskılar altında pek bulunmadığı ve uygun şartların önemli rol oynadığını sonucuna varılmıştır.¹³⁰ 1997 ve 1998 yıllarında Asya finansal krizinin olumsuz etkileri bölge ülkelerinin ulusal para birimlerine yüksek devalüasyona neden olduysa da, Hong Kong para kurulundan vazgeçmemiştir. Hong Kong diğer ülkelerden farklı olarak, Asya krizine yakalandığında temel ekonomik göstergelerde bir zayıflık belirtisi yaşanmamakta ve para kurulu üzerinde spekülatif baskılar yayılma etkisinden (contagion effect) kaynaklanmaktaydı.¹³¹ Bu durum, Hong Kong’un başarılı kriz yönetimi ile birleştiğinde, Hong Kong devalüasyon beklentilerinin aksine para kurulunu başarıyla koruyabilmiş ülkelerden biridir.

II.3. ARA KUR REJİMLERİ

Ara kur rejimlerinde ülke ulusal para birimini çeşitli şekillerde yabancı para birimine bağlamakta, fakat sabit kur rejimlerinde olduğu gibi katı taahhütte bulunmamaktadır. Zaman içerisinde ülkeler döviz kurlarında dönemsel ayarlamalar

¹²⁹ Anne Marie Gulde, J. Kahkonen., P.M. Keller, **Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-Up To EU Accession and Participation in the Euro Zone**, IMF Policy Discussion Papers 00/1, 2000, s.18-21.

¹³⁰ Yum K. Kwan, F.T. Lui, **Hong Kong’s Currency Board and Changing Monetary Regimes in Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries**, The University of Chicago Press, USA, 1999, s.11.

¹³¹ Kris Rzepkowski, **The expectations of a Hong Kong Dolar Devaluation and their Determinants**, CEPII Research Center Working Papers, Fransa, Nisan 2000, s.7.

yapabilmektedir. Ara kur rejimlerinin sabit kur rejimlerine göreceli avantajı para politikasını kısmen kullanabilmesi, dalgalı kur rejimlerine göreceli avantajı ise parasal istikrar sağlamaya daha yatkın olmasıdır.

Fakat, ara kur rejimleri son yıllarda sakıncaları sebebiyle ekonomi literatüründeki tartışmaların odak noktasında durmaktadır. Bunun temel sebeplerinden birisi, son yıllarda ciddi ekonomik krizle yüzleşen ülkelerin ara kur rejimlerini takip etmesidir. Örneğin, Meksika (1994), Tayland (1997), Endonezya (1997), Kore (1997), Rusya (1998), Brezilya (1998) ve Türkiye (2000) ciddi ekonomik krizle karşılaştığında ara kur rejimlerini takip etmekteydi. Buna karşılık, ara kur rejimlerini takip etmeyen Güney Afrika, İsrail, Meksika ve Türkiye 1998 yılında gelişmekte olan ülkeleri sarsan büyük krizin etkilerinden kaçınabilmiştir. Bu durum, ekonomi literatüründe çift kutup görüşü (bipolar view) ile desteklenmektedir. Bu görüşe göre uluslararası sermaye akışlarına açık ülkelerde ara kur rejimlerini korumak olanaksızlaşmakta, ülkenin daha katı sabit kur rejimlerine veya daha esnek dalgalı kur rejimlerine geçmesi gerekmektedir.¹³² Fischer savunduğu iki kutuplu görüşe göre döviz kurlarının sınıflandırılması ve bunların uygulanıp uygulanamayacağı konusunu şöyle açıklamaktadır “Bir doğru üzerinde solda serbest dalgalanan kur, sağda para kurulu, dolarizasyon veya para birliği düzenlemeleri yer almaktadır. Bu durumda amaç, doğrunun ortasındaki rejimleri yok saymak değil, aradaki esnek sabit kur uygulamalarının sürdürülemez olduğunu göstermektir.”¹³³

2007 yılında, IMF üyelerinin %38,8'i bu sekiz kur rejiminden birini tercih etmiştir. Fakat bu rakamın, 1990 yılındaki %69,1 rakamından çok daha düşük olduğunu ve bu oranlar üzerinde çift kutup teorisinin geçerliliğini test eden araştırmaların, ülkelerin daha katı veya daha esnek döviz kuru rejimlerine yöneldiğini gösterdiklerini belirtmek gerekmektedir.

II.3.1. Geleneksel Sabit Çapa

¹³² Lawrence H. Summers, **International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures**, American Economic Review, Vol.90 (2), USA, 2000, s.14.

¹³³ Fischer, **a.g.e.**, s.3-24.

Geleneksel sabit çapa kur rejimleri tek para birimine veya dvız sepetine karşı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tek para birimine karşı sabit çapa rejiminde ülke, para birimini yabancı bir ülkenin para birimine, dvız sepetine karşı sabit çapa rejiminde ise bir dvız sepetine sabit bir parite üzerinden bağlanmaktadır. Dvız sepeti olarak genelde, ülkenin yoğun ticari ilişkilerinin bulunduğu ülkelerin dvız sepeti veya SDR gibi standart dvız sepeti seçilmektedir. Geleneksel sabit çapa sisteminde, dvız kuru genelde, $\pm\%1$ aralığında tutulmakta, üç aylık bir süre içerisinde ise $\pm\%2$ aralığını geçmemektedir. Para otoriteleri, doğrudan veya dolaylı müdahalelerle, sabit pariteyi korumaya çalışmaktadır. Fakat, geleneksel çapa sisteminde pariteyi tek taraflı korumak için geri dönüşü olmayan bir taahhüt söz konusu değildir. Merkez Bankası bu kur rejimi altında, geleneksel işlevlerini yerine getirebilmektedir. Kurlarda ayarlama gerektiğinde ise dönemsel ayarlamalar yapılabilmektedir.

Geleneksel sabit çapa kur rejimlerinin temel avantajlarından birisi makroekonomik disiplinin sağlanmasına olumlu katkısı, diğeri ise sistemin kur ayarlaması yapabilmesi sayesinde kısmi esnekliğe sahip olmasıdır. Fakat, bu rejimlerde kur ayarlaması genelde, büyük oranlarda olduğundan ekonomi üzerinde dağıtıcı etkilere sahip olmaktadır. Diğer taraftan ise geleneksel sabit çapa kur rejimlerinde, ülke rezerv para ülkesinin para politikasını pasif olarak kabul etmektedir.

Geleneksel sabit çapa kur rejimi, altın değişim standardı sisteminde en fazla tercih edilen kur sistemi olmuştu. lkeler, para birimlerini ABD Dolarına sabit kur üzerinden bağlamakta, fakat kur ayarlaması gerektiğinde (sık olmamak şartıyla) bunu gerekleştirebilmekteydi. Sonuçta, devalüasyonlar önemli politika aracı haline gelmekteydi. Günümüzde, geleneksel çapa sistemleri cazibesini pek kaybetmemiştir. 2007 yılında ülkelerin $\%16,7$ 'si tek para birimine karşı, $\%5,4$ ' ise dvız sepetine karşı geleneksel sabit çapa kur rejimini uygulamaktaydı.¹³⁴ Tek para birimine karşı geleneksel sabit çapa kur sistemini takip eden ülkelerin başında Çin, Suudi Arabistan, İran ve Malezya, dvız sepetine karşı geleneksel sabit çapa kur sistemini takip eden ülkelerin başında ise Kuveyt ve Bangladeş gibi ülkeler gelmektedir.

¹³⁴ Müslümov, Hasanov, zyıldırım, **a.g.e.** , s.57.

Geleneksel sabit çapa kur rejimi konusunda bahsedilmesi gereken ilginç bir nokta, ara kur rejimlerine sahip Güneydoğu Asya lkelerinin önemli çoğunluğunun, Asya krizi sırasında büyük devalüasyonlar yaptığı halde, para kurulunu benimseyen Hong Kong'un dışında devalüasyon yapmayan tek ülke sabit çapa rejimini benimseyen Çin'di. Bunun esas sebebi, Çin'in uluslararası sermaye hareketlerine sıkı kontrol uygulaması nedeniyle, spekülatif sermaye hareketleri baskısından fazla etkilenmemesidir.

II.3.2. Kur Bantları

Kur bandı sisteminde, kurun merkezi olarak belirlenen hedef kurun altı ya da üstünde belli bir aralıktaki dalgalanmasına izin verilir. Kur belirlenen aralık içinde kaldığı sürece, kur bandı sisteminde fazla müdahaleye gerek yoktur.¹³⁵ Kur bandı sistemi esnek olup, gerektiğinde yeniden ayarlanabilir ve gözden geçirilebilir. Bu sistemde temel amaç, kuru belirlenen band içinde tutmaktır.

Kur bandı üzerine yapılan çalışmaların sonucunda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.¹³⁶

Kur bandı, öncelikle kura istikrar kazandırır. Merkez bankasının inandırıcılığı bekleyişleri etkiler, bekleyişler de döviz kurunun davranışında önemli bir etkiye sahiptir.

Merkez bankasının düşük rezerv seviyesinde kuru, band içinde tutması söz konusu değildir. Merkez bankasının rezervleri yeterli olsa bile bir süre sonra, kur maksimum noktayı açar. Eğer fiili kur belirlenen sınırları aşarsa, band terk edilir ya da genişletilir. Kamu ve özel sektör, döviz kuru band içindeyken, belli bir şekilde hareket eder. Eğer durum değişirse davranışlarını da buna göre ayarlarlar.

Kur bandlarının ömrü on yıl gibi uzun srelere denk gelmektedir. Merkez bankası rezervleri, bu ömrü belirlemede en etkin değişkendir. Kurun band içi

¹³⁵ Sedat Yetim, Kur Bandları, **Para Politikası ve Türkiye ile Meksika Krizleri**, Hazine Dergisi, Sayı: 7, 1997, s.104-106.

¹³⁶ Yetim, **a.g.e.** , s.126-127.

davranışında, otoriteye olan inanç ve beklenti de önemlidir. Kur bandı sistemi üç başlık altında incelenebilir.

II.3.2.1. Aralık İçinde Dalgalanma

Bu sistemde döviz kurları, belirlenen bir aralık içinde serbestçe dalgalanabilir. Aralık içindeki bu dalgalanma ise, esnekliği ve istikrarı beraberinde getirir.¹³⁷ Bu sistemde aralığın belirlenmesi sorun olmaktadır. Örneğin çok dar belirlenen aralık istikrarsızlığa ve spekülasyona neden olmaktadır. Aralık genişliği, daraldıkça sabit kur sistemine; genişledikçe dalgalı kur sistemine yaklaşır. Ayrıca devamlı ayarlanan aralık beklenen faydaları yok edebilmektedir. Belirlenen aralığın sürdürülebilir olması da, bu sisteme güven için şarttır.

Aralık içinde dalgalanma sistemi, sağlayacağı görece etkinliğin uyum kolaylığına ve rezerv tasarrufuna olanak sağlayacağı düşünceleri ile olumlu bir yaklaşım olarak karşılanmıştır.

Bu sisteme en iyi örnek, Avrupa Para Sistemi çerçevesinde uygulanan Döviz Kuru Mekanizması (ERM)'dır.¹³⁸ Sistem kriz ortamında önemli spekülasyon baskılarıyla karşılaşabilir. Eğer böyle bir durumda, merkez bankası belirlenen aralığı korumada kararsız kalırsa sistem çökebilir.

Bu sistem uygulamada sınırlarının genişliğine göre, dar aralık ve genişletilmiş aralık diye iki başlık altında incelenebilir.¹³⁹

II.3.2.1.1. Dar Aralık

Dar aralıkta döviz kuru, belirlenen oran etrafında örneğin (+/-) %1 olarak değişir.¹⁴⁰ Bu sistemde aralığın belirlenmesi çok önemlidir. Eğer aralık çok dar belirlenecek olursa spekülasyonlara ve istikrarsızlıklara neden olabilir. Eğer aralık yeterli oranda ise, sık sık kur değişikliklerine ihtiyaç kalmaz.

II.3.2.1.2. Genişletilmiş Aralık

¹³⁷ Yetim, **a.g.e.** , s.104-106.

¹³⁸ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.7.

¹³⁹ Sema Kalaycıoğlu, **Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması**, Üçdal Neşriyat, İstanbul, 1983, s.56-57.

¹⁴⁰ Karluk, **a.g.e.** , s.364.

Genişletilmiş aralık, milli paraların piyasa koşullarına göre potansiyel olarak kaydedebilecekleri değer kazanma ve kaybetme limitleri içinde dalgalanmasıdır.¹⁴¹ Bu sistemde yeterli oranda tutulan alt ve üst limitler, bir biri ardına yapılacak kur değişmelerine duyulan gereksinmeyi ortadan kaldırır.¹⁴² Ayrıca, döviz kurlarının belirlenen aralık sınırları içinde piyasa koşullarına göre belirlenmesi, rezerv tasarrufu sağlama olanağı da vermektedir.

Genişletilmiş aralık sisteminin temel amacı; döviz kurunun kamu otoritesi tarafından başlangıç paritesi civarında tutulamayacağını varsayan spekülatörlerin istikrarı bozucu işlemlerini engellemektir. Eğer, spekülatörler döviz arz ve talep hareketleri hakkında bir bilgiye sahipseler, istikrarı bozucu spekülasyonu engellemek fiilen mümkün olmayabilir.

Uygulamada kur dalgalanmalarının şiddetlenmesini engellemek amacıyla “aralık” sınırlarının optimum genişlikte tutulması ilkesi benimsenmiştir.¹⁴³ Eğer herhangi bir ülke parası değer kazanmaktan çok, değer kaybetme eğilimi taşıyorsa, alt sınırın daha geniş üst sınırın daha dar tutulması mümkündür.

Genişletilmiş aralık sistemine en iyi örnek, “Avrupa Para Yılanı” dır. Avrupa Para Yılanı, parasal birleşmeyi amaçlayan AB üyelerinin 1970’de yayınlanan Werner Raporu’na göre, para birimleri arasındaki dalgalanmayı azaltarak, kurları sabitlemek ve sermaye hareketlerini serbestleştirmek amacıyla, 1971’de paralarını ABD Dolar’ına karşı bir aralık içinde ortak dalgalanmaya bırakmaları sonucu ortaya çıkmıştır.¹⁴⁴

II.3.2.2. Kaygan Aralık

Bu sistemde aralığın ortalama değeri sabitlenmiştir. Bu ortalama değer belli olmayan sürelerle ayarlanmaktadır. Ayarlanabilir merkez kur sayesinde, kurun olası

¹⁴¹ Kalaycıoğlu, **a.g.e.** , s.58.

¹⁴² Anthony Lanyi, **The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered: Essays in International Finance**, No.72, Princeton Univ. Pres, USA, 1969, s.31.

¹⁴³ Roberts Carbough and Fan Liang Shing, **The International Monetary System**, The Univ. Press of Kansas, 1976, s.69-70.

¹⁴⁴ Randell Hinshaw, **The Economics of International Adjustment**, The John Hopkins Press, London 1971, s.171-172.

aşırı değerlenmesi engellenmektedir.¹⁴⁵ Genelde yüksek enflasyon gözlenen ekonomilerde uygulama alanı bulan bir sistemdir.

Kayan pariteler sisteminin sık ve küçük oranlı ayarlama yöntemi, dış ticaretin hacmini ve yönünü olduğu kadar, sermaye hareketleri ile uzun dönemli yabancı yatırımın nitelik ve miktarını da etkilemektedir.¹⁴⁶ Ayrıca kayan pariteler sistemi, uygulandığı ülkede eğer aşırı kaynak ve talep dengesizlikleri varsa, sık kur ayarlamalarının istikrarsızlığı ve piyasalardaki belirsizliği arttırdığı görülmüştür.

Bu sistem, 1989-1991 döneminde İsrail’de uygulanmıştır.¹⁴⁷ Sistemin içerdiği belirsizlik ve neden olduğu hareketlilik, alternatif uygulamaları da ön plana çıkartmaktadır.

II.3.2.3.Yönlendirilmiş Sabit Aralık

Bu sistemde ülke parasının değeri, önceden açıklanmış sabit bir değer etrafında belirli limitler içinde dalgalanmaktadır. Burada esas alınan değer, sabit değer seçilmiş ekonomik göstergeler ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Yönlendirme oranı farklı kurallara bağlanabilir. Geçmiş enflasyon oranları farkı gibi geriye dönük ya da beklenen enflasyon oranı gibi ileriye dönük yaklaşımlar, en sık görülen uygulamalardır.

Bu sistemin en önemli özelliği, sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda gerekli ayarlamaların bir anda değil, belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olmasıdır. Bu ayarlamalar sayesinde, beklentiden kaynaklı spekülasyon hareketleri engellenebilmektedir.

Bu sistemin en büyük sorunu ise, faiz politikasının kurları destekleme zorunluluğudur. Bu nedenle faizler, ekonominin gerekleri doğrultusunda istenildiği gibi kullanılamamaktadır.¹⁴⁸ Ayrıca yönlendirme oranının tayini de önemli riskler taşır. Geçmişe dönük yaklaşım, sistemde enflasyonist süreç yaratabilir. Geleceğe dönük yaklaşım ise, yanlış enflasyon hedefleri doğrultusunda belirlendiyse ulusal paranın aşırı

¹⁴⁵ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.4.

¹⁴⁶ Kalaycıoğlu, **a.g.e.** , s.55-56.

¹⁴⁷ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.34.

¹⁴⁸ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.4.

değerlenmesine ve spekülâtif baskılara yol açabilir. Bu sistem İsrail, Şili ve İtalya’da belirli dönemlerde uygulanmıştır.

II.3.3. Yönlendirilmiş Sabit Parite (Tablita Sistemi)

Bu kur sisteminde ülke parasının değeri sabitlenmiştir. Ancak bu sabit değeri, aynı yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde olduğu gibi, o ülkenin seçilmiş ekonomik göstergelerine ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Döviz kuru, çok dar bir aralık içinde hareket eder ve sapmaları engellenir.

Yönlendirilmiş sabit parite uygulamasının bir örneği de tablita sistemidir. Bu sistemde; nominal döviz kuru mevcut enflasyon oranının altında artacak şekilde ayarlanmaktadır. Bu sistem yönlendirilmiş sabit aralık sistemine göre, daha katı bir yapıya sahiptir. Fakat, sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda gerekli ayarlama bir anda değil, belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılabilmektedir.

Bu sistem yüksek oranlı enflasyon yaşanan ülkelerde önemli reel kur değeri lenmelerini önler. Piyasa beklentilerini yönlendirir ve belirli ölçüde kredibilite sağlar. Ayrıca, daha önceden belirlenmiş bir aralığın olmaması nedeniyle belirsizlikler daha aza indirgenmiştir.

Geçmiş enflasyon farklarını kullanan geçmişe dönük yaklaşım ise, sistemde enflasyonist sürecin oluşmasına ve para politikasında döviz kurunun nominal çıpa etkisinin ortadan kalkmasına neden olabilir. Eğer mali ve gelir politikaları uyumlu değilse, tablita uygulamasının sürekliliği sağlanamaz.¹⁴⁹

Bu sistem, 1960 ve 1970’lerde Şili, Kolombiya ve Brezilya’da uygulanmıştır. En uzun uygulaması Brezilya’dadır. Sonuç olarak, önemli ölçüde enflasyonist baskı oluşturmuştur.

II.3.4. Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi

¹⁴⁹ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.4-5.

Bretton Woods Sistemi olarak bilinen bu sistemde kur, sabit olmakla birlikte karar alıcı birimler süresiz bir şekilde bu kuru sürdürmek zorunda değildir. Belirlenen kur, uygulanan ekonomik politikalarla tutarsızca istenilen yönde değiştirilebilmektedir. Bu sistem dış ticaret üzerindeki kur belirsizliğini azaltarak, ekonomik istikrara katkıda bulunur. Belirsizliklerin az olduğu ortamda makroekonomik disiplin sağlar. Gerekli durumlarda devalüasyon olanağı “çıkış noktası”dır ve sisteme esneklik kazandırır. Diğer yandan olası bir devalüasyon beklentisi, yoğun spekülasyonlara yol açabileceğinden, ekonomide kriz yaratmaya elverişli bir sistemdir. Ayrıca sistemde belirsizlik oluşturmakta ve enflasyonist baskılar yaratmaktadır.¹⁵⁰

Bretton Woods sisteminin 1973 yılında çöküşünden sonra, pekçok gelişmiş ülke, benzer uygulamaları izlemeye devam etmiştir.

Ayarlanabilir sabit kur sistemine esneklik kazandırılması, ayarlamanın biçimine göre iki başlık altında incelenebilir. Bunlar seyrek ayarlama ve sık ayarlamadır.

II.3.4.1. Seyrek Ayarlama (Sıçrayan Pariteler)

Bu sistem, sık olmayan kur değişmelerinden ibarettir. Uzun aralıklarla yapılan büyük oranlı revalüasyon ve devalüasyonlara da, seyrek ayarlama veya sıçrayan pariteler adı verilmektedir.¹⁵¹

II.3.4.2. Sık Ayarlama

Bu sistem kur ayarlamalarının sıklıkla yapıldığı bir sistemdir. Sık ayarlama da iki başlık altında incelenebilir. Bunlar, tırıs giden parite ve kayan veya sürünen paritedir.

II.3.4.2.1. Tırıs Giden Pariteler

Enflasyon oranı dünya ortalaması üzerinde seyreden ülkeler, devalüasyonları uzun bir süre erteleyemeyecekleri gibi, çoğu kez küçük oranlı da tutamazlar. Sık sık ve yüksek oranlı devalüasyonlara ihtiyaç duyarlar. Enflasyon oranı yüksek olan ülkelerin

¹⁵⁰ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.5.

¹⁵¹ Kalaycıoğlu, **a.g.e.** , s.53.

uyguladıkları bu sık fakat, büyük oranlı ayarlamalar yöntemine tırıs giden pariteler adı verilmektedir.¹⁵²

II.3.4.2.2. Kayan (Sürünen) Pariteler

Bu sistem, değişim oranı ayda %5 veya yılda toplam %30'u geçmeyen küçük oranlı değişimleri ifade eden bir tür sınırlı esneklik sistemidir.¹⁵³ Sınırlı bir esneklik sistemi olmasına rağmen, bu sınırlılık zaman içinde ayarlamaların sıklığının artması nedeni ile anlamını kaybedebilmekte ve serbest dalgalanmaya yaklaşabilmektedir. Bu sistem ilk kez 1968-1976 döneminde Brezilya'da, 1975-1977 döneminde ise İsrail'de uygulanmış ve olumlu sonuçlar alınmıştır.¹⁵⁴

II.4. DALGALI KUR REJİMLERİ

Dalgali kur rejiminde para biriminin yabancı para birimi cinsinden değeri piyasa koşulları altında belirlenmektedir. Bu rejimin en temel avantajı, döviz kurundaki artış veya azalışların, bir taraftan döviz kurunun uzun dönem denge düzeyine yakınsamasını hızlandırması, diğer taraftan ise yurtiçi göreceli fiyatların ayarlanma sürecine katkıda bulunmasıdır. Dalgali kur rejimlerinde para politikası döviz kuru politikasından bağımsız araç haline gelmektedir.

Uzun dönemde kur rejimi seçiminin hiçbir etkisinin olmayacağını iddia eden Friedman (1953), dalgali kur rejimlerinin kısa ve orta dönemde serbest kur rejimlerine göreceli olarak, reel şokların olumsuz etkileri ile mücadelede daha olumlu sonuçlar verdiğini savunmaktadır. Döviz kuru en hassas fiyat olduğu için kurdaki değişimler daha hızlı, otomatik ve sürekli olarak gerçekleşmekte ve kriz ortamı doğmadan önce düzeltici hareketler yaratabilmektedir.¹⁵⁵ Sabit kur rejiminde ise, döviz kurundaki ayarlamalar ancak büyük dengesizlikler ortaya çıktıktan sonra yapıldığı için döviz kurundaki değişiklik daha büyük, bu değişikliğin ekonomi üzerindeki etkisi ise daha derin ve uzun süreli olmaktadır. Oysa dalgali kur rejimlerinde, döviz kurundaki

¹⁵² Kalaycıoğlu, a.g.e., s.54.

¹⁵³ Fritz Machlup, Baldwin, Robert, E., Richardson and David, J., **International Trade and Finance**, Little Brown and Company, USA, 1974, s.344.

¹⁵⁴ Çarıkçı, **Esnek Kur Politikaları ve Dış Ticarete Etkileri**, HÜ, İİBF Dergisi, Cilt: I, Sayı: 2, 1983, s.96-97.

¹⁵⁵ Milton Friedman, **The Case for Flexible Exchange Rates**, In **essays In Positive Economics**, University of Chicago Press, Chicago, 1953, s.163.

düzeltilici ayarlamalar zamanında ve kendiliğinden yapılmakta, bu ise krizlerin doğmasına engel olmaktadır.

Dalgalı kur rejiminin parasal istikrar performansını inceleyen araştırmalar ise dalgalı kur rejimi altında enflasyonun daha kalıcı olduğunu ve para politikalarının enflasyon şokları oluşturmamasının daha muhtemel olduğunu iddia etmektedir. Örneğin, OECD ülkeleri için yapılan ampirik çalışmalarda, altın değişim standardı öncesi ve sonrasını karşılaştırmış ve ABD Dışındaki ülkelerde, altın değişim standardı sonrasına denk gelen dalgalı kur rejiminde, daha yüksek enflasyon oranının söz konusu olduğunu göstermiştir. Benzer olarak başka bir araştırmada, Bretton Woods dönemi sonrasında OECD ülkelerinde daha yüksek enflasyon varlığını göstermiş, fakat Bretton Woods sonrası dönemde farklı kur rejimi uygulayan ülke ekonomilerindeki enflasyon oranı arasında anlamlı farklılık bulunamamıştır. Bu bulgular, enflasyonun dalgalı kur rejiminin doğal bir sonucu olmasından daha öte, ulusal para otoriteleri arasında altın değişim standardı sırasında varolan uluslararası koordinasyonun kaybolmasından kaynaklandığının bir göstergesidir.¹⁵⁶

Dalgalı döviz kuru rejimleri yönetimli dalgalı kur rejimi ve bağımsız dalgalı kur rejimi olmak üzere iki kur rejiminden oluşmaktadır. 2007 yılında, IMF üyelerinin %35,5'i bu iki kur rejiminden birini tercih etmiştir. Bu rakam 1990 yılındaki %15,2 rakamından daha yüksektir.¹⁵⁷

II.4.1. Gözetimli (Kontrollü veya GÜdümlü) Dalgalanma

Karar alıcı birimlerin, belirli aralıklarla, döviz kurunu istikrarlı tutabilmesi için döviz piyasasına müdahale etmesine gözetimli (kontrollü) dalgalanma denir.¹⁵⁸

Bu kur sisteminde karar alıcı birimler, döviz kuruna; kendi karar alma mekanizmalarını bir takım ekonomik göstergeler doğrultusunda, o an için iyi olduğunu düşündükleri bir şekilde çalıştırarak müdahale etmektedir. Önceden açıklanmış kurallara bağlı olarak yapılmayan bu müdahaleler, ülke ekonomisinin hareket alanını

¹⁵⁶ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.61.

¹⁵⁷ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.63.

¹⁵⁸ Emin Çarıkçı, **a.g.e.**, s.94.

genişletmektedir.¹⁵⁹ Ayrıca gözetimli dalgalanmayla, serbest dalgalanan kur sisteminin yol açtığı bir takım risk ve belirsizlikler azaltılabilmektedir. Ek olarak döviz kurlarındaki aşırı hareketliliğı de önler.

Merkez bankasının kurlara müdahalesi, piyasalarda belirsizliğe neden olabilir. Uygulamada müdahalelerin etkileri “sinyal” niteliğinde bile olsa kısa süreli olmaktadır ve istikrar sağlayıcı değildir.

Bu sistem, Kanada ve Avustralya gibi gelişmiş ekonomilerde uygulanmaktadır. Meksika’da 1994-1995 krizi sonrası benzer sistemi uygulamıştır.

Gözetimli dalgalanma, gözetimin amacı açısından ikiye ayrılır. Bunlar temiz dalgalanma ve kirli dalgalanmadır.¹⁶⁰

II.4.1.1. Temiz Dalgalanma

Eğer döviz kurlarına müdahale ve gözetim, sadece kısa dönemli düzensiz dalgalanmaların ortadan kaldırılmasına yönelik ise, temiz dalgalanmadan söz edilebilir.¹⁶¹

II.4.1.2. Kirli Dalgalanma

Kurların gözetimli bir şekilde dalgalandığı bir ekonomide, yapılan müdahaleler sonucu elde edilmeye çalışılan ekonomik yararlar diğer ülkelerin bundan olumsuz etkilenmesi sonucu oluşuyorsa, bu sistem kirli dalgalanma olarak adlandırılır.¹⁶² Kirli dalgalanmada döviz kurlarına müdahale ve gözetim, ekonomik açıdan ülkenin rekabet gücünü koruması için yapılmaktadır.¹⁶³

II.4.2. Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi

Bu sistemde ülke parasının değeri, piyasa tarafından belirlenmektedir. Döviz piyasasında yapılan müdahaleler kurların istenilen düzeyde oluşmasını sağlamak yerine, bu piyasadaki gereksiz dalgalanmaları önlemek ve değişimleri daha ılımlı hale getirmek

¹⁵⁹ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.2.

¹⁶⁰ Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**, Beta Yayınevi, İstanbul, 1996, s.362.

¹⁶¹ Karluk, **a.g.e.**, s.362.

¹⁶² Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.** , s.3.

¹⁶³ Karluk, **a.g.e.** , s.362.

için yapılmaktadır.¹⁶⁴ Ayrıca bu uygulamada para politikası daha etkin hale gelmektedir.

Bu sistem, hem sabit kur sistemine hem de kontrollü dalgalanmaya göre çok daha değişken bir döviz kuru ile sonuçlanırken, ekonomideki beklenmedik dışsal şoklar döviz kuruna doğrudan yansıdığı için rezervlerde, nominal ve reel faizlerde ve fiyatı uluslararası piyasalarda oluşan mal fiyatlarında, azalan bir değişkenlik getirmektedir.¹⁶⁵ Ayrıca, bu sistemde yüksek düzeyde rezerv birikimine de ihtiyaç yoktur.

Bu sistemin olumsuz yanı ise; dış ekonomik ilişkilerde belirsizlikleri ve riskleri arttırdığı için, kaynak dağılımını olumsuz etkilemesidir. Ayrıca, para politikası için nominal çıpa özelliğini taşıyabilen döviz kuru bu özelliğini kaybettiğinden, serbest dalgalanan kur sistemi enflasyona elverişli bir sistem haline gelebilmektedir.

Hiçbir ülke tam anlamıyla serbest dalgalanan kur sistemi uygulamamaktadır. Fakat ABD, Almanya ve İsviçre'deki kur sistemleri bu uygulamaya en yakın örneklerdir.¹⁶⁶

140 ülkeyi ve 30 yıllık dönemi kapsayan ve resmi IMF sınıflandırmasına dayanarak yapılan analizlerde, dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde enflasyon oranının daha yüksek ve istikrarsız olduğu, fakat reel ekonomik dalgalanmaların daha düşük olduğu, büyüme oranlarının ise dalgalı ve sabit kur rejimleri arasında önemli farklılıklar arz etmediği sonucuna varılmıştır.¹⁶⁷ Ayrıca, dalgalı kur rejimlerinde ortalama enflasyon oranının daha düşük (%10'dan az), kişi başına gelirin artış oranının ise yüksek (%2.3) olduğu saptanmıştır.¹⁶⁸

Ülkelerin birçoğu dalgalı kur rejimini takip etmesine rağmen, döviz kuru istikrarı politikaları takip etmektedir. Bu durum “dalgalandırma korkusu” olarak adlandırmıştır. ABD, Avustralya ve Japonya gibi dalgalı kur rejimi takip eden ülkelerde gözlemlenen döviz kuru volatilitesi oldukça düşüktür ve bu durumun bu ülkelerde

¹⁶⁴ Özdemir, Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s.2.

¹⁶⁵ C.Bülent Aybar, **Yeni Kur Politikası: Ne Tür Bir Dalgalanma?**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 181, 2001, s.58.

¹⁶⁶ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s.7.

¹⁶⁷ Ghosh, **Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?**, NBER Working Papers 5874, ABD, 1997, s.13.

¹⁶⁸ Carmen Reinhart, K.S. Rogoff, **The Modern History of Exchange Rate Arrangements**, NBER Working Papers 8963, USA, 2002, s.4.

nominal ve reel şokların olmamasından kaynaklanmamaktadır. Bu durumun temel nedeni bu ülkelerin döviz kuru istikrarını sağlamak için politikalar takip etmesidir.¹⁶⁹

Bahsedilmesi gereken önemli bir nokta da, para birliğinin sabit kur rejimi olmasına rağmen, para birliğinde takip edilen ana para birimi (örneğin, Avrupa Para Birliğinde Euro) için dalgalı kur rejimi sisteminin benimsemesidir. 2001 yılında bağımsız dalgalı kur rejimi ABD, Avustralya, Brezilya, Büyük Britanya, Çek Cumhuriyeti, Güney Afrika, İsveç, İsviçre, Japonya, Kore, Meksika, Norveç, Peru, Şili ve Yeni Zelanda gibi önemli dünya ülkelerinde uygulanmaktaydı. 2001 yılında bu kur rejimi toplam içerisinde oranı %21,5 ile dünyada en fazla tercih edilen kur rejimi olmuştur. Ülkemizde 2001 yılında bu rejimi tercih eden ülkelerden biri olmuştur.

¹⁶⁹ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.** , s.49.

Tablo III
Dünya Ülkelerinde Kullanılan Döviz Kuru Rejimleri

Resmi Dolarizasyon	Para Birliği	Para Kurulu	Tek Para Birimine Karşı Geleneksel Sabit Çapa	Döviz Sepetine Karşı Geleneksel Sabit Çapa	Yatay Şerit	İleriye Bakan Sürünen Çapa
- Ekvator - El Salvador - Kiribati - Marshall Adaları - Mikronezya - Palau Adaları - Panama - San Marino	- Almanya -Antigua ve Barbuda - Avusturya - Belçika - Benin - Burkına Faso - Cote d'Ivoire - Çad - Dominik -Ekvator Ginesi - Finlandiya - Fransa - Gabon - Gine-Bissau - Grenada - Güney Afrika Cumhuriyeti - Hollanda - İrlanda - İspanya - İtalya - Kamerun -Kongo Cumhuriyeti -Lüksemburg - Mali - Nijer -Orta Afrika Cumhuriyeti - Portekiz - Senegal -St Kitts ve Nevis - St Lucia - Togo - Yunanistan	- Arjantin -Bosna Hersek - Brunei - Bulgaristan - Cibuti - Estonya -Hong Kong - Litvanya	- Amman - Aruba - Bahamalar - Bahreyn - Bangladeş - Barbados - Belize - Bhutan - Birleşik Arap Emirlikleri - Çin - Eritre -Hollanda Antilleri - İran - Katar - Komorolar - Lesotho - Lübnan - Makedonya - Maldivler - Malezya - Namibya - Nepal - Sudan - Surinam - Suriye Arap Cumhuriyeti -Suudi Arabistan - Svazilend -Türkmenistan - Ürdün -Yeşilburun Adaları - Zimbabwe	- Botswana - Fas - Fiji - Kuveyt - Letonya - Libya - Malta - Samoa - Seychelles - Vanuatu	- Danimarka -Kıbrıs Rum Kesimi - Macaristan - Mısır - Tonga	- Bolivya - Nikaragua -Solomon Adaları

Tablo III
Dünya Ülkelerinde Kullanılan Döviz Kuru Rejimleri

Geriye Bakan Sürünen Çapa	İleriye Bakan Sürünen Şerit	Geriye Bakan Sürüne n Şerit	Sıkı Yönetimli Dalgalı	Önceden Belli Yolu Olmayan Diğer Yönetimli Dalgalı Çapa	Bağımsız Dalgalı Kur	Bağımsız Dalgalı Kur
- Belarus - Honduras - İsrail - Romanya - Uruguay - Venezuela	- Kosta Rika		- Azerbaycan - Guyana - Hırvatistan - Hindistan - Jamaika - Kazakistan - Moğolistan - Moritanya - Nijerya - Paraguay - Sao Tome ve Principe - Singapur - Trinidad Tobago - Ukrayna - Vietnam - Yugoslavya	- Angola - Burundi - Cezayir - Dominik Cumhuriyeti - Endonezya - Etiyopya - Gana - Gine - Guatemala - Irak - Kamboçya - Kenya - Kırgızistan - Laos - Mauritius - Myanmar - Özbekistan - Pakistan - Ruanda - Rusya - Slovakya - Slovenya - Sri Lanka - Tayland - Tunus - Zambiya	- Afganistan - ABD - Arnavutluk - Avustralya - Brezilya -Çek Cumhuriyeti - Ermenistan - Filipinler - Gambiya -Güney Afrika - Gürcistan - Haiti - İngiltere - İsveç - İsviçre - İzlanda - Japonya - Kanada - Kolombiya - Kore - Liberya - Madagaskar - Malawi - Meksika - Moldavya - Mozambik - Norveç - Papua Yeni Gine - Tacikistan - Tanzanya - Türkiye - Uganda -Yemen Arap Cumhuriyeti - Peru	- Polonya - Sierra Leone - Somali - Şili -Yeni Zelanda - Zaire

Kaynak: Alövsat Müslümov, M. Hasanov ve C. Özyıldırım, Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri,Kaynak? İl? 2002, s.82.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GENEL OLARAK MERKEZ BANKACILIĞI

III.1 MERKEZ BANKASI'NIN TANIMI

Merkez bankaları'nın bugüne kadar çok değişik tanımlamaları yapılmıştır. Bunlardan ilk akla gelen, belki de en temel merkez bankası tanımı şudur: Merkez Bankası bankaların bankasıdır.¹⁷⁰ Bu tanımdan anlaşılabilecek olan bankaların kendi aralarında para alışverişini merkez bankası aracılığı ile yapmaları ve gereksinim duyduklarında da merkez bankasından ödünç fon alıp verme yoluna gitmeleridir.

Bir başka tanım ise bize merkez bankalarının bazı farklı işlevlerini doğal olarak bünyelerinde taşıdıklarını göstermektedir. Merkez bankası para otoritesidir.¹⁷¹ Bu ifadeden anlaşılabileceği üzere Merkez Bankası bir ülkede tedavülde bulunan para birimin sorumlusu durumundaki kurumdur. Bu sorumluluk paranın tedavüle çıkartılması ile sınırlı değildir. Özellikle ülke parasının altına bağlı olarak tedavüle çıkartıldığı altın standardı döneminde Merkez Bankaları para birimine olan güveni sağlamak için altın rezervini de saklayan kurumsal yapı olmuştur.

III.2 MERKEZ BANKACILIĞININ DOĞUŞU VE GELİŞİMİ

20. yüzyıldan önce "Merkez Bankası" kavramı açıkça tanımlanmamıştır. Zaman içinde çeşidi ülkelerde yavaş yavaş merkez bankaları doğmuş ve gelişmiştir. Günümüzdeki merkez bankalarının faaliyet türlerine benzer nitelikte sayılabilecek ilk bankalara, 17. yüzyılın sonlarında rastlanmaktadır.¹⁷² Merkez Bankacılığının ortaya çıkışı, ticaret ve iş bankalarının banknot ihraç yetkilerinin kaldırılarak bu yetkinin tek bir bankaya verilmesiyle başlamıştır.¹⁷³ Bu dönemde bankalar günümüz merkez bankalarından farklı olarak fayda ve kar maksimizasyonunda bulunmayacak nitelikteki kamu kurumlarından ziyade özel ticari bankalar şeklinde yapılanmışlardır. Devletin

¹⁷⁰ Ralph G. Hawtrey, **The Art of entral Banking**, London, 1933, s.116.

¹⁷¹ Cecil Kisch, A. Ekin, **Central Banks**, Macmillan Co, London, 1932, s.1.

¹⁷² İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, s.249.

¹⁷³ Mükerrerem Hiç, **Para Teorisi ve Politikası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994, s.40.

koyduğu kayıtlar içinde banknot ihracının düzenlenmesi ve altın ve gümüş esaslarının yürürlükte olduğu yerlerde bu esasların korunması bu bankaların başlıca görevleri olmuştur. Merkez bankaları genellikle ticari bankaların şekil değiştirmesinden meydana gelmiştir. Bankalardan biri banknot çıkarmak ve devletin banka işlemlerini hakkını alarak gitgide merkez bankası vaziyetini almışlardır.¹⁷⁴

İlk banka örneği kimi iktisatçılara göre bankacılık tarihi açısından 1668 yılında özel bir banka iken devlet bankası haline getirilen Riskbank İsveç Devlet Bankası'dır.¹⁷⁵ Ticari senetlerini iskonto ettirenlere, madeni para yerine kendi çıkardığı banknotları veren ilk kuruluş bu bankadır. Verilen banknotlar bankanın imzasını taşıdığı ve gösterildiği zaman hemen madeni para ile değiştirildiği için müşterilerce kabul edilmiştir. 1897 yılında tek başına banknot ihraç etme hakkını elde etmiştir. İngiltere Bankası ise Peel Kanunu ile ıslah edilerek 1694 yılında özellikle hükümete ödünç vermek amacı ile bir anonim şirketi olarak kurulmuştur.¹⁷⁶ Buna karşılık belirli sınırlar içinde banknot çıkarmak, mallar üzerine avans vermek, kıymetli madenler ticareti yapmak ve ticari senetler alıp satmak iznini elde etmiştir.¹⁷⁷ İlk emisyon bankası olarak kabul edilebilir. Çünkü İngiltere Bankası banknot emisyonunu ticari senetlerin iskontosuyla bağdaştıran ilk bankadır. İngiltere'nin iş hayatında çok önemli bir rol oynamış ve diğer Avrupa ülkelerinde merkez bankacılığı oluşumlarında öncülük etmiştir.¹⁷⁸ Hükümetle olan bankacılık işlemleri dolayısıyla özel bankalarla İngiltere Bankası arasındaki temaslar artmış ve İngiltere Bankasında mevduat bulundurmak eğilimi belirmiştir. 18. yüzyıl sonlarında diğer bankalar günlük ihtiyaçlarını karşılayacak paradan fazlasını İngiltere Bankası'na yatırmaya başlamışlardır. Bu çerçevede İngiltere Bankası zamanla diğer bankalara ait para mevcutlarının muhafızı rolünü üstlenmeye başlamıştır. 1854 yılında muhtelif bankalar arasında karşılıklı borç ve alacakların İngiltere Bankası nezdindeki hesaplardan yapılarak takas edilmesi kabul edilmiş, böylece Banka sistemin merkezi haline gelmiştir. Diğer Avrupa ülkelerindeki Merkez Bankalarının gelişimi de İngiliz Merkez Bankasına yakın tarih ve konumlarda gelişim göstermiştir. 19. yüzyılın farklı dönemlerinde, ya devletin kendisi tarafından

¹⁷⁴ Nevzat Alptürk, **Merkez Bankacılığı**, Bilgi Basımevi, Ankara, 1972, s.13.

¹⁷⁵ Alptürk, **a.g.e.**, s.13.

¹⁷⁶ Avni Zarakoğlu, **Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi**, Sözkese Matbaacılık Tic Ltd, Ankara, 2003, s.70.

¹⁷⁷ Alptürk, **a.g.e.**, s.13.

¹⁷⁸ İlker Parasız, **Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar**, s.250.

mevcut bir bankaya tek başına ihraç yetkisi verilmiş, ya da yeni bir banka güçler ve ayrıcalıklar ile donatılarak devletin değişken kontrol ve idare mekanizması altında Merkez Bankası olarak kurulmuştur.¹⁷⁹

1800 yılında Napoleon Boneparte tarafından kısmen devlet yardımı ve başlıca özel sermaye ile kurulan Fransa Bankası'nın devletle sıkı bir ilişkisi olmuş, devletin bankeri olarak Paris'te tek başına banknot ihraç yetkisini elde etmiştir. Ardından şube sayısını arttırarak tüm ülkede ihraç yetkisine sahip olan banka, hazine işlemleri ve banknot çıkarma görevlerine ek olarak, banka mevcutlarının muhafızlığı ve krediler için son başvuru mercii rolünü de üstlenmiştir. Fransız Bankası merkez bankası haline geldikten sonra da İngiltere Bankası'nın aksine ticaret Bankacılığı işlerinden büsbütün vazgeçmemiş, bir kısım müşterilerine doğrudan doğruya iskonto yapmaya ve teminat karşılığı ödünç vermeye devam etmiştir.¹⁸⁰

Hollanda Bankası ihraç bankası ve devletin bankeri olarak 1814'de kurulmuştur. Hem ihtiyat bankası hem de bankalar bankası görevlerini almıştır.¹⁸¹

Japon Merkez Bankası 1882'de bir çok yerel bankanın aşırı banknot ihracının yarattığı kaostan sonra yeni parasal düzeni kurmak için oluşturulmuştur. Diğer ulusal bankalar banknotları belli bir periyot içinde geri çekerek banknot ihraç yetkisinin hakkını BoJ'a bıraktılar ve olağan mevduat bankası görevlerine geri dönmüşlerdir. Hükümet ile Banka arası ilişki, kapalı bir karakter göstermekle beraber, Banka'nın sermayesinin çoğunluğu, Japon Hükümetine ait olmuştur. Bu yüzden anonim şirket yapısında kurulan bir banka olmasına karşın, Guvernörler Heyeti ve Başkan hükümet tarafından atanmaktaydı.¹⁸²

¹⁷⁹ Fabian Amtenbrink, **The Democratic Accountability of Central Banks-A Comparative Study of the European Central Bank**, Hart Publishing, USA, 1999, s.71-72.

¹⁸⁰ Alptürk ,**a.g.e.** , s.14.

¹⁸¹ Alptürk ,**a.g.e.** , s.14.

¹⁸² Baron Sakatani and S. Naruse, **The Banking System of Japan in Central Banking in History**, Vol 3, Edited by Micheal Collins, Edward Elgar Publishing, London, 1993, s.142.

1817’de Norveç Bankası, Avusturya Milli Bankası, 1850’de Belçika Milli Bankası, 1856’da İspanya Milli Bankası, 1875’de Reichsbank, 1887’de Portekiz Bankası, 1907’de İsviçre Milli Bankası kurulmuştur.¹⁸³

Amerika’da ise her banka Ulusal Bankacılık yasası altında hükümet varlıklarından oluşan hazine teminatlarına mahsuben banknot ihraç yetkisi alarak kurulmaktaydı ve bu bankaların hiç biri Amerikan hükümetinin mali temsilcisi veya krediye başvurulmuş son merci olarak işlev görmediler. 1907’deki finansal panik sonrası 1913 yılında her biri belirli bir bölge üzerinde yetki sahibi olmak üzere 12 Federal Reserve Bankasından meydana gelen bir banka sistemi kurularak, bunlar arasında bağlantı sağlamak için de Washington’da Federal Reserve Board ünvanlı bir meclis oluşturuldu. Hepsi kısmi olarak banknot ihracı monopolüne sahip olmakla beraber hükümetin mali temsilcisi, iskonto ve rezerv bankası ve kredi sağlanan son merci olarak kendi federe bölgelerinde işlev hakkı elde ettiler.¹⁸⁴

Aynı yüzyıl içinde 1817 Norveç Bankası, Avusturya milli Bankası, 1850’de Belçika Milli Bankası, 1856 İspanya bankası, 1887 Portekiz Bankası kurularak ağırlıklı olarak Avrupa alanında Merkez Bankacılığı adımları atılmıştır.¹⁸⁵

1920 yılında Brüksel’de toplanmış olan Milletler arası Maliye Konferansı henüz bir merkez bankası kurmamış olan bütün ülkelerin kendi para ve banka sistemlerinin yeniden düzenlenmesi ve bütün ülkeler arasında iş birliği yapılması, en kısa zamanda bu eksikliğin tamamlanması hakkında karar alınmıştır. İki yıl sonra 1922 Cenova konferanslarının bildirge tavsiyelerine uyularak dünyanın diğer ülkelerinde merkez bankaları kurulması teşvik edilerek hızlandırılmıştır.¹⁸⁶ Aynı süreç içinde ülkemizde de yabancı sermaye ile 1856 yılında kurulan Osmanlı Bankası da banknot ihracı imtiyazı olmasına rağmen diğer ülkelerde olduğu gibi gerçek bir merkez bankası olmaktan uzak kalmıştır. Geçmiş yüzyılda Merkez Bankacılığının ağırlıklı Avrupa sınırları içinde başladığı tarihi süreç, 20. yüzyıl başlarında gerek Balkanlar gerekse Orta

¹⁸³ Alptürk, **a.g.e.**, s.14.

¹⁸⁴ Alptürk, **a.g.e.**, s.14.

¹⁸⁵ Alptürk, **a.g.e.**, s.14.

¹⁸⁶ Alptürk, **a.g.e.**, s.14-15.

doğu ve Asya ülkelerinde Merkez Bankaları kurularak devam etmiştir.¹⁸⁷ Merkez bankalarının işlemleri bulundukları ülkelerin ekonomik gelişme derecelerine, politik yapılarına ve mali piyasaların yapılarına göre değişiklikler göstermekle beraber hemen hemen her yerde aynı görevlere sahiptirler.

Tablo IV
Çeşitli Ülkelerin Merkez Bankalarının Kuruluş Tarihleri

ÜLKE	YIL
Şili Merkez Bankası	1926
Çin Merkez Bankası	1928
İran Merkez Bankası	1928
Yunan Merkez Bankası	1928
İslanda Merkez Bankası	1928
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	1931
Meksika Merkez Bankası	1932
Yeni Zelanda Merkez Bankası	1934
Kanada Merkez Bankası	1935
Hindistan Merkez Bankası	1935
Arjantin Merkez Bankası	1935
Afganistan Merkez Bankası	1941
Polonya Milli Bankası	1945
Pakistan Devlet Bankası	1948
Küba Merkez Bankası	1948
Irak Milli Merkez Bankası	1949
Suriye Merkez Bankası	1953
İsrail Merkez Bankası	1954
Federal Alman Bankası	1957

Kaynak: Nevzat Alptürk, Merkez Bankacılığı, 1972, s.13

III.3. MERKEZ BANKASININ GÖREVLERİ VE FONKSİYONLARI

Bugün her ülkede bir merkez bankası vardır. Bu bankaların işlemleri bulundukları ülkelerin şartlarına göre değişiklikler göstermekle beraber hemen hemen her yerde bunlara aynı görevler verilmiştir. Merkez bankacılığı çeşitli amaçlarla faaliyette

¹⁸⁷ Avni Zarakoğlu, **Para ve Banka**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1965, s.130.

bulunan diğer bankalar arasında özel bir ihtisas şubesi halini almış ve uzun yılların denemeleriyle kendine özgü olan bir takım kurallar meydana gelmiştir. Böylece bir merkez bankacılığı bilimi doğmuştur.

Temelde bütün ülkelerde merkez bankaları fonksiyonları dört ana grupta toplanabilmektedir. Bu temel fonksiyonlar; para rezervlerinin muhafazası, bankaların bankası olma niteliği, devletin ve kamunun bankası olması ve emisyon bankası şeklinde çalışması olarak ayrılabilir. Merkez bankacılığının bu temel fonksiyonları kazanması merkez bankacılığının gelişim tarihi ile paralellik göstermiştir. Birçok bankanın bir merkez bankası haline gelmesi, kağıt para ihracı konusunda kendilerine verilen imtiyaz ve devletin mali işlemlerinde diğer bankalara göre daha fazla aracılık yapmaya başlaması ile gerçekleşmiştir. Tarihin ilk merkez bankaları kağıt para ihracı konusunda belirli kurallara uymak zorundaydı ve kağıt paralar ile altın arasında dönüşüm yapmak asli fonksiyonları idi.¹⁸⁸

Özellikle 1973 petrol kriziyle birlikte ortaya çıkan enflasyon ve işsizlik sonucunda iktisat politikaları sorgulanmaya başlamıştır. Bankaların merkez bankası kimliğini kazanmaları; kağıt para ihracının düzenlenmesi zorunluluğu ve devletin kısa vadeli krediye olan ihtiyacı ile başlamıştır.¹⁸⁹ Geçtiğimiz son yirmi yıldaki gelişmeler, ortaya çıkan yeni durumlar ve dünya ekonomilerinin aldığı şekillenmeler merkez bankalarının işlevlerini de geniş ölçüde etkilemiştir. Hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki etkisiyle ülkelerdeki enflasyon ve işsizlik düzeyi yükselmiş, bunun sonucunda 1990'lı yıllardan itibaren hükümetlerin merkez bankası üzerindeki etkilerinin azalması için özellikle gelişmiş ülkelerde kanuni düzenlemelere başlanmıştır. Şeffaf, açık ve bağımsız merkez bankalarının fiyat istikrarını daha iyi sağlayacakları fikri ön plana çıkmıştır.¹⁹⁰ Para ve kredi politikalarında merkez bankalarının ne kadar bağımsız, ne kadar hükümetin etkisinde olduğu günümüzde önemli bir tartışma konusu oluşturmaktadır.

Bu açıdan günümüz Merkez Bankaları çok yönlü fonksiyonlara sahiptir:

¹⁸⁸ Zeyyat Hatipoğlu, **Para, Kredi ve Bankacılık**, Alagöz Yayınları, İstanbul, 1967, s.34.

¹⁸⁹ Sedat Dinçer, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, [http:// www.danismend.com/konular/maliisleryon/.htm](http://www.danismend.com/konular/maliisleryon/.htm), (Erişim Tarihi: 02.01.2005)

¹⁹⁰ <http://www.tcmb.gov.tr/>

- Ülke ekonomisinin ihtiyaçlarına uygun olarak banknot çıkarırlar. Bu amaçla kendilerine banknot çıkarma yetkisi verilmiştir.
- Ulusal likidite yönetimiyle döviz-kur politikalarına hedeflenen para politikalarını yönetmek,
- Banka politikalarını destekleyici ve düzenleyici ekonomik ve parasal analizleri yapmak,
- “Bankaların bankası” olarak kendisinde hesabı bulunan bankaların değişken rezerv ihtiyaçlarını karşılamak ve döviz cinsi ödeme yükümlülüklerini kolaylaştırıcı imkanlar oluşturmak,
- Devletin bankası olarak devletin asli işlemlerinden kaynaklanan gelir ve gider hesaplarını tutmak,
- Resmi dış rezervleri yönetmek,
- Devlet hazine bonosu piyasasını Maliye bakanlığı iş birliği ile yönetmek ve devlet bonolarının alım, satım, geri alımına hazır bulunarak para piyasası faiz oranlarını kontrol etmek,
- Devlet senetlerinin kaydını tutmak
- Lisans sahibi bankaların, tasarruf bankalarının denetimini yapmak,
- Banknot ve metal paraları sirkülasyona sokmak veya sirkülasyondan çekmek,
- Maliye Bakanlığı şubesi gibi döviz kontrolünü sürdürmek,
- Finansal sistemin denetimi ve gözetimini üstlenmek¹⁹¹

¹⁹¹ T. O’Grady Walshe, **Managing a Central Bank: Goals, Strategies, and Techniques in The Evolving Role of Central Banks**, edited by Patrick Downes, Central Banking Department IMF Publish, 1991, s.95-96.

Dikkat edilirse merkez bankalarının karakteristik özellikleri merkez bankalarının işlevleri sonucu oluşmuştur. İlk göze çarpan temel fonksiyonu, kredi başvurusu yapılan son merci olarak tanımlanmaktadır. Bir diğer temel karakteristik tanım da “Merkez bankacılığının, banknot ihracında tam monopole sahip tek bir bankanın bulunduğu bir bankacılık sistemi” olmasıdır. Yeni çağın modern merkez bankacılığının, karakteristik türevi olarak da; devletin, sadece banknot ihracında bulunması ve otomatik kendiliğinden regüle edilecek para sistemi kurması amacıyla, merkez bankasına sadece nakitlerin dağıtımı ve kredi kontrol fonksiyonu yetkisinin verilmesi öne sürülmektedir.¹⁹²

Finansal kurumların denetim ve düzenleme işlemleri merkez bankaları için önemli bir fonksiyondur. Şayet merkez bankaları finansal piyasaları tam yetki ile denetleyip kontrol edebilirlerse, makro ekonomik düzenleme ve kontrol yetenekleri artacak ve para politik hedeflerini gerçekleştirmeleri kolaylaşacaktır. Bir ülkede finansal sistemin temeli yoksa merkez bankasının denetim ve düzenleme işlemlerini yürütebilmesi zorlaşacaktır. Bu yüzden merkez bankaların kuvvetli bir denetim ve düzenleme kurumu olma niteliği olması için para ve finans piyasalarına ilişkin gereken yasama düzeninin oluşturulması gerekmektedir.

Merkez bankalarının para ve kredi sistemini kontrol edebilmek için denetim ve düzenleme yükümlülükleri bulunmaktadır. İlk temel amaç, finansal sahanın rezerv gereksinimini rahat sağlayacak ortama kavuşmasıdır. Yani bankalar, para kurumları ve merkez bankası, konjonktürel değişimlerde gerekli nakit rezervini karşılayacakları geniş bir finans ağına sahip olabilmelidir. Bununla beraber diğer amaç da güven telkin ederek, istikrarlı bir iş temposuna sahip para kurumlarının oluşturulmasıdır. Merkez bankaları bu fonksiyonlarıyla ödeme gücü yüksek ve ağırlıklı nakit işlemleri olan güçlü para kurumlarını finans sahası içinde faaliyete geçirmek istemektedirler.¹⁹³

Banka ve finans sistemini düzenleme ve denetim fonksiyonunun üç önemli hedefi bulunmaktadır. İlki mevduat sahiplerinin haklarını bankalara karşı koruma amacı

¹⁹² Benjamin Friedman, **Monetary Policy**, NBER Working Paper Series, WP 8057, 2000, www.nber.org/papers/w8057, s.5. , (Erişim tarihi: 19 Mayıs 2007).

¹⁹³Robert Heller, **Prudential Supervision and Monetary Policy in The Evolving Role of Central Banks**, edited by Patrick Downes, Central Banking Department IMF Publish, 1991, s.60.

güder. Mevduat bankalarının güçlü likit varlığa sahip olmasını sağlayarak mevduat sahiplerine güven sağlatma hedefine yöneliktir. İkincisi finansal aracılıkta iktisadi etkinliği teşvik etmeye yöneliktir. Üçüncüsü bankaların para politikası hedeflerine adapte olmasını güvence altına almaktır.

Normal olarak banka dışında olan bir mevduat sahibi, bankanın güvenilirliği hakkında gerçek bir yargıda bulunamaz. Fakat ülke içinde yetkili bir kurumun bankaları denetleme gücünün olması ve bankaların belli dönemlerde fiili denetlenmesi, mevduat sahiplerine güvence getirir. Merkez bankasının para piyasasına en yakın kurum olması böyle bir denetim hakkının kendisine verilmesini gerektirmektedir. Bankacılık sisteminin güvenliğini sağlamak açısından, merkez bankalarının üstlendiği bu rol çok önemlidir.

Merkez bankalarının denetim ve düzenleme rolünün önemi bankalar arası haksız rekabeti engelleme de ve finans piyasasını oligopol yapıdan kurtarmakta da ortaya çıkmaktadır. Zayıf sermayeli bankalar yüksek büyüme gösterebildikleri dönemlerde, finans piyasasından kredi satıcı olarak daha büyük pay alabilmektedir. Bu da diğer güçlü bankaların eski pazar paylarından vazgeçmelerine neden olacaktır. Gereken fedakarlığı gösteremeyen büyük sermayeli bankalar, aralarında yüksek faiz oranıyla rekabete girerek ufak bankalar üzerinde baskı kurmaya kalkabilirler. Zayıf bütçeli bankalar faiz oranları üzerinde oluşan oligopolistik pazardan kolayca etkilenerek zarar görecekle ve finans pazarından çekilmek zorunda kalacaklardır. Böyle bir süreçte zayıf bankaların borcunu ödeyememesine engel olmak için, merkez bankaları bankalar arası bu tür haksız rekabeti engelleme yükümlüğü altına girmişlerdir.¹⁹⁴

III.3.1 Dünya Piyasalarında Merkez Bankaları ve Döviz Müdahaleleri

III.3.1.1. Gelişmiş Piyasalarda döviz müdahaleleri

Bretton Woods ayarlanabilir sabit kur sisteminin çöküşünün ardından, 1970’li yılların başında, gelişmiş ülkeler döviz kurlarına müdahale edilmeyen serbest dalgalı kur sistemleri uygulamaya başlamışlardır. Bir başka deyişle, daha önce sabit kur rejimi altında belirlenen ulusal paraların değeri, esnek kur rejimleri altında ve uluslararası

¹⁹⁴ Paul Volcker, M. Mancera, **Perspectives on the Role of Central Bank**, IMF Publish, 1991,s.54-55.

döviz piyasalarındaki arz ve talebe göre belirlenmektedir. Bretton Woods sisteminin kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı sağladığı korumanın ortadan kalkmasıyla birlikte gelişmiş ülke para otoriteleri de kendi ulusal paralarının değerini koruma amaçlı önlemler almak durumunda kalmışlardır. Bretton Woods sisteminin çökmesine karşın, hemen hemen hiçbir ülke parasının tamamen piyasa mekanizması çerçevesinde belirlenmesine izin vermemiş ve ulusal paralarının değeri üzerinde müdahaleler yoluyla etkide bulunmaya çalışmışlardır.

Döviz kurlarının serbest bırakılmasıyla birlikte nominal ve reel döviz kurlarındaki oynaklığın (volatility) artmasında dolayı, hem ekonomistler hem de özellikle bu oynaklıktan rekabet anlamında ciddi biçimde zarar gören ülkelerin politikacıları, özellikle Amerika Birleşik Devletleri'ni dolara müdahalede bulunmadığı için yoğun eleştirilerde bulunmuşlardır. Bunun üzerine, 1970'lerde ABD para otoritelerinin döviz piyasalarına müdahale ettikleri görülmüştür.

1980'li yıllara gelindiğinde ise, sermayenin ülkeler arasında daha kolay ve daha hızlı hareket edebildiğinin anlaşılmasına da bağlı olarak, politika yapıcılar, döviz piyasası aktörleri ve ekonomistler arasında dövize yapılan müdahalenin (özellikle sterilize eden müdahalelerinin) etkisinin kısa dönemle sınırlı kaldığı görüşü hakim olmaya başlamıştır. 1983'te Versay'da toplanan G7 toplantısında döviz müdahalelerine ilişkin olarak hazırlanan Jurgensenraporuyla da sanayileşmiş ülkeler arasında konuya ilişkin bir görüş birliği olduğu anlaşılmaktadır. Nitekim 1981-1984 yılları arasında ABD'nin döviz piyasalarında hemen hemen hiç müdahalede bulunmadığı görülmektedir.

Doların aşırı değer kazanmasını takiben 1980'lerin ortalarına gelindiğinde, sanayileşmiş ülke liderlerinin Eylül 1985'te New York Plaza Otelinde yaptığı G5 toplantısında aşırı değer kazanan doların aşağı çekilmesi için müdahale yapılmasına karar verilmiş ve böylece döviz müdahalelerine ilişkin genel görüş bir kez daha değişmiştir. İlk olarak Bundesbank'ın başlattığı döviz müdahalelerine 1985 yılında ABD ve diğer sanayileşmiş G5 ülkeleri de katılmış ve doların değerini düşürebilmek amacıyla ortaklaşa müdahalelerde bulunmuşlardır.

1980'lerin ikinci yarısında doların aşırı değer yitirmesi üzerine ise, 1986 yılında BoJ tek taraflı olarak ABD dolarını destekleyecek müdahaleler yapmaya başlamıştır. 1986'nın sonunda Bundesbank'ın da katılımıyla devam eden müdahalenin ardından, Şubat 1987'de Paris Louvre'da toplanan G7 sanayileşmiş ülkeler ekonomi zirvesinde doların istikrar kazanmasını sağlamak amacıyla koordineli müdahalelerde bulunulmasına ve resmi olarak bir bant aralığı açıklanmasa da gayri resmi olarak kararlaştırılan bir referans aralıkta tutulmaya çalışılmasına karar verilmiştir. BoJ ve Bundesbank'ın müdahalelerine 1986 yılında katılmayan FED de 1987 yılından itibaren Louvre'da belirlenen gayri resmi döviz kuru hedeflerini tutturmak amacıyla yapılan müdahalelere katılmaya başlamış ve 1991 yılına kadar döviz piyasalarında yoğun müdahalelerde bulunmuştur.

1980'li yıllarda gerçekleştirilen döviz müdahalelerinin döviz kurlarını etkilemede oldukça başarılı olduğu savunulmaktadır.¹⁹⁵

1990'lı yıllara gelindiğinde gelişmiş ülke ekonomilerinde gözlenen değişime paralel olarak döviz müdahalelerinde de değişimler gözlenmektedir. 1990'lı yıllarda ABD ekonomisi en uzun süreli büyüme sürecini yaşarken, Avrupa ekonomisi görece durgun bir dönem geçirmiş, Japon ekonomisi ise genellikle daralma göstermiştir. Ekonomideki güçlenmenin etkisiyle ABD büyük cari işlemler açıkları vermeye başlamıştır. Bunun yanı sıra, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında gözlenen artış, sermayenin dolaşım hızının arttığını ve finansal piyasaların küresel bütünleşme sürecinin de hızlandığını göstermektedir. 1999 yılında ECB kurulmuş, Almanya ve diğer Avrupa ülkeleri adına müdahale işlemlerine karar verme yetkisini kendinde toplamıştır. Japonya'da ise faizlerin çok düşük seviyelere inmesi para politikası uygulamasını neredeyse imkansız hale getirmiştir.

Bu koşullar altında 1990'lı yıllarda döviz müdahalelerine bakıldığında döviz kurlarında 1980'li yıllara oranla gözlenen göreceli istikrarın da etkisiyle FED müdahalelerinin daha seyrek yapıldığı görülmektedir. Buna karşın her bir müdahalenin miktar olarak büyüklüğünde ise bir artış söz konusudur. BoJ ise 1990'lı yıllarda da

¹⁹⁵ Kathryn Dominquez, **Frankel, Does Foreign Exchange Intervention Matter?** The Portfolio Effect., American Economic Review, Vol.83, pp.1356-69, USA, 1993, s.8.

özellikle ABD doları alış yönünde sıklıkla ve büyük miktarda müdahaleler yapmayı sürdürmüştür. Bundesbank 1992 yılına kadar yoğun olarak müdahale etmeyi sürdürmüş, ancak 1992'den sonra oldukça seyrek gerçekleştirdiği müdahalelerle ABD doları almayı tercih etmiştir. Avrupa Para Birliği çerçevesinde Avrupa para birimleri arasındaki Döviz Kuru Mekanizması'nda da döviz müdahalelerinin önemli rolü olmuştur. Ocak 1999'da Euro'nun tek para olarak kabul edilmesinin ardından yaşanan ciddi değer kaybından dolayı sanayileşmiş ülkeler Euro'nun değerini korumak amacıyla ortak müdahalede bulunmuşlardır.

2000'li yıllara gelindiğinde Japonya dışında diğer gelişmiş ülke merkez bankalarının oldukça seyrek müdahale etme eğilimini sürdürdüğü görülmektedir. Örneğin, 1995-2003 yılları arasında FED sadece iki kez döviz piyasasına müdahalede bulunmuştur. Bunlardan birincisi Temmuz 1998'de Japonya ile, ikincisi ise Eylül 2000'de ECB, Japonya, Kanada ve İngiltere ile ortaklaşa yapılmıştır.

III.3.1.2. Gelişen Piyasalarda Döviz Müdahaleleri

Gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ülke ekonomilerinde olduğu gibi birbirine benzer kur rejimleri ya da piyasa koşullarından söz etmek mümkün değildir. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu birbirinden farklı kur rejimleri benimsemekte, bir bölümü sermaye kontrolleri uygulamakta, para ikamesi ve dolarizasyon gibi olguların varlığının yanı sıra ancak birkaç gelişmekte olan ülkenin parası uluslararası piyasada dolaşmaktadır. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelere döviz piyasası düzenlemeleri, parasal düzenlemeler ya da döviz piyasalarında farklı merkez bankası uygulamalarından da söz etmek olasıdır.

Bundan dolayı, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının yaptığı müdahaleler de gelişmiş ülke merkez bankalarının müdahalelerinden farklılıklar göstermektedir. Gelişmekte olan ülke merkez bankaları genel olarak gelişmiş ülke merkez bankalarına göre daha yoğun müdahalelerde bulunmakta hatta müdahale amacıyla zaman zaman oldukça alışılmadık yöntemler kullanmaktadırlar.

Mali piyasalarda kullanılmaya başlanan yeni enstrümanlar ve teknolojik yenilikler yatırımcıların gelişen piyasalarda da yatırım yapmaları imkanlarını

artırmaktadır. Ancak, özellikle gelişen piyasalardan birinde yaşanan krizin diğerlerine de bulaşması sorunu, bu piyasalarda aşırı dalgalanmalar yaratarak merkez bankalarını bağımsız para politikaları uygulayamaz hale getirmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülke merkez bankaları kriz zamanlarında özellikle finansal piyasalarında yaşanan aşırı dalgalanmaları önlemek amacıyla döviz piyasasında alış-satış yapmanın yanı sıra sermaye kontrolleri koymak, döviz piyasasına yeni düzenlemeler getirmek, rezervlerini hisse senedi piyasasına müdahale ya da ihraç edilmiş olan devlet kağıtlarını satın almak için kullanmak gibi alışılmadık yöntemlere de başvurabilmektedirler.

III.3.1.3. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların karşılaştırılması

Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarınınca yapılan döviz müdahalelerini inceleyen çalışmalar genel olarak dalgalı kur rejimleri altında kısa vadeli faizlerin temel para politikası aracı olarak kullanıldığı, tam sermaye serbestisi olan ve uluslararası piyasalarda büyük miktarda dolaşımda olan paralar için yapılmıştır.

Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının ise farklı kur rejimleri çerçevesinde müdahaleler yaptıkları bilinmektedir. Hatta IMF tarafından gelişmekte olan ülke merkez bankaları arasında gerçekleştirilen bir anketin sonuçlarına göre daha esnek kur rejimlerinde daha fazla döviz müdahalesi yapıldığı belirlenmiştir.¹⁹⁶ Anket döneminde (2001) yönetimli dalgalanma gibi görece esnek kur rejimlerini uygulayan gelişmekte olan ülkeler sabit kur rejimleri uygulayan ülkelere göre daha fazla müdahale etmiş görünmektedir.

IMF tarafından gelişmekte olan ülke merkez bankalarına ilişkin olarak yapılan bir başka çalışma, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarınınca gerçekleştirilen müdahalelerin, özellikle kriz dönemleri hariç tutulduğunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının müdahalelerinden daha etkin olduğunu göstermektedir.¹⁹⁷ Bunun çok çeşitli nedenleri olabilir. Öncelikle gelişmiş ülke merkez bankalarının aksine gelişmekte olan ülke merkez bankaları müdahalelerini her zaman sterilize etmemektedir. İkinci olarak üç büyük paraya (ABD doları, Euro ve Japon yeni) yapılan müdahalelerin aksine

¹⁹⁶ IMF Working Paper; <http://www.imf.org/external/pubind.htm>, Annual Report 2003, erişim tarihi:17.08.2008, s.152.

¹⁹⁷ Canales-Kriljenko Ivan, **Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice**, IMF Working Paper, USA, 2003, s.13.

gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarınca yapılan müdahaleler, döviz piyasası işlem hacmi, para tabanı ya da bono stokuyla karşılaştırıldığında oldukça önemli bir büyüklüğe ulaşabilmektedir. Üçüncü olarak gelişmekte olan ülke merkez bankaları uyguladıkları raporlama zorunluluklarından dolayı döviz piyasasındaki hareketleri daha yakından izleme şansı elde edebilmekte ve piyasadan bilgi toplama konusunda gelişmiş ülke merkez bankalarına göre daha avantajlı olabilmektedirler. Son olarak da gelişmiş ülke merkez bankaları döviz müdahalelerinin etkisini artırmak için düzenleyici güçlerini (ahlaki ikna - moral suasion) kullanmaktadırlar.

Döviz kuruna yapılan müdahalelere ilişkin olarak yapılan çalışmalar sterilize edilmeyen müdahale işlemlerinin döviz kurları üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Üç büyük parayı basan merkez bankaları döviz müdahalelerinin parasal büyükleri etkilememesi için düzenli olarak döviz müdahalelerini sterilize etmekte ve uyguladıkları benzer para politikalarının kısa vadeli faizlere ilişkin hedeflerinde olası bir sapmayı engellemektedirler. Buna karşılık gelişmekte olan ülke merkez bankaları birbirinden farklı para politikaları uygulamakta ve bu politikaların bir bölümü müdahale işlemlerinin sterilize edilmemesi konusunda merkez bankalarının esnek davranmasına olanak tanımaktadır.¹⁹⁸

Uluslararası dolaşımda olan üç büyük parayı basan merkez bankaları kendi döviz piyasalarında aktif olmayan bankalardır. Söz konusu merkez bankaları para politikası aracı olarak kısa vadeli faizlerin kullanmakta ve döviz müdahalelerini sadece düzensiz piyasa hareketlerini düzenlemek amacıyla kullanmaktadırlar. Döviz müdahaleleri nadiren yapılmakta, yapılan müdahaleler mutlak anlamda büyük miktarlarda olsa da toplam döviz piyasası işlem hacmi ile karşılaştırıldığında miktarlar küçük kalmaktadır.

Gelişmekte olan ülke merkez bankaları döviz piyasası üyelerine belli raporlama zorunlulukları getirerek, bankalar arası döviz piyasası işlem hacmi, açık pozisyon miktarı, efektif piyasası işlem hacmi gibi bilgilere ulaşabilmektedirler. Bu tür bilgiler ise merkez bankalarına döviz piyasalarına ilişkin olarak bir bilgi avantajı sağlamak ve yaptıkları müdahalelerin etkinliğini artırmaktadır.

¹⁹⁸ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.107

Gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankaları ya da parasal otoriteler genellikle döviz piyasalarında kimlerin işlem yapabileceğine karar vermekte ve piyasa üyelerine belli kurallar çerçevesinde işlem yetkisi tanımaktadır. Buna ek olarak döviz piyasası üyelerini denetlemek yetkisi de çoğu ülkede merkez bankalarına verilmiştir. Bu koşullar altında merkez bankaları döviz piyasası üyelerinin işlemlerini yakından izlemekte ve gerek gördüğü durumlarda piyasadan çıkarma, işlem yetkisini iptal etme ya da yerinde denetleme gibi mekanizmaları kullanabilmektedir. Aynı zamanda piyasaya ilişkin düzenlemeleri değiştirmek yoluyla spekülasyon yapan döviz piyasası üyelerinin karlılıklarını azaltabilir. Merkez bankalarının bu tür güç ve yetkilere sahip olması yapılacak müdahalelerin daha da etkin hale gelmesini sağlamaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKACILIĞI VE OSMANLI İMPARATORLUĞU’NDAN TÜRKİYE CUMHURİYETİNE PARA VE KUR POLİTİKALARI

IV.1. TÜRKİYEDE MERKEZ BANKACILIĞI

IV.1.1. Türkiye’de Merkez Bankacılığının Tarihsel Gelişimi

IV.1.1.1. Osmanlı İmparatorluğu Dönemi

Türkiye’de merkez bankasının tarihçesini Osmanlı döneminden başlayarak incelememiz gerekmektedir. Çünkü Türkiye Cumhuriyeti’nin kurulduğu ilk yıllara kadar Osmanlı döneminin Merkez Bankacılık Sistemi devam etmekteydi. Klasik Osmanlı Düzeninde; Merkez bankasının ana işlevi olan, ülke içindeki para arzı ve para piyasasını düzenleme, kredi hacmini ve dağılımını ayarlama, altın ve döviz rezervlerini yönlendirme, dış ödemeleri düzenleme fonksiyonlarını, hazine, darphane, sarraflar, bedestenler ve loncalar yerine getirmekteydiler.¹⁹⁹ Tanzimat dönemine kadar devam eden bu klasik yapı, Tanzimat döneminin getirdiği yeni yapılanma ve Osmanlı ekonomisinin dışa açılmaya başlaması ile birlikte değişmiştir. 1853 yılında Osmanlıların Ruslarla yaptığı Kırım Savaşı sonucunda İmparatorluğun savaş masraflarını karşılamak için ihtiyaç duyduğu finansman miktarı artış göstermiştir. Bu gelişime paralel olarak, 1856 yılından itibaren esas amaçları Osmanlı devletine borç vermek olan bir çok banka kurulmuştur. Böylece Osmanlı devletinde 19. yy.ın ikinci yarısından itibaren “Borçlanma Bankacılığı” niteliğinde bir bankacılık faaliyeti hızlanmış olmaktadır.²⁰⁰

Osmanlı devleti 1847 yılında Galata bankerlerine Bank-I Der Saadet adında bir banka kurmaları için izin vermiş ve böylece ilk defa dış ödemeleri düzenleme işini üstlenen bir bankaya sahip olunmuştur. Ancak Osmanlı Devletinin Avrupa ülkeleri ile arasında aracılık yapacak bir devlet bankasına ihtiyacı bulunduğu için; 1856 yılında

¹⁹⁹ Mehmet Özdemir, **Cumhuriyet’ten Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara: Merkez Bankası Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Ağustos 1997, s.7.

²⁰⁰ Haydar Akyazı, **T.C. Merkez Bankası ile Federal Rezerv Sisteminin Karşılaştırılması**, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı:36, Mart 2001, s.3.

Fransız sermayesi ile kurulan Bank-ı Osman-i yani Osmanlı Bankası kurulmuştur. Bankanın görevi küçük miktarda kredi vermek ve hükümete avans vermek olarak belirlenmiştir.

1863 yılında önce banka kendisini feshetmiş, daha sonra ise İngiltere Kralı'nın fermanı ile İngiliz sermayesi de katılarak İngiliz-Fransız ortaklığına dönüşmüştür. Bu çerçevede bankanın yetkileri de arttırılmış, bankaya otuz yıllık süre için banknot çıkarma yetkisi verilmiş ve yeniden tanınan yetkilerle bu süre 1925 yılına kadar uzatılmıştır.²⁰¹

Gerçekleşen bu gelişmeler doğrultusunda, Osmanlı Hükümeti'nin bankanın karından pay alması yasaklanmıştır. Banka, kasasında bulunan altının 3 katı kadar para basabilmekteydi. Bank-ı Osman-i Şahane, banknot basma tekeli elinde bulundurmaktaydı. Banka devletin hazinedarlığını yapmakta, devlet gelirlerini tahsil etmekte, hazinenin bonolarını iskonto etmek, iç ve dış borçlara ait faiz ve anapara ödemelerini karşılamaktaydı.²⁰²

Bu açıklamalar doğrultusunda Osmanlı Bankası'nın diğer merkez bankalarına göre ayrıcalık ve farklılıklarını şöyle sıralayabiliriz;

- Osmanlı bankası yabancılara aitti ve idare merkezi Londra iken iş merkezi İstanbul'du.
- Bankanın çıkardığı banknotlar İstanbul ili ile sınırlıydı, Çünkü halk bu banknotlara itibar etmiyor ve hemen altına çeviriyordu. Tabii ki banka da bundan çok büyük karlar elde etmekteydi.
- Banka devlete karşı ticari banka mantığı ile hareket ettiği için devletin kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılayamamaktaydı.
- Banka, devlet bankalarının yerine getirmek zorunda olduğu reeskont ve karşılıklar yoluyla kredi sağlama mekanizmasına hiçbir zaman sahip olamamıştır.

²⁰¹ Mehmet Özdemir, **a.g.e.** , s.7.

²⁰² Mehmet Özdemir, **Cumhuriyet'ten Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara: Merkez Bankası Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Ağustos 1997, s.7.

Türkiye’de bir ulusal merkez bankası kurulmasının fikri temelleri İttihat ve Terakki zamanında atılmıştır. Bu dönemde kurulan “İtibar-ı Milli Bankası” ileride Osmanlı Bankası’nın yerini alacak bir devlet bankası namzedi olarak görülüyordu. Ulusal bir merkez bankası oluşturulması hareketi Cumhuriyetin ilk yıllarında yeni bir evreye girmiştir.

IV.1.1.2. Cumhuriyet Dönemi

Ulusal bir devlet bankası kurulması fikri 1923 yılında toplanan Türkiye İktisat Kongresi’nde ele alınmıştır. Kongrede, bir taraftan devletin bankacılık politikasını belirleyecek, diğer taraftan banknot ihracı ile devlet kredisini tanzim edecek bir merkez bankası oluşturulması üzerinde durulmuştur. 1924 yılında Türk hükümeti Osmanlı bankasını bir devlet bankasına dönüştürmek için bazı girişimlerde bulundu. Ancak o günkü iktisadi ve mali koşullar buna uygun değildi. Bunun üzerine aynı yıl, esasen savaş ve mütareke dönemlerinde Türkiye’deki çalışmalarını asgariye indirmiş olan Osmanlı Bankası ile Cumhuriyet hükümeti arasında bir anlaşma yapıldı. Buna göre, bankanın 1925 yılında sona erecek olan banknot ihracı imtiyazı 1935 yılına kadar uzatılıyordu. Ancak bu süre zarfında ulusal bir merkez bankası kurulması halinde Osmanlı Bankasının buna bir itiraz hakkı olmayacaktı. Anlaşmaya göre ayrıca;

- Mevcut banknotların dolaşımı zorunlu hale getiriliyordu. Hükümete açılacak avans miktarı 1,5 milyon liradan 5 milyon liraya çıkarılıyordu. Ayrıca, Ziraat Bankası’na 2 milyon lira tutarında kredi verecekti.
- Banka banknot çıkarma imtiyazına sahip olacak, ancak 1/3 oranında altın karşılığı bulunduracaktı.
- Bankaya Genel Müdür atanması Maliye Bakanlığının iznine tabi olacaktı. Bankada çalışan Türk-Müslüman personelin sayısı her yıl tedricen arttırılacaktı.
- Banka sermaye olarak 500,000 İngiliz sterlinini Türkiye’ye getirecekti.
- Banka Osmanlı döneminde ihraç edilen banknotların Cumhuriyet banknotlarıyla değiştirilmesi işini üstleniyordu.

Ayrıca, anlaşmaya konulan bir maddeyle; her an Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti'nin, banknot ihraç edebilecek bir devlet bankası kurabileceği ve bu duruma Osmanlı Bankası'nın itiraz edemeyeceği belirtilmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti devlete ait bir merkez bankasını ancak 1930'da kurabilmiştir. 28 Mayıs 1930'da TBMM'ye getirilen yasa tasarısı 11 Haziran 1930'da meclisten geçerek yasallaşmakla beraber, Banka Nizamnamesi (Anasözleşme) 1 Eylül 1931 tarihinde Hükümet'çe kabul edilmiş ardından 20 Eylül 1931 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. 3 Ekim 1931 tarihinde Ziraat Bankası binasında faaliyete geçen Merkez Bankası günümüzde Ankara Şubesi olarak kullanılan hizmet binasına 1933 yılında taşınmıştır. 1715 Sayılı yasaya göre TCMB, kanunca belirlenen görev ve yetkiler ile donatılmış bir anonim şirket olarak ortaya çıkmıştır. Bu banka Türkiye tarihinde banknot ihraç etme yetkisine sahip ikinci ve milli sermaye ile kurulmuş ilk emisyon bankası olmuştur.²⁰³

Osmanlı bankası tarafından tedavüle sürülen banknotların karşılığında 1/3 oranında altın karşılık bulundurmak zorunluluğu vardı. T.C. Merkez Bankası'nın kuruluşundan itibaren, parada karşılık sistemine son verilerek, para sistemi değiştirilmiş ve altın para sistemi yerine tedavülü zorunlu kağıt para sistemine geçilmiştir. Bu bakımdan, merkez bankasının kuruluşu büyük önem arz etmektedir. Zira, o tarihte, yepyeni bir olay yaşanmakta ve egemenlik hakkının sembolü olan para basma işini yürütmek üzere milli bir banka kurulmaktadır. Bir süre eksiklikleri nedeniyle çok sınırlı faaliyette bulunabilen T.C. Merkez Bankası, ancak 1932 yılı başlarından itibaren kapsamlı bir çalışmaya girebilmiştir. 1 Ocak 1932'de, döviz piyasasını düzenleyen konsorsiyum, tüm muamelelerini Merkez Bankası'na devretmiştir. Böylece de bankanın kuruluş süreci büyük ölçüde tamamlanmıştır.²⁰⁴

1715 Sayılı Kanun'un 2. maddesine göre merkez bankasının temel amacı, “ülkenin ekonomik kalkınmasına yardımcı olmak” olarak belirlenmiştir. Bu amaç doğrultusunda bankaya bir takım görevler verilmiştir. Bunlar;

²⁰³ Avni Zarakoğlu, **Bankacılar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1988, s.55.

²⁰⁴ İlhan Tekeli, S. İlkin, **Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama: TCMB**, Ankara: TCMB Yayınları, 1997, s.317.

- İskonto oranını ve para piyasasını düzenlemek,
- Hazine işlemlerini gerçekleştirmek,
- Hükümet ile ortaklaşa çalışarak Türk parasının kıymetini korumaya yönelik tüm önlemleri almaktır.

Ancak, 1715 sayılı Kanun 1931'den 1970'e kadar ki yürürlük döneminde 22 kez değişikliğe uğramıştır.²⁰⁵ Bankanın görevi 40 yıl olarak belirtilmiş, ancak sürenin bitimine 5 yıl kala, bu sürenin uzatılma yetkisi bankaya verilmiştir. 1960 yılında görevi bitecekken, 1955 yılında görevde kalma süresi 1999'a kadar uzatılmıştır. Bankanın 1999'da sona erecek görev süresi 1994 yılında süresiz olarak uzatılmıştır. 1970 yılında yapılan müdahalenin sonucunda, 1715 sayılı Merkez Bankası Kanunu bütünüyle değiştirilmiştir. 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu 26 Ocak 1970 tarihinde yürürlüğe girmiştir. O tarihten bugüne kadar geçen dönemde ekonomik koşullar önemli ölçüde değişmiştir. Merkez bankacılığı konusunda başta Avrupa Birliği normları olmak üzere dünyada meydana gelen gelişmeler çerçevesinde Banka Kanunu'nda, 1983, 1986, 1990, 1994, 1998 ve 2001 yıllarında çeşitli değişiklikler yapılmıştır.²⁰⁶

En son 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı kanunla, Avrupa Birliği normları ve dünyada merkez bankacılığı alanındaki son gelişmeler dikkate alınarak 1211 sayılı kanunun on dört maddesinde değişiklik yapılmış, yedi maddesi yürürlükten kaldırılmış ve yeni bir madde eklenmiştir.²⁰⁷

IV.1.2.TC Merkez Bankası'nın Sermaye Yapısı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın sermayesi 15.000.000.- TL olarak belirlenmiştir. En son 28.04.1988 tarihli Olağan Genel Kurul ve 24.06.1988 tarihli 88/13075 sayılı Banka Esas Mukavele Hakkındaki Bakanlar Kurulu Kararı ile sermayesi 25.000.000.000.-TL'ye yükseltilmiş, 2005 yılında TL'den altı sıfır atılması

²⁰⁵Süreyya Serdengeçti, **Merkez Bankası Bağımsızlığı Konuşması**, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/sunumsbat2005.php (Erişim tarihi: 15.08.2005)

²⁰⁶ TCMB, TCMB Yıllık Raporu 2001, s.111.

²⁰⁷ TCMB, TCMB Yıllık Raporu 2001, s.111.

nedeniyle 25.000.-YTL sermayeli, her biri 0,10 YTL itibari kıymetli 250.000. adet hisseden meydana gelen bir sermaye yapısına dönüşmüştür.²⁰⁸

Hisse senetleri dört gruptan oluşmaktadır. A sınıfı hisse senetleri Hazine'ye aittir ve oranı %51'den aşağı düşemez. B grubu hisse senetleri Türkiye'de faaliyette bulunan milli bankalara, C sınıfı hisse senetleri ise milli bankalar dışında kalan bankalar ile imtiyazlı şirketler için ayrılmıştır. Son olarak, D sınıfı hisse senetleri ise Türk ticaret kurumlarına ve Türk vatandaşlığını haiz gerçek kişilere ayrılmıştır.²⁰⁹

IV.1.3.T.C. Merkez Bankası'nın Görevleri

T.C. Merkez Bankası'nın temel görev ve yetkileri Merkez Bankası Kanununun 4. maddesinde belirtilmiştir. Kanun'un 25 Nisan 2001 tarihinde değiştirilen şeklinde Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin seçme yetkisi olduğu belirtilmektedir. Merkez Bankası, Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını, temel amacı olan fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla desteklemektedir.²¹⁰

- Açık piyasa işlemleri yapmak,
- Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yapmak,
- Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi disponibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek
- Reeskont ve avans işlemleri yapmak,

²⁰⁸ TCMB, 1211 Sayılı Kanun, (4651 Sayılı Kanun ile değiştirilen şekli), madde 5-12.

²⁰⁹ TCMB, 1211 Sayılı Kanun, (4651 Sayılı Kanun ile değiştirilen şekli), madde 5-12.

²¹⁰ TCMB, 1211 Sayılı Kanun (4651 Sayılı Kanun ile değiştirilen şekli), madde 4.

- Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- Türk Lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin
- kesintisiz işlemlerini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,
- Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,
- Mali piyasaları izlemek,
- Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.

O Banka'nın başlıca müşavirlik görevleri:

- Banka, Hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali oranı ve hazinedardır. Bankanın Hükümetle ilişkisi, Başbakan aracılığı ile sağlanır.
- Banka, finansal sistemle ilgili olarak istenilecek hususlarda Hükümete görüş verir.
- Banka, bankalar ve uygun göreceği diğer mali kurumlar hakkındaki görüşlerini ve tespitlerini Başbakanlık ile bu kurum ve kuruluşları düzenleme ve denetleme yetkisine sahip kuruluşlara bildirebilir.

IV.1.4. T.C. Merkez Bankası'nın Yetkileri

Banka'nın temel yetkileri şunlardır²¹¹:

- Türkiye'de banknot ihracı imtiyazı tek elden Merkez Bankası'na aittir.

²¹¹ TCMB, 1211 Sayılı Kanun (4651 Sayılı Kanun ile değiştirilen şekli), madde 4-II.

- Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.

- Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla Kanun'da belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.

- Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.

- Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür.

- Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.

- Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir.

IV.1.5. T.C. Merkez Bankası'nın Yapamayacağı İşlemler

Merkez Bankası Kanunu'nun 2001 yılı Nisan ayında değiştirilen şekliyle 56. maddesinde Merkez Bankası'nın Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesi ve kredi açması, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması yasaklanmıştır.

Ayrıca, aynı maddede Merkez Bankası'nın Kanun'la yetki verilen işlemler dışında avans veremeyeceği ve kredi açamayacağı, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamayacağı, her ne şekilde olursa olsun kefil olamayacağı ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremeyeceği belirtilmektedir.²¹²

²¹² TCMB, 1211 Sayılı Kanun (4651 Sayılı Kanun ile değiştirilen şekli), madde 4-III.

IV.1.6. T.C. Merkez Bankasının Teşkilat ve Organları

2001 yasa değişikliği ile TCMB'nin teşkilat yapısı ve organlarının durumunda değişiklik yapılmıştır. Buna göre, bankanın organları şunlardır;

- Genel Kurul
- Banka Meclisi
- Para Politikası Kurulu
- Denetleme Kurulu
- Başkanlık
- Başkan Yardımcıları
- Yönetim Komitesi
- İdare Merkezi
- Banknot Matbaası
- Şubeler ve Yurtdışı Temsilcilikler ve Bürolar

Para Politikası Kurulu 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı kanun ile merkez bankası teşkilat ve organları arasına yerleştirilmiştir. Para Politikası Kurulu, Başkan, Başkan yardımcıları, Banka Meclisi Üyeleri arasından seçilecek bir üye ve başkanın tavsiyesi ile ortak kararla seçilecek bir üyeden oluşur. Ortak kararla atanacak üyenin para politikası konusunda çalışmalarının bulunması ve ekonomi, işletme, bankacılık ve finans alanlarından birinde akademik unvana sahip, görevi ile ilgili alanda en az on yıl çalışmış, yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması gerekir. Bu üyenin görev süresi beş yıldır.

Para Politikası kararları, Başkan tarafından yürütülür ve Banka Meclisinin bilgisine sunulur. Para politikası Kurulunun yetki ve görevleri şöyledir;

- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerini belirlemek,
- Para politikası stratejisi çerçevesinde hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirlemek,
- Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak hükümet ve kamuoyunu bilgilendirmek,
- Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek.²¹³

Para Politikası Kurulunun oluşturulmasının amacı bankanın temel hedefi olan fiyat istikrarına ulaşmaktır. Para Politikası Kurulu para kurulu ile karıştırılmaktadır. Ancak para kurulunda, ülkenin parası belirlenen yabancı bir ülke parasına ve merkez bankasına bağlanmaktadır. Para Politikası Kurulunda ise banka tamamen kendi yönetimi ile bir kurul oluşturmaktadır. Dünyada Japonya, Polonya, İngiltere ve Fransa gibi ülkeler merkez bankası bünyesinde para politikası kurulu ile çalışmaktadırlar. Para politikası kurulları para politikası stratejisi açısından bir tür istişare organı niteliği taşımakta, hükümet ve banka yönetimi arasında bir bağlantı platformu oluşturmaktadır. Para politikası kurulu ne merkez bankasından ne de hükümetten ayrı bir kurul değildir. Kurul içinde Bankayı temsilen bir banka meclisi üyesi, hükümeti temsilen ise Hazine Müsteşarı görevlendirilebilmektedir.

IV.1.7. T.C. Merkez Bankası ve Hazine Arasındaki İlişkiler

Devletin tüm mal ve parasal varlıkları, gelir ve giderleri hazineyi kısaca özetler. Merkez bankası ise ülkemizde hazinenin kasası görevini yerine getirmektedir. Merkez bankaları Hazineye kredi verebilirler. Hazineye verilen kredi, tümüyle devletin itibarına dayalı, senetsiz bir kredidir. Merkez bankasının Hazineye açtığı krediler, devletin gelir ve giderlerinin zaman ve yer itibarıyla uyumlandırılmasına yardımcı olmaya yönelik, kısa vadeli kredilerdir. Uyumlandırma sağlandığında kredinin geri

²¹³ TCMB, 1211 Sayılı Kanun (4651 Sayılı Kanun ile değiştirilen şekli), madde 22/A

ödenmesi gerekir. Hazinesin parasal ödemelerini yaparken Merkez Bankası ile bir arada çalışması gerekir. çünkü Merkez Bankası, Hazinesin veznesi görevini yapar ve Hazinesin ödeme talimatlarını yerine getirir. Merkez Bankası ayrıca borçlanma konusunda da Hazine ile yakın ilişki içindedir. Merkez Bankası diğer ülkelerin Merkez Bankaları ve muhabir durumundaki diğer bankalarla olan yakın ilişkileri nedeniyle Hazineye özellikle dış borçlanmada danışmanlık yapar. iç borçlanmada ise Merkez Bankası, Hazinesin ajanı sıfatı ile borçlanmaya ilişkin ihalelerin düzenlenmesini sağlar. ihale sonuçlarına göre Hazineden alacağı talimatlar doğrultusunda tahvil ve bono satarak elde ettiği gelirleri Hazineye aktarır. Döviz yönetimi konusunda da, dövizlerin kullanımına ilişkin kararların alınması ve uygulanmasında Merkez Bankası ve Hazinesin uyumlu çalışmaları gerekmektedir. Hazinesin Merkez Bankasının döviz rezervlerini dikkate almadan vereceği kararlar ekonomi açısından olumsuz sonuçlar verebilirken, Merkez Bankasının Hazinesin bilgisi dışında döviz fiyatlarına yapacağı müdahaleler, Hazinesin dış borç ödeme planı ve bütçe ödeneği ilişkisinin bozulmasına yol açabilir.²¹⁴ Geleneksel anlayışa göre Hazine, devletin tüm gelirlerinin toplandığı ve tüm devlet giderlerinin ödemelerinin yapıldığı bir kurumken Merkez Bankası da banknot ihraç eden ve devletin haznedarlığını yapan bir kurum niteliğinde iken günümüzde Hazine ve Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamak, ekonomiyi düzenlemek gibi konularda birlikte görevler üstlenmişlerdir. Dolayısıyla bu görevleri yerine getirebilmek için Merkez Bankası ve Hazinesin işbirliği içinde olması gerekmektedir. Nitekim 20 Aralık 1994'te yürürlüğe giren 4059 sayılı yasanın ikinci maddesinin a ve b fıkralarında TCMB ile Hazine arasında nasıl bir ilişki kurulacağı belirlenmiştir. Buna göre; "... Türk parasının dolaşımı ve istikrarını sağlamaya yönelik politikaları TCMB ile birlikte oluşturmak ve uygulamak, para politikası ile ilgili konularda Hazine ve TCMB ilişkisi kurmak, kambiyo politikalarının uygulanması ve mali sektör ile ilgili konularda Hazine Müsteşarlığı ve TCMB ilişkilerini kurmak" Hazine Müsteşarlığına görev olarak verilmiştir. Merkez Bankası ve Hazine arasındaki ilişkinin en yoğun olarak tartışıldığı alan Merkez Bankasından Hazineye verilecek kredi ve avanslar üzerinedir. TCMB ve Hazine arasında bu anlamda bir ilişki 1970 yılı 1211 sayılı TCMB Kanununun 50. maddesinde" Hazine ve Kamu Müesseseleri ile İşlemler"

²¹⁴ Mahfi Eğilmez, **Hazine**, Diyalog Yayınları, İstanbul, 1997, s.21-23.

başlığı altında verilmiştir. Buna göre; "Banka her yıl cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının, bir önceki mali yılı genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının % 12 sini geçmemek üzere Hazineye kısa vadeli bir avans hesabı açar. Bu oran 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 yılı ve müteakip yıllar için %3 tür. Bu avans hesabına uygulanacak faiz oranı her yıl ekonomik durum göz önünde tutularak Başbakanlık ve Banka arasında kararlaştırılır.

TCMB'nin kuruluş yıllarında, ilk kanunda, Bankanın Hazineye avans vermesi öngörülmemiştir. TCMB Hazineye ilk krediyi 1942' de ve altın karşılığı olarak 250 milyon TL olarak vermiştir. 1947 yılından itibaren de bütçe ödeneklerinin %15i kadar Hazineye kısa vadeli avans uygulaması getirilmiştir. 1960 ihtilali sonrasında kısa bir süre bu oran %5e inmiş ve sonra yeniden % 15e çıkarılmıştır.²¹⁵ Bu şekli ile kanunla belirtilmiş olduğu gibi Merkez Bankası asli fonksiyonlarını gerçekleştirmenin dışında Hazineyi finanse etme görevi de üstlenmiş olmaktadır.²¹⁵

Ancak 2001 tarihli ve 4651 sayılı TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanunun 16. maddesi ile 1211 sayılı kanunun 50. maddesi yürürlükten kaldırılmıştır. Buna göre Merkez Bankası Hazine ile Kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremeyecek ve kredi açamayacaktır. Ayrıca bahsedilen kanun maddesine eklenen Geçici Madde 2 'ye göre; yürürlükten kaldırılan 1211 sayılı kanunun 50. maddesinde belirtilen avans hesabında biriken tutar, Hazine ve Banka arasında belirlenecek esaslara göre, bununla beraber 51. madde uyarınca kamu kurum ve kuruluşlarına verilen krediler, verildikleri şartlarla geri ödenmek üzere tasfiye edilecektir. Bu madde ile TCMB'nin yasal ve fiili bağımsızlığı konusunda önemli bir adım atılmış olmaktadır.

IV.1.8. T.C. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

11 Haziran 1930 yılında kurulduğunda bağımsız olmasına titizlik gösterilen merkez bankasına daha sonra yapılan birçok müdahale, kurumun biraz daha bağımsızlıktan uzaklaştırılması ile sonuçlanmıştır. Özellikle 1211 sayılı kanun, merkez

²¹⁵ Mahfi Eğilmez, **a.g.e.** , s.150-151.

bankasını önemli ölçüde vesayet altına sokarak, siyasi iktidarların kurum üzerindeki nüfuz ve etkisini artırmıştır.²¹⁶

Merkez Bankası, para ve kredi politikasını yürütmek, paranın iç ve dış değerini korumak, paranın hacmini ve dolaşımını düzenlemek ekonominin likiditesini ayarlamak, altın ve döviz rezervlerini korumak ve ülke çıkarları doğrultusunda yönetmek, ekonomide kredi dağılımını ayarlamak, bankacılık sistemini gözetmek ve denetlemek gibi geniş bir görev alanını kapsamaktadır. Ancak, 1980'lere kadar Türkiye'de Merkez Bankasının asli fonksiyonlarından uzak, bütçeye kaynak sağlayan bir kurum şekline dönüştüğü görülmüştür.²¹⁷

Türkiye'de 1980 sonrasında yapılan finansal sektör reformuyla T.C. Merkez Bankası'nın para politikalarının uygulamasındaki rolü ve işleyişi önem kazanmaya başlamıştır. Özellikle, aşırı kamu açıklarını kapatmak için gerekli olan iç ve dış borçların anapara ve faiz ödemeleri ile döviz kurları üzerinde oluşan baskı para politikalarının etkin işleyişinde merkez bankasına önemli görevler yüklemiştir.²¹⁸

1994 yılında alınan 5 Nisan kararları ile TCMB'nin bağımsızlığı ile ilgili önemli değişiklikler yapılarak yasal bağımsızlık güçlendirilmiştir ancak bu iyileştirme de köklü bir reform niteliğini taşımaktan uzak kalmıştır. Kalıcı istikrarı yakalamak, uluslar arası piyasaların beklentilerini karşılamak ve Avrupa Birliği'ne uyum sürecine hazırlanmak için yapılan bir dizi yapısal değişim reformları çerçevesinde yapılan değişiklikleri içeren 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı kanunla ancak T.C. Merkez Bankası'na bağımsızlık kazandırılmıştır.²¹⁹ Bu kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirmekte ve kullanılmaktadır.²²⁰

²¹⁶ Suat Oktar, **T.C. Merkez Bankası Ne Ölçüde Bağımsız?**, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 34, Sayı 5, Mayıs 1997, s.3.

²¹⁷ Erişah Arıcan, **İstikrar Politikaları Işığında Merkez Bankası ve Para Programının Başarısı:1990-1995**, Araştırma İnceleme Yazısı:96-9, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, s.5.

²¹⁸ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi: Piyasalar Kurumlar-Araçlar**, İstanbul: Beta Yayınları, Temmuz 1999, s.101.

²¹⁹ TCMB, **TCMB Yıllık Raporu 2001**, s.112.

²²⁰ 25.04.2001 Tarihli 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler, TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İlişkileri Genel Müdürlüğü, , Ankara 2001, s.19.

Bu kanun ile TCMB fiyat istikrarını sağlamak, enflasyon ile mücadele edebilmek amacıyla kullanacağı para politikasını ve araçlarını belirleyip kullanabilmektedir. Fiyat istikrarını sağlamak belli bir süreç gerektirdiği gibi bunun korunması ve ekonominin uzun vadede istikrarlı bir büyüme oranını düşük enflasyon altında sürdürmesi nihai hedef olarak görülmektedir.²²¹ Merkez Bankası ülkenin para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasında, tek yetkili merci olarak görevlendirilmiştir.

Merkez bankasının bağımsızlığının sağlanabilmesi için, hazineye, kamu sektörüne avans ve kredi verilmesi kaldırılmıştır. Ayrıca bankanın hazine ve kamu kuruluşlarının ihraç etmiş olduğu borçlanma kağıtlarını, birinci piyasadan alması yasaklanmıştır. Bankanın para politikası uygulamalarında ve belirlemelerinde gerekli görüldüğü takdirde ilgili kuruluşlara hesap verebilmesi koşulu getirilmiştir.

IV.2. OSMANLI İMPARATORLUĞU VE TÜRKİYE CUMHURİYETİ' NDE UYGULANAN PARA VE KAMBIYO POLİTİKALARI

IV.2.1. Osmanlı İmparatorluğunda Uygulanan Para Ve Kambiyo Politikalarına Genel Bakış

Osmanlı İmparatorluğu'nda 20. yüzyılın ilk yıllarına kadar çift metal maden standardı uygulanmıştır. Paralar maden değerini taşıdığı için bu sistem altında bir kambiyo rejimine gerek olmamıştır. Bu dönemde, yurtiçi ve yurtdışı arasında gümüş-altın paritesi farkları, Osmanlı ve Türkiye Cumhuriyeti tarihinin ilk para ve kambiyo sistemi aksaklıkları olarak dikkat çekmektedir. İmparatorluğun ilk yıllarında “akçe” olarak bilinen gümüş ve “mankur” olarak bilinen bakır paralar kullanılmıştır. İlk altın paranın Fatih Sultan Mehmet tarafından basıldığı 1477 yılına kadar, Osmanlı para sistemi monometalist para sistemi özelliğini korumuştur.²²²

Osmanlı Devletinde uygulanan para sistemi ve politikasının temel özelliklerine baktığımızda, şu hususlar öne çıkmaktadır

(i) Osmanlılar da –zaman zaman genel ekonomik ve sosyal istikrarsızlıklardan dolayı bazı aksamalar olsa da- geçiş dönemi diyebileceğimiz ilk yılların ardından

²²¹ Gazi Erçel, **Merkez Bankası ve Para Politikası**, Finans Dünyası Dergisi, Eylül 1997, s.6.

²²² Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.118.

genellikle kendi sikkelerini bastırmışlar ve kendilerine özgü istikrarlı bir para sistemi kurmaya çalışmışlardır. Bu uygulamanın altında o dönemlerin hiç de yadsınamayacak şu sebepleri yatmaktadır:

- Sikke bastırmanın, (hutbe okutmakla birlikte) egemenliğin vazgeçilmez bir gereği olması.
- Ülke içinde vergi ve diğer devlet gelirlerinin toplanması ve ödemelerin yapılmasında kendi parasını kullanmanın kıvancını yaşamak.
- Uluslararası ticari ödemelerin yapılmasında kendi para birimini kullanma isteği ve gereği.

(ii) Genellikle, paradan bir finansman aracı olarak yararlanılmıştır. Bunun başlıca dört uygulama şekli olmuştur:

- Devlet, harcamalarının finansmanında ihtiyaç duyduğunda, mevcut kıymetli madenlerden ya da eski sikkelerden yeni sikkeler kestirerek, para arzını artırırdı. Örneğin, Fatih döneminde bu maksatla 1451, 1460-61, 1470-71, 1475-76 ve 1481-82 yıllarında yeni akçe çıkarılmıştır.

- Kanuni Sultan Süleyman dönemine kadar (1520-66), tahta yeni çıkan padişah, eski sikkeleri yasaklayıp kendi adına bastırdığı sikkeleri tedavüle sürmüştür (tecdid-i sikke siyaseti).

- Zaman zaman sikkelerin ayarlarında değişikliğe gidilmiş (tashih-i sikke siyaseti); altın ve gümüş sikkelerin bakır oranı artırılmış veya sikkelerin hacmi küçültülmüştür (tağşiş siyaseti).

- Her zaman olmasa da, sikkelerin hazineye giriş ve çıkış kurları farklılaştırılarak ek gelir elde edilmiştir.

(iii) Diğer İslam devletlerinde olduğu gibi, Osmanlı'da da madeni paraların sadece parasal işlevleri yerine getirmesi istenmiş, eşya ve iddihar (yastık-altı nakdi tasarruf) olarak kullanılması arzu edilmemiştir.

(iv) Ülkeye değerli madenlerin girişı teşvik edilmiş, çıkışı istenmemiş; böylece, para arzının yeterli seviyede tutulması amaçlanmıştır.

(v) Çift ya da çoklu metal sisteminin uygulandığı dönemlerde, bazen altın ve gümüş (veya bazen bakır) paralar arasında, bazen de iki ayrı altın para (özellikle nisbeten değeri düşük Mısır altınları ile değeri yüksek İstanbul altınları) arasında ‘kötü para iyi parayı kovar’ şeklinde ifadesini bulan Grasham Kanunu etkili olmuştur.

(vi) Ülkede zaman zaman ortaya çıkan altın ve gümüş darlığı, para arzının ve toplam talebin darlığını beraberinde getirdiği için, ekonomik daralmaya ve deflasyona yol açmıştır.

(vii) Kıymetli maden arzının darlığı, diğer şartlar veri iken, tağış politikalarını ve akçedeki gümüş oranını artırmıştır (kızıl akçe).

(viii) Gümüş ve altın paralar maden değerinden işlem görürken, bakır paralar nominal değerinden işlem görmekteydi. Paraların basımı ülkeye yayılmış çeşitli darphaneler tarafından yapılmaktaydı. Bakır paralar hariç, para basımı devletin tekelinde değildi. Elinde değerli madeni bulunan herkes darphanelere getirip para kestirebilirdi. Darphaneler İmparatorluğun önemli merkezlerinde kurulmuştur. Ancak, para krizlerinin yoğun olarak yaşandığı dönemlerde taşradakilerin çoğunluğu kapatılmış olsa da, İmparatorluk sınırları içerisinde genellikle darp hürriyeti korunmuştur. (Yani, elinde külçe altınla, eski sikke ile ya da standardı bozulmuş madeni para ile gelen herkesin belli bir komisyon ödedikten sonra, yeni sikke bastırma/değiştirme hakkı vardı.)

(ix) Osmanlı İmparatorluğu gerek politik gücü, gerekse coğrafi yapısı nedeniyle, devlet içinde yerel paraların yanı sıra Venedik, Macar vb. gibi yabancı ülke paralarının kullanımı yaygındı. Hatta, diğer ülkelerin kullandıkları para birimlerinin ülke içinde kullanımı ülke içinde altın ve gümüş miktarını artırmak maksadıyla özendirilmekteydi. Dolayısıyla, sadece gümüş ve bakır para basılsa bile, piyasada Doğu’da İran Şâhîsi, Mısır’da Pâre, Eflak-Boğdan, Erdel ve Macaristan civarında Penz, Kırım’da Kafevî akçe tedavül etmiştir. Bunlardan başka, Venedik Dükası, Ceneviz Altını, İspanyol Riyali, Hollanda Esedisi, Polonya Zotası, Avusturya Taleri v.s hep

birlikte piyasada dolaşımda olmuştur. Osmanlılar, merkeze uzak bölgelerde para bölgeleri oluşturmak suretiyle; o bölgeleri daha önce kullandıkları para birimini kullanmaları konusunda serbest bırakmışlardır.²²³

Tahta çıkan her padişah eski paraları tedavülden kaldırıp, üzerinde kendi tuğrası bulunan para bastırmaktaydı. Yeni paranın çıkışı ile eski paraların kullanılması yasaklanır ve elinde eski paralar bulunanlar, darphanelere giderek yeni akçe bastırmak zorunda kalırlardı. Para basımından belli bir pay alınmakta, böylece devlet için bir finansman kaynağı yaratılmaktaydı. Paranın ayarında yapılan değişikliklerle, içindeki değerli maden miktarı küçültülüyor, bu şekilde hem piyasadaki para miktarı arttırılıyor, hem de hazine için kaynak yaratılıyordu.²²⁴ Bunun sonucu olarak 1327 yılında 100 dirhem gümüşten basılan para sayısı gittikçe arttırılmıştır. Tağşiş denilen bu mekanizmayı, bugünkü ifade ile o günün devalüasyonu olarak kabul edebiliriz. Tağşiş yapmakla, devletin –en azından fiyatların yükselmesi yönünde baskı yapacağı zamana kadar bir müddet söz konusu madeni para cinsinden yükümlülükleri azalıyor ve aynı miktar altın ya da gümüşle daha fazla ödeme yapma imkanı doğuyordu.

Bu ilk dönemde tecdid-i sikke ve tağşiş uygulamalarına en fazla Fatih döneminde rastlıyoruz. Fatih Sultan Mehmet ilk tecdid-i sikke uygulamasına 1444'teki ilk cülûsunda müracaat etmiştir. Daha sonra 1451'deki ikinci cülûsunda ve 1460-61, 1470-71, 1475-76 ve 1481 yıllarında bu uygulamayı tekrarlamıştır. Tağşiş sonucu piyasaya yeni para sürülmesiyle birlikte, eski paralar devlet tarafından yüzde 20 düşük fiyattan kabul edilmiştir.²²⁵ İktisat tarihi kaynaklarında bu dönemde başvuru alan tağşişlerin en önemli sebepleri olarak; devletin artan bütçe açıklarını finanse etme gereği, ticari işlemlerdeki genişlemeye bağlı olarak artan para talebini karşılamak istemesi, yıpranan sikkelerin tedavülden çekilmesi ve darphanelerin kötü işletilmesi gibi hususlar belirtilse de, esas sebep birincisidir, yani, devlete ek gelir sağlamaktır. Bu tağşiş uygulamaları sonucunda devletin senyoraj geliri artmıştır; ancak zaman zaman

²²³ Ahmet Tabakoğlu, **Osmanlı Dünyayı Nasıl Yönetti?**, İz Yayıncılık, İstanbul, 1999, s.199-205.

²²⁴ Mustafa Akdağ, **Türkiye'nin İktisadi ve İctimai Tarihi: Cilt 2 (1453-1559)**, Cem Yayınevi, İstanbul, 1995, s.279.

²²⁵ Ali Akyıldız, **Osmanlı Finans Sisteminde Dönüm Noktası: Kağıt Para ve Sosyo-Ekonomik Etkileri**, Eren Yayıncılık ve Kitapçılık, İstanbul, 2001, s.23.

halkın ve yeniçerilerin tepkisine yol açarak, yönetime karşı güvenin azalmasına da neden olmuştur.

16 Yüzyıl içerisinde artan savaş harcamaları, hazinenin en önemli kaynaklarından birisi olan savaş ganimetlerinin kesilmesi ve fiyat artışları sonucunda “tağşiş” adı verilen devalüasyon işlemi iyice hızlanmış ve 1600 yılında 100 dirhem gümüşten basılan akçe sayısı 950’ye çıkmıştır.²²⁶

Fatih döneminde Osmanlılar özellikle Doğu Akdeniz havzasında uzun mesafeli ticari faaliyetleri geliştirmek; böylece, kara ve deniz ticaret yollarında hakimiyet kurmak istiyorlardı. Fakat, bu denli güçlü bir uluslararası ticari faaliyet ve onun getireceği geniş mübadele hacmi için, güçlü bir ödeme aracına sahip olma ihtiyacı hissediliyordu. Bu ihtiyaca binaen, Fatih Sultan Mehmet tarafından ilk defa 1477 yılında altın para bastırılmış ve böylece çift metal sistemi yürürlüğe girmiştir. İmparatorluğun bu ilk altın parasına sultanî denilmiştir (çok sonraları eşrefî ve daha sonraları şerifiye olarak anılmaya başlanmıştır).²²⁷ 1477 yılında sultaninin basılmasıyla başlayan 1/10 (1 sultani = 10 akçe) oranındaki çift maden metal standardı 16. yüzyılda gümüş-altın paritesinin gümüş aleyhine bozulmasıyla çökmüştür. Amerika’da bulunan gümüş madenleriyle Avrupa’da parite 1/13 olmuş, bu nedenle Avrupa’ya altın çıkışı yaşanmıştır. Bu dönemde gümüşteki değer kaybının yanı sıra Osmanlı’nın devalüasyona devam etmesi akçenin değerini iyice düşürmüş ve bu dönemde yüksek fiyat artışları olmuştur. 16. yüzyılda başlayan mali krizler, Viyana Kuşatması gibi uzun süren başarısız savaşların maliyetleri nedeniyle, 17. yüzyılda da devam etmiştir. Bu dönem zarfında fiyat artışları ülkeden ülkeye, bölgeden bölgeye yüzde 100 ile yüzde 600 arasında değişmiştir. Bu yıllarda yaşanan enflasyonist sürecin sebepleri üzerinde derin tartışmalar yapılmış; ancak, içlerinde en fazla kabul göreni, 1568 yılında ünlü merkantilist düşünür Jean Bodin’in tezi olmuştur. Bodin’e göre, Yeni Dünya’nın (Amerika) keşfinden sonra Avrupa’ya (özellikle de İspanya’ya) getirilen kıymetli madenler, Avrupa ülkelerinde (ve tabii bu arada Osmanlı İmparatorluğu sınırları içerisinde de) fiyatların yükselmesine sebep olmuştur. Zira, Avrupa’ya getirilen altın ve

²²⁶ Akdağ, **a.g.e.**, s.279.

²²⁷ Ekrem Erdem, **Osmanlı Para Sistemi ve Tağşiş Politikası: Dönemsel Bir Analiz**, Bankacılar Dergisi, Sayı: 56, 2006, s.3.

gümüş, kıtada sadece kıymetli maden stokunu artırmakla kalmamış, aynı zamanda kıtada para stokunu da artırmıştır. Bundan dolayı Jean Bodin, paranın miktar teorisi'ni ilk tespit eden kişi olarak bilinir. Aynı dönemde Osmanlı İmparatorluğu'nda fiyat artışlarının nedenleri olarak, kıymetli maden ve dolayısıyla para arzındaki artışın yanı sıra, tağışları, nüfus artışını, paranın tedavül hızındaki değişiklikler ile kredi mektupları ve poliçeler gibi para türlerinin ortaya çıkışını da sayılabilir.²²⁸ Doğal olarak, söz konusu dönemdeki yüksek fiyat artışları, İmparatorluğun mali yapısıyla birlikte zirai ve sınai üretim yapısı üzerinde de fevkalade olumsuz etkiler yapmıştır. 17. yüzyıl sonunda değerli maden sıkıntısı nedeniyle bakır paralar basılmış ve değerleri 1 akçeye eşitlenmiştir. Ancak bakır paraların hızla değer kaybetmesi ve kalpazanlık olaylarının artması sonucu bu kısa süren denemeden vazgeçilmiştir. Bu dönemde para istikrarını sağlamak için İspanyol kuruşu esas alınarak kuruş adında yeni para çıkartılmış ve 120 akçe 1 kuruşa eşitlenmiştir. Ancak yeni sistemde başarılı sağlanamamış, artan para ihtiyacı sonucu kuruşun içindeki gümüş oranı hızla düşürülmüştür. 18. yüzyılda sultani de tedavülden kaldırılmış, altın para olarak önce Tuğralı, Zincirli, Fındık, Zer-i Mahbub ve Cedid İstanbul, daha sonra 19. yüzyılda Rumi, Adli ve Hayriye sisteme girmiştir.²²⁹

Öteyandan; Osmanlı Devleti'nin 16. yüzyıldan beri (bilhassa kısa vadeli) mali sıkıntılarını aşma konusunda çaldığı kapılardan biri de, sarraflardan iç borçlanma idi. Galata civarında toplanmış bu Yahudi, Rum ve Ermeni sarraflarına daha sonraları Galata Bankerleri denilmiştir. Galata Bankerleri, sadece devlete kendileri borç vermekle kalmıyor, (özellikle 19. yüzyılda ve yoğun olarak da yüzyılın ortalarından itibaren) aynı zamanda devlete Avrupa piyasalarından/ ülkelerinden kısa vadeli borç temin ediyorlar (bir anlamda Osmanlıya yabancı mali sermaye akışını yönlendiriyorlar), gerektiğinde padişahın ve önde gelen bürokratların servetlerini yönetiyorlar, bir kısmı, Darphane-i Amire gibi, devletin en üst düzey para ve finans kurumlarının yöneticiliğini yapıyorlardı Fransız tüccarlarının yerini alarak poliçe ticaretini ellerine geçiriyorlar ve üyelerinin bir kısmı, Darphane-i Amire gibi, devletin en üst düzey para ve finans kurumlarının yöneticiliğini yapıyorlardı.²³⁰

²²⁸ Şevket Pamuk, **Osmanlı İmparatorluğu'nda Paranın Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 2000, s.137.

²²⁹ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, **a.g.e.**, s.118-119.

²³⁰ Pamuk, **a.g.e.**, s.219-220.

Bu şekilde çok sayıda darphanenin bulunduğu ve çok sayıda farklı yerli paraların yanı sıra yabancı paraların mevcut olduğu bir ekonomide sistem ve istikrardan söz etmek mümkün değildi. Her şeyden önce, para arzının kontrolü devletin elinde değildi. Bunun yanı sıra, Tanzimat sonrasında izlenen dışa açık ekonomik ilişkiler para sisteminde yeni düzenlemeleri zorunlu kılmıştı. Para sistemindeki dağınıklığı çözmek ve istikrarlı bir para sistemi oluşturmak amacıyla 1844 yılında çıkarılan kararname ile çift metal maden standardına dayalı yeni bir sisteme geçildi. Bu çerçevede 1 İngiliz sterlini 110 Osmanlı kuruşuna eşitlenmiş ve tüm dünyada kabul edilen 1/16 altın-gümüş paritesine göre 5 gümüş mecdiye 100 kuruş değerinde altın liraya eşitlenmiştir.

19. yüzyılın sonlarında altın-gümüş paritesindeki bozulma ile beraber çift maden metal standardı tüm dünyada terk edilmeye başlanmıştır. Benzer bir şekilde Osmanlı İmparatorluğu da 1881 yılında çift metal standardını terk ederek, altın standardına geçiyor ve para birimi olarak Osmanlı altın lirası kabul edilir. Ancak bu sistem de istikrarı sağlayamaz. Gümüş fiyatlarının düşüklüğü sebebiyle, 20 kuruş değerindeki mecdiyeler Hazinece gerçek değerinin altında 19 kuruştan işleme tabi tutulur, sarraflarda ise daha düşük düzeyden işlem görür. Böylece 20. yüzyılda kuruşun Osmanlı lirası cinsinden üç değişik değeri ortaya çıkar. Bu dönemde bakır paraların kaldırılması ile ortaya çıkan bozuk para sıkıntısı, piyasada başka bir değer bozukluğuna neden olacak, sarraflar tarafından bozuk 95 kuruş 1 altına eşitlenecekti. Tekeli ve İlkin (1997), 1880-1916 yılları arasında geçerli olan bu para sistemini, gümüş ile yapılan ödemelere bir sınır konmadığı için çift metal maden standardı ile tek metal maden standardı arasında kalan aksak para sistemi olarak isimlendirmektedir.

Osmanlı bu dönemde ilk kağıt para denemelerinde bulunmuştur. 1775 yılında gerçekleştirilen pay ve gelir ortaklığı senetleri anlamına gelen esham uygulamasından sonra ilk kağıt para uygulaması, 1840 yılında çıkarılan kaimelerle başlar. Mehmet Ali Paşa savaşlarından mali sıkıntıya düşen devlet, dışarıdan borç bulamayınca son çare olarak kağıt para tedavüle çıkarma yoluna başvurmuştur. Hiçbir karşılığı olmayan bir paradan çok faiz getirisi olan bono özelliğini taşıyan bu senetler, sadece yurtiçinde talep görmüş ve kısa sürede değeri hızla aşınmıştır. Esnaf ve taşrada halk madeni para kullanmayı tercih etmekteydi. Kaime denilen kağıt para ile madeni para arasında fiyat

farkı oluşmuş, Osmanlı para biriminin yabancı paralar karşısında değeri düşmüştür. Aralık 1860 başında 110 kuruş olan Sterlin aralık sonunda 190 kuruşa çıkmıştır. 1862 yılında yurtdışından borç bulunarak kaimeler piyasadan toplatılır ve böylece ilk kağıt para denemesi başarısızlıkla son bulur. İkinci kağıt para denemesi Osmanlı-Rusya savaşı sırasında gerçekleştirilmiştir. Bu kaimeler kısa bir süre sonra tedavülden kaldırılmıştır. Halk tarafından değersiz olarak görülen kağıt paralar, değerli maden sikkelerin yerine piyasada çokça tedavül etmeye başladığında, Grasham Kanunu işlemeye başlamıştır.²³¹ Kaime uygulamasının beklenildiği gibi gitmediği anlaşıncı da, yeniden madeni paralara geçilmiştir.

Aksak para sistemi başarılı olamamış, Osmanlı İmparatorluğu içerisinde değişik bölgelerde değişik gümüş-altın rayiçleri oluşmuştur. Para sistemine çeki düzen vermek maksadıyla 1909 yılında içinde İngiliz ve Fransızların da bulunduğu bir komisyon kurulmuş, ancak komisyonun aldığı kararlar Trablusgarp ve Balkan savaşları nedeniyle ertelenmiş ve ancak 1916 yılında uygulamaya konabilmiştir. Bu kanun ile aksak para sistemi sona erdirilip, 1 lira = 100 kuruş paritesi benimsenmiş ve değer ölçüsü olarak altın, para birimi olarak ise kuruş kabul edilmiştir. Ayrıca, ülkenin değişik yörelerindeki farklı para rayiçleri de kaldırılmıştır. Osmanlının Batılı devletler kadar zengin olmadığı halde altına geçmesi, aslında o dönemde iktisaden gelişme treninin gerisinde kalmış olsa da, batıya olan ödemelerinde biraz zorunluluktan biraz da ülkenin uluslararası kredibilitesini ve onurunu koruma kaygısından kaynaklanmıştır.²³²

Bu kanun öncesinde Birinci Dünya Savaşının finansmanı için tekrar kağıt para basılmıştır. Ancak, eski denemelerden farklı olarak bu paraların karşılığı bulunmaktaydı. Bu paralar, Birinci Dünya Savaşı sonrasında Alman Bankalarına yatırılmış altınlar ve Alman Hazine Bonoları ile altın olarak ödenecek ve tekrar madeni para sistemine geri dönülecekti. Doğal olarak, bu durum Almanya'nın savaştan zaferle çıkmasına dayanıyordu. Dolayısıyla, savaş ilerledikçe Lira değer kaybetmiş ve altın Kasım 1917 yılında 551 Lira'ya kadar çıkmıştır.

²³¹ Aron D.Noviçev, **Osmanlı İmparatorluğu'nun Yarı Sömürgeleşmesi**, Çev. Nabi Dinçer, Onur Yayınları, Ankara, 1979, s.106.

²³² Erdem, **a.g.e.**, s.13.

Kağıt paraların kullanılması ile 20. yüzyılın ilk çeyreğinde kambiyo denetimine ihtiyaç duyulmuştur. İlk olarak savaşın çıkması ile yurtiçinden yurtdışına savaşa girmeyen ülkelere doğru meydana gelecek para çıkışını engellemek için altın ihracatı ve yurtdışına altın para götürülmesi yasaklanmıştır. Bu dönemde savaşa giren tüm devletlerin artan emisyon sonucu paraları değer kaybettiğinden, Osmanlı Lirası bu paralara karşı ya az değer kaybetmiş, ya da değer kazanmıştır. Bu dönemde sadece müttefikleri ile dış ticaret ilişkisine giren Osmanlı Devleti, aldığı avanslar ve İmparatorluk sınırları içerisindeki müttefik askerlerinin yaptığı harcamalar sonucu, lehine bir dış ticaret fazlası sağlamıştır. Dolayısıyla Osmanlı Lirası savaş yıllarında Alman markına karşı değer kazanmıştır.

Osmanlı İmparatorluğu'nun 20. yüzyıla kadar istikrarlı para ve kur politikası oluşturamadığı, bu alanda Avrupa'nın çok gerisinde kaldığı görülmektedir. Gerileme dönemine kadar kazandığı savaşlardan gelen ganimetler ile finansman sıkıntısı yaşamayan Osmanlı ekonomisi, Avrupa'nın yakaladığı hızlı ekonomik ve finansal yapılanma sürecinin gerisinde kalmıştır. Gerileme döneminde başarısız savaşların getirdiği büyük maliyetler ve gelirlerdeki azalmalar sistemsiz Osmanlı Maliyesi'ni sarsmış ve sık sık mali krizlere götürmüştür. Bu dönemde piyasada buna çok sayıda para çeşidinin farklı bölgelerde farklı rayiçlerden değerlendirildiği, bazı bölgelerde mevsimsel olarak para arzının yetersiz kaldığı görülmüştür. 16. ve 19. yüzyılda çift metal maden standardı uygulaması sırasında, yurtdışı piyasalardaki gümüş-altın paritesindeki bozulmalar ülke ekonomisine ciddi zararlar vermiştir. Kağıt para denemeleri ile paranın hızla değer kaybetmesi ile fiyasko ile sonuçlanmıştır. 19. yüzyılda finansman sıkıntısı içindeki Osmanlı İmparatorluğu dış borç seçeneğini fark etmiştir. İlk olarak Londra, Paris ve Viyana gibi Avrupa finans piyasalarından uzun vadeli tahvil satışıyla borçlanmaya başladı. Yirmi yıl kadar bu tarz dış borçlanmayı sürdürdükten sonra, 1876'ya gelindiğinde, alınan borçların toplamı 200 milyon sterlini bulmuş ve geri ödemesi yapılamaz hale gelmiştir. Uzun müzakereler sonunda 1881'de bu borçların itibari değeri yarıya indirilmiştir.²³³ Ancak bu durum, Osmanlı İmparatorluğu ekonomisinin tamamen yabancılara bırakılmasını sağlamıştır. 20. yüzyıl başında önce Fransız ve İngilizlerle yapılan yeniden yapılandırma çalışmaları, Birinci

²³³ Erdem, a.g.e. , s.13.

Dünya Savaşı sırasında Almanlarla devam etmiş, ancak Almanların savaşı kaybetmesi ile Osmanlı İmparatorluğu'nun ekonomik sonu da gelmiştir.

IV.2.2 Türkiye Cumhuriyeti'nde Uygulanan Para ve Kambiyo Politikaları

Türkiye ekonomisi, Cumhuriyet'in kuruluşundan itibaren farklı dönemlerde, biraz da o dönemin küresel trendlerine uyarak çeşitli kur rejimleri ve ekonomi politikaları denemiştir. Özellikle Türkiye'nin son 20 yıllık geçmişinde hemen hemen her türlü kur rejimi denenmiştir ve genel değişim kontrollü kur rejimlerinden dalgalı kur rejimlerine doğrudur.²³⁴ Bu özellikleri ile Türkiye ekonomisi, kur rejimleri üzerine çalışan araştırmacılar açısından önemli bir laboratuvar oluşturmaktadır. Türkiye Cumhuriyeti'nde dönemler itibari ile uygulanan kur politikaları, tablo VII'de verilmiştir.

IV.2.2.1 1923-1932 Dönemi

Cumhuriyet'in ilk yıllarından günümüze kadar yürütülen kur rejimleri ve politika uygulamaları ana hatlarıyla incelendiğinde, uzun süre devam eden sabit kur rejimlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. 1914 yılında savaş sırasında döviz alım satımını düzenleme amacıyla kurulan "kambiyo komisyonu'ndan" önce Osmanlı İmparatorluğu'nda bir kambiyo denetiminden söz etmek imkansızdır. Bu sınırlı denetim, Cumhuriyetin ilanından itibaren kaldırılmış ve serbest kur uygulaması 1929'da yaşanan Büyük Buhran'a kadar devam etmiştir. Henüz bir Devlet Bankasından da yoksun olan Türkiye, döviz kurunun arz ve talebin İstanbul piyasasında müdahalesizce karşı karşıya gelerek belirlendiği Serbest Kur Rejimini uygulamaktaydı. 1923-1929 dönemi Lozan Ticaret Sözleşmesi'nin yürürlükte kaldığı ve Türkiye'nin gümrüklerine hakim olmadığı bir dönemdir.²³⁵ Bu dönemde altın, döviz ve menkul kıymetler borsasının oldukça aktif olduğu da görülmektedir. Döviz çek ve senetleri borsada işlem görmektedir. Söz konusu dönemde TL Sterlin'e bağlı olarak dalgalanmaya bırakılmış, her çeşit kambiyo serbestliği sağlanmıştır. Ancak, 1929 yılındaki büyük buhran ile birlikte TL'nin Sterlin karşısında hızla değer kaybettiği görülmüş, Mart 1929'da 1

²³⁴ İnan, a.g.e. , s.38.

²³⁵ Suna Oskay, **Döviz kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları:Türkiye (1923-2000)**, Beta Basım A.Ş., İstanbul, 2001, s.100.

Sterlin=0.888 kuruş iken, Aralık 1929'da 1 Sterlin=1.125 kuruşa yükseltilmiştir. Türkiye'de 1929 krizinden sonra liberal ekonomi görüşü yavaş yavaş terkedilmiştir.²³⁶

15 Mayıs 1929'da çıkartılan 1447 sayılı "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" döviz spekülasyonunu önlemek döviz alım satım işlemlerini düzenlemek ve kontrol altında tutmak konularında Maliye Bakanlığı'na yetki verilmiş, döviz piyasalarının doğrudan denetlenmesi amacıyla 25.02.1930'da 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu (TPKK) yürürlüğe konmuştur. Döviz piyasasının denetimi için alınan bu tedbirler, ülke para politikasını yürütecek "Merkez Bankası"nın bulunmaması nedeniyle tam başarılı olamamıştır. Bu nedenle 11.06.1930'da T.C Merkez Bankası kurulmuştur. Aynı şekilde 1933'de "Ödünç Para Verme İşleri Kanunu" yürürlüğe konmuş, bu kanunla serbest faiz uygulaması kaldırılarak TL'nin konvertibilitesine de son verilmiştir. Savaş sonrası bu dönemde o zamana kadar kısıtlanmış ithal talebinin serbest kalması ve devam eden düşük gümrük tarifeleri nedeniyle, Cumhuriyetin ilk yedi yılında ticaret dengesi devamlı açık vermiştir. Bu açıklar daha çok altın ve diğer kıymetlerin dışarıya transferi ile kapatılmış ve devam eden bu açıklar nedeni ile de Türk parasının değeri sürekli düşmüştür.²³⁷

IV.2.2.2. 1932-1940 Dönemi

Türkiye ekonomisi büyük ölçüde tarıma dayalı olduğundan ekonomik büyüme ve enflasyon dalgalanma gösterirken kurlar istikrarlı bir seyir izlemiştir. 1930'lu yılların ilk yarısında para basma sınırlı miktarda yapılırken, 1930'lu yılların ikinci yarısında 2. Dünya Savaşı'nın etkisiyle emisyon hacmi önemli oranda artmıştır. Bu dönemdeki temel para politikası aracı TCMB'nin kendi belirlediği reeskont oranları olmuştur.²³⁸

Bu yıllarda mevduat ve kredi faizleri tavanlarını belirleme yetkisi ile zorunlu karşılıkları belirleme yetkisi TCMB'nin elinde değildi. Zorunlu karşılıklar ile ilgili ilk yasal düzenleme, Mevduatı Koruma Kanunu'nda değişiklik getiren 1934 tarihli, 2457 sayılı yasa ile yapılmıştır. 09.06.1936 tarih ve 2999 sayılı Bankalar Kanunu ile karşılık

²³⁶ Arat, **a.g.e.**, s.48.

²³⁷ Erdoğan Alkin, **Uluslararası Ekonomik İlişkiler**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayın No:478, Güryay Matbaası, İst., 1981, s.125.

²³⁸ Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.S., İst., 1996, s.28.

oranının toplam mevduata uygulanması sistemi getirilmiştir. Bu kanuna göre ayrılan karşılıkların TCMB'ye yatırılması zorunluluğu getirilmemiş ve bu karşılıkların bankalarca kullanılmasına izin verilmiştir. 1715 sayılı Kuruluş Kanunu Hazine bonolarının iskonto edileceğine ve kamu sektörü kurum ve kuruluşlarının hazine kefaletini haiz bonolarını reeskont etmek veya karşılığında avans verme yetkilerini kapsayan hükümler içermediğinden kanunun 38. maddesi 1938'de 3492 sayılı kanunla yeniden düzenlenmiştir. Buna göre vadesi maksimum 9 aya kadar olan zirai senetler de ticari senetler gibi iskonto mevcudunun % 15'ini asmayacak şekilde iskontoya kabul edilebilecektir.²³⁹

Bilançonun varlıklar tarafında önemli ölçüde artan kalemlerden biri de avanslar olmuştur. 30.05.1940 tarih ve 3850 sayılı TCMB tarafından Hazineye İki Yüz Elli milyon liralık Fevkalade Avans İtasına Dair Kanun ile avanslar yürürlüğe girmiştir.²⁴⁰ 2.Dünya Savaşı nedeniyle artan savunma harcamalarının olağan bütçeyle karşılanamayacağı anlaşıncaya TCMB'den olağanüstü ve sınırlı olmak kaydıyla 250 milyon liralık üst limit dahilinde avans sözleşmesi için Maliye Bakanına yetki verilmiştir. Bu yetki 2. Dünya Savaşının bitmesinden bir yıl sonrasına dek kullanılabilir.

IV.2.2.3. 1940-1950 Dönemi

Bu dönemde TCMB'nin temel politika aracı reeskont oranları olmaya devam etmiş 1938 'de %4 olarak düzenlenen reeskont oranları hiç değiştirilmemiştir. Zorunlu karşılık oranları ise % 15'ten %20'ye çıkartılmıştır. 1947 tarihli 5072 sayılı kanuna göre ayrılan karşılıkların tamamı kadar senetler cüzdanında Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Bu düzenlemeyle kamu kesiminin finansman ihtiyacının karşılanması ön plana çıkmıştır. Böylece zorunlu karşılıklar bir para politikası aracı değil de sadece tasarruf mevduatını koruma amacıyla kullanılmıştır. Kamunun TCMB'ye olan borcunun artışı nedeniyle banknot emisyonu artmış bu da enflasyonu yükseltmiştir.²⁴¹

²³⁹ Rıdvan Karluk, **a.g.e.**, s.32.

²⁴⁰ Rıdvan Karluk, **a.g.e.**, s.31

²⁴¹ Mükerrerem Hiç, **Türkiye Ekonomisi**, Filiz Kitapevi, 1994, İstanbul, s.144.

Senetler cüzdanı emisyon kaleminden bile daha fazla artmıştır. Artışın büyük kısmı Hazine kefaletini taşıyan bonolardan kaynaklanmıştır. Buna göre bu dönemde TCMB yoğun şekilde Hazine kefaletini taşıyan bono alarak kamu açıklarını finanse etmiştir. Hazine bonoları ve avansları kaleminde görülen azalma ise borçlanmanın bu kaleme kaymasından kaynaklanmıştır. Yoksa Hazine'nin net bir ödemesi söz konusu değildir. Ancak bu dönemde bile TCMB Kanununda Hazine'ye doğrudan avans açmayı sağlayacak bir değişikliğe gidilmediği görülmektedir. Döviz yükümlülüklerinde de yüksek düzeyde artış görülmektedir. Banka döviz yükümlülüğünü altın varlığıyla dengeleme yoluna gitmiştir. Döviz kıtlığında altın satıp döviz almış; döviz bolluğundaysa döviz satıp altın almıştır.

Bu dönemdeki döviz kuru politikalarına geldiğimiz zaman ise; çıkarılan çeşitli kanunlarla kontrol altına alınmaya çalışılan döviz piyasalarının 1940 yılında çıkartılan 3780 sayılı Milli Koruma Kanunu ile denetim altına alınmaya çalışıldığı dikkat çekmektedir. Bu yasa ile hükümete dış ticarete miktar ve fiyat bakımından müdahale etme yetkisi verilmiştir. Bu dönemden itibaren Türkiye'de sabit kur rejimi uygulanmaya başlanmış ve oldukça uzun zaman aralıklarıyla kurların devalüe edildiği görülmüştür. Bu bağlamda ilk devalüasyon 7 Eylül 1946'da gerçekleştirilmiş ve TL'nin dolar karşısında değeri % 53.6 dolayında düşürülmüş ve 1 ABD Doları =1.30 TL iken 2.80 TL'ye yükseltilmiştir.²⁴² Söz konusu devalüasyon, II. Dünya Savaşı sonrası dönemin koşullarına ve yeni ekonomi politikalarına uyum sağlanmasına yönelik olarak yapılmıştır. Bu devalüasyonu daha sonraki devalüasyolardan ayıran en önemli fark, devalüasyonun döviz sıkıntısının olmadığı bir ortamda yapılmış olmasıdır. Bu devalüasyondaki temel amaç ithalat artışını sınırlı tutmak ve sınırlı ihraç mallarının dolar cinsinden fiyatını düşürmektir. Bunlara ek olarak hükümetin, biriktirdiği altın ve dövizin değerini yükselterek iç borçların gerçek değerini düşürmek eğiliminde olması ve IMF'ye üyelik sonucu devalüasyon yetkisinin kısıtlanacak olması bu devalüasyon kararında etkili olmuştur. Ayrıca ilk devalüasyona tanıklık etmiş 1946 yılı, tek partili rejimden, çok partili parlamenter rejime geçişin de başlangıç yılı olmuştur.²⁴³ Türkiye

²⁴² Arat, a.g.e. , s.48.

²⁴³ Korkut Boratav, **Türkiye iktisat Tarihi:1908-2002**, İmge Yayınevi, İstanbul, 2003, s.93.

19.02.1947’de IMF ve Dünya Bankasına üye olmuş ve ayarlanabilir sabit döviz kuru politikası uygulamaya başlamıştır.²⁴⁴

IV.2.2.4.1950-1960 Dönemi

Bu dönemin TCMB açısından bir dönüm noktası olduğu söylenebilir. Ekonomik büyümenin ve dönem boyunca verilen bütçe açıklarının TCMB kaynaklarıyla finanse edilmesi enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. TCMB kaynaklarının kullanımı kolaylaştıran yasal düzenlemelerin yapılmasıyla bağımsızlık açısından gerileme yaşanmıştır. 15.08.1951 tarih ve 5841 sayılı Kanun’la bankaların ödünç para verme işlemlerinde uygulayacakları azami faiz oranı ve mevduata ödeyecekleri azami faiz oranları düşürülmüştür. 3.07.1953 tarih ve 6112 sayılı Bankalar Kanunu’na Ek Kanun’la mevduat munzam karşılıklarının devlet tahvil ve bono piyasasını düzenlemek amacıyla kurulan Amortisman ve Kredi Sandığı hesabına TCMB’ye yatırılması esası kabul edilerek, bu paraların Sandık tarafından Hazine tahvil ve bono piyasasını düzenlemede, Hazine borçlarının uygun şartlarda itfasını sağlamada kullanılmasına yetki verilmiştir. Böylece bankalar tarafından toplanan mevduatın % 20’sinin kamu sektörünün finansmanına aktarılması daha belirgin bir hale gelmiştir. Zorunlu karşılıkların TCMB tarafından kredi olarak kullandırılabilceği fikrinin temeli atılmıştır.²⁴⁵

23.06.1958 tarih ve 7129 sayılı Bankalar Kanununun yürürlüğe girmesinden önce bankalar toplam mevduatlarının %20’sini zorunlu karşılık olarak ayıkmakla yükümlüydü. Bu kanunla zorunlu karşılıkların vadeli ve vadesiz mevduatlarda belirli limitler içinde olmak üzere Banka Kredileri Tanzim Komitesi’nce (BKTK) belirleneceği düzenlenmiştir. Zorunlu karşılıkların parasal kontrol aracı olarak kullanımı TCMB’ye değil devletin üye çoğunluğuna sahip olduğu bir komiteye bırakılmıştır. 2999 sayılı Kanun ile disponibilibite uygulaması biri asli diğeri zorunlu olmak üzere ikiye ayrılmıştı. Asli karşılık genel disponibilibite olup, uygulamada bankalar serbest bırakılmıştır. 7129 sayılı Kanun ile bankaların genel ve minimum disponibilibite bulundurmaları zorunlu hale getirilmiş ve minimum disponibilibite oranı da %5 olarak

²⁴⁴ Arat, a.g.e. , s.49.

²⁴⁵ Rıdvan Karluk, a.g.e., s.39-40.

belirlenmiştir.²⁴⁶ Kısa vadeli avans hesabında 05.05.1955'te kabul edilen bir kanunla limit artırımına gidilmiştir¹⁷⁹ ve günümüze dek sürececek enflasyon sorununun temelleri atılmıştır.

Döviz kuru sistemleri açısından ele aldığımızda ise; Demokrat Parti'nin iktidara geldiği 1950 yılından sonra OECD'nin %60 liberasyon önerisine de uyarak Türkiye daha liberal bir iktisat politikası uygulamaya başlamıştır. Bu arada Bakanlıklararası Döviz Komitesi kurulmuş, döviz gereksinimleri bu komite tarafından planlanıp ithal listeleri düzenlemiştir. Fakat liberasyon; iki yılda ithalatı %100 dolayında genişletirken, ihracat ancak %37 civarında arttırılabilmektedir. Ekonomik açıdan dönemin en önemli özelliği uygulanan korumacı ve devletçi politikaların terk edilerek, dış ticaretin serbestleştirilmesidir. Ayrıca, bu açıkların kronik hale gelmesi nedeniyle, dış yardım, kredi ve yabancı sermaye yatırımları önem kazanmıştır.²⁴⁷ Dış ödemelerin 1953'ten itibaren sorun haline gelmeye başlamasıyla hükümet yeni önlemler almak zorunda kalmıştır. Bu çerçevede 1952'de kısıtlanmaya başlanan liberasyon hareketi, 1953'te tamamen durdurulmuştur.²⁴⁸ 1956'da turist ve benzeri dövizlerde 2.80 olan TL'nin ABD Doları karşısındaki paritesi 5.25-5.5 olarak yeniden tespit edilmiştir. Kambiyo denetiminin arttırılması, dış ticaret dengesinde olumlu gelişmeler sağlayamadığı gibi, sabit tutulan resmi döviz kurları ile karaborsa döviz kurları arasındaki fark büyümüş, karaborsa fiyatları 20 TL'ye kadar çıkmıştır. Bu ise dışarıya sermaye kaçışını hızlandırmış, kaçakçılığı arttırmış ve enflasyon oranını yükseltmiştir. 4 Ağustos 1958'de 1 ABD Doları =9 TL olacak şekilde devalüe edilmiştir.²⁴⁹

IV.2.2.5.1960-1970 Dönemi

Planlı ekonomi anlayışının öne çıktığı bu dönemde para politikasının kalkınma planları çerçevesinde uygulandığı, TCMB'nin parasal kontrolü sağladığı söylenebilir. TCMB'nin amacının daha netleştirildiği Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planında (1963-1968) para politikasının amacı fiyat istikrarını ön plana alan ekonomik gelişmeyi sağlamak ve bunun için para arzının üretim ve milli gelir artışı üzerinde gerçekleşmesini

²⁴⁶ Rıdvan Karluk, **a.g.e.**, s.43.

²⁴⁷ Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi:1908-1985**, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1990, s.132.

²⁴⁸ Memduh Yaşa, **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi:1923-1978**, Akbank Yayınları, İstanbul, 1980, s.349.

²⁴⁹ Arat, **a.g.e.**, s.48.

engelleyici uygulamalar getirmektir. 1960'lı yıllarda para politikası zorunlu karşılık politikaları, selektik krediler ve reeskont kredi faizlerinin etkin olarak kullanılması ile yürütülmüştür. Ayrıca bu dönemde kamunun TCMB'ye olan borçlarını tahkim kanunları yoluyla ödemeye çalıştığı ancak nakit ödeme yapılmadığından borçların uzun vadeli donuk kredilere dönüştürüldüğü görülmektedir.²⁵⁰

12.05.1961 tarih ve 301 sayılı kanunla zorunlu karşılıkların TCMB'ye yatırılması zorunluluğu getirilmiştir. Böylece zorunlu karşılık uygulamasının etkinliği ve TCMB'nin parasal kontrol yeteneği arttırılmıştır. Ancak bu durum zorunlu karşılıkların tamamının TCMB'de bloke edilmesi anlamına gelmemekteydi. Düzenlemede, BKTK tarafından belirlenen oranda zorunlu karşılık ayrılması ve bu karşılıkların en fazla % 20'sinin BKTK'ce tespit ve Bakanlar Kurulu'na onaylanan esaslar dahilinde T.C.Ziraat Bankası'nın zirai finansmanlarına tahsis edilen bölüm hükmü bulunmaktaydı. Eskiden TCMB'de Amortisman ve Kredi Sandığı'na yatan zorunlu karşılıklar, sandık tarafından kamu sektörü yatırımlarının finansmanında kullanılırken getirilen yasal düzenlemeyle zorunlu karşılıkların TCMB'de bloke edilmesi sağlanarak zorunlu karşılıklara bir kredi kontrol aracı özelliği kazandırılmaya çalışılmıştır.

2279 sayılı kanunda değişikliğe yol açan 14.07.1960 tarih ve 18 sayılı kanun faiz oranlarının kanunla belirlenmesi esasını kaldırarak bu yetkiyi Bakanlar Kurulu'na devretmiştir. Aynı kanunla BKTK, Maliye Bakanlığı yolu ile Bakanlar Kurulu'na teklifte bulunmakla yükümlü kılınmıştır.

Para politikasının merkez bankalarında toplanması eğilimi TCMB için de kendini göstermiş ve Merkez Bankası'nın para ve kredi konusundaki görev ve yetkilerinin değişen ekonomik şartlara göre yeniden düzenlenmesi konusuna kalkınma programlarında yer vermeye başlanmıştır. Bu süreç, 1211 sayılı kanunun 14.01.1970'te kabul edilmesiyle sonuçlanmıştır.²⁵¹

²⁵⁰ Mükerrerem Hiç, **Türkiye Ekonomisi**, s.154.

²⁵¹ Fatma Doğruel, S. Doğruel, **Türkiye'de Enflasyonun Tarihi**, TCMB ve Tarih Vakfı Ortak Yayını, 2005, İstanbul, s. 13.

Döviz politikasında ise planlı bir iktisat politikası anlayışını, 1960 yılına kadar aşırı değerlenen TL alt üst etmiştir. Ayrıca ithalatı kur ayarlamaları ile hafifletmek yerine, miktar kısıtlamaları ve ithalata önce %5 sonra da %10 oranında yeni bir damga resminin alınmasına, denizyolu ile yapılan ithalata ise %5 rıhtım resmi uygulanmasına karar verilmiştir. Böylece Ödemeler Dengesinde yaşanan yeni tehlike ardından 10 Ağustos 1970 tarihli TPKK Hakkında 18 sayılı Karar ile yeni kur ayarlanmasına gidilmiş ve 1 ABD Doları = 15 TL olarak saptanmıştır. Bu devalüasyonun amacı olarak da ithalat talebini kısmak, ihraç mallarımızın dış piyasalardaki rekabet gücünü yükseltmek olduğu belirtilmiştir. Ayrıca devalüasyonun o zamana kadar bir kısmı, resmi yollarla yurda girmeyen turizm gelirlerini ve işçi dövizlerini artırıcı yönde etkileyeceği beklentisi de söz konusu kararı almada önemli rol oynamıştır. Bu tarihten sonra kur ayarlamalarının daha sıklıkla yapıldığı görülmektedir.²⁵²

IV.2.2.6.1970 – 1980 Dönemi

1211 sayılı kanun ile TCMB'nin gerekli para politikası araçları ile donatılarak ülke ekonomisinin kalkınmasında daha aktif rol oynayacak bir kurum haline gelmesi amaçlanmıştır. Bu kanun ile getirilen başlıca yeniliklere değinmek gerekirse banka sermayesinin 10 milyon lira arttırılarak 25 milyon liraya çıkarılması ve artışa karşılık gelen hisse senetlerinin tümünün A sınıfına ayrılması sonucu devletin banka yönetimdeki payı arttırılmıştır. Ayrıca 8.maddede geçen Hazinesin payının banka sermayesinin %51'inden az olamayacağı ifadesi ile bu yenilik devamlı hale getirilmiştir.²⁵³

Daha önce BKTk'ye ait olan yetkilerin tümü TCMB'ye devredilmiştir. 40.madde ile 7129 sayılı Bankalar Kanunu uyarınca bankaların bulunduracakları genel dispoñibilitenin minimum oranı ile zorunlu karşılık oranları ve bunlara uygulanacak faiz oranlarının belirlenmesi yetkisi de bu bağlamda TCMB'ye devredilmiştir. Ödünç para verme işlerinde ve mevduat kabulünde uygulanacak en yüksek faiz oranlarının tespiti için TCMB'ye Yüksek Planlama Kurulu aracılığıyla Bakanlar Kurulu'na öneride bulunma yetkisi verilmiştir. Piyasadaki para arzını düzenlemek amacıyla reeskont

²⁵² Arat , **a.g.e.** , s.49-50.

²⁵³ Fatma Doğruel, S. Doğruel, **a.g.e.**, s.18.

mekanizmasına kıyasla daha hızlı ve etkin bir yöntem olan açık piyasa işlemlerini yapma yetkisi ilk kez bu kanunla bankaya verilmiştir.

1970’li yıllar makro ekonomik dengesizliklerin başladığı, parasal kontrolün sağlanamadığı bir dönem olmuştur. TCMB’nin ortalama faiz oranı ile enflasyon oranı arasındaki farkın büyüklüğüne bakıldığında 1950’li yıllarda uygulanan negatif reel faiz uygulamasına dönüldüğü anlaşılr. Parasal kontrol, faiz oranları yerine kredi sınırlaması yolu ile yapılmaya çalışılmıştır. Yaşanan iki petrol sokunun ithal girdiye bağımlı üretimin maliyetini attırması nedeniyle dış ticaret açıkları giderek büyümüştür.

Açıklara karşı uygulanan korumacı ticaret politikası ve ithalatı kısıtlayıcı önlemler yatırımları azaltarak işsizliği arttırmıştır. Dış ticaret açığı nedeniyle sıkı bir kambiyo kontrol rejimi uygulanarak Türk Lirası sık sık devalüe edilmiştir. Artan ödemeler dengesi sorunlarına devlet bütçesi açıklarının TCMB kaynakları ile finanse edilmesi eklenince enflasyon daha da hızlanmış ve günümüze dek sürececek olan enflasyonist dönem başlamıştır.²⁵⁴

Bu dönemde uygulanan kambiyo rejimine döndüğümüzde ise, 1970 yıllarında, uluslararası para sisteminde ortaya çıkan krizler, 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesine yol açmıştır. Türkiye’de ABD ile olan kuvvetli ekonomik siyasi ve askeri ilişkilerinden ve ABD ekonomisinin dünya ekonomisi içindeki önemli yerinden dolayı, TL’sını ABD Dolarına bağlamıştır.²⁵⁵ Türkiye’nin uyguladığı bu sistem tek bir paraya bağlı esneklik kazandırılmış sabit kur sistemidir.²⁵⁶

Bu gelişmelerden sonra büyüyen dış ticaret açıkları, cari işlemler dengesinin olumsuz gelişimi ve enflasyon oranlarının atması sık devalüasyonların temel nedenini oluşturmuştur. 1974’de uluslararası kambiyo kurları arasında gerekli uyumun sağlanması için IMF tarafından konulan kurallara uygun tedbirler alınmıştır. IMF’in hazırladığı yönteme göre, ülkelerin kendi paraları ile diğer üyelerin paraları arasındaki kurlarda herhangi iki alış veya iki satış kuru arasında en çok % 2’lik fark olması gerektiği belirtilmiştir. Böylelikle, herhangi bir yabancı paranın uluslararası piyasada

²⁵⁴ Fatma Doğruel ve S. Doğruel, **a.g.e.**, s. 21-22.

²⁵⁵ Oskay, **a.g.e.**, s.125.

²⁵⁶ Keyder Çağlar, **Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye; 1923-1929**, Yurt Yayınları, Ankara, 1982, s.101.

değer kazanması ya da kaybetmesi sonucu öteki yabancı paraların kurlarına göre % 2'yi aşan fark meydana geldiğinde kurlar ayarlandığı için, 1974 yılında çeşitli tarihlerde bazı dövizlerin TL karşılığında küçük kur ayarlanmaları yapılmış, bunun yanı sıra iki tane de büyük oranlı devalüasyon ayarlamasına gidilmiştir. Bu çerçevede; 1976'da üç kez , 1977'de de 2 kez 1978'de 3 kez, 1979'da da 3 kez kur ayarlamasına gidilmiştir. 1978 yılında yapılan ilk büyük devalüasyon ile TL'nin değeri dolar karşısında %30 oranında düşürülerek, 1\$ = 25,50TL olmuştur. Yapılan ikinci büyük devalüasyon ile ise 1\$ = 35TL'ye yükseltilmiştir.²⁵⁷ Ancak tüm bu büyük ve küçük çaplı kur ayarlamaları, TL'nin Dolar karşısındaki aşırı değerlenme durumunu ortadan kaldırmaya yetecek büyüklükte olmamıştır.²⁵⁸

IV.2.2.7.1980 - 1987 Dönemi

Türkiye 24 Ocak 1980 Kararları ile ekonomide yeni bir döneme girmiş ve buna bağlı olarak TCMB para politikası da köklü değişimlere uğramıştır. Bu kararlarla birlikte fiyat kontrolleri kaldırılmış, korumacı dış ticaret rejimi yerini dışa açık dış ticaret politikasına bırakmış, sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmiş ve ekonominin ihtiyaç duyduğu tasarruf birikimini sağlayabilmek için negatif reel faiz uygulamasına son verilerek bankaların kredi ve mevduat faizleri serbest bırakılmıştır.

Kamu kesimi açıklarını karşılama politikasına son verilmesi nedeniyle TCMB kredileri içinde kamu kredilerinin payı azalırken özel kredilerin oranı artmıştır. Bu özel kredilerin içinde ise ihracat ve yatırım amaçlı kredilerin payı yüksektir. Ancak dönemin sonuna doğru kamu kesimine açılan kredilerin içinde Hazine'ye kısa vadeli avans şeklindeki kredilerin oranının artması bankanın kamu kesimini finanse etme alışkanlığına döndüğünün göstergesidir.²⁵⁹

29 Mayıs 1980 tarihli Kararname ile bankaların açtıkları kredilere ve vadeli mevduata uygulayacakları faiz oranını belirlemekte serbest bırakılmış, TCMB'nin uyguladığı tavan faiz oranını belirleme yöntemine son verilmiştir. Ancak artan enflasyon nedeniyle kredi talebinin de artması banka sermayelerinin bu artış karşısında

²⁵⁷ Oskay, **a.g.e.** , s.125.

²⁵⁸ Karluk, **a.g.e.** , s.330.

²⁵⁹ Karluk, **a.g.e.**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.S., İst., 1996, s.67.

yetersiz kalması nedeniyle ortaya çıkan bankerler yüksek faizlerle bu talebi karşılamaya çalışmışlardır. 1982’de yaşanan Banker Krizi sonrası faizler tekrar TCMB tarafından belirlenmeye başlanmıştır.

Para politikası uygulaması açısından 1986 yılı bir dönüm noktası olmuştur. Para politikası özel ve kamu kesimlerinin portföy yapısına müdahale etmek yerine bankacılık kesiminin toplam rezervlerine odaklanmaya başlamıştır. 1985 sonunda ilk kez M2 para arzının ve bazı parasal büyüklüklerin 1986 yılı için gelişimini öngören, yıllık programdaki enflasyon ve büyüme oranlarıyla uyumlu bir parasal program hazırlanmıştır. M2 para arzı ile uyumlu rezerv para artışı, TCMB net iç ve dış varlıklarının programlanmasına dayandırılmıştır. Böylece TCMB bankacılık kesiminin TL cinsinden rezervlerini kontrol etmeye çalışarak hem daha etkin bir faiz politikası izlemeye hem de bankaların pasiflerinin kontrolü yoluyla, para arzını dolaylı yoldan kontrol etmeyi hedeflemiştir. Ancak yıl sonunda program hedefleri tutturulamamıştır. Yine de özel sektörün devletten kredi taleplerini, özel kesim harcamalarını doğrudan etkileyerek kontrol etmeye çalışan geleneksel para politikasından ilk kez sapılmış olunuyordu.

Kambiyo politikalarına döndüğümüzde ise; Türkiye’de 24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe giren, “Yapısal Değişim Programı” ile, ekonomik faaliyetlerden devletin mümkün olduğunca çekilmesi ve sadece alt yapı yatırımlarına girmesi, dış ticaretin ve döviz piyasasının serbestleştirilerek, TL’nin konvertibl hale gelmesi; finansal piyasalarda serbestlik sağlanarak, fiyat ve faizlerin, arz ve talebe göre belirlenmesi ve finansal piyasaların geliştirilmesi hedeflenmiştir.²⁶⁰ Anılan ekonomik tedbirler paketine kadar döviz kuru 1 ABD Doları= 26.50 TL olarak devam etmiştir. 25.02.1930 tarih ve 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hükümlerine göre 24 Ocak kararlarına dek uygulanmakta olan sabit kur politikası Türk Lirası (TL)’nin aşırı değerlenmesine yol açtığı için 25 Ocak 1980’de 1 TL = 70 ABD Doları olacak şekilde devalüe edilmiş ve bu tarihte kur rejiminde değişikliğe gidilerek sürünen parite rejimine geçilmiştir. Bu tarihten itibaren kurlardaki ayarlamalarının daha sıklıkla yapılmaya başlandığı görülmektedir. Uluslararası piyasalar ve para piyasalarındaki gelişmeler göz

²⁶⁰ Sadi Uzunoglu, K.Alkin, F.Gürlel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Yayınları No:6, İstanbul, 2001, s.91.

önüne alınarak 1980 yılı içerisinde kurlar 16 defa değiştirilmiştir. 1 Mayıs 1981'e kadar 6 kur ayarlaması daha yapılmış, söz konusu tarihe kadar çoklu kur uygulaması sürdürülmüştür.

1 Mayıs 1981'den itibaren tek kur uygulamasına geçilmiş, döviz kurları Merkez Bankası tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlanmıştır. Uluslararası piyasalar ve para piyasasındaki gelişmelere göre 1981'de 164 kez, 1982'de 245 kez, 1983'te 246 kez kurlar değiştirilmiştir. Diğer bir ifadeyle kurlar her iş günü yeniden tespit edilmiştir.²⁶¹

29 Aralık 1983'te yürürlüğe giren TPKK Hakkında 28 sayılı Karar ve bu kararı bütünleştiren 7 Temmuz 1984'te yürürlüğe giren TPKK Hakkında 30 sayılı Karar'la Türkiye'de uygulanmakta olan kambiyo rejimi önemli ölçüde liberalize edilmiştir. Ticari bankalara kambiyo işlemlerinde Merkez Bankası'nın ilan ettiği kurların dışında bir kur uygulayabilme olanağı sağlanmıştır. Ayrıca, dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de Türk parasıyla tahsilat ve ödemelerde bulunmaları serbest bırakılmıştır. Türkiye'deki kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları, söz konusu dövizleri bankalarda açacakları döviz hesaplarında tutmaları, bu hesapları efektif olarak kullanmak dahil her türlü tasarrufta bulunabilmeleri ve Türkiye'de yapacakları işler nedeniyle dışarıda yerleşik kişilerden döviz kabul etmeleri de serbest bırakılmıştır. Bu karar, aslında Türkiye'de 2003 yılı başı itibarıyla 46 milyar ABD Doları tutarına ulaşan döviz tevdiat hesaplarının başlangıç noktasını teşkil etmiştir.

TCMB sadece orta vadeli reeskont politikası uyguladığından bankaların rezerv ihtiyaçlarını daha rahat karşılayabilmeleri için 2 Nisan 1986'da bankalar arası Para Piyasası (İnterbank) faaliyete başlamıştır. Buna göre rezerv ihtiyacı olan bankalar rezerv fazlası olan bankaları bu piyasa sayesinde birbirlerini tanımaya gerek kalmadan TCMB'nin aracılığı ile bulabiliyorlardı. Her bankanın teminat karşılığında işlem yapabilme limitleri belirlenmişti. Böylece piyasadaki faiz oranları, TCMB'nin müdahalesi olmaksızın tamamen arz-talep koşullarına göre oluşuyordu. Bankaların rezerv yönetimini kolaylaştıran İnterbankı faiz ve işlem hacmi bakımından izleyen TCMB'nin para politikası kararlarını alması kolaylaşmıştır. Öteyandan, 1986 yılında

²⁶¹ Ertekin, **a.g.e.**, s.16.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiş, böylece yeni finansal araçlar piyasaya girmeye başlamıştır.²⁶²

IV.2.2.8.1987 – 1990 Dönemi

Bu dönemde enflasyon artışının faiz oranlarını asması nedeniyle yerli paraya karşı oluşan güvensizliği gidermek ve TL tutmayı cazip hale getirmek için 1988'in başında pek çok karar alınmıştır. Vadeli ve vadesiz mevduat için faiz oranlarının üst limitleri belirlenmiş, mevduat munzam karşılıkları (MMK) ve dispoñibilite oranları arttırılmıştır. Ayrıca ithalat teminatları yükseltilmiştir. Piyasadaki likidite fazlasını gidermeyi amaçlayan bu önlemlerle bankaların kredi verebilme kapasitelerini daraltmak amaçlanmış ve piyasada para darlığı yaratılmak istenmiştir.

1988 yılı Ağustos ayında mali piyasalarda yapılan bir değişiklikte döviz kurlarının piyasa koşulları altında tespiti sistemine geçilmiştir. Bu amaçla Merkez Bankası bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasaları kurulmuştur. Bir baksa yenilik ise Hazine'nin ihale faizlerine sınır koyması sonucu DİBS satışlarının istenilen oranda yapılamaması nedeniyle dövize olan talebi önlemek amacıyla Eylül 1988'den itibaren bankalar mevduatlarına uyguladıkları faiz oranlarını tespit etmekte serbest bırakılmıştır. 1989 yılında ise reel ücretlerde yüksek bir artışın gerçekleşmesi kamu açıklarını daha da arttırmıştır. Günümüz kur rejimi tercihini ve kur politikasını derinden etkileyen en önemli değişiklik ise 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar ile gerçekleşmiştir. 32 Sayılı Karar tam konvertibiliteye geçiş kararı olarak da kabul edilmektedir. Söz konusu Karara göre, Türkiye'de yerleşik kişilere bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerden istedikleri kadar döviz satın alma ve bunu yurtdışına transfer izni verilmiştir. Ayrıca ,dışarıda yerleşik kişilerin borsada işlem gören Türk Menkul Kıymetlerini, Türkiye'de Sermaye Piyasası Kanununa göre faaliyet gösteren bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla satın almaları, satmaları, bu kurumlar aracılığıyla transfer ettirmeleri ile Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yabancı borsalarda işlem gören menkul kıymetleri satın almaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini transfer ettirmeleri serbest

²⁶² Mehmet Güçlü, **Ekonomik İstikrar Arayışlarında Döviz Kuru Sistemlerinin Rolü: 2000 Yılı Türkiye Deneyimi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, Mayıs 2005, s.87.

birakılmıştır. Bunlara ek olarak, Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından her tür kredi almalarını ve Türk bankalarının döviz kredisi açmalarını düzenleyen esaslar da liberalleştirilmiştir.²⁶³ TL reel olarak değer kazanmıştır.

Bu dönemde TCMB’nin para politikası araçları doğrudan dolaysız araçlara doğru bir dönüşüme girmiştir. Dolaylı para politikası araçlarının etkinliğini artırmak amacıyla Hazine ile TCMB arasında Mart 1989’da 1211 sayılı kanunun 50.maddesine uygun olarak Hazine’ye açılan avansın %4 faiz ile kullanılan kısmına bir tavan getirilmesine yönelik bir protokol imzalanmıştır. Ayrıca orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına da 1 Ocak 1990’dan itibaren son verilmiştir. Böylece reeskont kredileri selektif kredi aracı olmaktan çıkarılarak bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamayı amaçlayan bir para politikası aracı haline getirilmiştir.

IV.2.2.9.1990 – 2001 Dönemi

Bu dönemde ekonomik göstergeler bozulmaya devam etmiş, bütçe disiplini sağlanamadığından tekrar TCMB kaynakları kullanılmış, enflasyon ve kurlar istikrarı tümüyle kaybederek artış sürecine girmiş ve büyüme hızları rekor düzeyde düşük kalmıştır. 1991 yılı dışsal şoklar nedeniyle para politikası açısından olumsuz bir yıl olmuştur. Körfez Savaşı nedeniyle bankacılık sektöründe belirsizlik yaratmış, sermaye hareketlerinin serbestliği yurtdışına kısa vadeli sermaye çıkışına neden olmuştur. Döviz talebinin artması sonucunda TCMB döviz rezervlerini kullanarak piyasaya müdahale etmek zorunda kalmıştır. 1991’de Hazine’nin piyasadan borçlanamadığı dönemlerde TCMB’ye başvurmayı alışkanlık haline getirmesi yüzünden kamu finansman açığının dolayısıyla parasal büyüklüklerin denetimi zorlaşmıştır. Kamunun TCMB’den yoğun olarak kredi kullanması bankanın araç bağımsızlığı açısından olumsuzluk yaratmıştır.

TCMB 1992 yılı para programıyla bilançosunu kontrol altına almayı amaçlamış, bilanço büyüklüğü, net iç varlıklar ve MB parası üzerine limitler koymuştur. Kamu sektörüne verilen kredilerdeki hızlı artış nedeniyle TCMB’nin para programı hedeflerini tutturamayacağı yılın daha ilk aylarında ortaya çıkmıştır. Bu yüzden para

²⁶³ Arat, a.g.e. , s.39.

politikası parasal genişleme yerine döviz kurlarındaki istikrarı kontrol etmeye çalışmıştır. 1991’de Körfez Krizinin de etkisiyle (net kısa vadeli sermaye çıkışının etkisiyle) TL reel olarak değer kaybetmiştir. 1992’de kurlardaki dalgalanma önemli ölçüde önlenmiştir. 1993’ün son aylarından itibaren piyasadaki fazla TL likiditesi ve açık pozisyon kapamaya yönelik döviz talebi, döviz kurları üzerinde baskı oluşturmuştur Buna yönelik olarak TCMB API yoluyla piyasadaki likidite fazlasını çekmeye çalışmış ve döviz satarak da döviz piyasasına müdahale etmiştir.²⁶⁴ 1993’te herhangi bir parasal program açıklanmamıştır. Parasal büyüklüklerin kontrolü yerine faiz ve kurlarda istikrarı sağlamak hedeflenmiştir. Yıl içinde TCMB kredilerinin basta Hazine’ye açılan kısa vadeli avans olmak üzere büyük bölümü tahkim edilerek TCMB bilançosunda aktifleştirilmiştir. Ekonomik bakımdan önemli boyutlara ulaşan tahkim uygulamasının büyük ölçüde bütçe dışı işlemlerle gerçekleştirilmesi 1994 Krizinin nedenlerinden biri olmuştur.

1994 Krizinin başlıca sebebi ekonomideki politika hatalarıdır. Bu hatalardan ilki 1993 yılının ikinci yarısından itibaren DİBS ihalelerindeki faizlerin daha da yükselmesini önlemek amacıyla hükümetin bazı ihaleleri iptal etmesi ya da çok düşük miktarda satışa izin vererek faizler üzerinde baskı kurmak istemesidir. 1993 yılının son aylarından itibaren Hazine’nin iç borçlanma ihalelerini iptal etmesi başka bir ifade ile az miktarda borçlanması üzerine piyasadaki TL likiditesi giderek artış kaydetmiş ve döviz kurları üzerinde baskı yaratmaya başlamıştır. Söz konusu baskı 1994’ün ilk aylarında da devam etmiştir. Merkez Bankası, faiz oranlarını arttırarak fazla likiditeyi çekmeye ve döviz kurları üzerindeki baskıyı kaldırmaya çalışmış ancak başarılı olamamıştır. Bu dönemde ikinci hata ise hükümetin kamu açıklarının finansmanında yoğun şekilde TCMB kaynaklarına başvurmasıdır. Bu politika hataları ekonomideki döviz talebini hızla arttırarak 1994 Krizine neden olmuştur. Kamu açıklarındaki artışa rağmen Hazine’nin iç borçlanma faizlerini düşürmeye çabalaması, DİBS ihalelerine olan talebi düşürmüştür. Dış borçlanma için elverişli koşulların olmayışı nedeniyle 1994’ün ilk aylarında TCMB’nin kamuya açtığı kredilerde sıçrama görülmüştür. Buna karşılık aynı dönemde rezerv para çok az artmış, iç varlıklar döviz yükümlülükleriyle birlikte artmıştır. TCMB döviz rezervlerini kullanarak döviz piyasalarında istikrarı sağlamaya

²⁶⁴ Fatma Doğruel, S. Doğruel, **a.g.e.**, s. 37.

çalışmıştır. Ancak aşırı değerlenen Türk Lirasında devalüasyon beklentisiyle birlikte 1994 Krizi gerçekleşmiştir.²⁶⁵

26 Ocak 1994’de TL, ABD Doları karşısında %13.6 oranında devalüe edilmiştir. Daha sonra 5 Nisan Kararlarıyla bir dizi ekonomik tedbir yürürlüğe konmuştur. Alınan tedbirler çerçevesinde, Merkez Bankası 5 Nisan 1994 tarihinden itibaren ticari ve gayri ticari işlemlere ilişkin olarak yapılan döviz ve efektif alım-satımlarında uygulanacak döviz kurlarının bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve PTT’ce piyasa kuralları dahilinde serbestçe belirleneceğini duyurmuştur. Bunlara ek olarak, Merkez Bankası tarafından serbest döviz piyasasında oluşan kurları yansıtan “gösterge niteliğinde” olan kurlar ilan edilmeye başlanılmıştır.

1994 yılında uygulamaya başlanan istikrar programının bir parçası olarak kur politikasının, enflasyonun düşürülmesinde nominal çapa olarak kullanılması öngörülmüştür. 1995 yılı başında IMF ile bir stand-by anlaşması imzalanmış ve yapılan anlaşma çerçevesinde, 1 ABD Doları ve 1.5 Alman Markı olarak tanımlanan kur sepetinin aylık değerinin, öngörülen aylık enflasyon oranları kadar arttırılması kararı alınmıştır. 1995 yılı için öngörülen enflasyon oranına bağlı olarak hedeflenen kur sepetindeki artış oranı saptanmış ve bu tarihten itibaren kur sepetinin hedef değerleri piyasalara duyurulmuştur. Ancak, 1995 yılında gerçekleşen döviz sepeti artış oranı (%60.1) gerçekleşen TEFE’nin (%64.9) altında kalmış ve kurlar reel olarak değerlendirilmiştir. 1995 yılında Merkez Bankası, kur sepetinde öngördüğü artışı gerçekleştirebilmek için döviz piyasalarına satım yönünde müdahalede bulunmuştur. Bu yıl ilk defa gerçekleştirilen uygulama ise Merkez Bankası’nın vadeli döviz işlemleri (forward) gerçekleştirmesidir. Söz konusu işlemler piyasadaki devalüasyon beklentilerinin kırılmasına neden olmuştur.²⁶⁶ Vadeli döviz satım işlemleri Merkez Bankası’nca uzun süre kullanılan bir enstrüman olmamıştır. Esasında bu uygulamanın devam ettirilmemiş olması 1997’de Güney Doğu Asya’da ortaya çıkan Tayland deneyimi göz önünde bulundurulduğunda olumlu bir gelişme olmuştur.

²⁶⁵ Karluk, **a.g.e.**, s.72.

²⁶⁶ TCMB Yıllık Raporu, 1995

1996 yılında ise Merkez Bankası döviz kuru politikasını uygulamakta olduğu para politikası çerçevesinde şekillendirmiştir. Merkez Bankası 1996 yılında uyguladığı para politikası ile finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını ve sürdürülmesini sağlamaya çalışmıştır. Bu çerçevede oluşturulan kur politikasında ise reel döviz kurundaki dalgalanmayı en aza indirmeye çalışmıştır. Bu uygulamasında Merkez Bankası'nın başarılı olduğu görülmektedir. Kasım-Aralık 1996 dönemi dışarıda bırakıldığında aylık kur sepetindeki artışların aylık enflasyon oranlarına yakın seyrettiği görülmektedir. 1996 yılı sonundaki kümülatif kur sepeti artışı %77.3 olurken, TEFE artışı ise %84.9 olarak gerçekleşmiştir. Reel kurlarda dalgalanma minimize edilmeye çalışılmış ancak reel değerlenmenin önüne geçilememiştir. Merkez Bankası'nın 1996'da finansal istikrarı sağlarken döviz kuru politikalarını kullanmakla bir bakıma, bankaların, döviz yükümlülüklerinin artmaya başladığı bir dönemde kur risklerini azaltmalarını sağlamıştır. Kamu'nun iç borcu çevirmesinde de anılan uygulama Hazine'ye kolaylık sağlamıştır.²⁶⁷

Merkez Bankası 1997 ve 1998 yılında da aylık nominal devalüasyon oranını öngörülen enflasyon oranına paralel olacak şekilde belirlemeye devam etmiştir. Bu politika 1996 yılındaki uygulamaya benzer şekilde, para politikasının finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına ve sürdürülmesine yönelik olarak, para politikasına yardımcı olmak amacıyla reel döviz kurlarındaki dalgalanmanın minimize edildiği bir politika olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifade ile, para ve kur politikasında 1996, 1997 ve 1998'de büyük değişiklikler yapılmamıştır.

1997'de yıl sonu itibarıyla, aylık ortalama kur sepetindeki artış %77.3 olarak gerçekleşirken, TEFE'deki yıllık ortalama artış %75.9 olmuştur. 1998'de söz konusu artış oranları sırasıyla %58.2 ve %54.2'dir. 1997'de yaşanan Asya krizinin ardından, 1998'e damgasını vuran olay Rusya krizi olmuştur. Ülkeye giren kısa vadeli ve portföy şeklindeki sermaye akımları sonucunda Merkez Bankası hedeflediği sepet artış oranlarını gerçekleştirebilmek için döviz piyasalarından yıl içerisinde Ağustos ayna kadar döviz alımında bulunmuştur. Ancak, Ağustos ayında Rusya'da yaşanan finansal kriz sonrasında kısa vadeli sermaye çıkışıyla birlikte Merkez Bankası piyasalara döviz

²⁶⁷ Arat, a.g.e. , s.41.

satımında bulunmuştur. Ancak 1998 yılının geneline bakıldığında Merkez Bankası piyasalardan net döviz alıcısı konumundadır. söz konusu krizlerle büyük bir daralma sürecine giren Türkiye’de bavlul ticaretinde büyük düşüşler yaşanmıştır. Daha da önemlisi, yabancı yatırımcıların Türkiye’nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan piyasalara yönelik güvenleri sarsılmış, bu nedenle yurtdışından borçlanma maliyetleri artmış ve dış ticaretimizde büyük bir düşüş yaşanmıştır.²⁶⁸

Tablo V
Çeşitli Makroekonomik Göstergeler

Yıl	Enflasyon (TÜFE)(%)	Büyüme (%)	Dış Ticaret Açığı (Milyon \$)	Cari Denge/ GSYİH(%)	İşsizlik (%)	Döviz Rezervi (Milyon \$)
1990	60,3	9,2	-9.342,8	-1,7	7,5	-
1991	66,0	0,9	-7.453,5	0,2	8,4	-
1992	70,1	6,0	-8.156,5	-0,6	8	-
1993	66,1	8,0	-14.083,3	-3,6	8,0	17.761,4
1994	106,3	-5,5	-5.164,1	2,0	7,6	16.514,3
1995	88,1	7,2	-14.072	-1,4	6,6	23.316
1996	80,3	7,0	-20.402,2	-1,3	5,8	24.965
1997	99,10	7,5	-22.297,6	-1,4	6,6	27.138,1
1998	69,70	3,1	-18.947,5	1,0	6,2	29.498,6
1999	68,8	-4,7	-14.084,1	-0,7	7,3	33.751,3
2000	39,0	7,4	-26.727,9	-4,9	6,6	34.159,4
2001	68,5	-7,5	-10.064,9	2,3	8,3	30.191,7
2002	29,70	7,8	-15.494,7	1,0	10,3	38.051,2
2003	18,40	5,9	-22.086,9	-3,4	10,5	44.956,9
2004	9,32	9,9	-34.372,6	-5,2	12,4	53.787,7
2005	7,72	7,6	-43.297,7	-6,3	8,8	68.785,1
2006	9,65	6	-54.041,5	-8,3	9,9	90.807,8
2007	8,39	4,5	-62.842,3	-7,4	9,9	-

Kaynak: **Temel Ekonomik Göstergeler**, İTO Yayınları, 2005, s.32

Türkiye ekonomisi 2000 yılına girerken son derece karamsar bir tablo sergilemekteydi. 1999 yılında ekonomi yaklaşık %5 küçülmüş, toplam borç stoku GSYİH’nın %60’ına ulaşmış, yani, iç borç dinamiği ciddi bir bozulma eğilimine girmişti. Tüketici Fiyat Endeksi enflasyonu %70’lere ulaşmıştı, Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı %100’ün üzerine çıkmış, hiperenflasyon beklentisi artmaya başlamıştı.²⁶⁹

²⁶⁸ Güçlü, a.g.e. , s.89.

²⁶⁹ Güçlü, a.g.e. , s.90.

2000 yılı başında IMF ile stand-by anlaşması imzalanarak üç yıllık bir program uygulamaya koyulmuştur. Söz konusu programın üç ana unsuru bulunmaktaydı. Birinci olarak, sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirilmenin hızlandırılması öngörülmekteydi. İkinci ve programın bir diğer temel unsuru olarak enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulanması belirlenmişti. Son olarak ise, yukarıda belirtilen unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşmesine odaklanmış para ve kur politikası uygulanması öngörülmekteydi.²⁷⁰

2000 yılında uygulanmaya başlanan programda, kur rejimi enflasyon hedefine yönelik uygulanmaya başlanmıştır. 1995'den 2000'e kadar kur ayarlamaları tahmin edilen enflasyona göre tespit edilirken, 2000 yılı başında kur artış oranları, hedeflenen enflasyona göre tespit edilmiş ve uygulanmıştır. Merkez Bankası, 2000 yılı için hedeflenen (%20 TEFE) enflasyon oranı kadar sepet artış oranının yıllık olarak % 20 olarak gerçekleşeceğini ilan etmiş ve taahhüdünü yerine getireceğinin göstergesi olarak, bu hedefe uygun günlük sepet değerlerinin alacağı değeri önceden ilan etmiştir. Ayrıca, ilan edilen sepet değerlerinin tutturulabilmesi için Merkez Bankası döviz piyasalarında ilan edilen sepet değerleri üzerinden, döviz alımı ve satımı yapacağını ilan etmiştir. Kur rejimindeki değişiklik ile Merkez Bankası, 1995-1999 döneminde uyguladığı, temel amacı reel kur dalgalanmasını engellemek olan ve tahmin edilen enflasyon oranları çerçevesinde belirlenen kur artış oranlarını tespit etme uygulamasından, hedeflediği enflasyona yönelik bir kur rejimi uygulamasına geçmiştir. Diğer bir ifadeyle, edilgen bir kur politikası uygulamasından etken bir kur politikası uygulamasına, bu kur rejimi değişikliği ile gidilmiştir. Aslında, 2000 yılı başında ilan edilen kur sepeti artış değerleri hedeflenen enflasyon oranı kadar tespit edildiği için kurlarda reel değerlenme olmayacağı düşünülmüştür.

2000 yılında uygulanmaya konulan 3 yıllık program çerçevesinde kur rejiminde de iki dönemli bir uygulama stratejisi geliştirilmiştir. TCMB tarafından yapılan basın duyurusunda, kur politikasının yalnızca enflasyon hedefine göre

²⁷⁰ Arat, a.g.e. , s.43.

uygulanacağı ve 2000 Ocak – 2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede, “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”, takip eden dönemde ise “kademeli olarak genişleyen aralık” çerçevesinde yürütüleceği belirtilmiştir. Bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi enflasyonun kontrol altına alınıp kademeli olarak düşürülmesi amacıyla döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılacağı belirtilmiştir. Buna göre, 1 Temmuz 2001’den 31 Aralık 2001’e kadar kademeli olarak %7.5, Haziran 2002’ye kadar %15’e ve 31 Aralık 2002’ye kadar % 22.5 ‘e yükseltileceği belirtilmiştir.

Kur bandının kademeli olarak genişlemesi öngörülürken, kurun bant içerisindeki hareketlerine Merkez Bankası’nın müdahalesi olmayacağı belirtilmiştir. Programın ikinci yarısında uygulanacak bant sisteminin uygulanmakta olan sabit kur rejiminden bir çıkış stratejisi olduğu belirtilmiştir.²⁷¹

Programın uygulanmaya başlamasıyla birlikte, enflasyon oranı hızla düşmeye başlamış, faiz oranları gerilemiş, kamu finansman dengesinde iyileşmeler gözlenmiş ve ekonomide öngörülebilirliğin artmasıyla Türkiye ekonomisi yeniden büyüme sürecine girmiştir. Ancak, bir yandan, iç talepteki canlanma ve başta ham petrol olmak üzere enerji fiyatlarındaki yükselme, öte yandan döviz kurundaki artışın hedef alınan enflasyona göre belirlenmesi, buna karşılık enflasyon gerçekleştirmelerinin hedef alınan enflasyonun üzerinde kalması Türk lirasının reel olarak değerlendirilmesine yol açması nedenleriyle; ithalat hızlı bir biçimde artmış ve cari işlemler dengesi bozulmuştur.²⁷² Buna ek olarak, özelleştirme ve mali piyasalarda yapılması gereken yapısal reformlara ilişkin gecikmeler uygulanmakta olan programın sürdürülebilirliğinin sorgulanmaya başlamasına neden olmuştur. Uygulanmakta olan stabilizasyon programı ilk sarsıntıyı Kasım 2000’de geçirmiştir. Kasım ayının başında başta likidite krizi olarak başlayan kriz, ilk önce faizlerin (hem devlet iç borçlanma senetleri faizlerinin, hem de para piyasası faizlerinin) artmasına neden olmuştur. Piyasadaki TL likiditesi sıkışmasına rağmen bankalar Merkez Bankası’ndan döviz de talep etmişlerdir. Merkez Bankası Net İç Varlıklar tavanını aşarak, piyasaya hem TL likidite sağlamış hem de döviz satarak programı devam ettirmeyi başarmıştır. IMF’den sağlanan Ek Rezerv Kolaylığı ile,

²⁷¹ Gazi Erçel, **2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması**, TCMB, Ankara, 1999, s.42.

²⁷² TCMB Yıllık Rapor, 2001.

BDDK'nın Demirbank'ı Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna alması ve alınan diğer yapısal tedbirler ile enflasyonu düşürme programının devam etmesi sağlanmıştır. Ancak kasım krizi sonrasında piyasalarda artan tedirginlik faiz oranları ve kur artış hızı hedefi arasında yaşanan uyumsuzluk artarak devam etmiştir.

Kasım krizinden sonra kur sepeti uygulaması devam ettirilebilmiş, ancak reel kur değerlendirilmesi Şubat 2001 krizine kadar devam etmiştir. Politik belirsizlikler, özelleştirme hedeflerinde yaşanan aksamalar, kamu bankalarına ilişkin düzenlemelerde yaşanan sorunlar 2000 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye'ye kaynak girişini azaltmıştır. Likidite yaratım mekanizmasının döviz girişine dayandırılmış olduğu bir para politikasında dış kaynak imkanlarındaki bu daralma likidite sıkışıklığına yol açarak kısa vadeli faizleri yükseltmiş D_BS fiyatlarını düşürmüştür. Süreç faiz oranlarının yeterli düzeyde aşağı çekilememesi, programın devam edebileceği yönünde güvenin kalmayışı ve artan döviz talebi sonucu TCMB rezervlerinin hızla düşmeye başlaması sonucu Şubat 2001 Krizi ile sonuçlanmıştır.²⁷³ 2001 yılı şubat ayında yaşanan siyasi kriz (DSP-MHP-ANAP'tan oluşan koalisyon hükümetinde, Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında Milli Güvenlik Kurulunda yaşanan tartışma sonucunda, Başbakanın durumu "ciddi bir siyasi kriz" olarak değerlendirmesi sonucu piyasalarda programa olan güven sarsılmış ve dövize hücum başlamıştır.) kırılma noktası maksimum seviyede bulunan Türkiye ekonomisinin tarihindeki en büyük ekonomik krizi yaşamasına neden olmuştur. Mevcut döviz kuru sistemini daha fazla savunamayan ekonomi yönetimi, ortak karar doğrultusunda 22 şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimi sistemine geçiş kararı almış ve Uluslararası Para Fonu ile ortak yürütülen programın bu tarihten itibaren dalgalı döviz kuru rejimi altında yürütüleceğini ilan etmiştir.

²⁷³ Fatma Doğruel, S. Doğruel, **a.g.e.**, s. 37.

Tablo VI
Sabit Ve Esnek Kur Rejimleri Altında Türkiye’de Enflasyon Ve GSMH Büyüme
Oranları
(1924 – 2001)

SABİT KUR REJİMİ					
Genel Dönem 1924-2001	Dönem Geneli 1924-1980	Atatürk D. 1924-1939		Planlı D.Ö. 1946-1959	Dönem Geneli 1960-1980
Enflasyon (GSMH Deflatörü)	25,1 (30,9)	12,3 (23,4)	-1,6 (10,9)	8,5 (8,7)	19,7 (23,7)
GSMH Büyüme Oranı	4,8 (7,9)	5,1 (8,6)	7,9 (10,5)	7,4 (8,4)	4,8 (3,5)
SABİT KUR REJİMİ			ESNEK KUR REJİMİ		
1960-1969	1970-1980	Dönem Geneli 1981-2001		1981-1988	1989-2001
Enflasyon (GSMH Deflatörü)	5,4 (2,1)	32,7 (26,9)	59,8 (20,5)	42,4 (14,6)	70,5 (15,7)
GSMH Büyüme Oranı	5,6 (3,1)	4,1 (3,8)	3,8 (5,3)	5,2 (2,6)	2,9 (6,4)

Kaynak: T.C. Devlet Planlama Teşkilatı,
<http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?IcerikRef=1678&WorkArea=ctl41>, (Erişim tarihi: 24.01.2008)

Türkiye’de yaşanan 2001 krizi, ekonomik literatürde “imkânsız üçleme” olarak bilinen kavram ile yapı olarak bire bir örtüşmektedir. İmkânsız üçleme kavramına göre bir ülke aynı anda hem sabit döviz kuru rejimi, hem bağımsız para politikası, hem de sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir piyasaya sahip olamaz. 2001 krizinde sermaye hareketlerinin serbest olduğu Türkiye’de ekonomi yönetimi sabit döviz kuru rejimi ve bağımsız bir para politikası seçenekleri arasından birini seçmeye zorlanmıştır. Döviz kurunu dalgalanmaya bırakarak bağımsız bir para politikası sahibi olmayı seçen ekonomi yönetimi 2001 krizi nedeniyle Türkiye ekonomisinde yaşananların imkânsız üçleme kavramına çok pahalı bir örnek teşkil etmesine neden olmuştur.²⁷⁴ Eğer sermaye hareketliliği ülkelerin öğrenme yetilerinden daha hızlı büyürse sonuç olarak daha fazla krizler olacaktır. Bu senaryo, son yıllarda dünyada yaşanan krizlerin önemli bir kısmını açıklamaktadır.²⁷⁵ Türkiye 2001 krizinin ve yüksek ekonomik maliyetinin temel belirleyicilerinden biri de, dalgalanma korkusu çerçevesinde de tartışılan, ekonomideki yüksek dolarizasyon ve diğer bilanço kırılganlıklarıdır.

²⁷⁴ Yusuf Önder, **Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği**, TCMB Araştırma Yayınları, Ankara, 2007, s.23.

²⁷⁵ Thomas Willett, **Fear of Floating Needn’t Imply Fixed Rates**, Open Economies Review, XIV, 1, Mayıs 2002, s.71.

Tablo VII. Türkiye’de Uygulanan Kur Rejimleri (1930 – 2008)

<i>Tarih</i>	<i>Kur Rejimi Sınıflandırması</i>	<i>Yorumlar</i>
Eylül 1930 - Ağustos 1931	İngiliz Sterlini Çapası	
Eylül 1931 - 26 Eylül 1936	Fransız Frankı Çapası	
26 Eylül 1936 – 28 Kasım 1939	İngiliz Sterlini Çapası	
28 Kasım 1939 – Şubat 1941	Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur.
Mart 1941 – Ağustos 1943	Serbest Düşen* / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur.
Eylül 1943 – 09 Eylül 1946	Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur.
09 Eylül 1946 - 03 Eylül 1953	ABD Doları Çevresinde Sürünen Şerit / Paralel Piyasalar	Resmi kur ABD Dolarına bağlanmıştır. Şerit genişliği $\pm$ %5 olarak belirlenmiştir.
03 Eylül 1953 – 20 Ağustos 1960	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. Paralel piyasa primi sürekli olarak üç rakamlı olup, Temmuz 1958 tarihinde %537’e yükselmiştir.
20 Ağustos 1960– 6 Haziran 1961	ABD Doları Çapası	
6 Haziran 1961 – 9 Ağustos 1970	ABD Doları Çevresinde Sürünen Şerit / Çifte Kur	Şerit aralığı $\pm$ %5 civarındadır. Paralel piyasa primi %30-60 aralığında dalgalanmaktadır.
9 Ağustos 1970 – 22 Aralık 1971	ABD Doları Çapası	
22 Aralık 1971 – Ağustos 1976	ABD Doları Çevresinde Sürünen Şerit / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. Şerit genişliği $\pm$ %5 olarak belirlenmiştir. Resmi kurlar sabitlenmiştir, fakat sık-sık kur ayarlaması yapılmaktadır. Resmi yatay şerit %4,5 aralığındadır.
Eylül 1976 – Mart 1981	Serbest Düşen / ABD Doları Çevresinde Sürünen Şerit / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. Şerit genişliği $\pm$ %5 olarak belirlenmiştir. Resmi kurlar sabitlenmiştir, fakat sık-sık kur ayarlaması yapılmaktadır.
Nisan 1981 - 22 Mart 1983	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. 01 Mayıs 1981 tarihinde TL’nin ABD Dolarına çapası resmi olarak kaldırıldı.
22 Mart 1983 – Nisan 1984	Yönetimli Dalgalı	1984 yılından itibaren piyasa primi önemli ölçüde, tek rakamlar içerisinde kaldı.
Mayıs 1984 – Ocak 1998	Serbest düşen / Yönetimli Dalgalı	
Şubat 1998 – 01 Ocak 1999	Alman Markı Çevresinde Sürünen Şerit / Serbest Düşen	Şerit genişliği $\pm$ %5 olarak belirlenmiştir. Sürünen şerit sadece 24-aylık dönemde saptanabilmiştir.
01 Ocak 1999 – Ocak 2001	Euro Çevresinde Sürünen Şerit / Serbest Düşen	Şerit genişliği $\pm$ %5 olarak belirlenmiştir.
Şubat 2001 – Aralık 2002**	Serbest Düşen / Serbest Dalgalı	
* Serbest Düşen: Enflasyon oranı %40’ın üstünde ise kur rejimi serbest düşen olarak tanımlanmaktadır.		
Kaynak: Reinhart ve Rogoff, The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, NBER Working Papers 8693, 2002, s.100		

IV.2.2.10. 2001'den Günümüze Kadar Uygulanan Kur Politikaları

Türkiye’de serbest dalgalanan kur rejimine planlı bir geçiş (2000 yılında uygulanmaya başlanan ve 2000-2003 yıllarını kapsadığı ilan edilen programın ilk 18 aylık döneminde artış oranı önceden ilan edilmiş kur sepeti rejimi uygulanması öngörülürken, ikinci 18 aylık dönemde (1 Temmuz 2001’den itibaren) kademeli olarak genişleyen döviz bantı sisteminin uygulanması öngörülüyordu.) olmaması ve dövize hücum sonrasında bunun gerçekleşmesi nedeniyle çok sancılı bir süreçten geçilmiştir. Türkiye gibi finansal piyasaları gelişmemiş olan ülkelerde, fon ihtiyacı olanların ya kısa vadeli olmak kaydıyla milli para cinsinden ya da döviz borçlanmak zorunda kalmaları, Türkiye’de de bankalar ve şirketler kesiminin yüksek oranda kur riski ile Şubat 2001 krizine yakalanmalarına neden olmuştur. Buna ek olarak, uzun yıllardır devam eden yüksek enflasyonun bir sonucu olarak Türkiye’de yüksek oranda para ikamesi bulunması ve 2000-2001 yılları arasında uygulanan artış oranı nedeniyle, sabit kur rejimine rağmen döviz tevdiat hesaplarının azalmayıp aksine artış kaydetmesi bankacılık kesiminin üstlendiği kur riskini daha da arttırmış olan bir diğer faktör olmuştur.

2001 yılını bir çok açıdan olduğu gibi, merkez bankacılığı açısından da bir dönüm noktası olarak görmek mümkündür. Şubat 2001 krizi ile birlikte, Türkiye yakın tarihinin en derin krizine girmiş, bankacılık ve ödeme sistemleri tam bir çöküşün eşiğine gelmiştir. Ancak, bu kriz bir çok açıdan yeniden yapılanma döneminin başlangıcını teşkil etmiştir. Gerek merkez bankacılığı ve gerekse diğer makroekonomik alanlarda kalıcı bir yapısal dönüşümün gerekli olduğu bilinci toplumun tüm kesimlerinde kabul görmeye başlamış, 1990 yıllarda tüm ağırlığı ile gerekliliğini hissettiren yapısal reformlar hızla gerçekleştirilmeye başlamıştır.

2001 yılı ve sonrası dönemi, hem merkez bankacılığı hem de diğer makroekonomik politikalar açısından iki dönemde incelemek mümkündür: Bunlardan ilki, krizin kontrol altına alınmaya çalışıldığı ve yapısal reformların temellerinin atıldığı 2001 yılı iken; ikincisi, krizin etkilerinden kurtulup, yapısal reformların, bütçe disiplininin ve tutarlı para politikalarının uygulanarak hızla dezenflasyon ve hızlı büyümenin sağlandığı, uzun dönemli istikrar programlarının kesintisiz uygulandığı,

para politikasının ve araçlarının modern merkez bankacılığı ilkeleri çerçevesinde yürütüldüğü 2002 ve sonrası dönemidir.²⁷⁶

Programın temel amaçları; bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Bu çerçevede, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi arttırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir.²⁷⁷

Serbest dalgalanan kur rejimine geçişin, dövize hücum sonrasında olması nedeniyle, bankalar kısa vadeli döviz yükümlülüklerini yerine getirmekte güçlüklerle karşılaşmışlardır. Ticari bankalar, muhabir açıklarını kapatabilmek için fiyatına bakmaksızın döviz talep etmeye başlamışlardır. Bu bağlamda Merkez Bankası, ticari bankalara söz konusu ihtiyaçlarını giderebilmeleri için döviz depo (Merkez Bankası bünyesinde işlev gören Döviz ve Efektif Piyasaları'na işlem yapmaya yetkili bankalara, piyasa faiz oranlarının üstünden sağlanan depo imkanına 22 Şubat 2001'den 2001 yılı Mayıs ayı sonuna kadar devam etmiştir.) imkanı sağlamıştır. Sağlanan döviz depo imkanı ile bankaların kısa vadeli döviz yükümlülükleri, TL karşılığı döviz talep etmeden karşılanmıştır.²⁷⁸

Merkez Bankası'nın döviz depo uygulamasının benzeri, 1994 krizinden sonra Meksika'da uygulanmıştır. Meksika döviz kurlarını 1994 yılının son aylarından itibaren serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Meksika'da kamu kesiminin döviz yükümlülüğü Tesebonos'ların (*ABD Doları cinsinden ihraç edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri*.) ihracı ile bir anlamda çözülmüş, özel sektörün dış yükümlülüklerini geri ödemeleri ise uluslararası kuruluşlardan ve ABD'den dış kaynak sağlandıktan sonra bile devam

²⁷⁶ Timur Önder, **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Mayıs 2005, s.234.

²⁷⁷ TCMB Yıllık Rapor 2002, s.13.

²⁷⁸ Arat, **a.g.e.**, s.60.

etmiştir. Bu bağlamda Meksika Merkez Bankası, özel sektörün döviz yükümlülüklerinden ortaya çıkan döviz talebinin bir şekilde giderilmediği takdirde kurlarda aşırı bir değer kaybının söz konusu olacağını ve hiper enflasyona sebep olma riski ile karşı karşıya kalınacağını düşünerek bir dizi tedbir almıştır. Bu bağlamda, krizden sonra, ticari bankalara dış döviz yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için döviz kredileri açılmıştır. Açılan kredilerden 17 ticari banka yararlanmış ve Nisan 1995'te 3.9 milyar ABD Dolarına ulaşan söz konusu kredi uygulamasına, bankaların Eylül 1995'te tüm kredilerini geri ödemeleri ile birlikte son verilmiştir.²⁷⁹

T.C. Merkez Bankası yukarıda açıklanan tedbirlere ek olarak, serbest dalgalanan kur rejimine geçiş sonrasında bankalar arası döviz piyasasında azalan döviz likiditesini arttırmak, bankaların kısa vadeli döviz yükümlülüklerini yerine getirmesini sağlamak ve TL karşılığı döviz talep edilmesinin önüne geçmek için Döviz ve Efektif Piyasalarına üye bankaların kendi aralarındaki swap (*T.C Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasalarında döviz swap işlemleri , TL karşılığı döviz depo olarak adlandırılmaktadır. Merkez Bankası swap işlemlerine taraf olmayıp, piyasaya üye bankalar arasında aracılık hizmeti (blind broker) vermektedir. Swap işlemleri bir haftadan 3 aya kadar olan vadelerde gerçekleştirilmekteydi.*) işlemlerini arttırmasını sağlayacak bir dizi tedbir almıştır. Alınan tedbirler sonucunda (teminat ve limit kolaylığı) Merkez Bankası, Döviz ve Efektif Piyasalarında işlem hacmi sıfır olan swap piyasasına işlerlik kazandırmış ve bankaların etkin döviz pozisyon yönetimine imkan sağlanmıştır.

Para programı ile, enflasyon hedeflemesi uygulamasının ön koşulları sağlanıncaya kadar, nominal çapa olarak Merkez Bankası bilanço büyüklüklerinden Para Tabanı'nın hedeflenmesi öngörülmüştür. Yine enflasyon hedeflemesinin altyapısını oluşturmaya yönelik olarak, Nisan ayında TBMM'de kabul edilen yeni Merkez Bankası Yasası ile TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenmiştir.²⁸⁰ 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı Kanunla, Avrupa Birliği normları ve dünyada merkez bankacılığı alanındaki son gelişmeler dikkate

²⁷⁹ Agustin Cartens and Alejandro M Werner, **Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime**, Banco De Mexico Discussion Paper, Mexico, 1999, s.21.

²⁸⁰ TCMB Yıllık Rapor 2001, s.16.

alınarak 1211 sayılı Kanun'da yapılan yasal değişiklikler ile, TCMB'nin para politikası uygulaması konusundaki bağımsızlığının güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılması yasaklanmıştır. Bu suretle, karşılıksız para basılması engellenmiş olmaktadır. Bunun yanı sıra, dolaylı olarak aynı sonucu doğuran, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasak kapsamına sokulmuştur.²⁸¹ Ancak, kanunun yürürlüğe girdiği 5 Mayıs 2001 tarihinden başlayarak altı ay süre ile, Hazine'nin ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan da satın alınabilmesi hükmü getirilmiş ve bu süre 5 Kasım 2001 tarihinde dolmuştur.²⁸²

2001 yılında dalgalı kur rejimi ile uyumlu para politikası uygulaması sonucunda Stand-by anlaşmaları ile belirlenen performans kriterleri ve gösterge niteliğindeki hedeflere ulaşılmış, sadece 30 Haziran itibarı ile para tabanı için gösterge niteliğindeki tavan değeri aşılmıştır.²⁸³

11 Eylül 2001 tarihinde ABD'ye yönelik terörist saldırının ardından iç ve dış mali piyasalarda gözlenen istikrarsızlık, bunun etkisiyle Hazine'nin ek dış finansman ihtiyacındaki artış ve enflasyonun öngörülenin üzerinde gerçekleşmesi dikkate alınarak 2002 yılı başında, "Güçlü Ekonomiye Geçim" programı 2002-2004 yıllarını kapsayacak şekilde revize edilmiştir. Ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve olası krizlere karşı kırılganlığının azaltılması temel ilkeler olarak benimsenmiştir. Bu çerçevede, dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edileceği ve enflasyonda önemli bir düşüş sağlanması için 2003 yılı içinde enflasyon hedeflemesinin gerçekleştirilebileceği, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına hız kazandırılacağı ve sağlıklı bir kamu borç pozisyonu sağlanacağı taahhüt edilmiştir. Bu orta vadeli amaçlar doğrultusunda, 2002 yılında maliye politikasının GSMH'nin %6,5'i oranında kamu kesimi faiz dışı fazlası verecek şekilde uygulanacağı, para politikasının ise %35 TÜFE enflasyon hedefine uygun olarak yürütüleceği duyurulmuştur. Sıkı maliye ve para politikaları uygulamalarının öngörüldüğü bu dönemde reel GSMH artısının %3 ile sınırlı kalacağı öngörülmüş, ancak programın başarısı ve reel faiz

²⁸¹ TCMB Yıllık Rapor 2001, s.111-113.

²⁸² TCMB Yıllık Rapor 2001, s.101.

²⁸³ TCMB Yıllık Rapor 2001, s.75-76.

oranlarında sağlanan gerilemeye paralel olarak ekonomik genişlemenin daha yüksek düzeylerde gerçekleşebileceği açıklanmıştır. Bu kapsamda hazırlanan yeni ekonomik program için IMF’den 16 milyar ABD doları tutarında ek dış kaynak sağlanmıştır. 2002 yılında, makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçinmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Diğer bir deyişle, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla TCMB bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapası olmuştur. 2002 yılı sonunda bu büyüklüğün yıl sonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü paralelinde artacağı taahhüt edilmiş ve performans kriteri olarak takip edilmiştir.²⁸⁴ Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisine hazırlık olarak ve modern merkez bankacılığı uygulamaları çerçevesinde, para politikası operasyonel yapısında önemli değişiklikler gerçekleştirilmiştir.²⁸⁵

2003 yılında da, 2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizin ardından yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen “Güçlü Ekonomiye Geçim Programı” ile para ve kur politikasına çizilen yeni çerçeve korunmuş, 2003 yılı için belirlenen tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır. TCMB, 2003 yılında temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını gelecek dönem enflasyonunu belirleyen unsurları göz önünde bulundurarak belirlemeye devam etmiştir. Diğer taraftan, TCMB Şubat 2001 krizi sonrası uygulamaya başladığı dalgalı kur rejiminin gereği olarak, 2003 yılında döviz kurlarının piyasa koşullarına göre oluşmasına büyük önem vermiştir. Bununla beraber, kurlarda her iki yönde aşırı dalgalanmalar görüldüğünde döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunulabileceğini ve döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini etkilememek şartıyla, döviz rezervlerini güçlendirmeye yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapılabileceğini programın başlangıcından itibaren çeşitli yollarla kamuoyuna bildirmiştir. Fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin bir şekilde yürütülebilmesi için, finansal piyasalardaki istikrarı güçlendirmeye yönelik uygulamalara devam edilmiş; bu doğrultuda, 2003 yılı başında Piyasa Yapıcılığı Sisteminin desteklenmesine yönelik bir

²⁸⁴ TCMB Yıllık Rapor 2002, s.14-15.

²⁸⁵ TCMB Yıllık Rapor 2002, s.78.

adım olarak Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) ödünç işlemleri piyasasını faaliyete geçirmiştir. Ayrıca, bankacılık sisteminin aracılık maliyetlerinin azaltılması yolu ile finansal piyasaların etkin çalışmasına ve derinleşmesine katkıda bulunacak bir takım düzenlemelerde bulunulmuştur.²⁸⁶

Güçlü Ekonomiye Geçim Programının kararlılıkla sürdürülmesinin sonuçları, 2004 yılında da ekonomideki belirsizliklerin önemli ölçüde azalmasını ve güven ortamının oluşmasını sağlamıştır. Bu süreçte, bağımsız ve kredibilitesi yüksek TCMB para politikası uygulamalarının doğruluğu da, olumlu enflasyon performansı ile bir kez daha teyit edilmiştir.

TCMB, 2002 yılı başında uygulanmaya başlayan dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine 2004 yılında da devam etmiştir. Bu çerçevede, TCMB, bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını, enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmaya devam etmiş; diğer taraftan IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleriyle gösterge niteliğindeki hedefleri yakından takip etmiştir. Fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda yürütülen likidite yönetimi stratejisinde, öngörüldüğü gibi, önemli bir değişikliğe gidilmemiş, piyasadaki fazla likidite bankalar arası Para Piyasası (BPP) Türk lirası depo işlemleri ve Açık Piyasa işlemleri (APİ) çerçevesinde, İMKB Repo-Ters Repo Pazarında gerçekleştirilen ters repo işlemleriyle çekilmeye devam edilmiştir. Türk lirası likidite düzeyindeki görece gerilemeye bağlı olarak, Ekim 2004 tarihinden itibaren Türk lirası depo alım ihalelerine son verilmiştir. Sonuç olarak, 2004 yılı boyunca, günlük çekilen fazla likidite miktarı 0,6 katrilyon Türk lirasıyla 11,6 katrilyon Türk lirası arasında değişmiştir.²⁸⁷

2005 yılına kadar geçen dönemde, önemli bir iktisadî dönüşüm yaşanmış, basiretli para ve maliye politikaları, yapısal reformlar, TCMB'nin bağımsızlığı yolunda atılan adımlar ve dalgalı döviz kuru sayesinde fiyat istikrarı konusunda önemli ilerleme kaydedilmiştir. 2005 yılı başında, paradan altı sıfır atılarak Türk lirasının yeniden itibar kazanması, fiyat istikrarı yolunda alınan mesafenin açık bir göstergesi olmuştur. Mali disiplinin sürekliliğine ilişkin kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir; kamu borç stokunun

²⁸⁶ TCMB Yıllık Rapor 2003, s.75-77.

²⁸⁷ TCMB Yıllık Rapor 2004, s.75.

çevrilebilirliği gündemin ilk sıralarındaki yerini kaybetmiştir. Finansal kesimin kırılabilirliği azalmış, finansal piyasaların derinliği artmıştır. Bütün olarak ekonomiye olan güven artmıştır. Enflasyon hedeflemesi için gerekli bu istikrar ve güven ortamının sağlanmasının yanında, TCMB yeni rejim için gerekli kurumsal ve teknik altyapı konusunda hazırlıklarını tamamlamıştır. Bu çerçevede, organizasyon yapısı yenilenmiş, para politikasının isleyişine ilişkin görev tanımları netleştirilmiş, bilgi seti genişletilmiş, enflasyon öngörü yöntemleri geliştirilmiş ve iletişim politikası etkinleştirilmiştir. Tüm bu gelişmeler sonucunda TCMB, 20 Aralık 2004 tarihli duyurusu ile enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçeceğini açıklamıştır. Buna göre, enflasyon hedeflemesine geçim tarihi olarak 2006 yılı başı belirlenmiş, 2005 yılı ise geçim dönemi olarak ilân edilmiştir. Söz konusu duyuruda verilen, geçim dönemi olan 2005 yılında uygulanacak para ve kur politikasına ilişkin genel çerçeveye göre, 2005 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. Bu çerçevede, kısa vadeli faiz oranları temel para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Öte yandan, geçim döneminde, para politikası karar alma mekanizmasının daha kurumsal bir yapıya kavuşturulması, öngörülebilir ve şeffaf hale getirilmesi yönünde uygulamalar başlatılmıştır. Bu çerçevede, faiz kararları, tarihleri önceden kamuoyuna duyurulan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantılarında yapılan değerlendirmeler ışığında oluşturulmuş ve faiz kararı toplantıyı takip eden iş günü sabahı ilân edilmiştir.²⁸⁸ Temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlar, 2005 yılında da, fiyat istikrarı temel hedefine yönelik olarak, gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirmek suretiyle alınmıştır. 2005 yılı başında %18 olan TCMB gecelik borçlanma faiz oranı yıl içinde dokuz kez düşürülerek, en son 9 Aralık 2005 tarihinde %13,5 seviyesine indirilmiştir.²⁸⁹ 2001 yılından itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi çerçevesinde döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarına göre belirlenen döviz kurlarında yalnızca her iki yönde aşırı oynaklık görüldüğünde ya da görülmesi ihtimali belirtildiğinde döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunabileceğini duyuran TCMB, bu çerçevede, 2005 yılı içinde döviz piyasasına altı defa doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur. Şeffaflık ilkesinin bir gereği olarak, 2002 yılından itibaren gerçekleştirilen doğrudan döviz alım/satım müdahalelerine ilişkin veriler 21

²⁸⁸ TCMB Yıllık Rapor 2005, s.73-74.

²⁸⁹ TCMB Yıllık Rapor 2005, s.75.

Ekim 2005 tarihinden itibaren TCMB internet sitesinde yayımlanmaya başlanmıştır. TCMB, ayrıca, döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini etkilememek şartıyla, döviz rezervlerini güçlendirme amacıyla olumlu ödemeler dengesi pozisyonu ve ters para ikamesi gelişmelerine bağlı olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapabileceğini de programın basından itibaren çeşitli vesilelerle kamuoyuna duyurmuştur. Bu çerçevede TCMB, merkezinde mali ve parasal disiplin ile yapısal reformların yer aldığı yeni bir üç yıllık ekonomik program uygulanacak olmasının ve AB'ye tam üyelik amaçlı müzakere sürecindeki olumlu gelişmelerin hem ters dolarizasyon sürecini hem de ödemeler dengesini olumlu bir biçimde etkileyeceği öngörüsüyle, 22 Aralık 2004 tarihinde döviz alım ihalelerine yeniden başlamıştır.²⁹⁰

Enflasyon hedeflemesine geçim ve son hazırlık yılı olarak ilân edilen 2005 yılı boyunca, enflasyon hedefinin yanı sıra Para Tabanı da ekonomik birimlerin bekleyişlerini şekillendirmek amacıyla bir çapa olarak kullanılmaya devam edilmiştir. Ancak, bilindiği üzere, örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde TCMB para politikası uygulamalarının temeli, parasal büyüklüklerin gözetilmesi ile nihaî enflasyon hedefini etkilemek değil; faiz politikasının etkinliğini artırmaktır. Nitekim, Para Tabanının en önemli belirleyicisi olan emisyon hacminin, gerek gelecek dönem enflasyonu açısından içerdiği bilginin çok sınırlı olması, gerekse faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı rejimlerde para talebi tarafından içsel olarak belirlenmesi nedeniyle, Para Tabanının güçlü bir çapa olma özelliğini kaybettiği görülmektedir.²⁹¹

Net İç Varlıkların, gösterge niteliğinde hedef olarak takibine ise 2006'da da devam edilmiştir.²⁹² TCMB, 2006 yılı Ocak ayında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Bu rejim çerçevesinde, TCMB Kanunu'nun 42. maddesi ile hesap verebilirlik ilkesi net olarak tanımlanmıştır. Buna göre, enflasyonun hedeften belirgin olarak sapması durumunda TCMB söz konusu durumun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümet'e yazılı olarak bildirmek ve kamuoyuna açıklamakla yükümlü hale gelmiştir. 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte, hesap verme mekanizmasının hayata geçirilebilmesi için, nokta hedef etrafında

²⁹⁰ TCMB Yıllık Rapor 2005, s.77.

²⁹¹ TCMB Yıllık Rapor 2005, s.80.

²⁹² TCMB Yıllık Rapor 2005, s.83.

her iki yönde iki puan genişliğinde bir belirsizlik aralığı tanımlanmıştır. Ayrıca, 2006 yılı için %5 yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası oluşturulmuş ve bu patika, belirsizlik aralıkları ile birlikte üç aylık olarak açıklanmıştır.²⁹³

2006 yılı başında uygulamaya konulmuş olan açık enflasyon hedeflemesi rejimine 2007 yılında da devam edilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin 2006 yılına ilişkin olarak oluşturulan genel operasyonel çerçevesi, 2007 yılında büyük ölçüde korunmuş olmakla birlikte, iletişim ve para politikasının daha etkili yürütülebilmesini sağlamak amacıyla, söz konusu çerçevede bir dizi değişikliğe gidilmiştir. Enflasyonun üçer aylık dönemler sonu itibarıyla belirsizlik aralığının dışında kalması halinde Merkez Bankası, sapmanın nedenlerini ve hedefe tekrar yakınsaması için alınan ve alınması gereken tedbirleri Hükümete yazacağı bir açık mektup aracılığıyla kamuoyunun bilgisine sunmakla yükümlüdür. 2007 yılının ilk üç çeyreği sonu itibarıyla enflasyon belirsizlik aralığının içinde gerçekleştiğinden, yıl içinde hesap verme mekanizması devreye girmemiştir. Ancak, 2007 yılının sonunda enflasyonun belirsizlik aralığının üst sınırını aşması neticesinde (Belirsizlik aralığı %2-6; gerçekleşen %8,39), Hükümete hitaben bir açık mektup yazılarak kamuoyu ile paylaşılmış ve program şartlılığı çerçevesinde IMF'ye de gönderilmiştir. Öteyandan PPK tarafından yılın ilk sekiz ayında faiz politikası değiştirilmeyerek %17,50'de sabit bırakılmış, yıl sonu itibarıyla de çeşitli iniş ve çıkışlarla %16,75'te kalmıştır.²⁹⁴

2001 krizi sonrasında uygulanmaya konulan politikalar ve yapılan reformlar kısa vadeli kriz yönetimi tekniklerinden farklı bir görüntü sergilemektedir. Yapılan yeni düzenlemeler çerçevesinde, Türkiye ekonomisinde bulunan çarpıklıkların giderilmesi, finansal sistemin güçlendirilmesi, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve ekonominin dinamiklerinin değiştirilmesi sağlanarak, uzun vadede fiyat istikrarının sağlanması, sürdürülebilir kamu harcamaları dengesine sahip olunması ve ekonomik büyümenin uzun vadede sürdürülebilir kılınması amaçlanmıştır.²⁹⁵

²⁹³ TCMB Enflasyon Raporu, 2006-IV:s.63.

²⁹⁴ TCMB Yıllık Rapor, 2007, s.39-42.

²⁹⁵ Süreyya Serdengeçti, Finansal İstikrar (16 Mayıs 2005), **Financial Stability and Implications of Basel II**, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/konferans/CB_All.pdf. (Erişim tarihi: 12 Şubat 2008)

Program uygulanmaya başladıktan sonra enflasyon oranlarındaki düşüş hızlanmış, otuz yıl süren kronik enflasyon ortamından çıkılarak tek haneli enflasyon oranları yakalanmış, makroekonomik istikrar sağlanmaya başlamış ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme elde edilmiştir. Ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrarla artan özel tüketim ve yatırım harcamaları cari işlemler açığının da temel belirleyicisi olmuştur. Cari işlemler açığının yüksek seviyelerde seyretmesi ve sıcak para olarak adlandırılan, kısa vadeli yatırımlar ile de finanse edilmesi bazı ekonomi çevrelerinde kaygı uyandırmıştır.

IV.3. TCMB VE DÖVİZ MÜDAHALELERİ

Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulduğu günden bugüne kadar uygulanmış olan farklı kur politikaları çerçevesinde zaman zaman döviz kurlarına müdahaleler yapılmış, söz konusu müdahaleler özellikle 1980 ve sonrası dönemde yoğunluk kazanmakla birlikte müdahalelerin miktar ve sıklığı uygulanan kur politikasına bağlı olarak değişmiştir.

Cumhuriyetin kuruluşundan 1930'a kadar geçen dönemde bir kambiyo mevzuatı bulunmadığından kurlar serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Ancak 20 Şubat 1930'da çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile kambiyo kontrolü rejimine geçilmiştir.

1980'lere kadar kambiyo rejimi katı sayılabilecek bir kontrol esasına dayanmakta ve tam anlamıyla bir sabit kur rejimi uygulanmaktadır. Ancak 1980 yılında döviz kurlarını belirleme yetkisi Bakanlar Kurulu'ndan alınarak Maliye Bakanlığı'na, daha sonra ise 1981 yılında Maliye Bakanlığı tarafından Merkez Bankası'na devredilmiş ve Merkez Bankası günlük olarak döviz kurlarını belirlemeye ve ilan etmeye başlamıştır.

24 Ocak 1980 kararlarıyla daha esnek bir kur politikası uygulanmasına karar verilmiş ve bu politika çerçevesinde döviz kurları yaklaşık % 50 oranında devalüe edilmiştir. 1989 yılı Ağustos ayında kabul edilen Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu Hakkında 32 Sayılı Karar ile TL'nin konvertibl bir para durumuna gelmesi

hedeflenmiş ve döviz ve efektif hareketleri üzerine konmuş olan kısıtlamalar büyük ölçüde kaldırılmıştır.

1990 –1996 döneminde Merkez Bankası temel olarak döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmaları önlemeye çalışmıştır. 1991 Körfez Krizi, erken seçim kararlarıyla birlikte yaşanan politik belirsizlikler ve yüksek kamu harcamalarının döviz kurları üzerindeki yarattığı dalgalanmaları önlemeye yönelik olarak ve özellikle 1994 yılında yaşanan krizin ardından 1994 –1995 yıllarında zaman zaman müdahaleler yapılmıştır.

1996-1999 döneminde ise, yönetimli dalgalanan kur politikası olarak adlandırılabilir bir politika uygulanmış, döviz kurları enflasyon oranına paralel olarak artırılmış ve böylece TL'ye reel anlamda bir istikrar kazandırmak amaçlanmıştır. Bu dönemde de Merkez Bankası zaman zaman döviz piyasalarına müdahalede bulunmuştur.

2000 yılı başında açıklanan enflasyonu düşürme programı çerçevesinde ise, artış hızı sabit bir kur rejimi uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyonun en az maliyetle aşağı indirilebilmesi, geçmişe dönük endeksleme alışkanlıklarının kırılabilmesi ve geleceğe yönelik öngörülebilirliğin sağlanması için Merkez Bankası tarafından döviz kur sepeti değerleri enflasyon hedefi ile uyumlu olarak bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde kamuoyuna açıklanmıştır. Söz konusu dönemde Merkez Bankası önceden açıkladığı günlük kur sepeti değerlerine bağlı olarak hesaplanan günlük alış ve satış kurlarından yaptığı döviz alış ve satış işlemleriyle piyasadaki kur seviyesini hedeflenen noktada tutmuştur.

Ancak, enflasyonu düşürme programının temel unsurları olan sıkı maliye politikası, yapısal reformların gerçekleştirilmesi, özelleştirmenin hızlandırılması ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulanması gibi kriterlerde yaşanan gecikme ve aksaklıklar programın başarısızlığa uğramasına neden olmuş ve yaşanan krizin ardından 21 Şubat 2001'de serbest dalgalı kur rejimi uygulanmasına geçilmiştir. Merkez Bankası'nın para ve kur politikası duyurularında da sıkça belirtildiği üzere dalgalı kur rejiminde döviz kuru ne bir hedef ne de bir politika aracıdır. Döviz kurları

piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise, uygulanan para ve maliye politikaları, uluslararası gelişmeler, ekonomik temeller ve bekleyişlerdir.²⁹⁶

Merkez Bankası, serbest dalgalanan kur rejimine geçilmesi ile birlikte Mart ayına kadar Döviz ve Efektif Piyasalarında doğrudan döviz ve efektif satışında bulunarak kurlarda aşırı dalgalanmayı engellemeye çalışmıştır. 29 Mart 2001 tarihinden itibaren ise, satış miktarını önceden bildirerek döviz satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Söz konusu ihaleler ile döviz kurlarında meydana gelecek aşırı dalgalanmanın ortadan kaldırılması amaçlanmıştır. Merkez Bankası doğrudan döviz satışlarını bırakıp döviz satım ihalelerine başlamıştır. Bu düzenleme ile Merkez Bankası'nın döviz kurunda bir seviye hedeflememiş olduğu ve döviz kurlarının ihalede teklif edilecek fiyat ile oluşacağı belirtilmiştir. Doğrudan döviz müdahalesi yapılması durumunda, Merkez Bankası'nın müdahaleyi durdurduğu fiyat, piyasalar tarafından Merkez Bankası'nın kuru hedeflediği nokta olarak anlaşılmasından dolayı, döviz satışları ihale yöntemiyle yapılmaya başlanmıştır. 17 Mayıs 2001 tarihinde ise döviz satım miktarlarının önceden ilan edilmesi uygulamasına son verilmiş ve Merkez Bankası gerekli gördüğü durumlarda döviz satım ihalesi açacağını ilan etmiştir. Türkiye'de Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimi uygulanacağını ilan edilmesinden bu yana para otoriteleri döviz piyasalarına önemli sayıda ve miktarda müdahalede bulunmuştur. 2005 yılında TCMB şeffaflık politikası gereği, 2002 yılından itibaren yapılmış olan müdahale işlemlerini kurumun kendi internet sitesinde yayımlamaya başlamıştır.

²⁹⁶ TCMB 2008 Yılı Para ve Kur Politikası Duyurusu, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2007/baskan_2008parapol.php, (Erişim tarihi: 25.01.2008)

Tablo VIII
Merkez Bankasıncı Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları
(2002 – 2007; Milyon ABD Doları)

YIL	DÖVİZ ALIM İHALELERİ	DÖVİZ SATIM İHALELERİ	DÖVİZ ALIM MÜDAHALELERİ	DÖVİZ SATIM MÜDAHALELERİ	TOPLAM NET DÖVİZ ALIMLARI
2002	795	-	16	12	799
2003	5652	-	4229	-	9881
2004	4104	-	1283	9	5378
2005	7442	-	14565	-	22007
2006	4296	1000	5441	2105	6632
2007	9494	-	-	-	9494
TOPLAM	31783	1000	25534	2126	54191

Kaynak: www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/mudahale.php, erişim tarihi: 10.09.2008

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu gelişmekte olan ülkelerde küresel likidite koşulları ve risk iştahı da döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Uluslararası yatırımcıların risk iştahının yüksek olduğu dönemlerde, yüksek getiri arayışında olan yatırımcılar gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırım yaparak daha yüksek getiri elde etmeye çalışırlar. Bu dönemlerde söz konusu ülke para birimleri değer kazanma eğilimine girmektedir. Risk iştahının düşme eğilimine girdiği dönemlerde ise yüksek getiri elde etmek için gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırım yapmış olan yatırımcılar bu piyasalardan çıkarak daha güvenli piyasalar olarak kabul edilen basta ABD olmak üzere gelişmiş ülke menkul kıymet piyasalarına yönelirler. Finansal piyasalarda, Chicago Opsiyon Borsası tarafından üretilen ABD hisse senedi opsiyonlarındaki zımni dalgalanmayı gösteren VIX endeksi uluslararası yatırımcıların risk algılaması ve küresel likidite koşullarının temel göstergelerinden biridir. Diğer yaygın bir gösterge olan “high yield” endeksi haftalık olarak yayımlanmakta ve hareketleri VIX ile yüksek bir korelasyon göstermektedir.²⁹⁷ VIX endeksindeki azalış, küresel likidite koşullarında bir iyileşme ve risk iştahında bir artış anlamına gelmektedir. Yapılan analizler göstermektedir ki VIX endeksi özellikle belirli dönemlerde döviz kurunu (USD/YTL paritesi) etkilemektedir. Örneğin Mayıs 2002 başlayan ve bir yıl süren azalışın USD/YTL paritesini etkilediğini ve bu dönemde sermaye kaçışları nedeniyle Yeni Türk Lirasının ABD Doları karşısında önemli miktarda değer kaybettiği dikkat çekmektedir. Mayıs 2003’den Haziran 2006’ya kadar olan dönemde risk iştahının artma eğilimine

²⁹⁷ Eduardo Levy-Yeyati, M.G. Rozada, **Global Factors and Emerging Market Spreads**, Inter American Development Bank Çalışma Tebliği No: 554, 2006, s.42.

girmesi aynı dönemde sermaye girişlerinin neden olduğu olumlu havanın etkisiyle, Yeni Türk Lirasının yaşanan dalgalanmalara rağmen ABD Doları karşısında değer kazanma eğilimine girmesine neden olmuştur. Haziran 2006 tarihinde sonra risk iştahında yaşanan düşüş ise USD/YTL paritesinin yükselmesine neden olduğu görülmektedir. Tüm bu veriler, Türkiye’de kur dalgalanmalarında, küresel risk iştahı ve likidite koşulları gibi dışsal faktörlerin de önemli olduğunu göstermektedir.

Dalgalanma korkusu, merkez bankalarının döviz kuru dalgalanmaları karşısında politika faiz oranlarını, etkin ve sistematik olarak kullanacağını önermektedir.²⁹⁸ Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönem içerisinde, 2006 dışsal şok kaynaklı hızlı kur artışı süreci dışında, TCMB’nin kur hareketlerinin yönünden bağımsız olarak faiz indirim politikası izlediği gözlemlenmektedir. Bu gözlem, TCMB’nin faiz kararlarını temelde enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde aldığı görüşünü desteklemektedir. Dolayısı ile, TCMB politika faiz kararları dalgalanma korkusunun fiili olarak gerçekleştirdiği önermesini destekleyecek geçerli bir veri sunmamaktadır.

Tablo IX. TCMB’nin 2002 – 2007 tarihleri arasında döviz piyasalarına yapmış olduğu müdahalelerin tanımlayıcı istatistiklerini sunmaktadır. Alım müdahalesi, TCMB’nin USD alımı yapıp karşılığında YTL sattığı müdahaleleri, satım müdahalesi ise TCMB’nin USD satımı yapıp karşılığında YTL aldığı müdahaleleri temsil etmektedir.

²⁹⁸ Gallego, F. ve Jones, G., **Exchange Rate Interventions and Insurance: Is Fear of Floating a Cause for Concern?**, Central Bank of Chile Çalışma Tebliği No: 326, <http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc326.pdf>, (Erisim Tarihi: 4.4.2006)

Tablo IX

Döviz Piyasası Müdahalelerinin Tanımlayıcı İstatistikleri

ALIM MÜDAHALELERİ		SATIM MÜDAHALELERİ	
Ortalama	1702,267	Ortalama	354,3333
Ortanca	1347	Ortanca	251,5
Standart Sapma	1457,876	Standart Sapma	398,037
Minmum	16	Minmum	3
Maksimum	5441	Maksimum	848
Toplam	25534	Toplam	2126
Örneklem Sayısı	15	Örneklem Sayısı	6

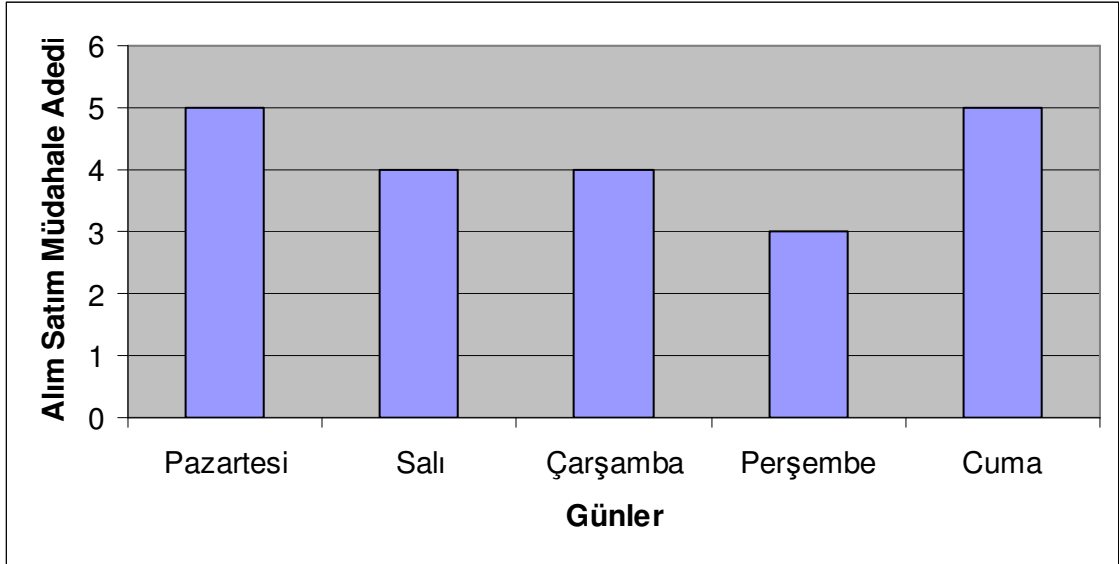
Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/intervention.php>, erişim tarihi: 17.08.2008

Tablo IX verilerinde de sunulduğu gibi, 2002–2007 tarihleri arasında, 15 adet alım müdahalesi, 6 adet de satım müdahalesi yapılmıştır. Bu sayılara bakarak, TCMB’nin söz konusu dönemde değer kazanma eğiliminde olan YTL’nin USD karşısında değer kazanmasını engellemek ya da USD karşısında değerlenmesini kısıtlamak amacıyla müdahalede bulunduğu söylenebilir. Alım ve satım müdahalelerinin ortalamalarına bakıldığında, büyüklükleri arasında önemli bir fark olduğu gözlenmektedir. Alım müdahalelerinin ortalama büyüklüğü 1,702 milyon USD iken, satım müdahaleleri ortalama büyüklüğü 354 milyon USD seviyesindedir. Neely (2000) tarafından yapılan bir çalışmaya göre, para otoritelerinin % 95’i müdahale işlemlerinin büyüklüğünün piyasanın müdahaleye verdiği tepkiye bağlı olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla diyebiliriz ki, bir müdahalenin büyüklüğü çoğu zaman piyasanın müdahale anındaki ilk işlemlere verdiği tepkiye bağlı olmaktadır. Bu bulgu ışığında alım ve satım müdahaleleri verilerine bakıldığında, TCMB’nin satım müdahalelerinde, alım Müdahalelerine kıyasla istenilen piyasa tepkisini daha kolay elde etmiş olduğu belirtilebilir.

2005 yılından itibaren alım müdahalelerinin büyüklüğünde önemli bir artış olduğu göze çarpmaktadır. Bu durum, piyasanın TCMB müdahalelerine istenilen tepkiyi vermemesi sonucu TCMB’nin müdahale miktarlarını artırması durumu ile ya da

TCMB'nin bu tarihten itibaren döviz rezervlerini artırma eğilimine girmiş olabileceği durumu ile açıklanabilir.

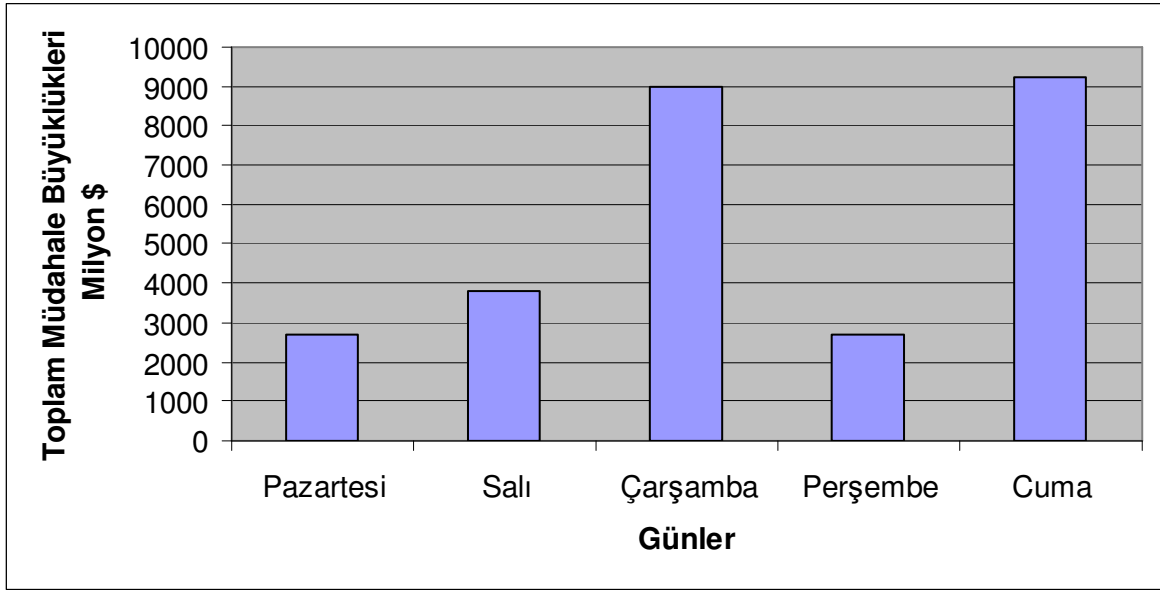
Müdahaleler ile ilgili belirtilmesi gereken bir diğer konu da, müdahalelerin günlere göre dağılımıdır. Para otoriteleri daha çok haftanın son iş günlerine doğru piyasalara müdahale etme eğilimi içine girmektedir. Grafik I TCMB tarafından yapılan müdahalelerin bu görüşü desteklemediğini ve TCMB tarafından gerçekleştirilen müdahale işlemlerinin en çok Pazartesi ve Cuma günleri yapıldığını göstermektedir.²⁹⁹ Fakat gerçekleştirilen müdahale işlemlerinin büyüklüklerinin günlere göre dağılımına bakıldığında, müdahale büyüklüklerinin Çarşamba ve Cuma günleri maksimum seviyeye çıktığı görülmektedir. Bu durum Grafik II'de gösterilmektedir.



Grafik I. Alım Ve Satım Müdahalelerinin Günlere Göre Dağılımı

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/intervention.php>, erişim tarihi: 12.01.2008.

²⁹⁹ Andrew Szakmary. and I. Mathur, **Central bank intervention and trading rule profits in foreign exchange markets.**, Journal of International Money and Finance 16, USA, 1997, s.51.

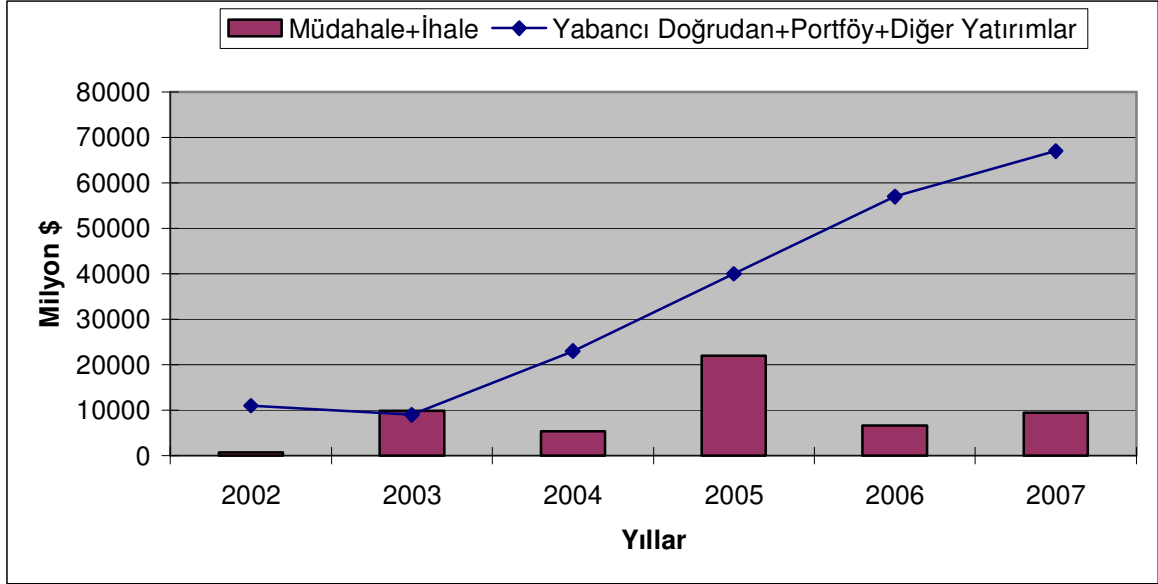


Grafik II. Alım Ve Satım Müdahalelerinin Günlere Göre Dağılımı

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/intervention.php>, erişim tarihi: 12.01.2008.

TCMB'nin müdahalelerini değerlendirirken dikkat çekilmesi gereken son nokta, TCMB'nin yurtdışından ülkeye giren paranın bir miktarını döviz rezervlerini artırmak için kullanma eğilimi içine girmiş olabileceğidir. Dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlandıktan sonra, ekonominin yeniden istikrara kavuşması ve yabancı yatırımcının güveninin yeniden kazanılması, Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının önemli miktarda artmasına neden olmuştur. Makroekonomik istikrarın yarattığı pozitif hava ve yurtdışından gelen sermaye akımlarının artması YTL'nin değer kazanmasına neden olmuş ve sonuç olarak TCMB'nin piyasalarda daha fazla kredibiliteye sahip olmak için döviz rezervlerini artırma eğilimi içerisine girmesine yol açmış olabilir. 2002 yılından bu yana TCMB hem yapılan döviz alım müdahaleleri, hem de günlük düzenlenen döviz alım ihaleleri aracılığıyla döviz rezervlerini artırmaktadır. Grafik III. TCMB tarafından döviz alım ihaleleri ve müdahaleler ile alınan toplam USD miktarı ile yabancı doğrudan yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve yabancı diğer yatırımlarının toplam USD karşılığını göstermektedir. Grafikte de görüldüğü gibi yurtdışından gelen sermaye akımlarının artması TCMB'nin döviz alım ihaleleri ve doğrudan müdahalelerle rezerv biriktirme eğilimini bir miktar artırmıştır fakat, bu durum artan sermaye akımları ile TCMB'nin döviz alımları arasında yüksek bir korelasyon olduğu anlamına gelmemektedir. Nitekim 2004 ve 2006 yılları verilerine bakıldığında bir önceki yıllara

göre artış gösteren sermaye akımlarına rağmen TCMB'nin döviz alım miktarlarının düştüğü görülmektedir.



Grafik III. Tcmb Tarafından Alınan USD Miktarı Ve Yabancı Doğrudan Yatırımlar

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/intervention.php>, erişim tarihi: 12.01.2008.

TCMB'nin 2002–2007 yılları arasında yapmış olduğu müdahaleler sonrasında uygulamakta olduğu seffalık politikası gereği yapılan müdahalelerin gerekçelerini belirten bir basın duyurusu yayınlamaktadır. TCMB tarafından yapılan bu duyurularda göze çarpan en önemli unsur, Bankanın yaptığı müdahalelerin döviz kuru seviyesinden duyulan bir rahatsızlıktan kaynaklanmadığıdır. Yapılan basın duyurularının çoğunda ise Bankanın döviz kurundaki oynaklığı yakından takip ettiği ve kurlarda her iki yönde oluşan ve oluşması beklenen aşırı oynaklık durumlarında bu oynaklığı engellemek amacıyla müdahale edebileceği belirtilmektedir. Tablo X'da TCMB tarafından yapılan müdahalelerin gerekçeleri sunulmaktadır.

Tablo X.

TCMB Tarafından Yapılan Döviz Yapılan Müdahaleler Ve Gerekçeleri

TARİH	MÜDAHALE TÜRÜ	MÜDAHALE GERELÇESİ
11.07.2002	Satım	Piyasalardaki giderek artan siyasi belirsizlik algılamasının kurlar ve piyasa faizlerinde iktisadi temellerle ilgisi olmayan hareketliliğe neden olması sonucunda gözlemlenen aşırı dalgalanmayı önlemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
02.12.2002	Alım	Türk lirası likidite talebi ve döviz piyasasında yaşanan talep eksikliği nedeniyle döviz kurlarında aşırı bir hareketlilik yaşanmaktadır. Bu gelişmelere bağlı olarak döviz kurlarında gözlemlenen dalgalanmayı önlemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
24.12.2002	Satım	Irak'a yönelik olası askeri operasyon tedirginliğinin artmasına bağlı olarak döviz kurlarında aşırı bir hareketlilik yaşanmakta olup, döviz kurlarında gözlemlenen bu aşırı dalgalanmayı önlemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
12.05.2003	Alım	Irak savaşının sona ermesi, yatırımcıların Türk lirası yatırım araçlarına yönelmesinin yanı sıra vergi ödemeleri nedeniyle ortaya çıkan Türk lirası likidite ihtiyacının döviz satışlarını artırması ve döviz piyasasında yaşanan talep eksikliği nedeniyle döviz kurlarında aşırı bir oynaklık yaşanmıştır. Türk lirası likidite fazlalığında görülen azalma da, söz konusu oynaklığı desteklemiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak döviz kurlarında gözlemlenen dalgalanmayı önlemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
21.05.2003	Alım	Yükü vergi ödemelerine bağlı döviz satışları ve ekonomik faaliyet alanları gereği döviz talebinde bulunan kesimlerin bu taleplerini bir süre ertelemeleri sonucu oluşan aşırı dalgalanmayı önlemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
09.06.2003	Alım	Döviz piyasasında gözlemlenen talep eksikliğinin yanı sıra, piyasadaki Türk lirası likiditenin göreceli olarak azalması ve bu durumun Hazine Müsteşarlığı'nın hafta içinde yapacağı ihale sonuçlarına bağlı olarak devam edebileceği beklentisinin döviz satışlarını artırması nedenleriyle döviz kurlarında yaşanan aşırı oynaklığı önlemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
18.07.2003	Alım	Türk lirasının özellikle ABD doları karşısındaki değerinin oynaklığı aynı dönemde ABD dolarının uluslararası piyasalarda kazandığı değer dikkate alındığında, daha da belirgin hale gelmiştir. Yaşanmakta olan söz konusu aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.

10.09.2003	Alım	Döviz piyasasında gözlemlenen aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
25.09.2003	Alım	Döviz piyasasında gözlemlenen aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
16.02.2004	Alım	Son günlerde, döviz piyasasında oluşan oynaklığın, Kıbrıs görüşmeleri konusundaki olumlu beklentiler nedeniyle artmıştır. Yaşanmakta olan söz konusu oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
11.05.2004	Satım	Bankaların döviz aktiflerinin fiyatlarındaki oynaklık ve ters para ikamesi sürecinin neden olduğu döviz likiditesindeki daralmanın da etkisiyle döviz piyasasında gözlenen aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
27.01.2005	Alım	Artan döviz arzına bağlı olarak döviz kurlarında gözlenen dalgalanmayı önlemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
09.03.2005	Alım	Ülkemiz ekonomisine ilişkin olumlu beklentilerin artmasına bağlı olarak gözlenen döviz satışlarının döviz kurlarında neden olduğu aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
03.06.2005	Alım	Ülkemiz ekonomisine ilişkin olumlu beklentilerin artmasına bağlı olarak gözlenen döviz satışları döviz piyasasında tekrar aşırı oynaklık yaşanmasına neden olmaktadır. Buna ek olarak, Türk lirasının özellikle ABD doları karşısındaki değerinin oynaklığı, aynı dönemde ABD dolarının uluslararası piyasalarda kazandığı değer dikkate alındığında daha da belirgin hale gelmiştir. Bu çerçevede, söz konusu aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
22.07.2005	Alım	Son günlerde döviz piyasasında tekrar aşırı oynaklık gözlenmekte olup, Türk lirasının değerindeki bu oynaklık, aynı dönemde ABD dolarının uluslararası piyasalardaki değer değişimi dikkate alındığında daha da belirgin hale gelmiştir. Söz konusu aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
04.10.2005	Alım	Avrupa Birliği'ne katılım müzakere sürecinin başlamasının etkisiyle, oluşan ve oluşması beklenen aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
18.11.2005	Alım	Son günlerde, döviz piyasasında global likidite koşullarının da etkisiyle artan döviz satışları sonucu aşırı oynaklık gözlenmekte olup, Türk lirasının değerindeki bu oynaklık ABD dolarının uluslararası piyasalardaki değer değişimi dikkate alındığında daha da belirgin hale gelmiştir. Bu nedenlere bağlı olarak döviz kurlarında oluşan ve oluşması beklenen

		aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
15.02.2005	Alım	Son günlerde, döviz piyasasında global likidite koşullarının da etkisiyle artan döviz satışları sonucu aşırı oynaklık gözlenmekte olup, Türk lirasının değerindeki bu oynaklık ABD dolarının uluslararası piyasalardaki değer değişimi dikkate alındığında daha da belirgin hale gelmiştir. Bu nedenlere bağlı olarak döviz kurlarında oluşan ve oluşması beklenen aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
13.06.2006	Satım	Uluslararası koşulların da etkisiyle döviz piyasasında likidite daralmasına bağlı olarak oluşan aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
23.06.2006	Satım	Uluslararası koşulların da etkisiyle döviz piyasasında likidite daralmasına bağlı olarak oluşan aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.
26.06.2006	Satım	Uluslararası koşulların da etkisiyle döviz piyasasında likidite daralmasına bağlı olarak oluşan aşırı oynaklığı engellemek amacıyla müdahale yapılmıştır.

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/basinduyuru.php>, erişim tarihi:07.04.2008

Bu gerekçeler ısıgında söyleyebiliriz ki, TCMB döviz piyasalarında oluşan ya da oluşması beklenen oynaklık durumlarında piyasalara müdahale etmektedir. Açıklanan gerekçeler, müdahalelere neden olan oynaklıkların kimi zaman iç piyasada yaşanan gelişmelerden kimi zamanda dış piyasalarda yaşanan gelişmelerden kaynaklandığını göstermektedir. Bu duruma örnek olarak 9 Mart 2005 ve 13 Haziran 2006 tarihlerinde yapılan müdahale gerekçeleri gösterilebilir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ

Tarihsel gelişim sürecinde çift metal uygulamasından altın standardına, altın değişim standardından esnek kur rejimlerine, çapa rejimlerinden optimum kur alanlarına doğru bir gelişme gösteren döviz kuru rejimleri her zaman ülkelerin makroekonomik, finansal ve reel sektör performanslarını etkileme gücüne sahip olmuştur. Kur rejimi seçimi ve başarıyla uygulanması, Dünya ekonomilerini ciddi biçimde sarsan ekonomik krizlerin nedenleri arasında önemli yer tuttuğu için ekonomi literatürünün sürekli odak noktası olmuştur.

Dünya’da tek geçerli kur rejimi tercihi söz konusu değildir. Siyasi gelişmelere paralel olarak, para birliklerine doğru bir kayış gözlemlense de, gelişmekte olan ülkelerin para politikasını serbest kullanacakları dalgalı kur rejimlerine doğru kaydığı gözlemlenmektedir. Kura dayalı istikrar programları, ülkeleri ekonomik krize götüren dinamiklere sahip olması nedeniyle, tercih edilmemektedir.

Serbest dalgalı kur rejimi, genel anlamda, merkez bankalarının açık veya zımni bir kur hedefinin olmaması ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı sistematik ve aktif bir politika izlememeleri anlamına gelmektedir. IMF tanımlanmasında da belirtildiği gibi, döviz kuru seviyesini hedeflemeyen ve gerçekleşen veya öngörülen aşırı dalgalanmalara yönelik döviz piyasası müdahaleleri, serbest dalgalı kur rejimi ile çelismemektedir.

Gelişen piyasa ekonomilerinde döviz piyasalarının etkin çalışamaması, kısa vadeli sermaye giriş çıkışları ya da siyasi belirsizlikler gibi nedenlerle döviz kurlarında oluşabilecek aşırı oynaklıklar, ticaret hacminde düşüş, para ikamesinde hızlanma ya da geçiş etkisinin yüksek olduğu durumlarda enflasyon oranları üzerinde baskı oluşturma gibi ekonomi üzerinde bir dizi olumsuz etki yapabilmektedir. Bağımsız bir para politikası uygulayan merkez bankaları sermaye hareketlerinin kısıtlanmadığı ekonomilerde, hem faiz oranlarını hem de döviz kurlarını aynı anda hedefleyemeseler de döviz kurlarını belli bir hedef düzeyde tutmaksızın aşırı dalgalanmaları dengelemeye

alışarak, dvız kurlarındaki aşırı hareketlerin ekonomi üzerindeki bu tür olumsuz etkilerini bertaraf etmeye çalışmaktadırlar.

Dvız kurlarındaki aşırı hareketlerin olumsuz etkilerine daha yoğun olarak maruz kalan gelişen piyasalarda merkez bankalarının gelişmiş piyasalara oranla daha yoğun olarak dvız piyasalarına müdahalelerde bulundukları ve dvız kurlarındaki aşırı hareketleri dengelemeye çalıştıkları gözlenmektedir. Türkiye'deki dvız kuru müdahalelerinin, dalgalı kur rejimini fiili olarak uygulayan ülkelere örnek olarak gösterilen ABD ve Japonya'dan çok daha yüksek olması bunun sonucudur. Ancak, merkez bankalarının dvız piyasalarına yaptıkları müdahaleler, yüksek maliyetli ve sınırlı miktardaki dvız rezervlerinin kullanılmasını gerektirmekte ve merkez bankalarına sterilizasyon maliyeti ykleemektedir. Gelişen piyasalarda dvız kurlarındaki aşırı hareketlerin daha sık gzlendiğı ve gelişen ülke merkez bankalarının bu hareketlere daha sık müdahale etmek durumunda kalabileceğı de düşünüldüğünde, gerçekleştirilen müdahalelerin etkinliğı, özellikle gelişen piyasa ekonomileri için son derece büyük bir önem taşımaktadır.

TCMB, 2001 yılı sonrası dalgalı kur rejimi döneminde, temel para politikası metinlerinde ve dvız kuru müdahaleleri sonrasında yaptığı açıklamalarda, dvız kuru seviyesi hedefinin olmadığını, dvız kurundaki oynaklığı yakından takip ettiğini ve kurlarda her iki yönde olusan veya olusması beklenen aşırı oynaklık durumlarında bu oynaklığı engellemek amacıyla müdahale edebileceğini/ettini belirtmektedir.

TCMB, dalgalı kur rejimini benimsediğı 21 Şubat 2001'den bu yana çeşitli dönemlerde dvız piyasalarına müdahalelerde bulunmuş, bunun yanı sıra dvız alış ve satış ihaleleri yoluyla da dvız kurlarının uzun dönemli denge değerine müdahalede bulunmadan piyasaya likidite sağlamayı ya da rezerv biriktirmeyi hedeflemiştir.

Dalgalı Kur Politikasına geçişin yaşandığı 2001 yılından bu yana; 22 piyasa gününde TCMB dvız piyasalarına doğrudan müdahale etmistir. Bunların 6'sı dvız satım 15'i ise dvız alım müdahalesidir. Alım ve satım müdahalelerinin ortalamalarına bakıldığında, büyüklükleri arasında önemli bir fark olduğu gözlenmektedir. Alım müdahalelerinin ortalama büyüklüğü 1,702 milyon USD iken, satım müdahaleleri

ortalama büyüklüğü 354 milyon USD seviyesindedir. TCMB tepkisi alım ve satım müdahalelerinde farklılıklar göstermektedir. TCMB'nin, döviz kuru oynaklığına, Türk Lirasının değer kaybettiği durumlarda, değer kazandığı durumlardan daha duyarlı davrandığı görülmektedir. Döviz kuru oynaklıklarının artmasının müdahale ihtimalini beklenen yönde arttırması serbest dalgalı kur rejimi uygulaması ve TCMB temel politika açıklamalarıyla tutarlıdır. YTL'nin değer kazanımı sürecindeki müdahalelerin TCMB'nin rezerv biriktirme amacı ile de tutarlı olduğu söylenebilir.

Ele alınan dönemde; TCMB'nin ihale ve doğrudan müdahale işlemleri aracılığıyla döviz kurlarının düzeyi üzerinde genel olarak pozitif bir baskı yarattığı görülmektedir. Döviz ihale ve doğrudan müdahale işlemleri uygulamadaki farklılıklarına karşın döviz kurları üzerinde benzer bir etki yaratmışlardır.

TCMB doğrudan müdahaleleri ve ihalelerine bir başka açıdan bakıldığında ise, döviz satış ihalelerinin ve döviz satış müdahalelerinin döviz kurlarının düzeyi üzerinde belirgin bir etkisi olmadığı, döviz alış ihaleleri ve döviz alış müdahalelerinin ise döviz kurlarının yönünü değiştirmemekle birlikte TL'nin değer kazanma hızını düşürdüğü görülmektedir.

TCMB'nin piyasadaki varlığının yaptığı işlemlerin miktarından bağımsız olarak sıklığının döviz kurlarına olan etkisine bakıldığında da, TCMB işlemleri sıklaştıkça döviz kurlarının düzeyi üzerindeki olumlu etkinin kaybolabildiği ya da tersine döndüğü görülmüştür.

Müdahalelere döviz kurlarının oynaklığına olan etki açısından bakıldığında bir bütün olarak döviz kurlarının oynaklığını belirgin bir biçimde azalttığı gözlenmektedir.

Yapılan araştırmalar da göstermektedir ki, TCMB döviz piyasalarındaki aşırı hareketleri dengelemek konusunda genel olarak başarılı olmuştur. Bir başka deyişle TCMB 2001 yılından bu yana uyguladığı dalgalı döviz kuru politikası çerçevesinde döviz piyasalarında aşırı hareketlerin görüldüğü dönemlerde dengeleyici bir unsur olarak varlık göstermiş ve piyasadaki varlığı piyasa oyuncuları tarafından pozitif olarak algılanmıştır.

Enflasyon hedeflemesinin tek amacının uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanmak olmasına rağmen, meydana gelen şokların kısa dönemde olumsuz etkilerini gidermek için politika, otoritesine serbesti tanımaktadır. Enflasyon hedeflemesi, bu sayede, reel sektörde aşırı dalgalanmalara izin vermemektedir. Diğer taraftan, enflasyonla ilgili tek bir değişkenin tam bilgi içermemesi nedeni ile, birden çok değişken araç olarak kullanılabilir. Bu değişkenlerden biri de, döviz kurudur. Döviz kurundaki değişimler, enflasyon oranını etkileyen temel değişkenlerden birisi olduğu için enflasyon hedeflemesi politikaları çerçevesinde, döviz kurundaki dengeyi bozucu aşırı dalgalanmalara izin verilmeyeceği söylenebilir.

TCMB'nin gelecekte uygulamayı planladığı enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesinde de, özellikle döviz kurlarındaki olası aşırı hareketlerin fiyat istikrarı üzerinde yapabileceği bozucu etkileri önleyebilmek amacıyla döviz ihale ve müdahale işlemlerini etkin olarak kullanabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

25.04.2001 Tarihli 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler, TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İlişkileri Genel Müdürlüğü, , Ankara 2001

Akdağ, Mustafa, **Türkiye'nin İktisadi ve İctimai Tarihi: Cilt 2 (1453-1559)**, Cem Yayınevi, İstanbul, 1995

Aklin, Erdoğan, **Uluslararası Ekonomik İlişkiler**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayın No:478, Güryay Matbaası, İst., 1981

Akyazı, Haydar, A.K. Topal, **Enflasyonla Mücadelede Arjantin Mucizesi ve Türkiye'de Enflasyon Duyarsızlığı**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 135, Ankara, Haziran 1997

Akyazı, Haydar, **T.C. Merkez Bankası ile Federal Rezerv Sisteminin Karşılaştırılması**, Türkiye

Akyıldız, Ali, **Osmanlı Finans Sisteminde Dönüm Noktası: Kağıt Para ve Sosyo-Ekonomik Etkileri**, Eren Yayıncılık ve Kitapçılık, İstanbul, 2001

Alacaoğulları, Muzaffer, **Euro:Ekonomik ve Parasal Birliğin Son Durağı**, Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2002

Alesina, Alberto, **Dolarization, American Economic Rewiev**, Vol.91(2), USA, 2001

Alesina, Alberto, **Optimal Currency Areas**, NBER Working Papers 9072, USA, 2002

Alptürk, Nevzat, **Merkez Bankacılığı**, Bilgi Basımevi, Ankara, 1972

Altay, Oğuzhan N., **Döviz Kuru Rejimi Tercihini Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar**, Ege Akademik Bakış (7) 2 2007:699-714, İzmir , 2007

Amtenbrink, Fabian, **The Democratic Accountability of Central Banks-A Comparative Study of the European Central Bank**, Hart Publishing, USA, 1999

Arat, Kürşat, **Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi**, TCMB Uzmanlık Tezleri, Ankara, 2003

Arıcan, Erişah, **İstikrar Politikaları Işığında Merkez Bankası ve Para Programının Başarısı:1990-1995**, Araştırma İnceleme Yazısı:96-9, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Armas, Adrian, R. Webb, **Monetary Policy in a Highly Dollarized Economy: The Case of Peru**, (Editör: P.C. Ugolini, A. Schaechter, M.R. Stone)., IMF, USA, 2003

Ata, Defne, S. Silahşör, **Parasal Birlik, Avrupa Para Birliği ve Türkiye**, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, 1999

Atish Ghosh, A.M. Gulde and H.C. Wolf, **Currency Boards: More than a Quick Fix**, 30th Panel Meeting of Economic Policy, Helsinki, 15-16 Ekim 2001

Aybar, Bülent, **Yeni Kur Politikası: Ne Tür Bir Dalgalanma?**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 181, 2001

Bacchetta, Philippe and Wincoop, Van, **A Theory of the Currency Denomination of International Trade**, NBER Working Papers 9039, USA, 2002

Balıkcıoğlu, Metin, **Resmi Dolarizasyon ve Olası Türkiye Uygulaması**, Ankara Üniversitesi Yayınları, Anlara

Balino, J.T. Thomas, C. Enoch, **Currency Board Arranhements Issues and Experiences**, IMF Working Papers, Vol. 151, USA, 1997

Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı:36, Mart 2001

Barışık, Salih, **Para Kurulu Sistemi, Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri**, GÜ, İİBF Dergisi, İstanbul, Şubat 2001

Birinci, Yüksel, **Euro'nun Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001

Boratav, Korkut, **Türkiye iktisat Tarihi:1908-1985**, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1990

Boratav, Korkut, **Türkiye iktisat Tarihi:1908-2002**, İmge Yayınevi, İstanbul, 2003

Bordo, D. Micheal and Macdonald, R., **The Inter-War Gold Evchange Standard:Credibility and Monetary Independence**, NBER Working Papers 8429, USA, 2001

Bordo, D. Micheal and Rockoff, H., **The Gold Standard as a Good Housekeeping Seal Of Approval**, NBER Working Paper Series 5340, USA, 1996

Bordo, D. Micheal and Schwartz, A., **Monetary Policy Regimes and Economic Perfotmance: The Historical Record**, Handbook of Macroeconomics, USA, 1999

Calvo, Guillermo, **Capital Markets and the Exchange Rate**, Journal of Money, Credit and Banking, Vol.33, 2001

Canales-Kriljenko, Ivan, **WP Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice**, IMF Working Paper, USA, 2003

Carbough, Roberts and Shing, Fan Liang, **The International Monetary System**, The Univ. Press of Kansas, 1976

Carsten M. Meissner, **A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard**, NBER Working Papers 9233, USA, 2002

Cartens, Agustin, Alejandro M Werner, **Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime**, Banco De Mexico Discussion Paper, Mexico, 1999

Caves, E. Richard and Jones, R., **World Trade and Payments**, Little Brown and Company, Boston, 1977

Cecchetti, G. Stephen, **Understanding the Great Depression: Lessons for Current Policy**, NBER Paper No:6015, USA, 1998

Chang, Roberto, A. Velasco, **Financial Fragility and Exchange Rate Regime**, Journal of Economic Theory, Vol.92, ABD, 2000

Chang, R. and Velasco, A., **Exchange Rate Policy for Developing Countries**, American Economic Review, Vol.90 (2), ABD, 2000

Corden, Max W., **Too Sensetional: On the Choice of Exchange Rate Regimes**, The MIT Press, England, 2002

Correcting, R. Triffin, **The World Monetary Scandal**, Challenge, Vol.29 (1), USA, 1986

Çarıkçı, Emin, **Esnek Kur Politikaları ve Dış Ticarete Etkileri**, HÜ, İİBF Dergisi, Cilt: I, Sayı: 2, 1983

Doğruel, Fatma, Suut Doğruel, **Türkiye'de Enflasyonun Tarihi**, TCMB ve Tarih Vakfı Ortak Yayını, 2005, İstanbul

Doğukanlı, Hatice, **Uluslararası Finans**, Nobel Yayınevi, Adana, 2001

Dornbursch, Rüdiger, **Exchange rate policies in Economies in Transition, Approaches to Exchange rate policy: Choices for developing and Transition Economies**, ed. By Richard C. Barth and Chorng Hueywong, IMF Institute, USA, 1994

Eğilmez, Mahfi, **Hazine**, Diyalog Yayınları, İstanbul, 1997

Eichengreen, Barry and Bayoumi, Tamin, **The stability of the Gold Standard and the Evulotion of the International Monetary System**, IMF Working Papers 95/89, 1995

Eichengreen, Barry and Bayoumi, Tamin, **The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System**, IMF Staff Papers, 95/89, USA, 1995

Eichengreen, Barry, J. Sachs, **Competitive devaluation in the Great Depression**, NBER Working Papers 6060, USA, 1986

Ellsworth, T. Paul, **The International Economy**, NY Mac Millan Co., USA, 1964

Erçel, Gazi, **2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması**, TCMB, Ankara, 1999

Erçel, Gazi, **Merkez Bankası ve Para Politikası**, Finans Dünyası Dergisi, Eylül 1997

Erdem, Ekrem, **Osmanlı Para Sistemi ve Tağış Politikası: Dönemsel Bir Analiz**, Bankacılar Dergisi, Sayı: 56, 2006

Ergin, Feridun, **Uluslararası Ödemeler**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları No:421, İstanbul, 1978

Ertekin, Murat, **Döviz Kuru Rejimleri ve Türkiye'nin Dış Ticareti**, Dış Ticaret Genel Müdürlüğü, Ankara, 2007

Fischer, Stanley, **Exchange Rate Regimes :Is The Bipolar View Correct?**, Journal of Economic Perspectives, Vol.15 (2)

Frankel, Jefferey A, **No Single Currency Regime Is Right For All Countries or at All Times**, NBER Working Papers No 7338, USA, 1999

Frankel, Jefferey A., A.K. Rose, **The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria**, The Economic Journal, Vol. 108(449), ABD, 1998

Friedman, Benjamin, **Monetary Policy**, NBER Working Paper Series, WP 8057, 2000, www.nber.org/papers/w8057, (Erişim tarihi: 19 Mayıs 2007)

Friedman, Milton, **Free to Choose**, Jabba's Media Hutt, USA, 1990

Friedman, Milton, **The Case for Flexible Exchange Rates Chicago Essay in Positive Economics**, University of Chicago Press, USA, 1953

Friedman, Milton, **The Case for Flexible Exchange Rates, In essays In Positive Economics**, University of Chicago Press, Chicago, 1953

Gallego, Fabian ve Jones, G., **Exchange Rate Interventions and Insurance: Is Fear of Floating a Cause for Concern?**, Central Bank of Chile Çalışma Tebliği No: 326, <http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc326.pdf>, (Erişim Tarihi: 4.4.2006)

Ghosh, Andrew, **Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?**, NBER Working Papers 5874, ABD, 1997

Glick, Reuven and Rose, K. A., **Does a Currency Union Affect Trade?**, The Time Series Evidence, NBER Working Papers 8396, USA, 2001

Gulde, Anne Marie, J. Kahkonen,, P.M. Keller, **Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-Up To EU Accession and Participation in the Euro Zone**, IMF Policy Discussion Papers 00/1, 2000

Güçlü, Mehmet, **Ekonomik İstikrar Arayışlarında Döviz Kuru Sistemlerinin Rolü: 2000 Yılı Türkiye Deneyimi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, Mayıs 2005

Gültekin, Bülent, **Türkiye Ekonomisi'nde Sorunlar ve Yapısal Reformlar: Para Kurulu Tartışmaları**, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 160, Ankara, Temmuz 1999

Güran, Nevzat, **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 1999

Hatipoğlu, Zeyyat, **Para, Kredi ve Bankacılık**, Alagöz Yayınları, İstanbul, 1967

Hawtrey, G. Ralph, **The Art of Central Banking**, Taylor and Francais Publishing, London, 1962

Helfferrich Karl, **Adelphi Publishing Co**, New York, 1927

Heller, Robert, **Prudential Supervision and Monetary Policy in The Evolving Role of Central Banks**, edited by Patrick Downes, Central Banking Department IMF Publish, 1991

Hiç, Mükerrerem, **Para Teorisi ve Politikası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994

Hiç, Mükerrerem, **Türkiye Ekonomisi**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994

Hinshaw, Randell, **The Economics of International Adjustment**, The John Hopkins Press, London 1971

İnan, Emre, **Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye**, TBB-Bankacılık ve Araştırma Grubu Uzmanlık Tezi, İstanbul, 2002

J. Ernesto López Córdova, Chris Meissner, **Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence From The Classical Gold Standard Era**, CIDER Working Papers, C00118, Berkeley, 2000

Kalaycıoğlu, Sema, **Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması**, Üçdal Neşriyat, İstanbul, 1983

Karluk, Rıdvan, **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelisim Yapısal ve Sosyal Degisim**, Beta Basım, 1997

Kathrynn, Dominquez, **Frankel, Does Foreign Exchange Intervention Matter?** The Portofolio Effect., American Economic Review, Vol.83, pp.1356-69, USA, 1993

Keyder, Çağlar, **Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye; 1923-1929** , Yurt Yayınları, Ankara, 1982

Kisch, Cecil, A. Eklin, **Central Banks**, Macmilan Co, London, 1932

Kwan, Yum K., Lui, F.T., **Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes in Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries**, The University of Chicago Pres, USA, 1999

Lanyi Anthony, **The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered: Essays in International Finance**, No.72, Princeton Univ. Pres, USA, 1969

Lawrence H. Summers, **International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures**, American Economic Review, Vol.90 (2), USA, 2000

Levy-Yeyati, E. and Rozada, M.G, **Global Factors and Emerging Market Spreads**, Inter American Development Bank Çalışma Tebliği No: 554, 2006

Levy-Yeyati, Eduardo, **Financial Dollarization: Where Do We Stand?**, Conference on Financial Dollarization: Policy Options, IADB, USA, 2003

Lindert, H. Peter, **Key Currencies and Gold 1900-1913**, Princeton Studies in International Finance, No.24, Princeton University, USA, 1969

Machlup, Fritz, Baldwin, Robert, E., Richardson and David, J., **International Trade and Finance**, Little Brown and Company, USA, 1974

Meltzer, Hanry, **Monetary and Exchange Rate Regimes: A Comparison of Japan and United States**, Cato Journal, Vol6 (2), USA,1986

Müslümov, Alövsat, M. Hasanov ve C. Özyıldırım, **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, Scala Basım, İstanbul, 2002

Noviçev, Aron D., **Osmanlı İmparatorluğu'nun Yarı Sömürgeleşmesi**, Çev. Nabi Dinçer, Onur Yayınları, Ankara, 1979

Obstfeld, Krugman, Paul, **International Economics: Theory and Policy**, Addison-Wesley Publishing Company, USA, 2000

Oktar, Suat, **T.C. Merkez Bankası Ne Ölçüde Bağımsız?**, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 34, Sayı 5, Mayıs 1997

Oomes, Nienke and Ohnsorge, F., **Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The Case of Russia**, IMF Working Paper No:05/144, 2005, USA

Oskay, Suna, **Döviz kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları:Türkiye (1923-2000)**, Beta Basım A.Ş., İstanbul, 2001

Önder, Timur, **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Mayıs 2005

Önder, Yusuf , **Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği**, TCMB Araştırma Yayınları, Ankara, 2007

Özdemir, Alim K. G. Şahinbeyoğlu, **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara, 2000

Özdemir, Mehmet, **Cumhuriyet'ten Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara: Merkez Bankası Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Ağustos 1997

Pamuk, Şevket, **Osmanlı İmparatorluğu'nda Paranın Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 2000

Parasız, İlker, **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1996

Parasız, İlker, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000

Parasız, İlker, **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2002

Porter, Richard and Judson, R., **The Location of U.S. Currency: How much is abroad?**, Federal Reserve Bulletin, Vol82(10), USA, 1996

Reinhart, Carmen K.S. Rogoff, **The Modern History of Exchange Rate Arrangements**, NBER Working Papers 8963, USA, 2002

Rockoff, Hugh, **How Long Did It Take the United State to Become an Optimal Currency Area**, Rutgers University, Department of Economic Working Paper, USA, 1999

Rothwell, Thomas W., **Bimetallism Explained**, Chapman and Hall Ltd., London, 1997

Rzepkowski, Kris, **The Expectations of a Hong Kong Dolar Devaluation and their Determinants**, CEPII Research Center Working Papers, Fransa, Nisan 2000

Sakatani, Baron S. Naruse, **The Banking System of Japan in Central Banking in History**, Vol 3, Edited by Micheal Collins, Edward Elgar Publishing, London, 1993

Salvatore, D. Ricardo, **Which Countries in the Americas Should Dolarize?**, Journal of Policy Modelling No:23, USA, 2001

Sedat Dinçer, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, < [http://konular/maliisleryon/MLY-MERKEZ BANKALARININ BAĞIMSIZLIĞI.htm](http://konular/maliisleryon/MLY-MERKEZ-BANKALARININ-BAĞIMSIZLIĞI.htm)>, (Erişim Tarihi: 02.01.05)

Seitz, Frank, **The Ciculation of the Deutsche Mark Abroad**, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Almanya, 1995

Serdengeçti, Süreyya, **Financial Stability and Implications of Basel II**, TCMB Başkanı Sayın Süreyya Serdengeçti Tarafından Yapılan Açılış Konuşması (16 Mayıs 2005), http://www.tcmb.gov.tr/yeni/konferans/CB_All.pdf. (Erişim tarihi: 12 Şubat 2008)

Serdengeçti, **Merkez Bankası Bağımsızlığı Konuşması**, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/konusma.php. (Erişim tarihi: 15.08.2005)

Serdengeçti, Süreyya , **Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon**, T.C.M.B., Eskişehir, 2005

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası İktisat: Teori,Politika ve Uygulama**, Beta Yayınevi, İstanbul, 1999

Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Beta Yayınevi, İstanbul, 2001

Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori,Politika ve Uygulama**, Beta Yayınevi, İstanbul, 2007

Stanley, Charles E., **International Economics: Analysis Issues**, Printice-Hall Inc., New Jersey, 1970

Szakmary, Andrew, I. Mathur, **Central bank intervention and trading rule profits in foreign exchange markets.**, Journal of International Money and Finance 16, USA, 1997

Tabakoğlu, Ahmet , **Osmanlı Dünyayı Nasıl Yönetti?**, İz Yayıncılık, İstanbul, 1999

Tekeli, İlhan, S. İlkin, **Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama: TCMB**, Ankara: TCMB Yayınları, 1997

Tunca, Ersin, **Döviz Çıpa Atmak Doğru Mu?**, Ekonomik Forum, Yıl: 8, Sayı: 1, Ocak 2001

Turan, Gül Günver, **Uluslararası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü**, T. İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 1980

Uludağ, İlhan, Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi: Piyasalar Kurumlar-Araçlar**, İstanbul: Beta Yayınları, Temmuz 1999

Uzunoglu, Sadi, Alkin K., Gürlesel, F., **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Yayınları No:6, İstanbul, 2001

Velde, François R., W. Weber, **A Model Of Bimetallism**, Working Paper Series, Federal Reserve Bank of Chicago, USA, 1998

Volcker, Paul and Mancera, M., **Perspectives on the Role of Central Bank**, IMF Publish, 1991

Walshe, O'Grady T., **Managing a Central Bank: Goals, Strategies, and Techniques in The Evolving Role of Central Banks**, edited by Patrick Downes, Central Banking Department IMF Publish, 1991

Willett, Thomas, **Fear of Floating Needn't Imply Fixed Rates**, Open Economies Review, XIV, 1, Mayıs 2002

Williamson, John, **Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rate in a World of Capital Mobility**, International Finance, 1:1., USA, 1998

Williamson, John, **What Role for Currency Boards?**, Institute For International Economics, USA, 1995

Wincoop, Van, **National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union**, American Economic Review, Vol.91(2), USA, 2001

Wise, Carol, Riordan Roett, **Exchange Rate Policies In Latin America**, The Brookings Institution, USA, 2000

Yaşa, Memduh, **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi:1923-1978**, Akbank Yayınları, İstanbul, 1980

Yetim, Sedat, **Kur Bantları, Para Politikası ve Türkiye ile Meksika Krizleri**, Hazine Dergisi, Sayı: 7, 1997

Yıldırım, Oğuz, **Kura Dayalı İstikrar Politikası: Teori ve Ülke Uygulamaları**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı-Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezleri, Ankara, 2003

Zarakoğlu, Avni, **Bankacılar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1988

Zarakoğlu, Avni, **Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi**, Sözkese Matbaacılık Tic Ltd, Ankara, 2003

Zarakoğlu, Avni, **Para ve Banka**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1965

RAPORLAR VE İNTERNET KAYNAKLARI

IMF Annual Report 2002

IMF Annual Report 2003

IMF Annual Report 2004,

IMF Annual Report 2005

IMF Annual Report 2006,

IMF Annual Report 2007

TCMB Enflasyon Raporu, 2006-IV

TCMB Yıllık Raporu, 1995

TCMB Yıllık Rapor 2001

TCMB Yıllık Rapor 2002

TCMB Yıllık Rapor 2003

TCMB Yıllık Rapor 2004

TCMB Yıllık Rapor 2005

TCMB Yıllık Rapor, 2007

TCMB, 2008 Yılı Para ve Kur Politikası Duyurusu

Nisan 2008 Kamu Borç Yönetimi Raporu, Hazine Müsteşarlığı, http://www.hazine.gov.tr/duyuru/basin/KBYR_Mayis08.pdf (Erişim tarihi: 02.06.2008)

http://tr.wikipedia.org/wiki/Uluslararası%C4%B1_Para_Fonu, (Uluslararası Para Fonu), (Erişim tarihi: 11.12.2007)

<http://www.dpt.gov.tr/>

<http://www.tcmb.gov.tr/>

<http://www.tuik.gov.tr/>

www.worldbank.org.tr/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/TURKEYEXT/0,contentMDK:20167083~menuPK:413774~pagePK:1497618~piPK:217854~theSitePK:361712,00.html (Erişim tarihi: 11.12.2007)