

**DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Bahar CANTÜRK

Kütahya - 2009

T. C.
DUMLUPINAR ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
Para Banka

Yüksek Lisans Tezi

**DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Danışman:
Yrd. Doç. Dr. Macide ÇİÇEK

Hazırlayan:
Bahar CANTÜRK

Kütahya – 2009

Kabul ve Onay

Bahar CANTÜRK'ün hazırladığı “DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ” başlıklı Yüksek Lisans tez çalışması, jüri tarafından lisansüstü yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre değerlendirilip oybirliği/oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

.....//2009

Tez Jürisi	İmza	
	Kabul	Red
Yrd. Doç. Dr. Macide ÇİÇEK (Danışman)		
Yrd. Doç. Dr. Feride ÖZTÜRK SUBAŞI		
Yrd. Doç. Dr. İsmail KÜÇÜKAKSOY		

Prof. Dr. Ahmet KARAASLAN

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yemin Metni

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Döviz Kuru Geçiş Etkisi: Türkiye Örneği” adlı çalışmamın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım kaynakların kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.....//2009

Bahar CANTÜRK

ÖZET

DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ TÜRKİYE ÖRNEĞİ

CANTÜRK, Bahar
Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı
Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Macide ÇİÇEK
Nisan,2009, 105 sayfa

Makroekonomik performansın belirlenmesinde önemli değişkenlerden biri olarak kabul edilen döviz kuru, enflasyonun temel açıklayıcı değişkenleri arasında yer almaktadır. Literatürde döviz kurunun enflasyonist etkileri genellikle geçiş etkisi teorisiyle açıklanmaktadır.

Gelişmiş ülkeler için ve döviz kurlarının dışsal ayarlamalar üzerine rolünün incelenmesi ile ilgili pek çok çalışmanın bulunduğu döviz kuru geçiş etkisi (exchange rate pass-through) literatüründe, gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalar da büyük artış göstermeye başlamıştır. Bu çalışmalarda döviz kurlarının dışsal ayarlamalar üzerine rolünün incelenmesinin yanında, esas olarak gelişmiş ülkelerdekine benzemeksizin döviz kurlarındaki artışın ithal malların yerli para birimi cinsinden değerinin yükseltilmesiyle, öncelikle ithalat fiyatlarını, daha sonra da ithal girdi kullanılarak üretilen tüm yerli malların piyasadaki fiyatlarını etkilemiş mekanizması üzerine yoğunlaşmıştır.

Bu çalışmada, Türkiye’de döviz kurunun ithalat fiyatlarına geçiş etkisi araştırılmıştır. Uygulamada Johansen Eşbütünleşme Analizi aracılığı ile 2002:01-2008:10 dönemi analiz edilmiştir. Bu çalışmada, Türkiye’de ithalat fiyatlarının döviz kuruna esnekliğinin oldukça yüksek oluşu ve kısa dönemde uzun döneme göre daha yüksek olduğu bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru, Eşbütünleşme, Geçiş Etkisi, Parasal Aktarım Mekanizması

ABSTRACT**EXCHANGE RATE PASS-THROUGH
TURKEY EXAMPLES****CANTÜRK, Bahar****M.A. Thesis, Department of Economy****Supervisor: Asst. Prof. Macide ÇİÇEK****April, 2009, 105 pages**

One of the main challenges for the inflation targeting countries has been to assess the impact of import price and Exchange rate shocks on domestic price measure. This is often called as “Exchange rate (or import prices) pass-through theory”.

In the literature of the exchange rate pass-through on which there are plenty of studies that analyze the role of exchange rate on external adjustments for developed countries, there is a remarkable increase of similar studies for developing ones.

These studies, besides the analysis of the role of exchange rate on external adjustment, were focused mainly on a mechanism such that an increase of exchange rate rises the value of imported goods on domestic currency, through that initially import prices, then prices of domestic goods on the market that are manufactured using imported input are effected unlike it is in developed countries.

In this study, an analysis of exchange rate pass-through on Turkey was done; in other words, the pass-through of exchange rate on import prices in Turkish economy was evaluated. In practice, through Johansen’s Co integration Analysis 2002:01-2008:10 periods was analyzed. According to results of the analysis, elasticity of import prices on exchange rate is higher in the short-term than it is in the long-term and the system’s ability to equilibrate emanates mostly from exchange rate.

Keywords: Co integration, Exchange, Pass-Through, Monetary Transmission Mechanism

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
TEZ HAKKINDA.....	xii

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ

1.1. DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ: TANIM VE KAPSAM	2
1.2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İÇİNDE DÖVİZ KURU	4
1.2.1. Parasal Aktarım Mekanizması	4
1.2.1.1. Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması.....	4
1.2.1.1.1. Faiz Paritesi Teorisi.....	4
1.2.1.1.1.1. Örtük Faiz Oranı Paritesi	5
1.2.1.1.1.2. Örtük Olmayan Faiz Oranı Paritesi.....	9
1.2.1.1.2. Forward Döviz Kurunun Belirlenmesi.....	13
1.2.1.2. Döviz Kuru Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması.....	14
1.2.1.2.1. Teoride Döviz Kuru Aktarma Kanalı'nın İşleyişi	15
1.2.1.2.1.1. Döviz Kurunun Net İhracat Üzerine Aktarımı.....	15
1.2.1.2.1.2. Döviz Kurunun Bilanço Üzerine Aktarımı	17
1.2.1.2.2. Uygulamada Döviz Kuru Aktarma Kanalı'nın İşleyişi	19
1.2.1.2.2.1. Gelişmiş Ülkelerde Döviz Kuru Aktarımı	19
1.2.1.2.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Aktarımı.....	19

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİM VE POLİTİKALARI VE DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ

2.1. DÖVİZ KURU REJİMLERİ.....	20
2.1.1. Kur Rejimlerinin Sınıflandırılması	21
2.1.2. Sabit Kur Rejimleri	26
2.1.2.1. Dolarizasyon	26
2.1.2.2. Para Birliği	28
2.1.2.3. Para Kurulu	32
2.1.3. Ara Kur Rejimleri	33
2.1.3.1. Geleneksel Sabit Çapa	34
2.1.3.2. Yatay Şeritler	35
2.1.3.3. Sürünen Çapa	35
2.1.3.4. Sürünen Şerit.....	36
2.1.3.5. Sıkı Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi	37
2.1.4. Dalgalı Kur Rejimleri.....	37
2.1.4.1. Önceden Belirlenmiş Çizgisi Olmayan Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi.....	39
2.1.4.2. Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi.....	39
2.1.5. Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi	43
2.2. DÖVİZ KURU POLİTİKALARI	45
2.2.1. Bir Araç Olarak Döviz Kuru Politikaları	46
2.2.1.1. Devalüasyon ve Dış Ticaret Dengesi	46
2.2.1.1.1. Esneklik Yaklaşımı	46
2.2.1.1.2. Massetme Yaklaşımı (Toplam Harcama Yaklaşımı)	48
2.2.1.2. Revalüasyon ve Dış Ticaret Dengesi	49
2.2.2. Bir Amaç Olarak Döviz Kuru Politikaları	50
2.2.2.1. Gerçekçi Döviz Kuru Politikaları	50
2.2.2.2. Eksik Değerlenmiş Döviz Kuru Politikaları	50
2.2.2.3. Aşırı Değerlenmiş Döviz Kuru Politikaları	51
2.3. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ	51

2.3.1. Sabit Kur Rejiminde Döviz Kuru Geçiş Etkisi	54
2.3.2. Dalgalı Kur Rejiminde Döviz Kuru Geçiş Etkisi.....	55

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ

3.1. TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İÇİNDE DÖVİZ KURU KANALI.....	62
3.1.1. Türkiye’ de Parasal Aktarım Mekanizması.....	62
3.1.2. Parasal Aktarım Mekanizması İçinde Döviz Kuru Kanalı’nın İşleyişi	64
3.1.2.1. Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejim ve Politikaları	65
3.1.2.2. Türkiye’de Döviz Kuru ve İthalat Fiyatları İlişkisinin Gelişimi.....	70
3.1.2.3. Türkiye’de Döviz Kuru ve Yurtiçi Fiyat Düzeyi İlişkisinin Gelişimi	73
3.2. TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİNİN ANALİZİ	74
3.2.1. Yöntem: ADF Birim Kök Testi ve Johansen Eşbütünleşme Yöntemi.....	74
3.2.1.1. ADF Birim Kök Testi	74
3.2.1.2. Johansen Eşbütünleşme Yöntemi.....	76
3.2.2. Veri Seti	77
3.2.3. Ampirik Bulgular	79
3.2.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları	79
3.2.3.2. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları	79
SONUÇ	82
KAYNAKÇA	84
DİZİN	91

TABLolar LİSTESİ**Sayfa**

Tablo 2.1. Ekonomi Literatüründe Kur Rejimi Sınıflandırması.....	22
Tablo 2.2. Dünya Ülkelerinde Kullanılan Döviz Kuru Rejimleri	41-41
Tablo 3.1 ADF Birim Kök Testi Sonuçları	79
Tablo 3.2. Eşbütünleşme Rankı, Eşbütünleşme Vektörü ve Uyarlanma Katsayıları	80

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1. Varsayımlar, Faiz Paritesi ve Piyasa Etkinliği	13
Şekil 2.1. Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması	25
Şekil 2.2 Sanayileşmiş Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ile Enflasyon Arasındaki İlişki Grafiği	56
Şekil 2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ile Enflasyon Arasındaki İlişki Grafiği	57
Şekil 3.1. Değişkenlerin Zaman İçindeki Gelişimi.....	78

TEZ HAKKINDA

Araştırma Problemi

Türkiye’de döviz kurunun ithalat fiyatları üzerine etkisi var mıdır? Bu etkiler kısa ve uzun dönemde farklılıklar gösterir mi?

Araştırmanın Amacı

Döviz kuru geçiş etkisinin Türkiye için tahmininin gerçekleştirilmesi, diğer bir ifadeyle, Türkiye ekonomisinde ithalat fiyatlarının döviz kurundaki değişmelere duyarlılığının ölçülmesidir.

Araştırmanın Önemi

Bu çalışma Türkiye’de TCMB’nin fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacı açısından döviz kuru şoklarının tehdit oluşturup oluşturmadığının ortaya konulması bakımından önem taşımaktadır.

Araştırmanın Sınırlılıkları

Bu çalışmada, inceleme dönemi 2002:01-2008:10 olarak belirlenmiş olup, döviz kurunun ithalat fiyatları üzerine geçiş etkisi incelenmiştir. Ayrıca GSMH, aylık yayınlanması nedeniyle Sanayi Üretim Endeksi tarafından temsil edilmektedir.

Araştırmanın Yöntemi

Türkiye’de döviz kurunun ithalat fiyatlarına geçiş etkisini analiz etmek amacıyla, İthalat Fiyatları Endeksi, Döviz Kuru (TL/\$) ve Sanayi Üretim Endeksine ait aylık veriler kullanılmıştır. Kullanılan veri seti, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın internet sitesinde yer alan Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir.

Tahminlerde ilk aşama, kullanılan zaman serilerinin durağanlığının test edilmesidir. Bu amaçla birim kök testi uygulanmış ve seriler durağan hale getirildikten sonra, değişkenler arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla Johansen Eşbütünleşme Testi yapılmıştır. Tüm tahminler Eviews 5.1 programında yapılmıştır.

TEZ METNİ

BİRİNCİ BÖLÜM
DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ

1.1. DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ: TANIM VE KAPSAM

Makroekonomik performansın belirlenmesinde önemli değişkenlerden biri olarak kabul edilen döviz kuru, enflasyonun temel açıklayıcı değişkenleri arasında yer almaktadır. Literatürde döviz kurunun enflasyonist etkileri genellikle geçiş etkisi teorisiyle (the pass-through theory) açıklanmaktadır. Döviz kurundaki bir değişme sonucunda ithal ve ihraç mallarının fiyatlarında görülen değişme oranına geçiş etkisi adı verilir (Seyidoğlu, Halil, 2003;433).

Son yıllarda yükselen piyasalarda aşırı değerli döviz kurunun yol açtığı para krizleri ve arkasından gelen ekonomik daralmalar döviz kuru politikalarının oluşturulmasında daha ihtiyatlı davranılmasını gerektirmiştir. 1980’li yılların başında ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin artmasıyla birlikte, döviz kuru geçişliliğinin üretim ve tüketim piyasaları üzerindeki etkilerini konu alan çalışmaların sayısı hızla artmıştır. Bundan dolayı 1990’lı yıllar boyunca politika yapıcılar ve akademisyenler yükselen ekonomiler için alternatif döviz kuru rejimlerini tartışmışlar ve katı döviz kuru rejimi sürdürmek yerine, esnek döviz kuru rejimi ile uyumlu politikalar geliştirmişlerdir.

McCallum ve Nelson, döviz kurunun geçiş etkisini analiz ederken, ithalatı bütünüyle ara malı ithalatı olarak modellemekte ve döviz kuru geçişliliğinin tamamlandığını varsaymaktadır. Bu aktarım kanalına göre, döviz kurundaki değişkenlik önce üretilen malların fiyatlarını etkiler. Sonraki adımda nominal değer kaybına verilen yanıtla ihracat talebini artırır ve yurtiçi üretilen malların maliyetindeki artış nedeniyle potansiyel çıktıyı düşürür. Bu süreç sonunda ortaya çıkan enflasyonist baskı büyük ölçüde artarak yurtiçi harcamalarla hız kazanır. Ancak, bu konuda Standart Yeni Keynesçi model farklı bir yaklaşıma sahiptir, Allsopp ve diğerlerine (2006:10) göre, ithalat nihai tüketici mallarını kapsayıp doğrudan çıktı perakende fiyat endeksini etkiler. Tam bir geçiş etkisi¹ varsayımı altında, döviz kuru değer kayıpları yalnızca ihracat talebi kanalıyla değil, doğrudan çıktı yoluyla enflasyona yol açar (Müslümov, A., Hasanov, M., 2002).

¹ Döviz kurunun belli bir oranda yükselmesi karşısında ihraç malları yabancı para ile aynı oranda ucuzlamış ve ithal malları da aynı oranda pahalılaşmış ise geçiş etkisi tamdır. Yabancı para ile ihraç mallarının fiyatının daha düşük oranda ucuzlaması ve yerli para ile de yabancı malların daha düşük oranda pahalılaşması durumunda kısmi geçiş etkisi vardır.

Devereux ve Engel, nominal döviz kuru değişkenliğinin bütünüyle mal fiyatlarına geçmediğini ile getirmektedir. Gerçekte tüketici fiyatlarının nominal döviz kuru değişkenliğine çok tepki vermediği için döviz kurunun harcama değiştiren etkisi çok küçüktür. Yani nominal döviz kurundaki bir değişkenlik, ulusal üretilen mallarla uluslar arası üretilen mallar arasında çok fazla ikame yapılmasına yol açmaz. Çünkü bu malların görelî fiyatı nihai kullanıcılar açısından çok değişmez (Müslümov, A., Hasanov, M., 2002).

Döviz kuru geçiş etkisinin daha düşük oranda fiyatlara yansımaları Taylor, düşük enflasyon oranına bağlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında, düşük enflasyon oranlarına sahip ülkelerdeki geçiş etkisi nihai malların fiyatlarına daha az oranda yansır. O zaman, daha düşük enflasyon, ithal fiyatlarına daha düşük oranda bir geçiş etkisine yol açar (Müslümov, A., Hasanov, M., 2002).

Campa ve Goldberg, ihracatçıların karşılaşacağı talep eğrisinin oldukça yüksek bir oranda elastik olması durumunda da döviz kuru değişkenliğinin daha düşük bir oranda geçiş etkisine yol açacağına işaret etmektedir. Ekonomide bazı piyasaların belli bir gecikmeyle uyarıldığı varsayımını yapan Dornbush, döviz kuru geçiş etkisini farklı bir yaklaşımla ele almaktadır. Literatürde Hedefi Aşma (Over-Shooting) olarak bilinen bu yaklaşımda parasal bir genişleme durumunda, döviz kurları ve finansal piyasalar hızlı uyarlanmalarına rağmen, mal piyasaları yavaş uyarlanır. Bu nedenle kısa dönemde genişletici bir para politikası döviz kurundaki dalgalanmayı artırarak görelî fiyatlarda beklenmedik değişimlere yol açar. Bu süreçte döviz kuru yükselir ve rekabet gücü artar. Uyarlanma aşaması boyunca rekabet gücündeki kazanımla çıktıyı potansiyel çıktının üzerine çıkardığından, fiyat artışını takiben döviz kuru düşmeye başlar. Uyarlanma sürecinin son aşamasında döviz kuru ulusal enflasyonu doğrudan etkiler. Uzun dönemde denge konumunda nominal para, döviz kuru ve enflasyon aynı oranda artar (Müslümov, A., Hasanov, M., 2002).

1990'lı yıllardan bu yana yükselen piyasalarda ortaya çıkan finansal krizlere (1995 Meksika Krizi, 1997 Asya Krizi) koşut olarak Türkiye ekonomisinde de iki önemli kriz yaşanmıştır. 1994 finansal krizinin ardından Türk Lirası büyük oranda değer kaybına uğramış ve reel GSYH ortalama olarak %5.6 küçülmüştür. 2001 finansal krizinde ise, reel GSYH ortalama %10.1 oranında daralmıştır. Söz konusu her iki

finansal krizden sonra, iç talebin gerilemesine karşılık, döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinden dolayı enflasyon oranlarında büyük artışlar yaşanmıştır.

Dünyada ve Türkiye’de yaşanan bu sürecin ortaya çıkardığı yeni yaklaşıma döviz kuru, ekonomi modellerinin yapımında önemli değişkenlerden biri olmuştur. Çünkü yapılan modellerin istenilen hedeflere varması ve küresel gelirden daha fazla pay elde edilmesinin koşullarından birisi, döviz kurunun iyi yönetilmesine bağlıdır. Örneğin, Lanry (2005), nominal döviz kurundaki değişmelerin etkilerine dikkat çekerken; bunun ithalat fiyatları kanalıyla küresel harcamaların yönünü doğrudan değiştirebileceğini dile getirmektedir. Bir ülke parasının nominal olarak değer kaybetmesi ihracatının göreceli fiyatının düşmesini takiben üretiminin de artması sonucunu doğurabilir (Müslümov, A., Hasanov, M., 2002).

1.2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İÇİNDE DÖVİZ KURU

1.2.1. Parasal Aktarım Mekanizması

1.2.1.1. Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması

Faiz oranı para politikası yapımcıları tarafından kullanılan önemli araçlardan biri olmasına rağmen; para politikası, borçlanma araçlarının yanında diğer varlık fiyatları üzerinden de ekonomiyi etkilemektedir. Burada sözü edilen diğer varlık fiyatlarının hareketi, para politikasının nasıl yönetildiğine ilişkin önemli ipuçları vermektedir.

Parasal aktarım mekanizması literatüründe para politikasının ekonomiyi etkileyen önemli kanalları olarak kabul edilen borçlanma araçlarının yanı sıra, varlık fiyatları “*hisse senedi fiyatları, gayrimenkul fiyatları ve döviz kurları*” olmak üzere üç kategori daha belirtilmektedir. (Mishkin, 2001b:1).

Yukarıda sözü edilen diğer varlık fiyatlarından biri olan döviz kurlarının parasal aktarım mekanizması içerisindeki yerinin –faiz oranı etkisini içermesi nedeniyle – faiz oranı paritesi çerçevesinde incelenmesi gerekmektedir.

1.2.1.1.1. Faiz Paritesi Teorisi

Bu bölümde döviz kurunun parasal aktarım mekanizması içerisindeki işlevinin analizi amacıyla, faiz paritesi başlığı altında örtük ve örtük olmayan faiz oranı

paritelerinin sağlanma koşulları ile bu koşulları sağlayan eşitliklerin türetilmesi incelenecektir.

1.2.1.1.1. Örtük Faiz Oranı Paritesi

Faiz paritesi koşulunun her zaman için geçerli olacağı varsayımı altında, forward döviz kuru, forward sözleşmenin ödeme tarihinde gerçekleşmesi beklenen spot döviz kuruna eşit olmaktadır.

Bu aşamada, iki ülke parası arasındaki forward döviz kurunun belirlenmesinde, spot döviz kuru ve iki ülkenin para birimleri ile ihraç edilmiş finansal varlıkların faiz oranları arasındaki ilişki önemli bir rol üstlenmektedir. Söz konusu ilişki, döviz piyasası dengesini sağlayan (örtük olmayan) faiz paritesi koşuluna benzeyen; fakat beklenen gelecek spot döviz kurunu değil de forward döviz kurunu işin içine sokan *örtük faiz paritesi koşulu* (*Covered Interest Rate Parity Condition, CIRP*) ile betimlenmektedir.

Mesela, bir Türk vatandaşı \$ cinsinden bir finansal varlık satın almak; fakat bir yıl sonra bu mevduatın kaç TL edeceğinden emin olmak ister. \$ cinsi bir finansal varlığın satın alınarak ve aynı anda yatırımın getirileri forward olarak satılarak döviz kuru riskinden kaçınabilir. Bu durumda, yatırımcı kur riski açığını “örtmüş”, yani \$ cinsi finansal varlığın beklenilmeyen, fakat olası bir değer kaybından kaçınmış olmaktadır (Krugman and Obstfeld, 2003:354). Söz konusu bu işlem ise, uluslar arası para ve finans analizinde faiz oranı ve döviz kurları arasındaki güçlü ve önemli bir ilişkiyi ortaya koymaktadır (Marrewijk, 2004:75).

Daha analitik olarak, iki ülkenin faiz oranlarının ve forward döviz kurunun aynı vadeye tabi finansal varlıklar için söz konusu olduğu bir durumda, bir Türk vatandaşının vade sonunda (bir yıl gibi) TL cinsi finansal varlık üzerinden elde edeceği getiri $(1 + i_{TL})$ ’ dir. Alternatif olarak ise, eldeki TL’ler \$’a çevrilerek \$ cinsi finansal varlıklar üzerine yatırım yapılabilmektedir. Böylelikle, 1 TL’nin $(1/E_{\$/TL})$ dolar olduğu göz önüne alındığında, \$ cinsi finansal varlıklar üzerinden elde edilecek getiri $[(1 + i_{TL})/E_{\$/TL}]$ olmaktadır ve bu ise, yapılan 1 TL’lik yatırımının dolar olarak miktarını ifade etmektedir. Yatırımcının 1 \$’lık bir yatırımının getirisi vade sonunda $(1 + i_{\$})$ olacağından, $(1/E_{\$/TL})$ doların vade sonundaki getirisi ise $[(1 + i_{\$})/E_{\$/TL}]$ olmaktadır.

Yatırımın bir Türk vatandaşı açısından incelenmesi nedeniyle, elde edilen getiri en sonunda yerli paraya yani TL ye çevrilecektir. Ancak, gelecek spot döviz kurları hakkında kesin bir bilgiye sahip olunmadığı için, yatırımcı burada \$ cinsi finansal varlığını forward sözleşme ile satarak; söz konusu varlığın vade sonundaki beklenen getirisinin $[(1+i_{\$})/ (E_{\$/TL})]$, dolar cinsinden değerindeki mevcut belirsizliği elimine edebilmekte; diğer bir deyişle kur riskine karşı kendini garanti altına alabilmektedir. Bu durumda, *örtük getiri*, $[(1+i_{\$}) F_{\$/TL}/ E_{\$/TL}]$ TL ye eşit olmaktadır. Bu durumda yatırımcı ya doğrudan TL cinsi finansal varlıklara yatırım yaparak elindeki 1 TL ile $(1+ i_{TL})$ TL yada, \$ cinsi finansal varlıklara yönelerek $[(1+i_{\$}) F_{\$/TL}/ E_{\$/TL}]$ TL elde edecektir. Burada, iki yatırım seçeneği arasındaki arbitraj ilişkisi;

$$1+ i_{TL} = (1+i_{\$}) \frac{F_{\$/TL}}{E_{\$/TL}} \quad (1.1)$$

Şeklinde ifade edilmekte ve aşağıdaki gibi tekrar düzenlenebilmektedir;

$$\frac{1+ i_{TL}}{1+ i_{\$}} = \frac{F_{\$/TL}}{E_{\$/TL}} \quad (1.2)$$

Eşitlik (1.2)' in her iki tarafından “1” çıkarılarak daha kullanışlı bir forma sokulması ile aşağıdaki *faiz oranı paritesi* eşitliği elde edilmektedir.

$$\frac{i_{TL} - i_{\$}}{1+ i_{\$}} = \frac{F_{\$/TL} - E_{\$/TL}}{E_{\$/TL}} \quad (1.3)$$

Elde edilen (1.3) eşitliği de yaklaşık olarak aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$i_{TL} - i_{\$} = \frac{F_{\$/TL} - E_{\$/TL}}{E_{\$/TL}} \quad (1.4)$$

Eşitlik (1.4)'e göre ise *örtük faiz paritesi koşulu*'nun geçerli olabilmesi için, iki ülkenin para birimleri arasındaki faiz oranı farkı forward döviz kuru ile spot döviz kuru arasındaki oransal farka, yani “forward prim” ya da “forward iskonto”ya eşit olması gerekmektedir (Melvin, 1997:90–91). Yatırımlar üzerindeki *etkin getiri oranı* kavramının ifadesi açısından is, yerli finansal varlıklar ile “örtük” yabancı finansal varlıklar üstündeki getiri hadlerinin mutlaka aynı olması gerektiği ifade edilmekte ve eşitlik (1.5)' te olduğu gibi gösterilmektedir (Melvin,1997:92).

$$i_{TL} = i_{\$} + \frac{F_{\$/TL} - E_{\$/TL}}{E_{\$/TL}} \quad (1.5)$$

Örneğin; \$ cinsi finansal varlığa uygulanan faiz oranının, ($i_{\$}$), %5; TL cinsi finansa varlığa uygulanan faiz oranının, (i_{TL}), % 10 ve spot döviz kurunun, ($E_{\$/TL}$), 1 \$=1,5296 TL olduğu ayrıca \$ cinsi finansal varlığın TL cinsinden 1 yıl sonraki forward değerini ifade eden forward döviz kurunun da, ($F_{\$/TL}$), 1\$=1,6305TL olduğu bir durumda; TL cinsi bir finansal varlığın beklenen getiri oranının, (R_{TL}), yıla %10 olduğu açıktır. Ancak “örtük” \$ cinsi bir finansal varlıktan elde edilmesi beklenen getiri oranının ise örtük faiz paritesi koşulu çerçevesinde hesaplanması gerekmektedir.

Buna göre, 1\$ lık bir finansal varlık bugün 1.5296 TL’ye mal olmakta ve bir yıl sonra 1,05 dolar etmektedir. Bugün 0,05 dolar forward olarak \$ başına 1,6305 TL’lik forward döviz kuru ile satılırsa, yatırımın bir yılın sonundaki TL değeri (\$ başına 1,6305 TL)*1,05\$ =1,7120 TL olmaktadır. Böylelikle, örtük olarak satın alınan 1\$’lık finansal varlıktan elde edilmesi beklenen getiri oranı, ($R_{\e), $(1,7120 - 1,5296)/1,5296 \cong 0,119$ olarak hesaplanmaktadır. Yılda % 11,9’luk bu getiri oranı ise TL cinsi finansal varlıkların sağladığı % 10’u aşmakta ve böylece örtülü faiz paritesini geçersiz kılmaktadır. Bu durumda, kimse elinde TL cinsi finansal varlık tutmak istemeyecektir; herkes beklenen getiri oranı daha yüksek olan “örtük” \$ cinsi finansal varlıkları tercih edecektir.

Formüle edildiğinde, \$ cinsi bir finansal varlıktan beklenen örtük getiri ($R_{\e), aşağıdaki gibidir.

$$R_{\$}^e = \frac{F_{\$/TL}(1+i_{\$}) - E_{\$/TL}}{E_{\$/TL}} \quad (1.6)$$

Yukarıdaki eşitlikte yer alan, forward döviz kuru ($F_{\$/TL}$), ile cari döviz kuru, ($E_{\$/TL}$), birbirinden fazla farklı olmadığında, eşitlik (1.6) yaklaşık olarak şu şekilde yazılabilir:

$$R_{\$}^e = i_{\$/TL} + \frac{F_{\$/TL} - E_{\$/TL}}{E_{\$/TL}} \quad (1.7)$$

Eşitlik (1.7)'ye göre, yerli finansal varlıklar ile “örtük” yabancı finansal varlıklar üstündeki getiri hadlerinin mutlaka aynı olması gerektiğini, ($R_{TL} = R_{\$}$), ifade eden “örtük faiz paritesi koşulu” ise eşitlik (1.5) te gösterildiği gibi formüle edilmektedir.

$$i_{TL} = i_{\$} + \frac{F_{\$/TL} - E_{\$/TL}}{E_{\$/TL}}$$

Buradaki $[(F_{\$/TL} - E_{\$/TL})/E_{\$/TL}]$ miktarı, TL ye karşı \$ üzerindeki forward primi ifade etmekte; ayrıca \$'a karşı TL üzerindeki forward iskonto da denilmektedir. Örtük faiz paritesi koşulu, bu terminoloji kullanılarak şu şekilde ifade edilebilir: “TL cinsi finansal varlıklara uygulanan faiz oranı, \$ cinsi finansal varlıklara uygulanan faiz oranı artı TL'ye karşı \$ üzerindeki forward prime (\$'a karşı TL üzerindeki forward iskonto'ya) eşittir.”(Krugman and Obstfeld, 2003:354-355).

Örtük faiz paritesi teorisi, temel para birimleri arasında gözlenen yüksek korelasyonun açıklanmasında kullanılmaktadır (Krugman and Obstfeld,2003:356). Teorinin birbirini ilişkilendirdiği bu dört oran [forward döviz kuru, ($F_{\$/TL}$); spot döviz kuru, ($E_{\$/TL}$); ve her iki ülkedeki faiz oranları, (i_{TL}) ve ($i_{\$}$)] dan birinin değişmesi durumunda, örtük faiz paritesinin yeniden sağlamak için diğer oranlardan en azından birinin de değişmesi gerekmektedir. Örneğin, spot döviz kurundaki bir artış olduğunda ve faiz oranları arasındaki fark değişmediğinde; forward primin sabit kalması için forward döviz kurunun da yükselmesi gerekmektedir. Bu durumda, spot fiyatın artması (ya da azalması), forward fiyatı da aynı seviyeye getirecektir. Aslında, kısa dönem faiz farklılıkları büyük dünya ülkeleri için uzun yıllardan beri çok fazla değişmediği için, bu ülkelerdeki para birimlerinin herhangi ikisi arasındaki spot ve forward fiyatlar birlikte yukarı aşağı doğru hareket etme eğilimindedir. Bu ise, spot ve forward döviz kurlarının birbirleriyle pozitif ve oldukça yakın bir şekilde ilişkili olduğu anlamına gelmektedir (Pugel 2004:429).

Uygulamada örtük faiz oranı paritesi koşulunun varsayımlarının gerçekleşmemesi durumunda, örtük faiz oranı paritesinden sapmalar meydana gelebilmektedir. Ancak, ulaşım maliyetlerinin küçük ve örtük faiz oranı paritesinin risksiz bir şekilde işlemlerini sağlayan günümüz modern döviz kuru piyasalarında

kullanılan ileri teknoloji ve iletişim cihazları sayesinde örtük faiz oranı paritesi neredeyse kusursuz bir şekilde işlemektedir (Marrewijk 2004:80).

1.2.1.1.1.2. Örtük Olmayan Faiz Oranı Paritesi

Örtük olmayan uluslar arası bir finansal yatırım, yabancı para birimi cinsinden ifade edilen bir finansal varlık üzerine hedging yada covering işlemi yapılmadan yerli para birimine geri dönen yatırım şeklini içermektedir. Basit olarak, gelecek bir tarih için spot döviz kuru kullanılarak yabancı para birimi işlemi tekrar yerli para birimine dönüştürülecektir. Gelecek spot döviz kuru ise yatırımın ilk aşamasında kesin olarak bilinmediği için, yatırımcı döviz kuru riskine maruz kalmaktadır.

Yatırımcı, yatırımın ilk aşamasında, gelecek spot döviz kurunun ne olabileceği hakkında tahmini bir fikre sahiptir. Yatırımcının beklediği gelecek spot döviz kuru, örtük olmayan uluslar arası bir yatırım üzerindeki beklenen getiriye belirlemede kullanılabilmektedir (Pugel 2004:430),

Döviz kuru riskine maruz kalan, örtük olmayan bir finansal yatırımın talep edilmesinde başlıca iki unsur ön plana çıkmaktadır. Bunlardan biri, finansal varlığın beklenen getirisiyle; diğeri de riskiyle ilgilidir. Örtük olmayan yatırım üzerindeki beklenen getiri, yerli bir finansal varlığın sağlayacağı getiriden daha yüksek olabilir. Yatırımcı, özellikle gelecek spot fiyatının beklediğinden daha düşük olabileceği şeklinde bir döviz kuru riski almış ve aldığı bu riski yeteri kadar dengeleyebileceği beklentisi içine girmişse, böylesi bir beklenen getiri oranına sahip örtük olmayan bir finansal yatırımı muhtemelen tercih edecektir (Pugel 2004:431).

Örtük olmayan yabancı yatırımların ve beklenen örtük olmayan uluslar arası faiz farklılıklarının önemi, riski göz önüne tutarak hareket etme eğiliminin daha az olduğu durumlarda yapılan yatırım tercihlerinin incelenmesiyle daha iyi anlaşılmaktadır. Eğer yatırımcı kur riskine karşı kayıtsız ise, yada portföy çeşitlendirmesi ile eklenen örtük olmayan finansal yatırımlar riskine çok az bir yarar sağlıyor ya da hiçbir fayda getirmiyorsa; yatırımcının riski göz önünde tutarak hareket etme eğilimi daha az olabilmektedir. Riskin göz önüne daha az alındığı bu durumda, her bir yatırımcı iki ülke arasındaki örtük olmayan faiz farklılıklarının yabancı para birimin beklenen değer kazanışından fazla olduğu sürece, örtük olmayan yabancı yatırımlara

karşı istekli olacaktır. Yatırımcılar kendi portföylerini ayarladıkları için, cari spot döviz kuru üzerinde baskı oluşturan döviz kuru hareketleri meydana gelmektedir.

Genel olarak, yatırımlarda daha fazla artış eğilimi olmadığı zaman kurlar üzerindeki baskı ortadan kalkmaktadır. Literatürde “uluslar arası Fisher etkisi” olarak da adı geçen, *örtük olmayan faiz paritesi koşulu* iki ülke faiz oranları arasındaki farkın, para birimlerinden birinde beklenen değer kazanma oranına eşit olduğu durumdur. Başka bir deyişle, yeli finansal varlıklar ile yabancı finansal varlıkların beklenen getirilerinin birbirine eşit olması durumunda örtük olmayan faiz paritesi koşulu sağlanmakta ve yatırımcılar için arbitraj fırsatı ortadan kalkmaktadır (Pugel 2004:434).

Örtük faiz oranı paritesinde geçerli olan varsayımlar altında, yine bir Türk yatırımcı açısından değerlendirme yapılırsa; kur riskinden kaçınılmaksızın yapılan bu yatırım işleminin daha açık olması için, eşitliğe zamanı ifade eden “t” indisi eklenmelidir. Yatırımcının TL cinsi bir finansal varlıktan vade sonunda elde edeceği getiri $(1+i_{TL,t})$ ’dir. Yine alternatif olarak, eldeki TL’ler spot kurdan $(E_{\$/TL,t})$, \$’a çevrilerek \$ cinsi finansal varlıklara yatırım yapılabilmekte ve gelecek dönem için $[(1+i_{\$,t})/(E_{\$/TL,t})]$ dolar kadar getiri elde edebilmektedir. Yalnız burada döviz kuru riski göz ardı edildiğinden, vade sonunda dolar karşılığı elde edilen getiri spot piyasada TL’ye çevrilmek zorunda kalacaktır. Yatırım kararının alınmasının gerektiği bu süre zarfında, gelecek dönemin spot döviz kuru tam olarak bilinmemektedir. Bu nedenle, yatırım kararı vermek için gelecek spot döviz kuru hakkında bazı beklentilere sahip olmak gerekmektedir. Gelecek dönem için tahmin edilen döviz kurunun beklenen değeri $(E_{\$/TL,t+1}^e)$ olarak gösterilirse, \$ cinsi bir finansal varlığın beklenen getirisi $[(1+i_{\$,t})(E_{\$/TL,t+1}^e)/E_{\$/TL,t}]$ şeklinde ifade edilmektedir.

Burada söz konusu iki getirinin hemen bir kıyaslama yapılarak sonuca varılamamaktadır; çünkü TL cinsi finansal varlıktan beklenen getiri bilinirken, \$ cinsi finansal varlığın beklenen getirisi belli değildir. Yatırımcının, finansal varlıkların sadece beklenen getiri oranları ile ilgilenip, risk dağıtımıyla ilgili hiçbir şeyi dikkate almaması şeklinde bir hipotez olan *risk kayıtsızlığı* varsayımı altında, TL cinsi finansal varlıkların bilinen getiri oranı $(1+i_{TL,t})$, ile \$ cinsi finansal varlıkların beklenen getiri oranının, $[(1+i_{\$,t})(E_{\$/TL,t+1}^e)/E_{\$/TL,t}]$, eşit olması gerekmektedir. Öyleyse, bu varsayım

çerçevesinde örtük olmayan faiz oranı paritesini geçerli kılacak eşitlik aşağıdaki gibi olacaktır:

$$i_{TL,t} - i_{\$,t} = \frac{(E_{\$/TL,t+1}) - E_{\$/TL,t}}{E_{\$/TL,t}} \quad (1.8)$$

Eşitlik (1.7), yerli ve yabancı faiz oranı farklarının yabancı para biriminin beklenen değer artışına eşit olması gerektiğini ifade etmektedir (Marrewijk,2004:80-81).

Eğer örtük olmayan faiz paritesi geçerliyse; cari spot döviz kuru, gelecekte cari bir şekilde (ortalama olarak) gerçekleşmesi beklenen spot döviz kuru, yerli ve yabancı ülkelerdeki cari faiz oranları olarak ele alınan bu dört oran birbirleriyle bağlantılı bir hale gelmektedir. Örtük faiz oranı paritesindeki gibi, bu oranlardan herhangi birinin değişmesi durumunda, örtük olmayan faiz paritesinin sürdürülmesi ya da dengenin yeniden sağlanması için en azından diğer oranlardan birinin değişmesi gerekmektedir(Pugel 2004:434)

Fakat, örtük olmayan faiz paritesi koşulu nu ifade eden eşitlik (1.8), gelecek döviz kuru beklentisini içermesi ve beklentilerin ise hesaplanamaması nedeniyle ampirik analiz için oldukça elverişsizdir. Alternatif olarak, bu beklentilerin risksizlik varsayımı altında tanımlanması basit bir yöntem olarak ele alınabilir. Ama yine de, eşitlik (1.4)'te verilen örtük faiz oranı paritesi koşulu ile birleştirildiğinde; forward döviz kurunun, gelecek spot döviz kurunun, gelecek spot döviz kurunun beklenen değerine eşit olması gerekliliği önemini kaybetmektedir.

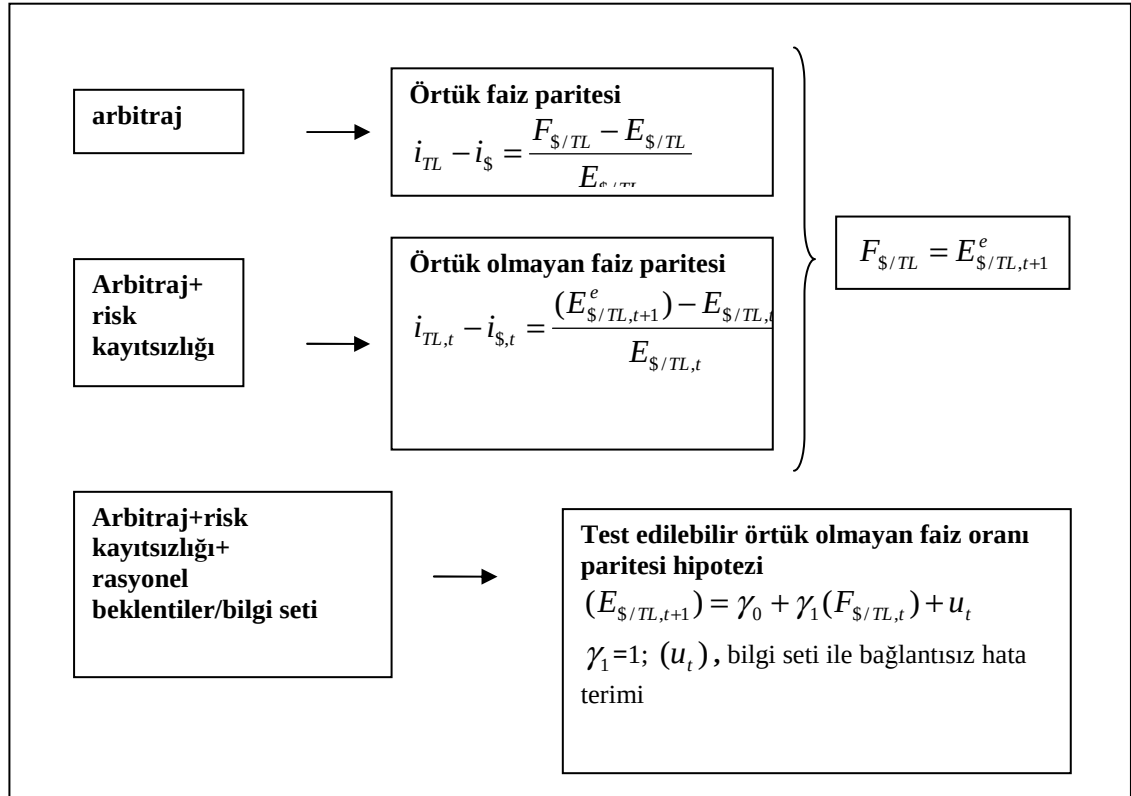
$$(F_{\$/TL,t}) = (E_{\$/TL,t+1}^e) \quad (1.9)$$

Eşitlik (1.9), rasyonel beklentiler varsayımı dahil edilmediği sürece test edilebilir bir hipotez niteliğinde değildir. Rasyonel beklentiler altında, yatırımcılar sistematik olmayan hatalar yaparlar; hatta gelecek döviz kurunu tam olarak tahmin edemezler. Ancak, tahminlerinin ilgili dönemde elde edilen tüm bilgilere dayandırılması gerekmektedir. Bu nedenle, herhangi bir tahmin hatası, tahmin yapılan dönem için elde edilen bilgi seti ile bağlantısız olmalıdır. Böylelikle, rasyonel beklentiler şeklindeki ek varsayım altında, örtük olmayan faiz paritesi koşulu aşağıdaki eşitlik sayesinde test edilebilmektedir:

$$(E_{\$/TL,t+1}) = \gamma_0 + \gamma_1(F_{\$/TL,t}) + u_t \quad (1.10)$$

Yatırımcıların risk kayıtsızlığı ve rasyonel beklentiler varsayımı altında, (γ_1) parametresinin “1”e eşit olması ve tahmin hatasının t zamanda elde edilen bilgilerle bağlantısız olması beklenmektedir. Eşitlik (1.10) daki gibi regresyonların ampirik tahminleri genellikle “piyasa etkinliği”nin test edilmesi olarak bilinmektedir. Sarno ve Taylor tarafından “basit etkinlik hipotezi” olarak adlandırılan “risk kayıtsızlığı” ve “rasyonel beklentiler” hipotezinin eklendiği *piyasa etkinliğinin* farklı türleri vardır. Bunların özeti şeklindeki şematik gösterim aşağıda, şekil 1.1’de verilmektedir (Marrewijk, 2004:81-82).

Şekil 1.1. Varsayımlar, Faiz Paritesi ve Piyasa Etkinliği



Kaynak: Marrewijk, 2004:82.

1.2.1.1.2. Forward Döviz Kurunun Belirlenmesi

Tek bir mali merkezce tedavüle sürülen farklı yabancı finansal varlıklar için örtük faiz paritesi koşulunun geçerli olduğuna dair güçlü ampirik kanıtlar söz konusudur. Gerçekten de, yatırımcılar teklif ettikleri forward döviz kurlarını, cari faiz hadlerine ve spot döviz kurlarına bakarak ve örtük faiz paritesi formülünü kullanarak tespit etmektedirler (Krugman and Obsfeld, 2003:355). Buna göre, önceki bölümde açıklamasıyla birlikte verilen,

$$1 + i_{TL} = (1 + i_{\$}) \frac{F_{\$/TL}}{E_{\$/TL}}$$

örtük faiz oranı paritesi eşitliğinden hareketle, forward döviz kurunu belirlemeye yarayan eşitliğe ulaşmak mümkündür. Buradan, forward döviz kuru, eşitliğin sol tarafında yalnız bırakıldığında, eşitlik aşağıda gösterildiği şekilde olmaktadır:

$$F_{\$/TL} = E_{\$/TL} \frac{1+i_{TL}}{1+i_{\$}} \quad (1.11)$$

Forward döviz kurunun, forward sözleşmede belirlenen vadesine göre hesaplanabilmesi için ise, eşitlik (1.11)'in aşağıda gösterildiği şekilde yeniden düzenlenmesi gerekir:

$$F_{\$/TL} = E_{\$/TL} \left[\frac{(1+i_{TL})(vade/365)}{(1+i_{\$})(vade/365)} \right] \quad (1.12)$$

Böylece elde edilen eşitlik (1.12) yardımı ile, forward döviz kuru, vadesine göre düzenlenmiş bir şekilde hesaplanabilmektedir.

1.2.1.2. Döviz Kuru Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması

Sabit döviz kurları ile esnek döviz kurları hakkındaki tartışma, uluslar arası iktisat literatüründe uzun yıllardır süregelen tartışmalardan biridir. İlk defa ve vurgulu bir biçimde Friedman (1953) ve Johnson (1969) tarafından literatüre kazandırılan esnek döviz kuru kavramı, daha etkin bir uluslararası sistem oluşturulması için ortaya atılan önerilerden biri olmuştur. Bu bağlamda, Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra gündeme gelen esnek döviz kurları, para birimlerinin Bretton Woods dönemi boyunca kendi dengelerini bulacak şekilde hareket edeceği düşüncesi nedeniyle heyecanla karşılanmıştır. Dünya üzerindeki döviz piyasaları, dalgalı döviz kuru rejimi altında, değişkenliklerinin büyüklüklerine göre nitelendirilmiştir. Fakat, ticaret yapan büyük ulusların dış ticaret dengelerinin böylesi değişimlere dikkate değer esneklik göstermeye devam etmesi nedeniyle, esnek döviz kurlarının beklenen dengeleyici rolü hakkında başlarda görülen büyük ilgi azalmaya başlamıştır.

Bu durum, söz konusu dengeye gelme karmaşasının açıklanabilmesi adına yoğun bir araştırmaya neden olmuştur. Esneklik kötümserliği kavramını ifade eden geleneksel açıklamalar, bu konuyu çözmeye pek fazla ilgi göstermemişlerdir. Günümüzde ise, pek çok ülkede onaylanan Marshall-Lerner koşulu kavramıyla tatmin edici şekilde oluşturulan büyük bir ampirik literatür mevcuttur. Bu çerçevede, pek çok araştırmacı geri adım atarak hareket etmiş ve günümüzde genelde döviz kuru aktarımı ilişkisi olarak bilinen, döviz kurları ile uluslararası ticarete konu olan malların fiyatları arasındaki ilişkinin altında yatan etkenleri daha detaylı bir şekilde incelemiştir. *Döviz kuru aktarımı*(*Exchange rate pass-through*, ERPT) ise, döviz kurlarında meydana gelen

değişimlerin, dış ticarete konu olan mallara ticaret yapılan diğer ülkenin para birimi cinsinden yansıma derecesini ifade etmektedir.

Döviz kuru değişiklikleri ile dış ticaret arasındaki zayıf ilişkiyi açıklamakta esneklik taraftarlarının yetersiz kalmalarının nedeni, kur değişikliklerinin ticarete konu olan malların fiyatlarına tam olarak aktarıldığını varsaymalarıdır.

Eğer, döviz kurları, ticarete konu olan malların satış fiyatlarına tam olarak ya da yeteri kadar aktarılmıyorsa, beklenen miktar ayarlamaları, talep esnekliği yeteri kadar büyük olursa yavaşlayacaktır. Diğer bir deyişle, talep yüksek bir esnekliğe sahip olsa bile, döviz kuru değişimlerine nispeten tepki göstermeyen ticaret akımlarının mevcut olması durumunda düşük bir aktarım mümkün olmaktadır. Bunun dışında, kur değişikliklerinin fiyatlara yansımada büyük gecikmeler söz konusu ise ve bunun neden olduğu nispi fiyat değişimlerinin miktarlar üzerindeki etkisi daha da gecikirse, ödemeler dengesinin uyum süreci ciddi bir şekilde yavaşlayacaktır (Menon 1995:197-198).

Bu bölümde, döviz kuru aktarımının literatürde nasıl işlediğine değinilecek ve söz konusu açıklama, teorik ve pratik işleyiş olmak üzere iki kısımda verilecektir. Buna göre, teorik işleyişte döviz kurunun net ihracat üzerine ve bilanço üzerine aktarımı esas alınırken; kanalın pratikte işleyişi gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere iki kategoride verilecektir.

1.2.1.2.1. Teoride Döviz Kuru Aktarma Kanalının İşleyişi

Döviz kurunun teorik olarak işleyişi üzerine başlıca iki aktarım söz konusudur. Bunlar; i) döviz kurunun net ihracat üzerine aktarımı, ii) döviz kurunun bilanço üzerine aktarımıdır.

1.2.1.2.1.1. Döviz Kurunun Net İhracat Üzerine Aktarımı

Günümüzde ekonomilerin uluslararası bir boyut kazanmasının hızlanması ve esnek döviz kurlarının tercih edilmeye başlanması ile birlikte, net ihracat ve toplam üretim üzerinde etkili olduğu iddia edilen para politikalarının döviz kurlarını nasıl etkilediği konusu daha fazla ilgi toplamaktadır. Burada sözü edilen mekanizmanın sabit döviz kurlarını benimsemiş bir ekonomide işlemeyeceği, dışa açık bir ekonomide bu kanalın daha etkili olacağı açıktır.

Genişletici bir para politikası uygulaması, yerli faiz oranlarının düşmesine neden olacağı için döviz kurlarını etkilemekte ve yerli para birimi cinsinden ifade edilen mevduatlar, yabancı para birimi cinsinden ifade edilen mevduatlara göre daha az cazip hale gelmektedir. Sonuç olarak, yerli mevduatların değeri yabancı mevduatların değerine oranla düşmekte ve döviz kuru değer kaybetmektedir ($E \downarrow$). Yerli paranın devalüe edilmesi olarak adlandırılan bu durum, yerli malları yabancı mallar karşısında daha ucuz hale getirdiğinden ($P_X^{FC} \downarrow, P_M \uparrow$), net ihracatın artmasına ve dolayısıyla toplam harcamalarda da bir artış yaşanmasına neden olmaktadır. Parasal aktarma mekanizmasının döviz kuru üzerine işleyişi olarak ele alınan bu kanalın şematik olarak gösterimi aşağıdaki gibidir (Mishkin, 2001b:7).

$$M^S \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow P_X^{FC} \downarrow, P_M \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.1)$$

Yukarıdaki eşitlikte yer alan (P_X^{FC}), ihraç mallarının yabancı para birimi cinsinden fiyatını, (P_M) ise ithal malların fiyatını ifade etmektedir. Alternatif bir döviz kuru aktarımı şu şekilde gösterilebilir:

$$M^S \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow P_X^{FC} \downarrow, P_M \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.2)$$

Önceki aktarma kanalı ile karşılaştırıldığında, bu kanalda faiz oranı döviz kurlarında dalgalanmaya neden olan ana aktarma değişkeni olarak vurgulanmamakta; bunun yerine aktarımın, enflasyon beklentilerindeki yükselmeyle doğrudan gerçekleştiği durum ele alınmaktadır. Ama yine de, her iki aktarımın da üretim üzerindeki nihai etkisinin aynı olduğu görülmektedir. Bu kanalın etkisi öncelikle ihracat sanayinde, özellikle fiyat esnekliği yüksek piyasalarda; dolaylı olarak da bu ihracat sanayilerinde girdi arzını sağlayan kesimler üzerinde görülmektedir. Bu nedenle, sadece yerli rekabete konu olan sanayiler karşısında dış rekabete duyarlı olan sanayiler üzerinde farklı bir etkinin orta çıkması beklenir. Üretimdeki küçülme ve gecikme yüzünden üretimin yavaş uyum göstermesi nedeniyle, uygulamadaki bu farklılıkların ortaya çıkışı güç olabilmektedir. Ancak aktarımdan etkilenen firmaların piyasa fiyatlarının ilk aşamadaki bu farklı etkileri yansıtmaması gerekmektedir. Böylece, açık ekonomilerde ticarete konu olan malların üretildiği sektörlerde enflasyonist ortamda hisse senetlerinin hızlı bir etki göstermesi beklenebilir. Bu da söz konusu sektörlerde daha rekabetçi bir ortam

yaratmaktadır. Ticarete konu olan sektörler ile karşılaştırıldığında, bölgesel sektörlerin parasal genişleme karşısında üretim hacmindeki değişme farklılık göstermektedir. Şayet gecikme yapısı çok karmaşık hale gelirse, bu amaçla hisse senedi fiyat hareketleri takip edilebilmektedir (Norrbin, 2000:12-13).

1.2.1.2.1.2. Döviz Kurunun Bilanço Üzerine Aktarımı

Yerli açığın önemli bir miktarı, pek çok gelişmekte olan piyasa ekonomisinde olduğu gibi yabancı para birimi cinsinden ifade edildiğinde; döviz kurlarındaki dalgalanmalar hem mali firmaların, hem de mali olmayan firmaların bilançolarının etkisiyle toplam talep üzerinde de önemli etkilere sahip olmaktadır. Bu ülkelerde parasal genişleme, izleyen mekanizma boyunca döviz kurlarında bir değer kaybına yol açarsa, toplam talep üzerinde genellikle negatif etkiye sahip olabilmektedir.

Yerli para biriminin değer kaybetmesine ($E \downarrow$), diğer bir deyişle devalüasyona uğramasına yol açan genişletici bir para politikası ($M^s \uparrow$), yabancı para birimi cinsinden ifade edilen borç sözleşmeleri ile birlikte, yerli mali olmayan firmaların borç yükünde bir artışa neden olacaktır. Varlıklar genellikle yerli para birimi cinsinden ifade edildiğinden ve bu uygulama ile değerlerinde artış olmayacağından, borç yükündeki artış sebebiyle, varlıkların net değerlerinde düşme meydana gelecektir ($NW \downarrow$). Sonrasında bilançolarda meydana gelen bu bozulma, borçlanmada ($L \downarrow$), yatırımlarda ($I \downarrow$) ve sonuç olarak da ekonomik aktivite de ($Y \downarrow$) azalmaya yol açan ters seçim ve ahlaki riziko problemlerinin artmasına neden olacaktır. Bu aktarım mekanizmasının ise şematik gösterimi şöyledir:

$$M^s \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NW \downarrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.3)$$

Bu mekanizma, Meksika ve Doğu Asya'da meydana gelen son krizler açısından oldukça önemlidir. Örneğin, bu mekanizma özellikle ülkedeki yerli para birimlerinin yüzde 75'in üstünde devalüe edildiği tüm kriz ülkelerinin en başında bulunan Endonezya'da, yabancı para birimi cinsinden ifade edilen borçların rupiah cinsinden değerinin artması nedeniyle oldukça etkili olmuştur. Hatta sağlam bir firma bile, eğer borçlarının önemli bir kısmı yabancı para cinsinden ifade edilmişse, böylesi bir şok karşısında düzgün bir gidişattan iflasa doğru kayabilir. Sonrasında, verimli

yatırım olanaklarına sahip olsa bile, kimse bu firmaya borç vermeye istekli olmayacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerde toplam talebin azalmasına neden olabilen bir döviz kuru değer kaybının, banka bilançolarında yol açtığı bozulma aktarımında ikinci bir mekanizmayı gündeme getirmektedir. Örneğin, Meksika’da ve Doğu Asya ülkelerinde bankalar ve diğer pek çok mali kurum bir devalüasyon yaşanması durumunda değerinde hemen bir artış gözlenen yabancı para birimi cinsinden pek çok yükümlülük altında kalmıştır. Diğer yandan, firma ve hane halklarının problemleri ise, kendi borçlarını ödeyememelerinin yanında; borçlanma sonucu meydana gelen, mali kurumların bilançolarının varlıklarındaki kayıplar olmuştur. Sonuç olarak, bankaların ve diğer mali kurumların bilançolarının hem varlıkları, hem de yükümlülükleri sıkı bir şekilde sınırlandırılmıştır. Dahası, borçları yabancı para cinsinden ifade edilen bu kurumların çoğu oldukça kısa ömürlü olmuş ve bu yüzden borçlarındaki bu ani yükseliş borçların kısa sürede geri ödenmesi gerekliliği nedeniyle likidite problemlerine yol açmıştır. Bankaların ve diğer mali kurumların bilançolarında daha ileri bir bozulmanın ve sermaye tabanlarının zayıflamasının sonucu olarak borçlanma azalmıştır. Endonezya olayında, söz konusu kurumlar, iflasın eşiğine itilen çok sayıda bankayı içeren bir paniğe sebebiyet vermeye yetecek kadar kötü ve ciddi bir durumda kalmışlardır.

Banka bilançolarındaki bozulmanın etkisi genişletici bir para politikasının ($M^s \uparrow$), yatırımın ve toplam üretimin düşmesine neden olan ($I \downarrow$ ve $Y \downarrow$) banka bilançolarının kötüleşmesi ($NW_b \downarrow$) ve sonrasında kredilerin azalması ($L \downarrow$) sebebiyle gelişmekte olan ülkelerde küçülme yaşanabileceğini ima etmektedir. Buna göre şematik gösterim şöyle olmalıdır:

$$M^s \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NW_b \downarrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.4)$$

Ancak, kur değişikliklerinin bilançolar aracılığıyla çalışmasında genişletici para politikasının daraltıcı etkilerinin ortaya çıkması için ekonomide önemli miktarda yabancı para cinsinden borcun bulunması gerekmektedir. Bu nedenle, sözü edilen bu mekanizma, borçları genellikle yerli para cinsinden ifade edilen gelişmiş ülkeler için büyük bir önem taşımazken; borçların çoğunun yabancı para birimi cinsinden ifade

edilmesi sonucu borç yapıları bu ülkelerinkinden tamamen farklı olabilen gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem arz edebilmektedir (Mishkin, 2001b:7-9).

1.2.1.2.2. Uygulamada Döviz Kuru Aktarma Kanalınnın İşleyişi

Döviz kuru aktarımıyla ilgili ampirik çalışmalar *Döviz Kurlarına Parasal Yaklaşım (the Monetary Approach to the Exchange Rate, MAER)* literatürü çerçevesinde test edilmektedir. Bu literatürde döviz kurları öncelikle para arzı ve talep şoklarına cevap vermektedir. Burada ele alınan teorinin geçerliliğinin kanıtlanması durumunda; yukarıda teorik çatısı verilen döviz kuru aktarma mekanizması, para politikası uygulamaları açısından büyük önem arz edecektir (Norrbin,2000:13).

1.2.1.2.2.1. Gelişmiş Ülkelerde Döviz Kuru Aktarımı

Döviz kuru aktarımı literatürüne bakıldığında, döviz kuru aktarımı ile ilgili pek çok çalışmanın, gelişmiş ülkeler için ve döviz kurlarının dışsal ayarlamalar üzerine rolünün incelenmesi üzerine yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmalardan biri, Goldberg ve Knetter'in (1997) döviz kurlarının ithalat fiyatlarına aktarımını genel hatlarıyla ele aldığı çalışmasıdır. Mc Charty (1999) döviz kurlarının fiyatlara aktarımını gelişmiş ülkeler için hesaplamıştır.

1.2.1.2.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Aktarımı

1990'ların ortaları ve sonlarında finansal krizlerle karşılaşılmasıyla esnek döviz kurlarını benimseyen gelişmekte olan pek çok ülke için, bu konuyla ilgili çalışmalar son yıllarda oldukça artış göstermiştir. Bu çalışmalar, döviz kurlarının dışsal ayarlamalar üzerine rolünün incelenmesi yanında; esas olarak, gelişmiş ülkelerdeki aksine döviz kurlarının yerli enflasyona aktarımı üzerine yoğunlaşmıştır. Bu çalışmalardan, Belaisch (2003) Brezilya için; Bhundia (2002) ise Güney Afrika için döviz kurlarından fiyatlara aktarımı hesaplamışlardır. Türkiye içinse, döviz kurlarının fiyatlara aktarma etkisini inceleyen iki ana çalışma vardır. Bunlar, Leigh ve Rossi (2002)'nin IMF kaynaklı ve Kara *et al* (2005) tarafından kaleme alınan TCMB kaynaklı çalışmalardır. Bu çalışmaların ikisinde de Türkiye 'de döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte belirgin şekilde düştüğü belirlenmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİM VE POLİTİKALARI VE DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİ

2.1. DÖVİZ KURU REJİMLERİ

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. Bu bölümde dünyada uygulanmakta olan çeşitli kur rejimleri incelenecektir.

2.1.1. Kur Rejimlerinin Sınıflandırılması

Dünya’da mevcut döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılması ile ilgili çeşitli görüşler mevcuttur. Genel olarak, ana döviz kuru rejimlerinin sabit ve dalgalı döviz kuru rejimi oluğu kabul edilmekte, fakat uygulama ve teoride bu iki döviz kuru rejimi arasında çeşitli kur rejimlerinin geçerli olduğu gözlemlenmektedir. Ekonomi literatüründe yapılan kur rejimi sınıflandırmaları Tablo 2.1’de verilmiştir.

Tablo 2.1. Ekonomi Literatüründe Kur Rejimi Sınıflandırması

IMF (1997)	IMF (2001)	Edwards ve Savastano (1999)
Sabit Kur Sınırlı Esneklik Yönetimli Dalgalı Kur Bağımsız Dalgalı Kur	Resmi Para Birimi Yok Para Kurulu Geleneksel Çapa Yatay Şeritli Çapa Sürünen Çapa Sürünen Şerit Önceden İlan Edilmiş Çizgisi Olmayan Yönetimli Dalgalı Kur Serbest Dalgalı Kur	Tam Dolarizasyon Para Kurulu Sabit, fakat Ayarlanabilir Kur Sürünen Çapa Sürünen Şerit Kayan Şerit Şerit İçerisinde Dalgalı Kur (Hedef Alan) “Kirli” Dalgalı Kur Serbest Dalgalı Kur
Levy-Yeati 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 Birimi Çapası Döviz Sepeti Çapası 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: IMF (1997,2001), Edwards ve Savastano (1999), Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001), Reinhart ve Rogoff (2002), Bubula ve Ötker-Robe (2002).

Ekonomi literatüründeki çalışmaların önemli çoğunluğu Uluslar arası 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. (Müslümov, Alövsat 2002:22). IMF’in 1997 yılına kadar gerçekleştirdiği uygulamada, üye ülkelerden uyguladıkları döviz kuru rejiminin hemen 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 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 (Gosh et al.,1997; Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2001; Reinhart ve Rogoff, 2002; Bubula ve Ötker-Robe, 2002). Aynı kaynaklar tarafından bu durumların temel nedenlerinden birisinin “çapa korkusu” olabileceği iddia edilmektedir. Diğer taraftan, Calvo ve Reinhart (2000)’ in gösterdiği gibi, dalgalı kur rejimini takip ettiğini ifade eden ülkelerin birçoğu döviz kurlarındaki aşırı volaliteyi önlemek için döviz piyasalarına yoğun müdahalede bulunmaktadır. Bu durum ise literatürde “dalgalanma korkusu” olarak adlandırılmaktadır (Müslümov,Alövsat 2002; 20).

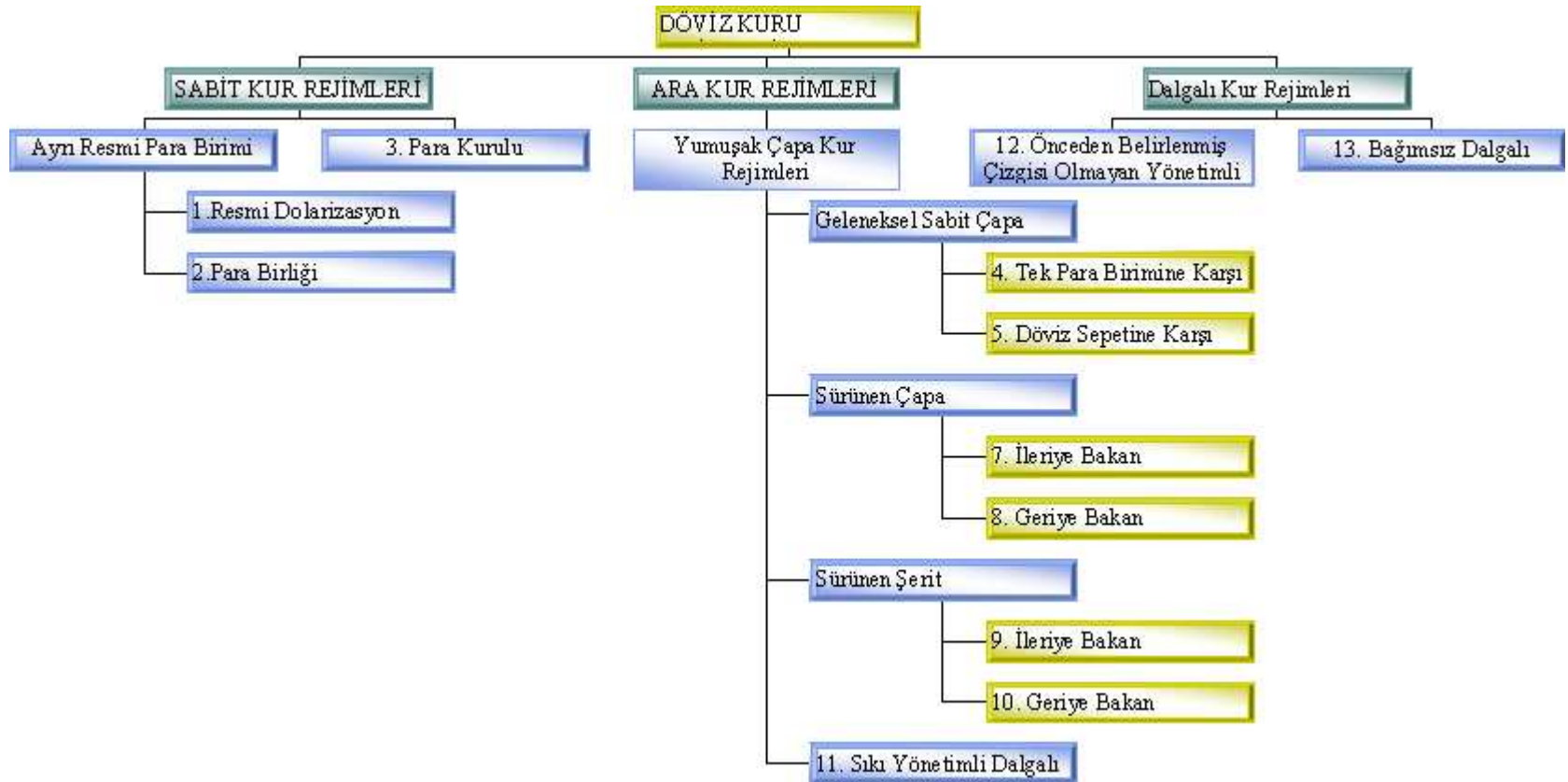
Reinhart ve Rogoff, IMF sınıflandırmasına yukarıda belirtilen eksiklikleri gidermek için, reel döviz kuru hareketini, paralel piyasaların mevcudiyetini ve yurtiçi enflasyonun seyrini esas alan algoritma geliştirmiştir. Bu algoritma geçerli resmi IMF sınıflandırmasının doğrulamasını yapmakta, eğer resmi olarak bildirilen kur rejimi ile gerçekte takip edilen kur rejimi arasında bir farklılık varsa, ülkeleri gerçekte takip ettiği kur rejimine göre sınıflandırmaktadır. Araştırma bulgularına göre eğer bir ülkenin resmi kur rejimi sınıflandırması döviz çapası rejimi ise (1970-2001), kullanılan algoritma %44 ihtimalle o ülkeyi daha esnek kur rejimi sınıflandırmasına dahil edecektir. Resmi kur rejimi sınıflandırması yönetimli dalgalı kur rejimi ise kullanılan algoritma % 31 ihtimalle o ülkeyi döviz çapası kur rejimine veya daha katı kur rejimi kategorisi içerisinde sınıflandırmaktadır. Resmi sınıflandırma ile algoritma sonucu oluşan sınıflandırma arasında korelasyon katsayısının sadece % 42 olması, IMF resmi sınıflandırmasının gerçek durumu ne kadar eksik yansıttığının bir göstergesidir (Müslümov,Alövsat 2002; 23).

Levy-Yeyati ve Sturzenegger, kur rejimlerini sınıflandırmak için döviz kuru davranışı ile yakından ilgili üç değişken kullanmaktadır: (i) Döviz kuru volalitesi, (ii) döviz kuru rejiminin volalitesi, (iii) Rezervlerin volalitesi. Bu çalışmada yüksek döviz kuru volalitesi ve düşük rezerv volalitesine sahip olan ülkeler dalgalı kur rejimi , düşük döviz kuru volalitesi ve yüksek rezerv volalitesine sahip olan ülkeler sabit kur rejimi, orta ve yüksek derecede döviz kuru ve rezerv volalitesine sahip olan ülkeler ise ara kur rejimi içerisinde sınıflandırılmıştır (Müslümov,Alövsat 2002; 27)

Bubula ve Ötker-Robe, literatürdeki çalışmaları özetleyerek, kur rejimlerini 13 ana kategoride toplamaktadır. Aynı kaynak verilerine dayanarak hazırlanan Dünya

lkelerinde uygulanan kur rejimleri Şekil 2.1’ de verilmiştir. Bu bölümdeki kur rejimi sınıflandırması daha kapsamlı ve ayrıntılı olması nedeniyle bu sınıflandırmaya dayanmaktadır (Müslümov,Alövsat 2002)

Şekil 2.1. Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması



Kaynak: Müslümov, Alövsat 2002

2.1.2. Sabit Kur Rejimleri

Sabit döviz kuru rejimlerinde para otoritesi, kendi para biriminin altın, gümüş veya yabancı para cinsinden alış veya 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 uluslar arası ticarete belirsizliğin ortadan kaldırması, ülke içerisinde enflasyonist baskıları azaltılması ve fiyat istikrarının sağlanması gibi avantajları vardır.

Sabit döviz kuru rejimleri, dünya ülkelerinde 1973 yılına kadar benimsenen ana kur rejimi olmuş ve tarihsel gelişim içerisinde, çift metal maden standardı, altın standardı ve altın değişim standardına doğru bir evrim geçirmiştir. Günümüzde temel sabit kur rejimleri dolarizasyon, para birliği ve para kurulusudur. 2001 yılında, IMF üyelerinin %25,8' i bu üç kur rejiminden birini tercih etmiştir. Bu rakam 1990 yılındaki % 15,7 rakamından daha yüksektir (Müslümov, Alövsat 2002).

2.1.2.1. Dolarizasyon

Dolarizasyon kur rejimini benimseyen ülkelerde, resmi para birimi olarak diğer bir ülkenin para birimi kullanılmakta, bağımsız yurtiçi para politikası kontrolü tamamen terk edilmektedir. Bu sebeple 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.

Bu avantajların yanı sıra, Dolarizasyon kur rejiminin aşağıda belirtilen sakıncaları söz konusudur:

Egemenlik Sorunu: Ulusal para biriminin tamamen terk edilmesi politik ve milli nedenlerle yurtiçinde dirence 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 (Frankel, 1999). Diğer taraftan, Dolarizasyon

rejimi benimsense bile, Liberya örneğinde olduğu gibi, bir yurtiçi kargaşa durumunda (iç savaşın patlak vermesi gibi...) tekrar ulusal para birimine geçiş derhal gündeme getirilmektedir.

Emisyon Kazançlarının Kaybı: Emisyon kazancı paranın üretim maliyeti ile değeri arasındaki fark olarak tanımlanmakta ve ülkeler tarafından vergi toplamaya ihtiyaç kalmadan giderlerinin finansmanında kullanılmaktadır. Dolarizasyon kur rejiminin benimsenmesi ülkenin bu gelir kaynağından vazgeçmesine ve çapa para birimi ülkesinin bu gelirden yararlanmasına neden olur. Örneğin Arjantin'in ulusal para birimi olan Peso'dan vazgeçerek ABD Dolarını benimsemesi durumunda emisyon kazançları kaybının toplam 750 milyon ABD Doları olacağı tahmin edilmiştir (JEC, 2000).

Para Politikasının Aracının Terk Edilmesi: Bu durum dış şoklar karşısında ekonominin esnekliğinin kaybolmasına ve dış şokların, para politikası yerine reel ekonomi tarafından emilmesine yol açmaktadır.

Merkez Bankası'nın Son Kredi Mercii Özelliğini Kaybetmesi: Chang ve Velasco (2000b) kurdukları modelde Merkez Bankasının son kredi mercii işlevini kaybetmesi nedeniyle, dolarizasyon ve para kurulu düzenlemelerinin bankacılık sektörü krizlerini şiddetlendirdiğini göstermektedir.

Dornbush (2001), saydığımız bu sakıncaların yakından incelenmesi durumunda gelişmekte olan ülkeler üzerinde ciddi maliyet unsuru oluşturmadığını iddia etmekte, dolarizasyon kur rejiminin getireceği istikrarın ülkenin ekonomik büyümesinin hızlanmasına daha yüksek katkıda bulunacağını göstermektedir. Buiter (1999) ise, Kanada örneğini inceleyerek, bu ülkenin dolarizasyon kur rejimini benimsemesi durumunda ABD ile finansal piyasaların entegrasyonu nedeniyle fayda sağlayacağı, fakat emisyon kazançları ile son kredi mercii işlevinin kaybedilmesi nedeniyle daha yüksek zarara uğrayacağını göstermiş ve bu sebeple Kanada için tek taraflı dolarizasyon fikrini reddetmiştir.

Alesina ve Barro (2001), aşağıdaki özelliklere sahip olan ülkelerin kendi para birimlerini terk ederek dolarizasyon ve para kurulu düzenlemelerine gidebileceklerini göstermişlerdir:

- i. Yurtiçinde sürekli yüksek ve değişken enflasyonun varlığı,

- ii. Yüksek hacimde uluslar arası ticaret hacminin (özellikle rezerv para birimi ülkesi ile) varlığı
- iii. Rezerv para ülkesi ile eşzamanlı konjonktür dalgalanmalarının varlığı,
- iv. Rezerv para ülkesinde göreceli olarak istikrarlı fiyatların varlığı.

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 eş zamanlı konjonktür dalgalanmalara sahip olmalıdır. Örneğin, Merkezi Amerika ve Meksika için en iyi para birimi ABD Doları iken, Güney Amerika ülkelerinin Euro ile ABD Doları arasında bir seçim yapması gerekmektedir (Alesina ve Barro, 2001). Bunun temel sebebi Güney Amerika ülkelerinin ABD' nin yanı sıra Euro bölgesi ülkeleri ile yoğun ticaret ilişkileri ve konjonktürün eşzamanlılığıdır. Afrika ve Doğu Avrupa ülkelerinin seçebileceği optimum para birimi ise, konjonktür ve dış ticaret hacmi nedeniyle Euro'dur.

Dolarizasyon kur rejiminin tarihi yeni değildir. 1904 yılında Panama, ABD Dolarını resmi para birimi olarak kabul etmişti. Günümüzde, Panama komşu ülkelerden farklı olarak düşük enflasyon ve faiz oranlarına sahip ve aynı zamanda 30 senelik sabit-getirili ipotekli kredi anlaşmasının mevcut olduğu tek Latin Amerika ülkesidir. Fakat dolarizasyon kur rejimi sayesinde parasal istikrarı sağlamış Panama örneğinde, bu rejimin çok önemli bir sakıncası unutulmamalıdır: Rezerv para birimi ülkesinin uygulayabileceği ekonomik yaptırımların olası zarar riskinin yükselmesi (Moreno-Villalaz, 1999; LeBaron ve McCulloch, 2000).

2001 yılında ise IMF üyelerinin % 4,3'ü dolarizasyon rejimini benimsemişti. Bu oran 1990 yılındaki %1,9 değerinden daha yüksektir. Dolarizasyon kur rejimini benimseyen ülkelerin başında Ekvador, El Salvador, Panama ve Marshall Adaları yer almaktadır (Müslümov, Alövsat 2002: 28).

2.1.2.2. Para Birliği

Para birliği kur rejiminde ülke diğer ülkeler ile birlikte ortak para birimini kullandığı birliğe üye olmaktadır. Para birliği kavramı kaynağını Robert Mundell' in (1961) optimum kur alanları çalışmasından almaktadır. Bu çalışma dışında optimum kur

alanları konusuna ilk katkıda bulunan iktisatçılar arasında McKinnon (1963) ve Kenen (1969) yer almaktadır (Tavlas: 1992). Optimum kur alanları teorisi, para birliğinin başarısının dört temel faktöre bağımlı olduğunu ifade etmektedir;

- i. Üretim faktörleri (sermaye ve işgücü) birlik içerisinde hareketli olmalıdır.
- ii. Birlik üye ülkeler arasında yoğun ticari ilişkiler söz konusu olmalıdır.
- 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, Frankel ve Rose (1998), sıkı ticari ilişkilere sahip ülkelerin benzer konjonktürel dalgalanmalara sahip olduğunu bulmuştur. Para birliğinin günümüzde en önemli örneği olan, Avrupa Para Birliğinin, başlangıçta Mundell'in kastettiği anlamda optimum kur alanı özelliklerine haiz olmadığı, fakat zaman içerisinde gelişerek optimum kur alanı özelliklerini kazanmaya başladığı görülmektedir. 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 (Bayoumi ve Prasad, 1997). Para birliğinin günümüzde diğer örnekleri, CFA Frank bölgesi ile Karayip Para Alanıdır.

Para birlikleri iki temel kategoriye ayrılmaktadır: (i) politik birlikler (ortak para birimi ile beraber ortak yasalara ve politik çevrelere sahip egemen devletler birliği) ve (ii) para birlikleri (sadece ortak para politikası otoritesine sahip olan egemen ülkeler birliği). Para birliği, başlangıçta bir ekonomik karar olarak gözüke 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 içermektedir.

Para birliğinin temel avantajları, aşağıda sıralanmıştır:

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 ye ülkeler para politikası oluşumunda oy hakkına sahiptir. Bu oy hakkı, birliğe ye ülkelerin para politikası kararlarını yakından etkilemesine olanak vermektedir.

Döviz işlemleri maliyetlerinin 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. Bacchetta ve Van Wincoop (2002), ülkelerin para birliği kurması durumunda, yeni para biriminin uluslararası dolaşımda, bu paranın yerine kullanıldığı para birimlerinin toplamından daha sık kullanıldığını bulmuştur. Bu bulgu, para birliğinin uluslararası alanda işlem maliyeti tasarrufuna sebep olduğunu göstermektedir.

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

Nominal döviz kuru riskinin minimize edilmesi: Para birliği, birliğe ye ülkeler arasındaki nominal döviz kuru riskini ortadan kaldırarak, birlik içerisinde dış ticaret önündeki belirsizliği minimize eder. Örneğin, Türkiye'nin yoğun ticaret ilişkileri olan Avrupa Birliği ile aynı para birliğine girmesi durumunda, Türkiye'nin Avrupa Birliği lkeleri ile olan dış ticaretinin önündeki döviz kuru riski tamamen ortadan kalkar, bu durum ise Türkiye ile Avrupa Birliği lkelerinin karşılıklı ticaretini teşvik eder. Frankel ve Rose (2000), yaklaşık 180 ülkenin 1970-1995 zaman serisi verilerini kullanarak, para birliğine ye ülkelerin kendi aralarında ticaret hacmi % 300 oranına yükseldiğini ve dış ticarete (GSYİH oranı olarak) % 1'lik bir artışın 20 yıl içerisinde ilgili ülkenin kişi başına milli gelirinde % 1/3 oranında artışa neden olduğunu göstermiştir. Rose ve Engel (2000) ise para birliğinin ye ülkeler arasında entegrasyon düzeyini geliştirdiğini göstermiştir. Bu çalışmaların sonuçlarına paralel olarak, Glick ve

Rose (2001), 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. Rose ve Van Wincoop (2001) ise Avrupa Para Birliğinin birliğe ye ülkeler arasındaki dış ticaret hacmini % 50 oranında yükselteceğini istatistiksel yöntemlerle tahmin etmektedir.

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:

Bağımsız para politikasının uygulanamaması: Para birliği, ülkenin bağımsız yurtiçi para politikası izlemesini olanaksızlaştırır. Bu durum ise talep şoklarını idare etmeyi ve ülkenin enflasyon oranını etkilemeyi oldukça zorlaştırır. Eğer para birliği ülkeleri optimum kur alanı oluşturmuyorsa, konjonktürel dalgalanmaların etkisini tüm ülkeler için bertaraf etmek zorlaşıyor. Örneğin, Avrupa Birliğine bazı ülke ekonomilerinin (İrlanda gibi) son yıllarda aşırı ısınması, diğer ülke ekonomilerinin (Almanya gibi) 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 amakta, konjonktürel dalgalanmalar ile baş edebilmek için maliye politikalarını daha aktif kullanılmasını gerektirmektedir.

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.

Ekonomi literatüründe para birliği tartışmalarının bir boyutu küresel para biriminin mevcut olup, olamayacağı ile ilgilidir. Cooper (1984), küresel para biriminin dünyanın geleceği oluğunu iddia ederken, McKinnon (1984), Williamson (1993) ve Rogoff (2001), 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.

2001 yılında IMF üyelerinin % 17,2'si para birliği kur rejimini takip etmekteydi (Bubula ve Ötker-Robe, 2002). Bu oran, sabit döviz kuru rejimleri arasında bağımsız dalgalı kur rejiminden sonra ikinci en yüksek değere sahiptir.

2.1.2.3. Para Kurulu

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 hacme rezerv para satın almakta veya satmaktadır. Para kurulu, Merkez Bankasının yerine veya mevcut Merkez Bankasına paralel, bağımsız kurum olarak faaliyet göstermektedir.

Para kurulu kur rejiminin temel özellikleri aşağıda sıralanmıştır:

- i. Para kuruluna rezerv para birimi, bu para biriminin beklenen istikrar ve uluslararası kabul edilebilirliğine göre seçilmektedir. Bu sebepten, günümüzde uygulanan para kurulları genellikle, rezerv para birimi olarak, Dolar, Euro veya Sterlin kullanmaktadır.
- ii. Para kurullarında döviz kuru sadece para politikası gereği değil, aynı zamanda yasa gereği sabitlenmiştir.
- iii. Para kurulunda para rezervleri, tedavülde olan banknot ve madeni para hacmine karşılık birebir oranda değil, genel itibarıyla, % 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 kısmakta, dolayısıyla, harcamalarda daralmaya neden olmaktadır.

Para kurulunun döviz kuru belirsizliğini ortadan kaldırmak gibi önemli avantajları vardır. Fakat yurtiçi likidite krizi durumunda, para kurulu son kredi mercii işlevini yerine getirememektedir (Williamson, 1995). Para kurulunun diğer kur

rejimlerine karşısında performansını inceleyen Ghosh, Gulde ve Wolf (1999), para kurulu ülkelerinin ara ve dalgalı kur rejimi ülkelerinden daha düşük enflasyon ve ekonomik büyüme oranına sahip olduğunu bulmuştur. Örneğin, para kurulu rejimini uygulayan ülkelerin ortalama 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 karşılansa da ekonomik büyümenin yüksek çıkması sürpriz sayılmalıdır.

2.1.3. Ara Kur Rejimleri

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

Fakat, ara kur rejimleri son yıllarda sakıncaları sebebiyle ekonomi literatüründeki tartışmaların odak noktasında durmaktadır. Bunu 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), 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 yılına gelişmekte olan ülkeleri sarsan büyük krizin etkilerinden korunabilmiştir. Bu durum, ekonomi literatüründe çift kutup görüşü 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 (Summers, 2000; Fischer, 2001).

Ara kur rejimleri geleneksel sabit çapa, sürünen çapa, sürünen şerit ve sıkı yönetimli dalgalı kur rejiminin çeşitli varyasyonları dahil olmak üzere sekiz kur rejiminden oluşmaktadır. 2001 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 (Bubula ve Ötker-Robe, 2002) belirtmek gerekmektedir.

2.1.3.1. Geleneksel Sabit Çapa

Geleneksel sabit çapa kur rejimleri tek para birimine veya döviz sepetine karşı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tek para birimine karşı sabit çapa rejiminde ülke, para birimini yabancı bir ülkenin para birimine, döviz sepetine karşı sabit çapa rejiminde ise bir döviz sepetine sabit bir parite üzerinden bağlanmaktadır. Döviz sepeti olarak genelde, ülkenin yoğun ticari ilişkilerinin bulunduğu ülkelerin döviz sepeti veya SDR gibi standart döviz sepeti seçilmektedir. Geleneksel sabit çapa sisteminde döviz kur 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 yapabilmektedir.

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 olmuştur. Ülkeler, para birimlerini ABD Dolarına sabit kur üzerinden bağlamakta, fakat kur ayarlaması gerektiğinde (sık olmamak şartıyla) bunu gerçekleştirebilmekteydi. Sonuçta, devalüasyonlar önemli politika aracı haline gelmişti. Günümüzde, geleneksel çapa sistemleri cazibesini pek kaybetmemiştir. 2001 yılında ülkelerin % 16,7'si tek para birimine karşı, %5,4'ü ise döviz sepetine karşı geleneksel sabit çapa kur rejimini uygulamaktaydı (Bubula-Ötker-Robe, 2001). Tek para birimine karşı geleneksel sabit çapa kur sistemini takip eden ülkelerin başında Çin, Suudi

Arabistan, İran ve Malezya, döviz sepetine karşı geleneksel sabit çapa kur sistemini takip eden ülkelerin başında ise Kuveyt ve Bangladeş gibi ülkeler gelmektedir.

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

2.1.3.2. Yatay Şeritler

Yatay şerit kur rejiminde döviz kurunun resmi veya uygulanan merkezi değer etrafında belli bir dar aralıkta ($\pm$ % 1-2 gibi) hareket etmesine izin verilmektedir. Para otoritesi doğrudan veya dolaylı müdahaleler aracılığıyla döviz kurunu bu aralıkta tutmaya çalışmaktadır. Bu kur rejiminde şeridin büyüklüğüne bağlı olarak kısmi para politikası bağımsızlığı sürdürülmektedir.

Yatay şerit kur rejimleri eğer güvenilir ise, döviz kuru şeridin üst (alt) limitine yaklaştığında yatırımcılar para otoritesinin müdahale ederek, kuru şerit içerisine çekeceğini bildiğinden satış (alış) pozisyonu almakta ve kurun şerit içerisinde kalmasını sağlamaktadır. Yatay şerit kur rejimleri 2001 yılında Danimarka ve Mısır'da uygulanmaktaydı. Avrupa Para Birliği'ne geçiş öncesinde ise Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, İzlanda, İrlanda, İtalya, İspanya, Portekiz ve Yunanistan'da yatay şerit kur rejimi uygulanmaktaydı. Yakın geçmişte yatay şerit kur rejimi kullanan ülkelerden Hırvatistan, Kırgızistan, Slovakya, Slovenya, Ukrayna ve Vietnam ise esnek kur rejimlerini tercih etmiştir.

2.1.3.3. Sürünen Çapa

Sürünen çapa kur rejimleri ileriye bakan sürünen çapa ve geriye bakan sürünen çapa kur rejimi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu kur rejimlerinde para otoritesi döviz kurunu belirlemekte ve ekonomik göstergeler ışığında dönemsel olarak döviz kuru ayarlamaları yapılmaktadır. Kullanılan ekonomik göstergeler beklenen enflasyon farkları sayılabilir. Sürünen çapa kur rejimlerinde döviz kurunda fala dalgalanmalara izin verilmemektedir.

İleriye bakan sürünen çapa rejiminde döviz kuru belirlenmesinde öngörülen enflasyon farkları dikkate alınmakta, döviz kuru çapa olarak kullanılmaktadır. Bu kur rejimi sabit çapa sisteminden farklı olarak, reel döviz kurundaki aşırı değerlenmeleri kısmen önlemekte, para politikasının daha aktif olarak kullanılabilmesini sağlamaktadır. İleriye bakan sürünen çapa kur rejimi, Türkiye’de 1999 yılından itibaren 201 krizine kadar kullanılmış ve ekonomik krizin temel nedenlerinden birisi olduğu iddia edilmiştir. Türkiye dışında bu kur rejimi 1993–1997 döneminde Lübnan’da, 1995–1998 döneminde Rusya’da ve 1991–1994 yılları arasında Polonya’da uygulanmıştır. Trenkler (2000), nedensellik analizi çerçevesinde Türkiye’den farklı olarak Polonya’nın ileriye bakan sürünen çapa kur rejimini başarıyla savunabildiğini göstermektedir.

Geriye bakan sürünen çapa kur rejiminde ise döviz kuru ayarlamasında geçmiş enflasyon farklılıkları dikkate alınmakta, beklentilere fazla önem verilmemektedir. Bu kur sisteminin temel sakıncalarından birisi nihai olarak, yüksek enflasyon yaratmasıdır. Geriye bakan sürünen kur rejimi 2001 yılında İsrail ve Uruguay’a kullanılmaktaydı. Yakın geçmişte ise 1991-1998 döneminde Kolombiya, 1994-1998 döneminde Ekvador, 1991-1993 döneminde Meksika, 1995-2000 döneminde Macaristan, 1995-1999 döneminde Polonya ve 1998 yılına Şili’de uygulanmıştır.

2.1.3.4. Sürünen Şerit

Sürünen şerit kur rejimleri de ileriye bakan ve geriye bakan olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu kur rejimlerinde döviz kuru resmi veya uygulanan merkezi değerin etrafına belli bir dar aralıkta hareket etmesine izin verilmekte, fakat döviz kuruna dönemsel ayarlamalar yapılmaktadır. Bu sistem daha fazla yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerde uygulanmakta, yüksek oranlı devalüasyonlara ihtiyaç kalmadan merkezi kur paritesinde aşamalı ayarlamalar yapılmaktadır.

İleriye bakan sürünen şerit kur rejimleri kur ayarlamasında enflasyon farkları beklentisini dikkate almaktadır. Bu kur rejimi sistemin para politikasını bağımsızlığını kullanmasına izin verse de, “yanlış” enflasyon hedefinin kurda aşırı değerlenmelere ve sonuçta, döviz kurları üzerinde spekülasyon baskılara sebep olabileceğini unutmamak gereklidir. İleriye bakan sürünen şerit kur rejimleri günümüzde Kosta Rika’da uygulanmakta, yakın geçmişte ise 1991-1998 dönemine (1994 hariç) Brezilya, 1996-1999 döneminde Bolivya ve 1990-1994 döneminde ise Endonezya’da uygulanmıştır.

Geriye bakan sürünen şerit kur rejimleri kur ayarlamasında geçmiş dönem enflasyon farkları dikkate alınmaktadır. Bu kur rejiminin önemli enflasyon ataletine neden olabilme gibi önemli riski mevcuttur. Geriye bakan sürünen şerit kur rejimleri 2001 yılında Kosta Rika’da uygulanmaktaydı. Yakın geçmişte ise 1995-2000 döneminde Sri Lanka, 1995-1996 döneminde Endonezya, 1990-1997 döneminde Şili’de uygulanmıştır.

2.1.3.5. Sıkı Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi

Sıkı yönetimli kur rejimi sabit kur rejiminden çok fazla dalgalı kur rejiminin esas özelliklerini taşımaktadır. Bu kur rejiminde para otoritesi müdahaleler aracılığıyla, döviz kuru paritesinde sabitliği korumakta, fakat önceden kurun hangi patikayı takip edeceği ilan edilmemektedir. Bu ise para politikası özerkliğini artırmaktadır. Sıkı yönetimli kur rejimi 2001 yılında Azerbaycan, Hindistan ve Paraguay’da uygulanmaktaydı. Yakın geçmişte ise 1993-1995 döneminde Bulgaristan, 1990-1996 döneminde ise Kore’de uygulanmıştır.

Azerbaycan’da uygulanan kur politikaları, geçiş ekonomileri ve petrol üreticisi ülkeler için önemli vaka niteliğindedir. Azerbaycan ekonomisinin ana gelir kaynağı petrol ihracatıdır. Fakat, doğal kaynakların satışından elde edilen döviz gelirleri iyi idare edilmediği takdirde ekonomik sorunlara neden olabilmektedir. Ekonomiye yüksek döviz girişi reel döviz kurunu değerlendirdiği için petrol dışı sektörlerin uluslararası rekabet gücü önemli ölçüde düşmekte, bu ise ekonominin bir bütün olarak gelişmemesine yol açmaktadır. IMF programını uygulayan Azerbaycan hükümeti 1997 yılından itibaren yönetimli kur rejimine geçmiş ve bu sayede aşırı kur değerlenmesini kontrol altına almak için politikalar uygulamaya başlamıştır.

2.1.4. Dalgalı Kur Rejimleri

Dalgalı 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. Dalgalı kur rejiminde para politikası döviz kuru politikasından bağımsız araç haline gelmektedir.

Uzun dönemde, kur rejimi seçiminin hiçbir etkisinin olmayacağını iddia eden Friedman (1953), dalgalı 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 doğman önce düzeltici hareketler yaratabilmektedir (Friedman, 1953: s.163). sabit kur rejimlerinde 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 dalgalı kur rejimlerinde, döviz kurundaki düzeltici ayarlamalar zamanında ve kendiliğinden yapılmakta, bu da krizlerin doğmasına engel olmaktadır. Helpman ve Razin (1979) dalgalı kur rejiminde kaynak dağılımının, sabit kur rejiminde oluşacak denge kaynak dağılımından daha optimum olacağını göstermektedir. Helpman (1981) ise denge durumunda, dalgalı kur rejiminde ve döviz kurunun tek taraflı olarak sabitlendiği durumlarda tüketimin optimal, kaynak dağılımının ise Pareto etkin olduğunu ifade etmektedir.

Dalgalı kur rejiminin parasal istikrar performansını inceleyen araştırmalar ise dalgalı kur rejimi altında enflasyonun daha kalıcı olduğunu ve para politikalarının enflasyon şokları oluşturmasının daha muhtemel olduğunu iddia etmektedir. Örneğin, Alogoskoufis ve Smith (1991) , Alogoskoufis (1992), Obstfeld (1995), OECD ülkeleri için yaptıkları 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. Obstfeld (1995) ABD, istisnasını, bu ülkenin altın değişim standardı rejiminde oynadığı rezerv para birimi rolüne bağlamıştır. Bleaney (2001), benzer olarak, Bretton Woods dönemi sonrasında OECD ülkelerinde daha yüksek enflasyon varlığını göstermiş fakat, Bretton Woods sonrası dönemde farklı kur rejimi uygulayan ülke ekonomilerindeki enflasyon oranları arasında anlamlı farklılık bulunamamıştır. Bu bulgular, enflasyonun doğal bir sonucu olmasından daha öte, ulusal para otoriteleri arasında altın değişim standardı sırasında varolan uluslararası koordinasyonun kaybolmasından kaynaklandığının bir göstergesidir. Dalgalı döviz kuru rejimleri önceden belirlenmiş çizgisi olmayan yönetimli dalgalı kur rejimi ve bağımsız dalgalı kur rejimi olmak üzerinde iki kur rejiminden oluşmaktadır. 2001vyılında, IMF

üyelerinin %35,5'i bu iki kur rejiminden birini tercih etmiştir. Bu rakam 1990 yılındaki % 15,2 rakamından daha yüksektir (Bubula ve Ötker-Robe, 2002).

2.1.4.1. Önceden Belirlenmiş Çizgisi Olmayan Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi

Önceden belirlenmiş çizgisi olmayan yönetimli dalgalı kur rejiminde para otoritesi aktif, doğrudan veya dolaylı müdahaleler ile döviz kurunun belirlenmesinde etkili olmakta, fakat önceden belirlenmiş bir döviz kuru çizgisi veya patikası duyurmamaktadır. Bu durum, para otoritesinin belli bir taahhütte bulunarak para politikası kullanımında sınırlandırılmamasını sağlamaktadır. Bu ise, reel şoklara karşı ekonominin savunma gücünü artırmaktadır. Diğer taraftan kur baskılarını önlemek için yüksek uluslararası rezervler gerekmemektedir. Fakat, bu kur rejiminin, dış ticarete belirsizlik ve döviz kurunda yüksek dalgalanmalar yarattığı iddia edilmektedir. Diğer taraftan, Merkez Bankası davranışları şeffaf olmadığından ekonomide belirsizlik artabilmektedir.

2001 yılında bu kur sistemi Türkiye, Rusya, Tayland ve Pakistan'da uygulanmıştır. Bubula ve Ötker-Robe, 2002), günümüzde gelişmiş ülkelerin bu kur rejimini kullanmadığını, gelişmekte olan ülkelerin ise %15,3'ünün bu kur rejimini kullandığını göstermektedir. Dünya ülkelerinin genel olarak ise, %14,0'ı önceden belirlenmiş çizgisi olmayan yönetimli dalgalı kur rejimini tercih etmiştir.

2.1.4.2. Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi

Bağımsız dalgalı kur rejiminde döviz kuru piyasadaki arz-talep dengesi ile belirlenmektedir. Döviz kurunda temel ekonomik göstergeler ile açıklanamayan dalgalanmalar söz konusu olduğunda Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale edebilmektedir. Dalgalı kur rejiminde para politikası üzerinden sınırlamalar tamamen kalkmakta, bu ise reel şokların etkilerini azaltmaktadır (Broda, 2001).

Fakat dalgalı kur rejiminin kendi sorunları vardır. Yüksek enflasyon pahasına istihdam araçlarının gerçekleştirilmeye çalışılması ve emisyon kazançlarına fazla bağımlı olunması gibi olumsuz durumlar küresel stagflasyon öneminin başlamasına neden olmuştur. Enflasyonun yüksek ekonomik ve politik maliyetleri Merkez Bankalarının yeniden düşük enflasyon ve kur istikrarı politikalarına dönmesine yol açmıştır (Bordo ve Schwartz, 1999).

Ghosh et al. (1997), 140 ülkeyi ve 30 yıllık dönemi kapsayan ve resmi IMF sınıflandırmasına dayanarak yaptıkları analizde, 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 farklılıklar arz etmediği sonucuna varmıştır. Reinhart ve Rogoff (2002) ise fiki kur rejimleri tanımlamasını kullanarak, dalgalı kur rejimlerinde ortalama enflasyon oranının daha düşük (%10'dan az) , kişi başına gelirin artış oranının ise yüksek (%2,3) olduğu sonucuna varmaktadır.

Ülkelerin birçoğu dalgalı kur rejimini takip etmesine rağmen, döviz kuru politikaları takip etmektedir. Reinhart (2000), bu durumu “dalgalandırma korkusu” olarak adlandırmıştır. Reinhart’a göre ABD, Avustralya ve Japonya gibi dalgalı kur rejimi takip eden ülkelerde gözlemlenen döviz kuru volalitesi oldukça düşüktür ve bu durumun bu ülkelerde nominal ve reel şokların olmamasından kaynaklanmamaktadır. Bu durumun temel nedeni bu ülkelerin döviz kuru istikrarını sağlamak için politikalar takip etmesidir.

Bahsedilmesi gereken önemli bir nokta da, para birliğinin sabit kur rejimi olmasına rağmen, para birliğinde takip edilen anapara birimi (örneğin, Avrupa Para Birliğinde Euro) için dalgalı kur rejimi sisteminin benimsenmesidir. 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.

Tablo 2.2. 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 -Burkina 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 Antileri -İran -Katar -Komorolar -Lesotho -Lübnan -Makedonya -Maldivler -Malezya -Namibya -Nepal -Sudan -Surinam -Suriye Arap Cumhuriyeti -Suudi Arabistan -Svaziland -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

Kaynak: Bubula ve Ötker-Robe (2002) verilerine dayanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 2.2.(Devam) Dünya Ülkelerinde Kullanılan Döviz Kuru Rejimleri

Geriye Bakan Sürünen Çapa	İleriye Bakan Sürünen Şerit	Geriye Bakan Sürünen Şerit	Sıkı Yönetimli Dalgali	Önceden Belli Yolu Olmayan Diğer Yönetimli Dalgali Çapa	Bağımsız Dalgali kur
-Belarus -Honduras -İsrail -Romanya -Uruguay -Venezuela	-Kosta Rika		-Azarbaycan -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 -Ruanya -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 -Kor -Liberya -Madagaskar -Mozambik -Norveç -Papua Yeni Gine -Tacikistan -Tanzanya -Türkiye -Uganda -Yemen Arap Cumhuriyeti -Peru -Polonya -Sierra Leone -Somali -Şili -Yeni Zelenda -Zaire

Kaynak: Bubula ve Ötker Robe (2002) verilerine dayanarak hazırlanmıştır.

2.1.5. Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi

Son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan finansal krizler, bu ülkeler için optimum kur rejiminin ne olduğu tartışmalarını gündeme getirmiştir. 1997 Güney Doğu Asya krizinden önce Asya’da Hong Kong, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland sabit kur rejimi uygulanmaktayken, krizden sonra sabit kur rejimine Çin ve Hong Kong dışında devam edebilen olmamıştır. Bir çok ekonomist ve hatta IMF Asya krizinden sonra ara kur rejimlerinin sürdürülemez olduğunu belirtmiştir. Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomilerinin ara rejimleri terk etmesi gerektiği ve köşe çözümleri tercih etmeleri gerektiği görüşü ağırlık kazanmıştır. Aslında köşe çözüm önerisi tartışmaları yükselen piyasa ekonomilerindeki krizlerden önce 1992-1993 yıllarında, Avrupa’da parasal birliğe geçilmesinden önce uygulanmakta olan bant sistemine getirilen eleştiriler sonrasında çıkmıştır. Köşe çözüm önerilerinin teorik temeli ise imkansız üçleme kuralına dayandırılmaktadır. Finansal piyasaların birbirine entegre olduğu dünyamızda ülkelerin tek alternatifi, kur durağanlığı ve bağımsız para politikası uygulamasının birinden vazgeçmeleri olacaktır. Frenkel, Luis ve Schumacher (2000) ise imkansız üçleme kuralının, ülkelerin her ikisinden de vazgeçemeyeceği ya da her ikisini e kısmi olarak sağlamasına engel teşkil etmediğini savunmaktadır. Diğer bir ifade ile ülkelerin, kısmi kur durağanlığı ile kısmi para politikasında bağımsızlığı aynı anda gerçekleştirebileceklerini belirtmişlerdir. Bu bağlamda Frenkel, Luis ve Schumacher (2000) ara rejimlerin sürdürülemez olduğu söyleminin doğru olmadığını ve köşe çözüm önerilerinin teorik temelden yoksun bir öneri olduğunu ifade etmektedirler. Ayrıca köşe kur rejimlerini tanımlarken, bu rejimler sürdürülebilir yerine gerçekliği kanıtlanabilir sıfatını kullanmayı tercih etmişlerdir. Sabit kur rejiminin ve serbest dalgalanan kur rejiminin piyasa oyuncuları tarafından rahatlıkla gerçekliğinin kanıtlanabileceğini, bunun ise rejimin kredibilitesini artırıcı bir unsur olacağını belirtmişlerdir. Halkın sabit döviz kuru altında döviz kurunun bir önceki gün ile aynı olduğunu görmesinin, rejimin kanıtlanabilirliği açısından yeterli olduğunu diğer taraftan da serbest dalgalanan kur rejimi altında, uluslararası rezervlere bakılarak, Merkez Bankasının döviz kuruna müdahale edip etmediğinin tespit edilebileceğini belirtmişlerdir.

Köşe çözüm önerilerinin geçerliliğini tartışmalı hale getiren bir diğer gelişme ise Arjantindeki kriz sonrasında para kurulunun terk edilmesi olmuştur. Arjantin’de para

kurulunun başarısız olmasından sonra bir kısım ekonomist, “köşelerin” birinin de alternatif olmaktan çıktığını, tek alternatifin serbest dalgalanan kur rejimi olduğunu belirtmiştir. Diğer yandan sabit kur rejimini savunanlar ise Arjantin krizinden sonra dahi sabit kur rejimini savunmaya devam etmişlerdir. Edwards’a (2002) göre Arjantin krizinden sonra sabit kur rejimini savunanlar üç argüman öne sürmüşlerdir. İlk grupta yer alanlar, aslında Arjantin’in tam anlamıyla bir sabit kur uygulamadığını, para kurulu uygulayıcı gibi davrandığını belirtmişlerdir. İkinci gruptakiler ise, köşe çözüm olarak para kurulunun kabul edilmemesi gerektiğini, gerçek tam sabit kur rejiminin resmi dolarizasyon olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca, sadece resmi dolarizasyonda kur riskinin ortadan kalktığını belirtmişlerdir. Son olarak da, yükselen piyasa ekonomilerinin, dalgalanmadan korkma olgusundan dolayı serbest dalgalanan kur rejimini seçemeyeceklerini ve tek alternatiflerinin resmi dolarizasyon olduğunu belirtmektedirler.

Grenville (2000) ise yükselen piyasa ekonomileri için tek bir uygun rejim olmadığını, uygun rejimin ülkeler arasında ya da zamanın farklı kesitleri içerisinde farklılık gösterebileceğini belirtmiştir. Çünkü her rejimin artılarının yanı sıra eksi yönleri de bulunmaktadır. Ayrıca bir ülkede başarısız bulunan kur rejiminin bir başka ülkede başarıyla uygulanabildiği görülmektedir. Örneğin, para kurulu rejimini uygulayan Arjantin başarısız olmasına rağmen, Asya Krizi sırasında dahi Hong Kong para kurulunu başarıyla devam ettirmiştir. Benzer şekilde serbest dalgalanan kur rejiminin döviz hücum oluğunda diğer rejimlerden farklı olarak rejimi değiştirmeden direnme opsiyonu verdiği argümanı Venezüella sonrasında geçerliliğini yitirmiştir.

Bleaney ve Francisco (2002) ise bir ülke için optimum kur rejiminin ülkenin kayıp fonksiyonunu minimize eden kur rejimi olacağını belirtmişlerdir. Ancak, her ülke için kayıp fonksiyonun tespit edilmesinde farklılıklar bulunduğu belirtilmiştir. Ülkeler, kayıp fonksiyonlarını tanımlarken, enflasyon ve reel döviz kurlarındaki dalgalanmayı engellemeyi ya da enflasyonu düşürmeyi amaçlayabilmektedirler.

Döviz kuru rejimlerine ilişkin değerlendirmelerin büyük çoğunluğu Latin Amerika’da Arjantin ve Brezilya’nın sabit kur rejimi uygulayarak (hiper) enflasyonu düşürmesindeki başarısından sonra popülaritesi artan sabit kur rejimlerinin, yaşanan krizlerden sonra yerinin serbest dalgalanan kur rejimine bıraktıkları görülmektedir.

Ancak unutulmaması gereken, yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin sebebini tek bir faktöre (kur rejimi) indirgemenin yanlış olacağıdır. Kriz yaşayan ülkelerde döviz kuru rejiminin yanı sıra birçok yapısal problemin de olduğu göz ardı edilmemelidir. Blejer (2002) bu nedenle Arjantin krizini, hem döviz hem bankacılık krizi olarak tanımlamıştır. Benzer şekilde McKinnon ve Schnabl (2002), Asya krizini değerlendirirken finans kesiminin yanlış risk algılamasının krizde etken olduğunu belirtmiştir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde dalgalanmadan korkma olgusunun etkin olduğu açıkça görülmektedir. Döviz kurlarındaki volalite ve reel kurların dengesizleşmesi problemi birçok ülkeyi rahatsız etmektedir. Özellikle ekonomisinde dış ticaret önemli rol oynamayan, kurların piyasa mekanizması içerisinde belirlenmesi konusunda yeterli deneyimi bulunmayan, piyasalarının büyüklüğüne nazaran daha büyük ve dalgalı sermaye hareketlerine maruz kalan ülkelerde, kurlardaki volalite ve reel kurlardaki dengesizleşme problemi, ülkeleri de facto yönetilen dalgalanma rejimine doğru sürüklemektedir. Calvo ve Reinhart (2000) bu olguyu ampirik olarak destekler sonuca ulaşmışlardır. Serbest dalgalanan kur rejiminin zorluğunu gören bazı ekonomistler ise yükselen piyasa ekonomileri için yeni kur rejimi-para politikası önerilerini sunmuşlardır. Goldstein (2002) bu bağlamda Managed Float Plus'ı önermiştir.

2.2. DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

Hükümetler ödemeler bilançosu dengesizliğini istemediklerinden, bazen kendileri bazen de karşı ülkelerin isteği üzerine bu dengesizliği gidermeye yönelik kararlar alabilirler. Ödemeler bilançosunu denkleştirmeye yönelik politikalar, otomatik denkleşme mekanizmalarının işlemesine izin verilmediği veya çok yavaş işlediği durumlarda uygulanır. Otomatik denkleşme mekanizmasına ilk olarak kur hareketleri değişir. Dış ödemelerde bir açık olduğunda döviz kuru yükselir. Ancak, sabit bir kur sistemi veya istikrarlı kur politikaları uygulanıyorsa dış açığı giderecek bir kur değişikliğine izin verilmez.

Kur değişimleri uygulamayınca hükümetler döviz piyasasına müdahale ile ulusal para şokunu değiştirirler. Fakat bazen hükümetler para arzının ödemeler bilançosu dengesizliğine bağlı olarak değişmesini istemediklerinde merkez bankası

işlemleriyle bu etkileri kısırlaştırırlar. Böylece serbest kur ve parasal denkleşme mekanizmaları engellenince Keynes'in gelir değişimleri mekanizması uygulanır. Bu da kısa dönemde dış dengeyi sağlayıcı sonuçlar vermez.

Böylece otomatik denkleşme mekanizmalarının işleyişi hükümet yetkilileri tarafından engellendikçe dış ödeme açıkları sürecektir. Bu da ülkenin sınırlı olan döviz rezervlerinin tükenmeye yüz tutması demektir. Böyle bir durumda hükümetler dış dengeyi sağlamaya yönelik önlemler almak zorunluluğu ile karşı karşıyadırlar.

2.2.1. Bir Araç Olarak Döviz Kuru Politikaları

2.2.1.1. Devalüasyon ve Dış Ticaret Dengesi

Devalüasyon, bir ulusal paranın değerinin düşürülmesidir. Ödemeler bilançosu denkleştirme aracı olarak kullanılan döviz kuru değişiklikleri hem sabit hem de esnek kur sisteminde kullanılabilir. Ancak hükümet kararları ile döviz kurlarının değiştirilmesi daha çok sabit kur sistemlerinde kullanılır. Esnek kur sistemlerinde döviz kurları arz ve talebe bağlı olarak değiştiğinden, değişimlerde daha çok paranın değerlenmesi ve değer kaybetmesi deyimleri kullanılır (Karluk, Rıdvan, İstanbul, 1998, s.323-327).

Devalüasyon ithal mallarını ulusal para cinsinden pahalandırarak ihracat mallarını yabancı para cinsinden ucuzlattığından ithal talebini kısıcı ihracat hacmini genişletici etkiler doğurmaktadır. Bunun sonucunda ülkenin ithalat giderleri azalmakta, ihracat gelirleri artmakta ve böylece ticaret bilançosu açığı giderilmiş olmaktadır. İşte bu fiyat değişiminin dış ticaret üzerindeki etkisinin ölçülmesi ayrı bir önem taşımaktadır. Bu amaca yönelik olarak devalüasyonun dış ticaret üzerine etkisini inceleyen bazı yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bunlar esneklik yaklaşımı ve parasalcı yaklaşımdır.

2.2.1.1.1. Esneklik Yaklaşımı

1940 ve 1950'li yıllarda ödemeler dengesinin sadece dış ticaret kalemi ele alınıyordu ve döviz kuru dışsal bir değişken, hükümet tarafından belirlenen sabit bir parametre olarak ele alınıyordu. Daha sonra Marshall geleneklerine göre esneklik yaklaşımı izlenmiştir. Buna göre, piyasada arz ve talep eğrilerine göre fiyat belirleniyordu. İlk modellerden farkı Keynes'in ulusal gelir analizini esneklik yaklaşımına sokmasıdır. Esneklik yaklaşımına ilk katkıları Bickerdike (1920), Marshall

(1923), Lerner (1944), Robinson (1947) ve Metzler (1949) yapmışlardır. Standart model ise, döviz kurundaki değişimin cari hesap üzerindeki etkisini incelemiştir. 1950’de devalüasyonun ulusal gelir ve istihdam üzerindeki etkisini inceleyen modellerden sonra, 1970 Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla döviz kurundaki değişime ticari malların fiyatı ve miktarı uyum sağlamış ve J eğrisi tanımlanmıştır (ISARD 1995, s. 91-95). J eğrisi kavramıyla ülke parasının devalüe edilmesiyle ülkenin cari hesap dengesinin başlangıçta kötüleşeceği, daha sonra iyileşeceği tespit edilmiştir. Bunun nedeni kısa dönemde ülke parası ile ithalat fiyatlarının ihrac fiyatlarından daha hızlı yükselmesidir. Bu yüzden dış ticaret hacmi sonradan uyum sağlamaktadır (Isard, 1995 : 95-96).

Esneklik yaklaşımı devalüasyonun döviz ve/veya yabancı malların arz ve talebinin esnekliğine bağlı olarak ticaret dengesini nasıl etkileyeceğini inceler. Talep ve arz esnek olduğunda arz ve talep miktarı fiyat değişkenliğinin nedeni olur. Esnek olmadığında ise fiyat değişiklikleri arz ve talep miktarına bağlanamaz (Husted ve Melvin,1990:144). Bu yaklaşıma göre, döviz kuru değişimleri bir ülke mallarının diğer ülke mallarına nispi fiyat oranını değiştirmektedir. Bu değişimler ise, miktar değişimlerini uyaran temel bir faktördür (Abuşoğlu,1990:72). Ülkenin ithalat ve ihracat hacmi reel döviz kuruna bağlı olarak değişmektedir.

Esneklik yaklaşımına göre, devalüasyon ulusal para olarak ülkedeki ithal mallarının fiyatını yükselterek, ithal mallarının yurtiçi talebini kısırarak döviz giderlerini azaltır. İhracat açısından ise ihrac malların fiyatını yabancı para cinsinden ucuzlatarak, yabancı tüketicilerin bu mallara talebini artırarak ihracatı geri kazandırır.

Devalüasyonun ithalatı kısıtlayıcı etkisi, ithal mallarının talep eğrisi negatif eğimli oluşu için kesindir. İhracat geliri kazandırıcı etkisi ise kesin değildir. Çünkü devalüasyon ihracatın hacmine genişleme etkisi ve ihrac mallarını döviz cinsinden ucuzlatma etkisi yaratır. Dolayısıyla, devalüasyonun ihracat gelirlerini net olarak artırıp artırmayacağı, bu iki etkinin karşılıklı ağırlıklarına bağlıdır. Eğer hacimdeki genişleme etkisi fiyattaki düşüş etkisinden daha büyük ise ihracat gelirleri artar, tersi durumda ise ihracat gelirleri net olarak düşer (Seyidoğlu,1998:417).

Görüldüğü gibi döviz kuru dış ticaretteki tıkanıklığı gidermede anahtar bir rol oynamaktadır. Sadece ülkenin ihrac mallarına olan talebini değil, aynı zamanda ihracat arzını artıracak bir araç olarak görülmektedir. Gerek arz ve gerekse talep üzerindeki reel

etki bunların fiyat esnekliği ölçüsünde ortaya çıkmaktadır. Ancak reel etkilerin devamlı olup olmayacağı açık değildir (ABUŞOĞLU 1990: 72-74).

2.2.1.1.2. Massetme Yaklaşımı (Toplam Harcama Yaklaşımı)

Esneklik yaklaşımı bazı eksiklikler içermektedir. Birincisi, ithalat talep fonksiyonu ve ihracat arz fonksiyonu nispi fiyatlardan ve reel gelir ve üretim kapasitesi gibi uygun değişkenlerden çok nominal mal fiyatları üzerinde durur. İkincisi, ticaret dengesizliğinin kapsamı yönünden varlıkla yapılan ödemeler analizde ele alınmamıştır. Üçüncüsü, ticaret dengesindeki değişim ülke içi üretim ve ülke içi toplam harcama(massetme) arasındaki farkın yaratacağı ulusal gelir hesabıyla benzer bir şekilde uygundur.

Esneklik yaklaşımını ilk ortaya atanlar onun zayıflıklarını sonradan fark etmişlerdir. 1950'lerin başında Robinson (1947), Harberger (1950), Meade(1951), Alexander (1952), ve diğerleri devalüasyonun ulusal gelir ve istihdam üzerindeki etkisini gösteren modeli oluşturmuşlardır. Analizin bu yeni şekline “massetme yaklaşımı” denilmektedir. Bu yaklaşım fiyat esnekliği üzerinde duran Marshall yaklaşımını da ele almaz. Daha çok ulusal gelir üzerinde duran esneklik yaklaşımı ile ilgilidir. Buna göre, ülke içindeki bir devalüasyon ülke içi nispi mal fiyatlarını düşürür ve talepte bir değişim ve böylece ülkenin çıktısında ve gelirde(tam istihdamda değilse) bir artış meydana getirir. Bu gelir değişimi geri dönerek ticaret akımını etkilediğinden devalüasyonun ticaret dengesini iyileştirmesi, esneklik yaklaşımı bu geri dönüş etkisini dikkate almadığı için massetme yaklaşımında daha azdır (Isard,1995:95).

Esneklik yaklaşımında bir ülkenin devalüasyonla ticaret dengesini iyileştirebileceği görülmektedir. Devalüasyon öncelikle ithalat ve ihracat fiyatlarını etkiler, ihracatla birlikte mal ve hizmetlerin üretimi ve geliri artarken ithalat düşer. Ancak bir ülke tam istihdamda olduğunda devalüasyonun etkisi nasıl olur sorusunun cevabını massetme yaklaşımı verebilir (Husted ve Melvin,1990:427).

Massetme yaklaşımı devalüasyonun dış ticaret üzerindeki etkisini milli gelir üzerinde yaptığı değişimlerle açıklamaktadır. Buna göre devalüasyon, yurtiçi gelir ve fiyatlar düzeyini ve bu yolla da denge durumunu etkiler.

Toplam harcamalar yönünden milli gelir dengesi ;

$Y=C+I+G+(X-M)$ olduğundan

$A=C+I+G$ ve net ihracat $B=X-M$ ise

$Y=A+X-M$

Toplam talebin toplam üretime eşitlenmesi şeklindeki milli gelir (Y) denge koşulu

$Y-A=X-M$ veya $B=Y-A$ olur.

Bu durumda dış ticaret dengesi açığının (B), milli gelir ile toplam yurtiçi harcamalar arasındaki farktan oluştuğu görülmektedir(Carbaugh,1992:374).

Massetme yaklaşımında toplam yurtiçi üretim (Y) toplam yurtiçi harcamaları (A) aşarsa ülkede ihracat yapılacağından dış ticaret dengesi fazla verir, tersi durumda ise $Y-A$ negatif olduğunda dış ticaret dengesi $(X-M)$ 'de negatif olur. Çünkü toplam yurtiçi üretimi aşan toplam yurtiçi harcamalar ithalat ile karşılanır(Husted ve Melvin 1990:428).

Massetme yaklaşımına göre, devalüasyonun dış ticaret dengesini nasıl etkileyeceği ekonominin eksik istihdamda ve tam istihdamda bulunmasına göre ele alınır. Ekonomi eksik istihdamda bulunduğu devalüasyon net ihracatı artıracığından (ihraç mallarına talep esnek ise) üretimi artırır. Ekonomi tam istihdamda olduğunda ise üretimi artırmak mümkün olmadığından devalüasyonun yabancıların yurtiçi mallarına talep artışı enflasyona neden olur. Bu yüzden tam istihdam durumunda devalüasyon dış ticaret dengesi açığını büyüttüğünden kullanılmaz (Husted ve Melvin,1990:428).

2.2.1.2. Revalüasyon ve Dış Ticaret Dengesi

Revalüasyon, hükümet kararları ile ulusal paranın dış değerinin yükseltilmesidir ve az değerlenmiş kur düzeyinin sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Az değerlenmiş döviz kurunun geçerli olduğu ülkeler, revalüasyon ile döviz kurunu denge döviz kurundan daha az değerlenmiş bir seviyede tutarlar. Sabit kur sisteminde kurun belirlenmesiyle, serbest kur sisteminde ise devletin döviz piyasasına rezervlerinin arttırmak amacıyla alıcı olarak girmesi veya yabancı ülkeler net sermaye akışına izin vermesiyle döviz kuru denge düzeyinin üstüne çıkar ve ödemeler bilançosu fazla verir. Bu durumda uluslararası baskılar ve ülke ekonomisi açısından sakıncaları

yüzünden revalüasyona başvurulur. Revalüasyon, ülke içi fiyatları pahalandırarak ihracatı azaltırken, yabancı fiyatları düşürerek ithalatı arttırır. Bunun sonucunda ödemeler bilançosu fazlasında bir azalma ya da ödemeler bilançosu açığında bir artış meydana gelir.

2.2.2. Bir Amaç Olarak Döviz Kuru Politikaları

2.2.2.1. Gerçekçi Döviz Kuru Politikaları

Gerçekçi kur politikası, döviz kurunun döviz piyasasında herhangi bir müdahale olmaksızın arz ve talebe göre belirlenmesidir. Ülkenin ekonomik ilişkide bulunduğu ülkelerle arasındaki enflasyon farkı hesaplanıp, belli bir zaman içerisinde kurlara yansıtılarak ulusal paranın değer kazanmasına ve kaybetmesine yol açmayacak kur politikasına, Gerçekçi Kur Politikası adı verilmektedir.

Gerçekçi kur politikasında dalgalanmaların şiddetinin azalması kur istikrarının sağlanması açısından olumlu bir gelişmedir. Gerçekçi bir denge kurunun, ülkeyi aşırı ticaret engelleri ve kontrollerine gerek kalmadan dengelediği kabul edilmektedir.

Gerçekçi kur politikasının iki temel işlevi vardır; iç ve dış koşullar arasında uyum sağlaması ile döviz üreten sektörlerle döviz tüketen sektörlerle eşit davranılmasıdır. Gerçekçi kur politikası sağlıklı, yansız ve milli paraya istikrar kazandıran bir döviz kuru politikasıdır.

2.2.2.2. Eksik Değerlenmiş Döviz Kuru Politikaları

Eksik değerlenmiş kur politikasında ülkenin döviz kurları, kasti veya tesadüfi olarak serbest piyasa düzeyinin altında tutulmakta, yani döviz kurlarının olması gereken değerinin altında oluşması sağlanmaktadır. Eksik değerlendirme, sabit ve esnek kur sistemlerinde uygulanmasına rağmen, esnek kurlarda eksik değerlendirilmiş kur, Satın Alma Gücü Paritesinden sapma anlamına gelmektedir.

Eksik değerlendirilmiş kur politikası, ulusal paranın reel satın alma gücünü arttırıp, söz konusu ülke için yabancı ülkelerin mal ve hizmetlerini ucuzlatıcı etki doğurmaktadır. Bu durumda ihraç malları göreceli olarak pahalı hale geleceğinden ekonominin dış rekabet gücü azalacaktır. Bu kur politikasını uygulayan ülkelerde, ihracata dönük yeni sanayi kurulması olanaksız hale gelmektedir. Ülke sanayisi iç maliyet artışlarını, malın fiyatına yansıtamadığından, yüksek maliyetle ürettiği malı

dışarıya ucuza satıp zarara girmek istemeyecektir. Ayrıca eksik değ erlenmiş kur politikası yabancı ülkelerin mallarını ucuz hale getirdiğ inden ithalatı özendirici niteliktedir. Diğer yandan, değ er üzerinden hesaplanan gümrük vergisi ve katma değ er vergisi gibi vergiler kurun düş üklüğü nedeniyle azalacak, bu da ithalatın çekiciliğini daha da artıracaktır.

Eksik değ erlenmiş kur politikası ihracatı engellediğ i ve ithalatı arttırdığ ı için döviz arzının azalmasına, döviz talebinin ise artmasına yol açacaktır. Bu durumda ithalatın finansmanı ancak mevcut döviz rezervleri ve dış borçlanma yoluyla bir noktaya kadar devam edecek, bu noktadan sonra ithalatın finansmanı sorunu kaçınılmaz hale gelecektir (Husted ve Melvin 1990: 429).

2.2.2.3. Aş ırı Değ erlenmiş Döviz Kuru Politikaları

Bu kur politikası, döviz kurlarının enflasyon oranları farkından fazla artması, diğ er bir ifadeyle döviz kuru değ erlerinin olması gereken gerç ek değ erlerinden daha yüksek belirlenmesine denilmektedir. Aş ırı değ erlenmiş kur politikası, dış ticaret üzerinde, eksik değ erlenmiş kur politikasının tersi etkilerine sahiptir. Ülke ulusal parasının aş ırı değ erlenmiş olduğ u bir kur politikası uygulamasında çeş itli nedenler (döviz kurları düşük tutularak sanayiye ucuz yabancı girdi sağ laması, ihraç mallarının yüksek yabancı fiyatlardan satılarak ticaret hadlerinin ülke lehine geliştirilmesi, dışarıdan ülkeye kısa süreli yabancı sermaye fonlarının çekilebilmesi gibi) etkili olabilmektedir.

Uzun süre ve belirgin bir şekilde aş ırı değ erlenmiş döviz kuru politikası izlenen bir ekonomide, dış ticaret dengesi fazlalık vermekte ve döviz rezervleri olumlu yönde geliş mektedir. Bu kur politikası ile ihracatçı ve döviz kazandıran sektörler ekonominin en hızlı geliş en sektörleri olurlar. Bu kur politikasının uzun süreceğ i güvencesi ve inancı doğ arsa, dış gelirlerde ve ödemeler dengesinde önemli sonuçlar doğ urması güçlü bir olasılıktır.

2.3. DÖVİZ KURU POLİTİKALARI VE DÖVİZ KURU GEÇ İŞ ETKİSİ

Dış a açık bir ekonomide yurtiçi fiyat düzeyi, dış ticarete konu olan mal ve hizmetlerin aracılığı ile uluslararası fiyatlardan ve döviz kuru değ iş imlerinden etkilenmektedir. Döviz kurlarındaki artış ithal malların yerli para cinsinden fiyatlarını

yükseltmekte ve öncelikle ithalat fiyatlarını daha sonra da ithal girdi kullanılarak üretilen tüm malların yurtiçi fiyatlarını etkilemektedir. Döviz kurundaki artışın özellikle kronik enflasyon görülen ekonomilerde daha yüksek enflasyon beklentisine yol açtığı ve yerli paraya güveni azaltarak dövize olan talebi artırdığı bilinmektedir. Döviz talebine meydana gelen artış döviz kurunun yeniden yükselmesine neden olabilmektedir. Yüksek enflasyonun kronikleştiği ülkelerde tasarrufların büyük kısmı döviz olarak tutulmakta ve döviz cinsinden finansal varlıklar yaygın hale gelmektedir. Bu durum döviz kurunun fiyatlara olan etkisini arttırdığı gibi ekonomiyi de, döviz kurunda meydana gelebilecek değişikliklere oldukça kırılgan hale getirmektedir. Diğer taraftan, döviz talebinde meydana gelen artış devalüasyon-enflasyon sarmalının oluşmasına neden olabilmektedir (TCMB, 2002).

Açık ekonomilerde döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişki son dönemlerde iktisatçıların en fazla ilgilendiği konulardan birisi olmuştur. Kur ve enflasyon serileri arasındaki karşılıklı ilişkiyi inceleyen araştırmacılardan Rana-Dowling (1985), 9 Asya ülkesini kapsayan çalışmada serbest kur politikasının enflasyon üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını belirlediler. Kholdy-Sohrabian (1990), ABD'nin dış ticaretinde önemli yer tutan Almanya, Kanada ve Japonya'yı kapsayan ekonometrik çalışmada uyguladıkları Granger nedensellik analizinde Kanada hariç diğer ülkeler için fiyatlar genel seviyesi ile döviz kuru arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulmuştur.

Türkiye'nin son 20 yılı aşkın döneminde enflasyon ve döviz kurlarında yaşanan sürekli artışlar, bu iki değişken arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik çalışmaları arttırmıştır. Rittenberg (1993) 1980 sonrası Türk ekonomisini konu alan çalışmasında kur ve enflasyon arasında tek yönlü (enflasyondan kura doğru) bir nedenselliğin olduğunu bu nedenle 1980 sonrası liberalizasyon döneminde esnek kur politikasıyla uygulanan devalüasyonun enflasyonun artmasında bir neden olmadığını ileri sürmüştür.

Merkez Bankasının Para Politikası Raporunda (Temmuz 2008) yer alan çalışmada, döviz kurundan enflasyona geçiş etkisinin zaman içindeki seyrini izlemek için iki farklı analiz tekniği kullanılmıştır. Çalışmada 1995-2002 dönemi aylık verileri kullanılarak yıllık TÜFE enflasyonu-yıllık döviz kuru değişimlerinden elde edilen

enflasyona geçiş katsayısı dalgalı döviz kuru öncesi 0.35-0.40 bandında bulunurken dalgalı döviz kuru sonrasında 0.30 ve altına düşmüştür.

Kapsamlı bir ekonomik programın oluşturulmasında sabit döviz kuru rejiminin mi ya da esnek döviz kuru rejiminin mi kabul edileceği konusunda karar alıcılar sık sık zor bir tercihle karşı karşıya kalmaktadır. Bir para politikası göstergesi olarak döviz kuru marjları içindeki kısa dönem esnekliğin kullanılabilirliğinden ve orta vadeli bir sabit kur ayarlamalarının kaçınılmazlığından dolayı. Geçmişteki ülke deneyimleri sabit döviz kuru rejimi ile esnek döviz kuru rejimi arasındaki ayrımın güçleştiiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca ülkelerarası karşılaştırmalara ilişkin ampirik çalışmalar, döviz kuru rejiminin makroekonomik performans, özellikle enflasyon üzerindeki etkileri konusunda ilginç sonuçlar ortaya koymaktadır. Uygulamada istikrarlı bir döviz kuru rejimi, genelde döviz kuru rejiminin özel bir biçimi olmaktan daha çok diğer politika tercihlerinin yan ürünü olarak ortaya çıkmaktadır.

1980’lerde yaşanan borç krizinden çıkarılacak ders şudur; gerçekçi olmayan döviz kurları kısa dönemde bile ciddi ekonomik sonuçlarına katlanılmaksızın sürdürülemez. Gerek borç krizinden önce gerekse borç krizinin ilk aşamalarında pek çok ülkede resmi döviz kurları, piyasa düzeyi dikkate alınmaksızın sabitlenmiş; yapısal uyum programları kademeli olarak uygulanırken döviz işlemleri üzerindeki kontrollerin döviz kurlarına destek olacağı ve enflasyonu istikrara kavuşturmaya yardım edeceği varsayılmıştır. Ancak kontroller istenen sonucu vermemiş ve bu durum bir taraftan paralel döviz piyasalarının doğmasına neden olurken, diğer taraftan da döviz kurunun değerklenmesine yol açmıştır. Döviz kurunun değerklenmesi ise ulusal paradan kaçışa ve vergi sistemlerinin çökmesine zemin hazırlamıştır. Bunun yanında birçok ülke kendini kısırlık döngüsü içine bulmuştur. Vergi tahsilatındaki kötüleşme ve dolayısıyla maliye politikası, daha büyük makroekonomik dengesizlik ile sonuçlanmıştır. Vadesi gelen yükümlölüklerin yerine getirilmesi için gerekli dövizin yetersiz olması, dış ödemelerin gecikmesine ülke kredibilitesinin kaybolmasına, ödemeler bilançosunun kötüleşmesine ve gerçekçi olmayan döviz kurunun ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Öte yandan geniş kapsamlı devalüasyonlara yol açan ertelenmiş kur ayarlamalarının etkin olmadığı görölmeye başlanmıştır. Birçok gözlemci, ya sabit döviz

kuru rejimi içine ya da sürekli dalgalanma yoluyla döviz kurlarının sık sık ama küçük oranlı artışlar yoluyla ayarlanması gerektiği düşüncesindedir.

2.3.1. Sabit Kur Rejiminde Döviz Kuru Geçiş Etkisi

Sabit döviz kuru ile dalgalı döviz kuru arasındaki en önemli farkın sabit döviz kurunun beklenen etkisi oluşu sık sık ileri sürülmektedir. Hükümetler sabit döviz kuru rejimini benimsemekle iki taahhütte bulunmaktadır. Birincisi emisyon ve kamu finansmanı arasındaki bağlantıyı sona erdirecek finansal politikalar, diğeri ise sabit döviz kurudur. Merkez bankasının para politikasından, hükümetlerin de döviz kuru politikasından sorumlu olduğu ülkelerde söz konusu taahhütler iki bağımsız resmi organ tarafından gerçekleştirilmektedir. Eğer söz konusu ayırım politika tutarlılığını sağlayıcı faktör olarak görülürse, bu durum kredibilitiyi artırabilir. Bununla birlikte özellikle gelişmekte olan çok sayıdaki ülkede merkez bankaları bağımsızlıktan yoksundur. Ayrıca, mali açıklar az yada çok otomatik olarak monetize edilmektedir. Göstermelik de olsa bağımsız parasal otoritelere sahip olan ülkelerde bile performans hedefleri ya önceden tasarlanmış sözleşmelerle veya hükümetle yakın koordinasyon halinde hazırlanmaktadır. Dolayısıyla, kredibilitenin gerçekte bir para politikası taahhüdü yanında döviz kuru taahhüdü tarafından artırılıp artırılmayacağı değerlendirilirken, kurumsal yapının dikkate alınması gerekmektedir.

Alternatif olarak, sabit döviz kurunu sürdürmek için döviz piyasalarına yapılacak müdahalenin dozu kısa dönemde para politikasının bir göstergesi olarak öngörülebilir. Ancak bu yaklaşımın birçok dezavantajı vardır. Birincisi, uluslararası rezervlerdeki hareketlenmeler, yalnızca aşırı talebin bir işareti olarak yorumlanamaz. Bu hareketlenmeler, yalnızca piyasa baskılarını değil; aynı zamanda döviz varlığındaki düzenli yada yarı düzenli dalgalanmaları da yansıtabilir. Bu tip dalgalanmaları ortadan kaldırmak için parasal otoriteler döviz akışındaki sezonluk ve diğer durumlar konusundaki piyasa durumunu değerlendirebilmeye gereksinim duyacaklardır. İkincisi, sadece piyasa aktörlerinin kamu otoritelerinin yaptığı müdahalenin geçici olduğunu bilmedikleri ölçüde piyasa, müdahaleyi etkin olarak algılayabilir. Kamu otoriteleri, yaptıkları müdahale konusunda piyasanın ne gibi reaksiyon gösterdiğini anlamaya gereksinin duyacaklardır. Çünkü, müdahale piyasanın doğrudan reaksiyonu olarak değil, piyasaya karşı otoritelerin, piyasanın da otoritelere karşı bir reaksiyonu

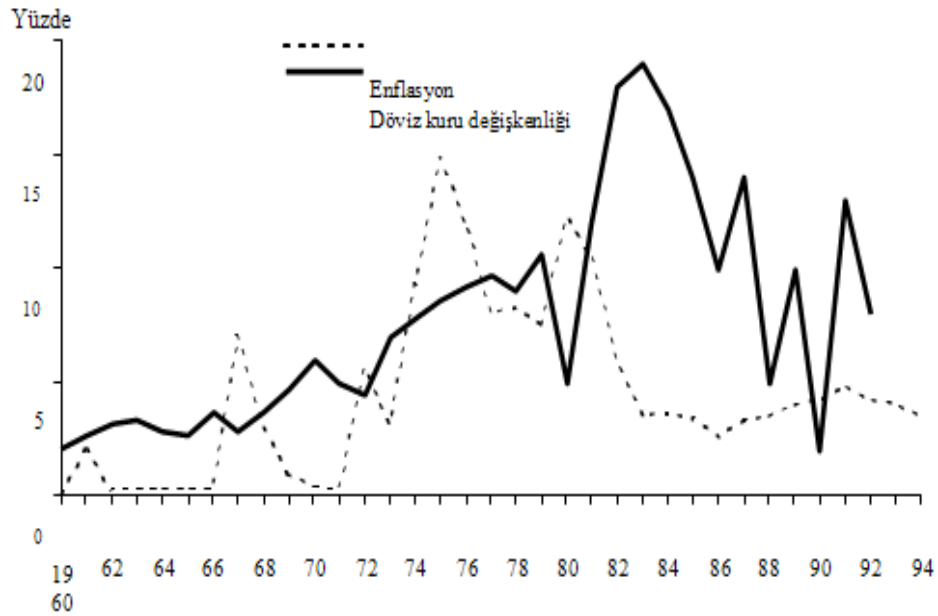
şeklinde. Üçüncüsü, çoğu gelişmekte olan ülkede uluslararası rezervler genelde resmi işlemlerde kullanılmaktadırlar. Eğer bu işlemler, piyasaya değil de kamu kesimine yönelirse, kamu otoriteleri için müdahaleyi aşırı döviz talebinin bir göstergesi olarak kullanmak güç olacaktır.

2.3.2. Dalgalı Kur Rejiminde Döviz Kuru Geçiş Etkisi

Sabit ve dalgalı döviz kuru rejimlerinin enflasyon performansı üzerinde meydana getirdiği etkilerin ölçülmesi ve karşılaştırılması daha da güçtür. Aşağıda özetlenen değişik çalışma ve yaklaşımlar, sabit ve esnek döviz kuru rejimlerinin enflasyona etkisi konusunda kesin sonuçlar ortaya koymamaktadır.

Şekil 2.2’de görüldüğü gibi, sanayileşmiş ülkelerde döviz kurları değişkenliğini genelde yüksek enflasyon izlemiştir. Örneğin, sanayileşmiş ülkelerde döviz kurlarının ortalama değişkenliği, İngiliz Sterlininin devalüe edilmesi ve 1967’deki döviz kuru ayarlamaları sonucu hızla yükselmiştir. Bununla beraber, ortalama enflasyon, söz konusu tarihten önce de yükselmekteydi. 1960’ların başında %2 dolaylarında olan ortalama enflasyon oranı, 1960’ların ortalarına kadar %3 e çıkmıştır. Ancak, enflasyon 1970 yılına kadar yükselmeye devam ederken, sürpriz bir şekilde döviz kuru değişkenliği düşmüştür. Benzer bir şekilde, bir gecikmeden sonra 1975-1976’ da enflasyondaki düşme, döviz kuru değişkenliğindeki azalmadan kaynaklanmıştır. Buna karşın, 1978’den 1980’lere kadar yükselen enflasyon, 1979’dan 1982’ye kadar ki dönemde hızlı döviz kuru ayarlamalarından kaynaklanmıştır. Genel olarak, 1980’ler boyunca yıllık bazda ölçülen döviz kuru değişkenliği sanayileşmiş ülkelerde hızlı bir şekilde düşmüş ve 1991’de de 1972’deki seviyesine inmiştir. 1986-1990 döneminde yavaş yavaş yükselen enflasyonun döviz kuru değişkenliğine neden olduğu görülmektedir. Ancak bu durum, 1992-1993 dönemine kadar sürmemiştir.

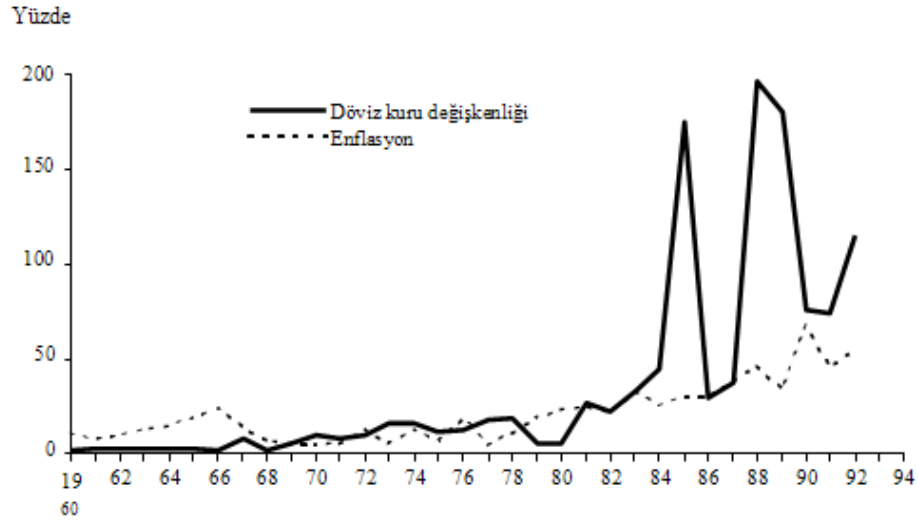
Şekil 2.2 Sanayileşmiş Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ile Enflasyon Arasındaki İlişki Grafiği



Kaynak: IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook

Gelişmekte olan ülkelerde durum daha da basittir (bkz Şekil 2.3) sabit döviz kuru rejimlerinin yaygın uygulama alanı bulması ve ertelenmiş döviz kuru ayarlamaları nedeniyle 1960'lar ile 1980'lerin başlarındaki dönemlerin büyük bir kısmında döviz kuru değişkenliği enflasyondan daha düşüktü. Enflasyon yavaş yavaş yükseliş trendi sürdürmesine karşın, döviz kuru değişkenliği 1984'ten bu tarafa hızlı bir yükseliş trendi sergilemiştir. Bu yüzden 1980'lerin büyük ölçekli döviz kuru ayarlamalarına karşı enflasyonun pek fazla duyarlı olduğu görülmemektedir. Bunun nedenleri, muhtemelen piyasa kaynaklı devalüasyonların ve çok sayıda gelişmekte olan ülkede döviz kuru rejimi değişikliklerinin ortaya koyduğu, dışa yansımayan eşitsizliklerde bulunabilir.

Şekil 2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ile Enflasyon Arasındaki İlişki Grafiği



Kaynak: IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook

Genel olarak seriler, her iki ülke grubu için döviz kuru değişkenliğinin enflasyonu gecikmeli olarak takip ettiğini göstermekte ve döviz kuru rejimlerinin enflasyona neden olmadığını ima etmektedir.

Corden (1993) tarafından yapılan, Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Döviz Kuru Politikaları isimli bir çalışma, döviz kuru rejimi değişikliğinin yaşandığı iki dönem arasında 10 ülkede enflasyon oranlarını incelemiştir. Üç ülkede, ikinci dönemde ortalama enflasyonun belirgin bir biçimde daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum, dalgalı döviz kuru rejimine geçişle birlikte ortaya çıkan disiplinsizliği ortaya koymaktadır. Ayrıca söz konusu çalışma, esnek döviz kuru rejimine geçişle birlikte, ülkelerin çoğunun dış ticaret üzerindeki kısıtlamaları hafifletme eğiliminde olduğuna dikkat çekmektedir. Liberalleşme, ithalatın absorp edilmesi için ekstra bir fırsat sunmuş ve enflasyon performansının artmasına yardım etmiş olabilir.

Çok sayıda ülkenin ödemeler bilançosu problemlerini çözünceye kadar dalgalı döviz kuru rejimini sürdürdüğü görülmektedir. Bu ülkeler sonra da dalgalı döviz kurunda tam sabit döviz kuruna geçmişlerdir. Ancak, bu geçiş, uluslararası rezervlerin kabul edilebilir seviyeye ulaşmasından sonra gerçekleşmiştir.

Guyana, Nijerya, Filipinler, Güney Afrika, Uruguay, Venezüella ve Zaire gibi ülkeler, dalgalı döviz kuru rejimini uygulamaya koyarlarken rekabet güçlerini artırmak için döviz kurlarının reel efektif düşüş sürecini sürdürmüşlerdir (Quirk, 1994). Bunun istisnaları, Brezilya, Peru, El Salvador ve Guatemala ve Paraguay'dır. Brezilya ve Peru'da enflasyon hızla yükselmekteydi. El Salvador ve Guatemala'da serbest dalgalanma sonrasındaki bir yada iki yıl içinde döviz kurlarındaki küçük değerlenmeler ekonomik politikaların gücünü yansıtmaktadır. Komşu ülkelerin para birimlerinin büyük ölçüde değer yitirmesi sonucu Paraguay'da reel efektif kur değer kazanmıştır. Bolivya'nın dalgalı döviz kuru uygulamasına geçmesi, rekabetteki kötüleşmeyi tersine çevirmiştir. Büyüme performansı sürpriz bir gelişme göstermiş ve döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması sonrasında 11 ülkenin 6'sında GSYİH daha hızlı artmıştır. Sonuçlar enflasyon için de aynıdır. Döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması sonrasında enflasyon, ülkelerin yarısında düşmüş; buna karşın yalnızca Nijerya'da hızlanmıştır.

Döviz kuru rejimlerinin performansını tam olarak değerlendirmeyi zorlaştıran bir neden, ülkelerin istikrar programlarını uygulamaları esnasında sık sık bir döviz kuru rejiminden diğer döviz kuru rejimine geçiş yapmalarıdır. Çapa politikalarına sahip olan ülkeler olarak tanımlanan Arjantin, Mısır, Honduras, Meksika ve Trinidad ve Tobago gibi çok sayıdaki gelişmekte olan ülke, önce dalgalı kur rejimini kabul etmişlerdir. Döviz kuru sabitlemesinin benimsenmesi, para birimlerinin değerini yükseltmeleri için aşırı baskı altında bulunan ülkeler için gerçekte daha düşük değil daha yüksek enflasyon anlamına gelmektedir. Örneğin, borçların yeniden yapılandırıldığı ve Körfez Savaşı sonrasında alınan dış yardım sayesinde aşırı sermaye girişinin yaşandığı Mısır, döviz kurunun yükselmesini engellemiştir. Bu ülkenin uyguladığı sıkı para politikası faiz oranlarını yükseltmiş ve girişlerinin sürmesinden dolayı enflasyon yükselmeye devam etmiştir. Mısır başlangıçta dalgalı döviz kuru uygulamasına geçmiş ve 1991'de de döviz kurunu birleştirmiş; piyasa kaynaklı döviz kuru ayarlamasına geçmiş ve bunu sonraki dönemlerde döviz kurlarında istikrar takip etmiştir.

Uyguladığı döviz kuru politikaları, döviz kuru rejiminin değerlendirilmesini güçleştiren bir diğer ülke de Meksika'dır. Hızlı döviz kuru ayarlamaları sonrasında bu ülkenin para birimi Pesonun değerinin düşmesi, 1980'lerin sonlarına aşağı yukarı sabit bir oranda istikrara kavuşmuştur. Bu dönemde döviz kuru hareketlerinin

öngörülebilirliği bazılarınca enflasyon için tavan olarak görülmüştür. Bununla beraber, sabit sürünen kur, dalgalı kur kadar optimale yaratmaksızın döviz kurlarını hızla denge düzeyine götürecektir.

Kapsamlı bir ekonomik program bağlamında dalgalı döviz kuru seçimi, karar alıcılara bir talep yönetim programının içi tutarsızlıklarını uzlaştırma olanağı sağlayacaktır. Ancak bu perspektiften bakıldığında dalgalı döviz kurunun uygulanması, peşinen başarısızlığın göstergesi olarak kabul edilebilir. Bu durum, programın planlanan enflasyon düzeyindeki aşırı talebi bertaraf etmede yeteri kadar sıkı olmadığını ifade etmektedir. Alternatif olarak dalgalı bir döviz kurunun benimsenmesi, hızlı yapısal ve kurumsal eğişim döneminde, diğer göstergelerin değerlendirilmesinin çok zor olduğunun bir işareti şeklinde de yorumlanabilir. Sabit döviz kurunun benimsenmesi de para ve kredi büyüklüklerine yönelik program hedefleri hususundaki belirsizliğe bağlı olduğunun ve dolayısıyla diğer nominal çapa ihtiyacının işareti olarak görülebilir.

İstikrarlı bir döviz kuru hem sabit, hem de esnek döviz kuru rejiminin ortak amacıdır. Bununla beraber, tam sabit döviz kuru rejiminin uygulanması ile kısa dönem arz-talep baskılarını sezinleme yeteneğı kaybedilebilir. Fiyatların hızla değıştiğı ya da finansal piyasaların sığ olduğu durumlarda olduğu gibi eğer reel faiz oranlarını değerlendirmek zor ise, bu durum para politikasının işlemlerini karmaşık hale getirebilir. Sorunu tamamen çözmemesine karşın, sabit döviz kuruna yakın döviz kuru marjlarının kabul edilmesi faydalı olabilir. Döviz kurunun marja eşit ya da yakın olması, ki bu durum daha sıklıkla ar marjlarda olmaktadır, yoğun olarak döviz kuru piyasasına müdahale ile sonuçlanmakta ve döviz kurları ile faiz oranlarında gelecek işaretleri karıştırmaya meyilli olmaktadır.

Sanayileşmiş ülkeler (örneğin, Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması (ERM)), kısa dönemde esnekliğı sağlamak için marjlar kullanabilir. Sabit döviz kurunu benimseyen gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmı, marj uygulamasına başvurmamakta ve dolayısıyla döviz piyasalarında kısa dönemli değışmeler yoluyla parasal koşulların değerlendirilebilmesi olanağından mahrum kalmaktadırlar. Henüz istikrarın başlangıç aşamasında yer alan çok sayıdaki ülke için dalgalı döviz kuru kaçınılmaz olabilir. Bununla beraber, marjlar içinde enflasyon kontrol altına alınsa bile,

piyasa tarafından belirlenen döviz kurunun sürekli uygulanması büyük değer ifade edebilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU GEÇİŞ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ

3.1. TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI İÇİNDE DÖVİZ KURU KANALI

3.1.1. Türkiye’ de Parasal Aktarım Mekanizması

Türkiye’de kronik enflasyonla mücadelede alternatif politikaların etkinliğini VAR yöntemi ile araştıran Köse ve Saraçoğlu (1999), enflasyon üzerinde, para arzı ve döviz kurunun doğrudan, faiz oranlarının ise dolaylı olarak etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Köse ve Saraçoğlu (1999), öngörü üzerinde en etkili değişkenin döviz kuru, ikinci derece etkili değişkenin ise para arzı olduğu sonucuna ulaşmışlar, para politikası yapıcılarının her iki değişkeni de politika aracı olarak kullanabileceklerini iddia etmişlerdir.

Gündüz (2000), Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde banka kredi kanalının rolünü test etmiştir. Parasal daralma sonucu, toplam banka kredileri ve bankaların menkul kıymet miktarlarında önemli düşüşleri, Türkiye’de kredi kanalının işleyişine yeterli kanıt olarak kabul eden Gündüz (2000), faiz oranı ve döviz kuru kanallarının da çalıştığına ilişkin ampirik sonuçlara ulaşmıştır. Benzer bir çalışma da Şenkesen (2001), faiz oranlarının sanayi üretimi üzerindeki etkisinin oldukça fazla olduğunu, banka kredi ve mevduatlarının ise sanayi üretimini açıklamada etkisiz kaldığını iddia etmektedir.

VAR yöntemi ile 1986-2001 dönemine ait aylık verileri kullanarak Türkiye’de aktarım mekanizması kanallarının işleyişini test eden Öztürkler (2002) ise, faiz oranlarındaki artışın enflasyonda da artışa neden olduğu sonucuna ulaşmış, bu fiyat paradoksunu maliyet etkisi ile açıklamıştır. Ayrıca Öztürkler (2002)’e göre, genişletici para politikaları ulusal paranın değer kaybetmesine değil, değer kazanmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye’de faiz oranı ve döviz kuru kanalları ters yönlü çalışmaktadır.

Sezer (2003), Türkiye’de faiz oranı ve döviz kuru kanallarının çalıştığına ilişkin ampirik sonuçlar bulmuştur. Sezer (2003)’in ulaştığı sonuçlara göre, faiz oranı ve döviz kuruna verilen şoklara sanayi üretim endeksi güçlü tepki vermekte; Türkiye’de hisse senedi piyasasının yeterince gelişmemiş olması, hisse senedi kanalının çalışmasını engellemektedir. Ayrıca, çalışmada para arzına verilen şoklara krediler tepki

vermemekte, sanayi üretimi de kredilerden yeterince etkilenmemektedir. Dolayısıyla Sezer (2003), Türkiye’de kredi kanalının işleyişine ilişkin yeterli kanıt bulamamıştır.

Peker (2004), VAR modelinde Cochrane yöntemini kullanarak Türkiye ekonomisinde parasal şokların reel etkilerini test etmiştir. Çalışma sonucunda, hem öngörülen hem de öngörülmeyen parasal şokların reel etkisi ortaya çıkmıştır. Peker (2004)’e göre, Türkiye ekonomisinde her iki durumda da para politikasının reel etkilerinin oluşması, Rasyonel Beklentiler Hipotezine aykırı düşmektedir.

Çiçek (2005), VAR metodolojisi ile 1995-2003 dönemi verilerini kullanarak Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasını incelediği çalışmasında, parasal sıkı para politikası kullanımından sonra reel üretimin hızla düşerek, 2 çeyrek dönem sonunda en düşük seviyesine ulaştığını, fiyatların ise ancak 1 yıl sonra düşmeye başladığını bulmuştur. Çiçek (2005)’in model sonuçlarına göre, Türkiye’de para politikasının reel aktiviteye etkisinde, geleneksel faiz oranı kanalı en etkin kanaldır. Banka kredi kanalı ise reel sektörün finansmanında etkin değildir. Çiçek (2005) ayrıca, Türkiye’de banka kredi kanalı, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalının , para politikasının reel aktiviteye etkinliğini azalttığı, fiyatlar üzerindeki etkinliğini ise artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Şahinbeyoğlu (2001) ve Us (2004), küçük yapısal modeller oluşturarak Türkiye’de parasal aktarım sürecini test etmişlerdir. Şahinbeyoğlu (2001)’na göre, yüksek enflasyonla yaşayan Türkiye’de, ücretler ve fiyatlar çok hızlı uyarlanmakta, enflasyon bekleyişleri, fiyatlama davranışında oldukça etkili olmaktadır. Kamu borçlarının yüksek olması ve daha çok iç borçlanmayla finanse edilmesi, reel faiz oranlarını yüksek seviyelerde kalmasına sebep olmuştur. Yüksek faiz oranları ise, yüksek enflasyon oranının hem sebebi hem de sonucudur. Para ve maliye politika yapımcılarının koordinasyon problemleri, döviz kuru risk primini ve borçlanma maliyetini artırarak kamu borçlanmasını olumsuz yöne etkiler ve parasal aktarım mekanizmasını zayıflatır. Us (2004) ise, farklı senaryolar altına Taylor Kuralının ve parasal durum endeksinin politika enstrümanı olarak kullanıldığı durumları analiz etmiştir. Çalışma sonucuna göre, parasal durum endeksinin politika enstrümanı olarak kullanıldığı durumlarda, ekonomik değişkenlerde daha az oynaklık görülmüş ve ekonomi daha hızlı istikrara kavuşmuştur.

Çavuşoğlu (2002), parasal aktarım mekanizmasının işleyişini 1985–2001 dönemi için üçer aylık veriler kullanarak, eşbütünleşme analizi ile araştırmıştır. Çavuşoğlu (2002)’na göre, Türkiye ekonomisinde yüksek bütçe açıklarının ticari bankalarca karşılanması ve Merkez Bankasının kamu kesimi iç borçlanma maliyetini düşük tutma amacı ile parasal genişlemeye yönelmesi, bankaların aktiflerindeki devlet iç borçlanma senedi stoklarının ve kredi arzının artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinde, banka rezervlerini etkileyebilecek düzeyde etkin daraltıcı para politikası uygulaması söz konusu değildir ve banka kredisi kanalının etkin çalıştığına yönelik bir kanıt bulamamıştır.

Parasalcı ve Yeni-Keynesyen parasal aktarım mekanizmalarını karşılaştıran Seyrek, Duman ve Sarıkaya (2004) ise, Türkiye’de para arzının dışsal olduğu, para arzının kredi hacmi ve diğer değişkenleri çok güçlü olmasa da açıklayabildiği, dolayısıyla Türkiye’de parasalcı aktarım mekanizmasının işlediği sonucuna ulaşmışlardır.

3.1.2. Parasal Aktarım Mekanizması İçinde Döviz Kuru Kanalının İşleyişi

Esnek döviz kuru rejimleri ve küreselleşme ile birlikte parasal aktarımın döviz kuru kanalı yoluyla ihracat ve üretim seviyesine etkisi önem kazanmıştır. Öyle ki, bir ülkenin dışa açıklık derecesi ne kadar yüksekse o ülkede döviz kuru kanalı o kadar etkindir (Mishkin, 2001). Ayrıca birçok gelişmekte olan ülkede bono, hisse senedi ve gayrimenkul piyasaları tam olarak gelişmediği için, döviz kuru, para politikalarından etkilenen en önemli varlık fiyatı olarak karşımıza çıkar.

Robert Mundell, sermayenin uluslararası hareketinin kısa dönem faizleri ve döviz kurları arasındaki basit ilişkiden kaynaklandığını göstermiştir. Nominal kısa dönem faiz oranlarının nominal döviz kuruna etkisini anlatan ve “faiz oranı paritesi” olarak adlandırılan bu ilişkide, iki ülkenin faiz oranları farkı, döviz kurlarında beklenen değişme oranına eşittir. Eğer iki ülke arasında bu ilişki kurulmamışsa, sermaye iki ülke arasındaki getiri eşitlenene kadar, yüksek getirili ülkede kalacaktır.

Döviz kurlarındaki değişimin ekonomiye etkileri incelenirken, reel döviz kurları ile nominal döviz kurları ayrımı önemlidir. Ücret ve fiyatlardaki yavaş uyarılma sebebiyle nominal döviz kurlarındaki artış, kısa vadede reel döviz kurlarında artışa

sebeptir. Uzun vade de ise fiyatlar ve nominal döviz kurları ayarlanacağından, reel döviz kurları denge düzeyine erişir (Taylor, 1995).

Taylor (1995)'e göre reel döviz kurundaki değişimin reel ihracat ve ithalatı etkilediği yönünde güçlü ampirik bulgular vardır. Özellikle, reel döviz kuru ile reel net ihracat arasında istatistiksel olarak anlamlı ters yönü bir ilişki vardır. Mal fiyatları ve ücretlerdeki geçici katılık varsayımı altında, kısa dönem faiz oranlarındaki düşme, reel döviz kurunu kısa dönemde düşürecektir.

Döviz kuru kanalı hem toplam talebi, hem de toplam arzı etkileyerek çalışır. Parasal genişleme ile yerli reel faiz oranları düştüğünde o ülkede yatırım yapmak, yatırımcılar için cazibesini kaybeder, sermaye çıkışı görülür. Ulusal paranın değeri düşmeye başlar, yurtdışında üretilen malların eğeri yabancı mallardan daha ucuz hale gelir. Net ihracat ve toplam talep artar. Bu durum, ithal mallarının fiyatlarının ulusal para cinsinden artması ve enflasyonun doğrudan yükselmesine de sebep olur. Ayrıca ithal ara mallarının fiyatlarının yükselmesi, toplam arzın azalmasına ve bu yolla fiyatlardaki artışa sebep olur (Loayza ve Hebbel, 2002).

Döviz kuru değişimleri hanhalklarının ve firmaların bilançolarını da etkiler. Birçok ülkede hanhalkları ve firmalar doğrudan dışarıdan, ya da yerli bankalar yoluyla ülke içinden yabancı para cinsinden borç taşırlar. Bu borçların yabancı para cinsinden varlıklarla tamamıyla karşılanmadığı durumlarda, döviz kuru değişimleri firmaların ve hanhalklarının net değerlerini ve borç-varlık oranlarını etkileyerek, harcama ve borçlanma davranışlarında önemli değişikliklere yol açar (Kamin ve diğerleri, 1998).

3.1.2.1. Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejim ve Politikaları

Cumhuriyetin ilk yıllarından günümüze kadar yürütülen kur rejimleri ve politika uygulamaları ana hatlarıyla incelendiğinde, uzun süre devam eden sabit kur rejimlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Cumhuriyet kurulduktan 1950 yılına kadar referans para olarak İngiliz Sterlini, bu tarihten sonra ABD Doları kullanılmıştır.

1923-1929 döneminde altın, döviz ve menkul kıymetler borsasının oldukça aktif olduğu görülmektedir. Bu dönemde döviz çek ve senetleri borsada işlem görmektedir. Bu dönem, serbest döviz kuru uygulamasının özelliklerini yansıtmaktadır. Bu dönemde, TL Sterline bağlı olarak dalgalanmaya bırakılmış ve kambiyo serbestliği

sağlanmıştır. Ancak, 1929 yılındaki büyük buhran ile birlikte TL'nin Sterlin karşısında hızla değer kaybettiği görülmüş, Mart 1929'da 1 Sterlin=0,888 TL iken, Aralık 1929 1 Sterlin=1.125 TL'ye yükseltilmiştir. Türkiye'de 1929 krizinden sonra liberal ekonomi görüşü yavaş yavaş terk edilmiştir (Müslümov, A., Hasanov, M., 2002).

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" yürürlüğü onmuş, bu kanunla serbest faiz uygulaması kaldırılarak TL'nin konvertibilitesine de son 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. Söz konusu devalüasyon, II. Dünya Savaşı sonrası dönemin koşullarına ve yeni ekonomi politikalarına uyum sağlanmasına yönelik olarak yapılmıştır. Bu devalüasyonu daha sonraki devalüasyonlardan ayıran en önemli fark, devalüasyonun döviz sıkıntısının olmadığı bir dönemde yapılmasıdır. Bu devalüasyondaki temel amaç ithalat artışını sınırlı tutmak ve ihraç mallarının dolar cinsinden fiyatını düşürmektir (Müslümov, A., Hasanov, M., 2002).

Türkiye 19.02.1947'de IMF ve Dünya Bankasına üye olmuş ve ayarlanabilir sabit döviz kuru politikası uygulamaya başlamıştır. Dış ödemelerin 1953'ten itibaren sorun haline gelmeye başlamasıyla hükümet yeni önlemler almak zorunda kalmıştır. Kambiyo denetiminin artırılması, 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 dışarı sermaye kaçışını hızlandırmış, kaçakçılığı arttırmış ve enflasyonu yükseltmiştir.

1974'de kur sisteminde yeni uygulamaya geçilmesi, 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.

Türkiye'de 24 Ocak 1980'de alınan ekonomik tedbirler paketine kadar döviz kuru 1 ABD Doları=26.50 TL olarak devam etmiş ve bu tarihte kur rejiminde değişikliğe gidilerek sürünen parite rejimine geçilmiş ve 1 ABD Dolarının değeri 70 TL' ye yükseltilmiştir. Bu tarihten itibaren kurlardaki ayarlamaların daha sıklıkla yapılmaya başlandığı görülmektedir. 1980 yılı içerisinde kurlar 16 defa değiştirilmiştir, 1 Mayıs 1981' e kadar 6 kur ayarlaması 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.

1988 yılı Ağustos ayında mali piyasalarda yapılan bir değişiklikle döviz kurlarının piyasa koşulları altında tespiti sistemine geçilmiştir. Bu amaçla Merkez Bankası bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasaları kurulmuştur. Ağustos 1988'den itibaren günlük döviz kurları bankalar, özel finans kurumları ve etkili müesseseler ve T.C. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü'nün katıldığı bir alım-satım seansı olan günlük kur belirleme seansları belirlenmeye başlanmıştır.

32 Sayılı Karar ile sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra 1989 ve 990 yıllarında kısa vadeli sermaye girişi hızlanmıştır. TL reel olarak değer kazanmıştır.1991'de Körfez Krizinin de etkisiyle (net kısa vadeli sermaye çıkışının etkisiyle) TL reel olarak değer kaybetmiştir.

1993 yılının son aylarından itibaren Hazinesin iç borçlanma ihalelerini iptal etmesi başka bir deyişle az miktarda borçlanması üzerine piyasadaki TL likiditesi giderek artış göstermiş ve döviz kurları üzerinde baskı yaratmaya başlamıştır. Bu 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.

5 Nisan kararlarıyla bir dizi ekonomik tedbir yürürlüğe konmuş ve 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.

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 artırılması kararı alınmıştır. 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 gerçekleştirmesidir. Söz konusu işlemler piyasadaki devalüasyon beklentilerinin kırılmasına neden olmuştur (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 çalışmış ancak reel değerlenmenin önüne geçilememiştir. Kasım-Aralık 1996 önemi dışarıda bırakıldığında aylık kur sepetindeki artışların aylık enflasyon oranlarına seyrettiği görülmektedir.

Merkez Bankası 1997 ve 1998 yılında aylık devalüasyon oranını öngörülen enflasyon oranına paralel olacak şekilde belirlemeye devam etmiştir. Bu politika 1996 yılındaki uygulamaya benzer bir 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 ifadeyle para ve kur politikasında 1996, 1997 ve 1998’de büyük değişiklikler yapılmamıştır.

2000 yılı başında IMF ile stand-by anlaşması imzalanarak üç yıllık bir program uygulamaya konulmuştur. Söz konusu programın üç ana unsuru bulunmaktaydı;

- Sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması
- Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulanması

- Diğer iki unsurun enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakışı kazandırmak için enflasyonun düşmesine odaklanmış para ve kur politikası uygulaması öngörülmekteydi.

2000 yılına uygulanmaya başlanan programda, kur rejimi enflasyon hedefine yönelik uygulanma 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.

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. Başka bir deyişle, edilgen bir kur politikası uygulamasından etken bir kur politikası uygulamasına, bu kur rejimi değişikliği ile gidilmiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin 1994'e göre farklı olduğu taraf bu krizlerin döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanırken ortaya çıkmasıdır. O dönemde uygulanan sıkı politikalara karşın yapısal önlemlerin beklendiği kadar hızlı gerçekleşmemesi programın güvenilirliğinin azalmasına ve iç borçlanma faizlerinde yükselmeye yol açmıştır. Sonuçta, aktiflerinin önemli bir bölümü Hazine kağıtlarından oluşan bankaların artan likidite talepleri Kasım 2000 krizini tetikleyen önemli etkenlerden iri olmuştur. 2000 yılında uygulanan program, MB'nın kamu kesimine açtığı kredileri sınırlamak ve sterilizasyon yapılmasını önlemek amacıyla MB'nın açık piyasa işlemleri yoluyla verdiği likiditenin Net İç Varlıklar (NİV) bandı çerçevesinde belirlenmesi öngörülmüştür. NİV uygulaması, para arzının tamamen sermaye girişlerine göre belirlenmesini ve faiz oranlarının da piyasa koşullarında oluşmasını hedeflemiştir. Böylece, sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde faiz oranları düşerek yeni sermaye girişini engelleyerek, sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde de faiz oranlarındaki artış sermaye girişlerini artıracaktır.

2001'de gecelik faizlerin çok fazla yükselmesine karşın yerleşik oyuncuların yoğun döviz talebi ile birlikte kamu bankaları ve Türk bankacılık sistemindeki bazı büyük bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılayamaması, ödemeler sistemini kilitlemiştir.

Böylece Türk bankacılık sistemindeki büyük çöküşü engellemek amacıyla 22 Şubat 2001’de TL dalgalanmaya bırakılmıştır.

2000-2002 döneminde uygulanacak olan döviz kuru politikası 2 ana döneme ayrılmıştır. İlk 18 aylık dönemde MB tarafından uygulanan kur politikası enflasyon hedefine yönelik günlük kur ayarlaması esasına dayanmıştır. 1 ABD doları + 0,77 EURO olarak takip kur sepeti artış oranı günlük bazdan bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Bu kapsamda, kur sepeti günlük artış oranları yıllık % 20 oranında hedeflenen TEFE artış oranına göre ayarlanmış ve günlük değerleri ilan edilmiştir. Aralık 1999 ile Şubat 2001 arasında esnek çapa olarak “crawling peg” sistemi uygulanmıştır. Ancak, 2000-2002 Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı başarısız olmuş ve Türkiye 22 Şubat 2001’de dalgalı kur sistemine geçmiştir.

Döviz kuru politikasının ikinci 18 aylık önemi olan Temmuz 2001- Aralık 2002 arasında bu uygulamanın sona ereceği ve kademeli olarak genişleyen bant sistemine geçileceği önceden taahhüt edilmiştir. Bu uygulamada sepet kuru artış hızı belirlenen bant değeri içinde hareket etmesi sağlanacak, kurun bant değeri içindeki hareketlerine müdahale edilmeyecektir.

3.1.2.2. Türkiye’de Döviz Kuru ve İthalat Fiyatları İlişkisinin Gelişimi

Reel döviz kuru ithalat ilişkisinde, TL eksik değerlendirildiğinde ithalatın azalması, aşırı değerlendirildiğinde ise artması gerekmektedir. T.C. Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü tarafından yayınlanan Türkiye istatistik yıllığı incelendiğinde, 1980-2005 arası 25 yıllık süreçte, reel döviz kuru ithalat ilişkisinde; 1983, 1985, 1987, 1988, 1996, 1998, 1999 ve 2000 yılları haricinde anlamlı bir bağlantı görülmektedir (Ertekin, 2001:194)

1984-1987 yıllarında ithalat artışının %16,5 ve %27,5 gibi yüksek düzeylerde gerçekleşmesi yüksek büyüme hızından kaynaklanmıştır. Çünkü reel efektif kurda önemli bir değişme olmamıştır. 1986 yılında ise hızlı büyüme ile birlikte yatırım mallarının ithalatı artmıştır. Bu yüzden ithalat teminat oranlarının artırılması, fon yükümlülüğüne tabi tutulan ithal mallarının kapsamının genişletilmesi ve fonların yükseltilmesiyle ithalatı azaltacak önlemler alınarak ithalatın yavaşlaması sağlanmıştır (Öztürk, 1993:50)

Genel olarak ithalat, yıldan yıla artan liberasyona rağmen, kontrollü bir gelişme ile ihracattaki gelişmelere paralel istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bazı yıllara görülen anlamsız ilişkilerde ise dışsal faktörler etkili olmuştur. 1989'da ise uygulanan kur politikası ile ithal mallarının ucuz hale gelmesi ve 1990 yılının başında uygulamaya konulan ithalatın serbestleştirilmesi, konvertibilite ve gümrük vergilerinin azaltılması gibi ekonomik politikalarla ithalat daha hızlı arttığından dış açık büyümüştür. İthalat 1989 ve 1990'da %10,2 ve %41,2 gibi büyük bir artış göstermiştir. Böylece dış ticaret açığımız 1988'de % 32,6 azalmışken 1989 ve 1990'da %55,9 ve %124,2 artmıştır. 1991'de aşırı değerli kur politikasında vazgeçilince dış ticaret açığı kapanmaya başlamıştır. 1992'de sanayi ürünlerinde yüksek büyümeden dolayı ithalat tekrar artmıştır. 1993 yılındaki ithalat artışında ise iç talebin canlılığına bağlı olarak tüketim ve hammadde talebindeki artış, yatırım malları talebindeki artışla birlikte yatırım malları ithalatındaki artış ve ayrıca OECD ülkelerindeki durgunluk, aşırı değerli döviz kuru ve ithalatın finansmanına getirilen kolaylıklar etkili olmuştur. 1993'te % 72,7 oranında artan dış açık nedeniyle Türkiye'nin uluslararası risk puanının artırılması ve dış borçlanmada karşılaşılan güçlükler ödemeler dengesi krizini gündeme getirmiştir. 5 Nisan kararlarının ardından yurtiçi talep kısılmış ve ithalat gerileyerek ihracat artmıştır (Ertekin, 2001:194). 1995 yılında TL'nin reel olarak değerlenmeye başlaması ithalatı artırıcı unsurlardan olmuştur. Reel efektif döviz kuru 1996 yılında 1995 yılsonu düzeyini korumuştur. Büyüme ve üretimdeki artışın yüksek, iç talebin canlı olması ithalatın artışını açıklamaktadır. 1997 yılında TL'nin değerli olduğu gözlemlenmekte olup ekonomide 1995 yılında başlayan büyüme devresinin 1997 yılında a devam etmesi ithalatı artırmıştır. 1998 yılında TL'nin değerliliği sürmüştür. Ancak ithalat artış hızında yavaşlamalar görülmektedir. 1998 ve 1999 yılında TL değerliliğini sürdürürken Rusya Krizi sonrası özellikle Eylül 1998'den itibaren ithalatta ciddi gerilemeler yaşanmıştır. Gerilemeler yılın geri kalan kısmında ve 1999 yılını ilk sekiz aylık döneminde de devam etmiştir. Eylül 1999' da başlayan ve Ekim ve Kasım aylarında da devam eden görece iyileşmeye rağmen 1999 yılının ilk onbir ayında ithalat % 14,6 gerilemiştir. 1998 yılının ikinci çeyreğinden itibaren başlayan özel tüketim ve yatırım harcamalarındaki azalış eğiliminin 1999 yılının ilk üç çeyrek döneminde de devam etmesi ve GSMH' nın da söz konusu dönemde gerilemesi ithalattaki azalışın en önemli nedenleri arasında sayılabilir (TCMB,1999:26)

2000 yılında döviz kuru sepetinin günlük değerlerinin önceden açıklanması kur riskini ortadan kaldırmış ancak, enflasyonun hedefin üzerinde gerçekleşmesi TL'nin reel olarak değerlendirilmesi sonucunu doğurmuştur. İç talepteki canlanmanın önemli ölçüde ithalat ile karşılanması, uluslararası piyasalarda ham petrol ve demir çelik fiyatlarını hızla artması, 1999 yılında gerileyen ithalatın 2000 yılında hızla artmasına neden olmuştur (TCMB,2000:44-45).

2000 yılında döviz kuruna dayalı enflasyonla mücadele programının etkisiyle iç talep artmış ve ekonomi canlanma sürecine girmiştir. Başta iç talepteki artış olmak üzere, TL'nin reel olarak değerlendirilmesi ve petrol fiyatlarındaki yükselme 2000 yılında ithalatı ve dolayısıyla dış ticaret açığını artırmış, bavul ticareti ve turizm gelirlerindeki artışa rağmen cari işlemler açığı önemli ölçüde büyümüştür. Kasım krizi sonrası 2001 yılı Şubat ayında yaşanan ikinci krizle birlikte ekonomi hızlı bir daralma sürecine girmiştir. Şubat ayından sonra TL'de gözlenen büyük ölçüdeki reel değer kaybı ile özellikle ithalatındaki gerileme dış ticaret açığını azaltmış ve cari işlemler 2001 yılında 3.3 milyar ABD doları fazla vermiştir (TCMB,2001:50-51).

2002 yılında yurt içi talep gelişmeleri ve üretim artışı, dış ticaret üzerinde reel kur hareketleri ve dış ekonomik gelişmelerden daha etkili olmuştur. 2002 yılında sanayi üretiminde gözlenen yüksek oranlı büyüme ithalatı artırıcı yönde etki yapmıştır. Üretimdeki artışa karşın iç talepteki canlanmanın sınırlı kalması ise üretim fazlasını ihracata yönlendirmiştir (TCMB,2002:49).

2003 yılında dünya ekonomisinde gözlenen büyüme özellikle yılın üçüncü çeyreğinde canlanarak sürmüştür. Sanayi üretiminin 2002 yılındaki artış eğilimini devam ettirmesi ve reel kurlarda gözlenen değerlendirme ara malı ve sermaye malı ithalat talebini artıran bir unsur olmuştur (TCMB,2003:50). 2003 yılının ikinci yarısından itibaren iç talepte, bir canlanma gözlenmiş ve bundan dolayı ara ve sermaye malının yanı sıra tüketim malı ithalatında da yüksek oranda artışlar olmuştur. İthalatın ihracattan daha yüksek oranda artıyor olması, dış ticaret açığının artmasını devam ettirmiş, turizm gelirlerindeki hızlı artışa rağmen cari işlemler 2003 yılında 8 milyar ABD doları açık vermiştir. 2004 ve 2005 yıllarında ise tüketimdeki canlanma belirginleşmiş ve reel kurlardaki değerlendirme eğilimi devam etmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak ara ve

sermaye malı ithalatının yanı sıra, tüketim malı ithalatında da yüksek oranlı artışlar gözlenmiştir (TCMB: 2004:48-49).

2007 yılında toplam mal ithalatı % 20,6 oranında artarak 160,7 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 47,5 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Yıl genelinde dış ticaret hadlerinin ihracat lehine gelişmesine karşın, yılın ikinci yarısında iç talepteki toparlanma ve güçlü YTL' nin etkisiyle ithalatın yeniden hızlanmaya başlamasına bağlı olarak dış ticaret açığı artmıştır (TCMB,2007:32)

3.1.2.3. Türkiye’de Döviz Kuru ve Yurtiçi Fiyat Düzeyinin Gelişimi

Gelişmekte olan ekonomilerin işleyişinde döviz kuru-enflasyon ilişkisi hayati bir öneme sahiptir. Bu ekonomilerde döviz kurunda meydana gelen değişimler fiyatları önemli ölçüde etkiler. Dövizin fiyatı yerli para birimi cinsinden arttığında fiyatlar genel seviyesi de artış eğilimine girer. Buna karşılık dövizin fiyatı düştüğünde, yani yerli para birimi değerlendirildiğinde fiyatlar genel seviyesi düşme eğilimine girer. Gelişmekte olan ülkelerde üretim büyük ölçüde ithalata bağlıdır. Dolayısıyla, döviz kurlarında meydana gelen bir değişme ithal edilen tüketim mallarının fiyatlarını etkilediği gibi üretim maliyetlerini de etkilemektedir. Bu ülkelerde döviz darboğazına düşmeden ulusal üretimde istikrarı sağlamak ve uluslararası rekabeti sürdürebilmek için yurtiçi enflasyonu dikkate alan reel döviz kuru politikalarının uygulanması gereklidir.

Türkiye’de 1970’lerin sonundan itibaren kronik ve yüksek bir enflasyon yaşanmıştır. Yüksek ve sürekli enflasyon toplum ve ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Bu urum uzun dönemli kararlar alınabilmesini engellemekte ve ülkenin sosyal yapısını ve rekabet gücünü olumsuz etkilemektedir. 1980’lerin başında yüksek enflasyonu önlemek ve yaşanan döviz krizini aşabilmek için Türkiye’de kapsamlı bir istikrar politikası uygulanmaya başlanmış ve daha sonra uygulanan bu programı kronik dış ödemeler problemini çözmek için serbestleşme ve uyum dönemi izlenmiştir. Bu dönemde reel döviz kurları aracılığıyla ihracatın artırılması birincil öncelik olmuştur. Ayrıca, enflasyonun dış rekabet üzerindeki negatif etkisini azaltmak ve toplumun beklentilerine uyum sağlamak için nominal döviz kurlarında günlük ayarlamalar yapılmıştır. Bu bağlamda,1981 yılında günlük kur ilanı yoluyla yönlendirilmiş esnek kur sistemi benimsenmiştir. Uygulanan bu sistem bazı küçük değişikliklerle 1999 yılı sonuna kadar sürdürülmüştü. Diğer taraftan Türkiye, IMF ile 1998 yılının Temmuz

ayında imzalamış olduğu “Yakın İzleme Anlaşmasının” bir uzantısı olarak nitelendirilen “stand-by” anlaşmasının gereği olarak uygulamakta olduğu döviz kuru politikasında değışiklik yapılmıştır. Buna göre, döviz kuru politikası 2000 Ocak-2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede enflasyon hedefine yönelik kur sepeti olarak, takip eden dönemde ise kademeli olarak genişleyen band çerçevesinde yürütülecektir (Merkez Bankası, Para ve Kur Politikası,2000).

Türkiye’nin anlaşma gereği izleyeceği döviz kuru politikası, toplumun enflasyonist bekleyişlerinin aşağıya çekilmesini, orta-uzun vadede döviz kurlarına ilişkin sistemdeki belirsizliğin azaltılmasını, yurtiçi faizler üzerinde odaklaşan risk priminin önemli bir bölümünün yok olmasını veya diğer bir ifadeyle risk priminin döviz kurunun belirsizliğinden kaynaklanan bölümünün ortan kalkmasını amaçlamaktadır. Ancak, uygulanan bu program 2001 yılının şubat ayında başarısızlığa uğrayarak terk edilmiş ve bu tarihten itibaren kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır.

3.2. TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU GEÇİş ETKİSİNİN ANALİZİ

3.2.1. Yöntem: ADF Birim Kök Testi ve Johansen Eşbütünleşme Yöntemi

Bu çalışmada önce eşbütünleşme testinin yapılabilirliğinin belirlenmesi için gerekli olan birim kök testi yapılmakta; eşbütünleşme testinin yapılabileceğine karar verdikten sonra çok değışkenli bir sistem olduğu göz önüne alınarak eşbütünleşme ilişkilerinin belirlenmesi amacıyla Johansen yaklaşımı uygulanmaktadır. Burada önce bu yöntemler açıklanmaktadır.

3.2.1.1. ADF Birim Kök Testi

Zaman serilerinde istatistik yöntemlerin uygulanıp doğru sonuçlar elde edilmesi için, seride trendin olmaması ve durağan olması gerekir. Fakat zaman serisi analizindeki değışkenlerin özelliği gereği, artış ya da azalış yönünde bir eğilime sahip oldukları görölmektedir. Bu durumda regresyon sonuçları geçersiz olmaktadır. Bu nedenle trendin ortadan kaldırılması ve zaman serisinin durağanlaştırılması gereklidir(Utkulu, 1993, s.303).

Durağanlık için değışik yöntemler olmakla birlikte en yaygın ve en geçerli yöntem “birim kök” testleri olmaktadır.

Birim kök testi için kullanılan ifade;

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (2.1)$$

şeklindedir (Gujarati, 1999:718).

Burada u_t ; klasik varsayımlara uyan, yani ortalaması sıfır, ardışık bağımlı olmayan, olasılıklı hata terimidir. Y_t ; Y'nin t zamandaki aldığı değer ve Y_{t-1} ise, Y'nin t-1 zamandaki aldığı değeridir.

Eğer regresyonu hesaplar ve $\rho = 1$ olarak bulunursa Y_t olasılıklı değişkeninin bir birim köke sahip olduğu söylenir. Bu durum zaman serisi analizinde, rassal yürüyüş olarak bilinir ve serinin durağan olmadığı anlamına gelir.

Zaman serisi analizinin test edilmesi için gerekli olan hipotez ise şu şekilde ifade edilebilir (Gujarati, 1999, s.719).

$H_0 : \beta = 0, \rho = 1$ ise; seri durağan değildir, normal dağılmamaktadır ve otokorelasyona sahiptir.

$H_1 : \beta \neq 0$, ise; seri durağandır, normal dağılmaktadır ve otokorelasyona sahip değildir.

Seride birim kökün var olup olmadığı Dickey-Fuller (DF) veya geliştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) testleri ile çözümlenebilir.

Her iki testin kullanımında, Y_t serilerinin birim köke sahip olduğunu ifade eden sıfır hipotezi (H_0) test edilir ve eşitlikte yer alan katsayı anlamlı bir şekilde negatif ise sıfır hipotezi (H_0) reddedilir. Katsayının anlamlı bir şekilde sıfırdan küçük olup olmadığını test etmek için katsayıya ait “t” istatistiği kullanılır.

$H_0 : \rho = 1$ hipotezi varsayımla hesaplanan t değeri τ (tau) istatistiği olarak bilinir. Aynı zamanda buna Dickey-Fuller Testi’de denilmektedir (Gujarati, 1999, s.719–720).

Kritik eşik değerleri (red-kabul) gösteren tablo Dickey-Fuller tarafından Monte Carlo benzetiminden yararlanılarak oluşturulmuştur. Bu teste ilişkin kritik değerler yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlam düzeylerine göre oluşturulmaktadır.

Eğer, hesaplanan τ Dickey-Fuller test istatistiğinin mutlak değeri (yani $|\tau|$), MacKinnon kritik eşik değerlerinin mutlak değerinden küçükse $H_0 : \delta = 0$ hipotezi kabul edilir ve incelenen zaman serisinin durağan olmadığı kabul edilir. Eğer bunun tam

tersi bir sonuç çıkarsa, H_0 hipotezi reddedilir ve zaman serisinin durağan olduğu sonucuna varılır (Yıldırım, Oğuz, Bankacılar Dergisi, Sayı 44, 2003)

3.2.1.2. Johansen Eşbütünleşme Yöntemi

Eşbütünleşme, durağan olmayan değişkenlerin bir doğrusal bileşimidir. Teorik olarak bütünselleşmiş değişkenler arasında uzun dönemde doğrusal olmayan bir ilişki ortaya çıkabilir. Eşbütünleşme olması için söz konusu olan bütün değişkenler aynı derecede entegre olmalıdır. Şayet bu değişkenlerin linear kombinasyonundan elde edilen hata terimi durağan ise, değişkenler arasında eşbütünleşme var, diyebiliriz. Eşbütünleşmenin eksikliği, değişkenler arasında uzun dönem dengesinin olmadığı anlamına gelir.

Maksimum olabilirlik tahmin yöntemi kullanılarak eşbütünleşen vektörlerin varlığını test eden Johansen yaklaşımı, durağan olmayan serilerin farkları ile seviyelerini içeren VAR (Vector Auto Regression) tahmininden oluşur. Değişkenlerin seviyelerine ilişkin parametre matrisi, modelin uzun dönem özellikleri hususunda bilgileri kapsamaktadır. Birinci farklarında durağan olan iki değişkenden oluşan ($Z=(X,Y)$) vektör otoregresif modelin aşağıdaki denklemdeki gibi olduğu kabul edersek,

$$Z^t = A^i Z^{t-1} + \epsilon^t \quad (2.2)$$

Bu denklemde, A^i ($i=1,2,\dots,p$) Z^{t-1} kapsamındaki değişkenlerin parametre matrisidir. Z^t kapsamındaki değişkenlerin birinci dereceden farkı durağan oldukları varsayılırsa, yukarıdaki VAR modelini, serilerin hem birinci farklarını hem de seviyelerini kapsayacak, aşağıdaki VAR modeline dönüştürmek uygun olacaktır.

$$\Delta Z_t = \sum_{i=1}^{p-1} \pi_i \Delta Z_{t-i} + \pi_p Z_{t-p} + \epsilon^t \quad (2.3)$$

Burada, Π matrisinin rankı sıfır olduğunda, Z^t kapsamındaki hiçbir seri, diğer seri ya da serilerin doğrusal bir bileşimi olarak gösterilemez. Diğer taraftan, Π matrisinin rankı bir ise, Z^t kapsamındaki serilerin, doğrusal ve bağımsız bir bileşimi ortaya çıkar ki, bu da, seriler arasında tek bir uzun dönem ilişkisinin (eşbütünleşmenin)

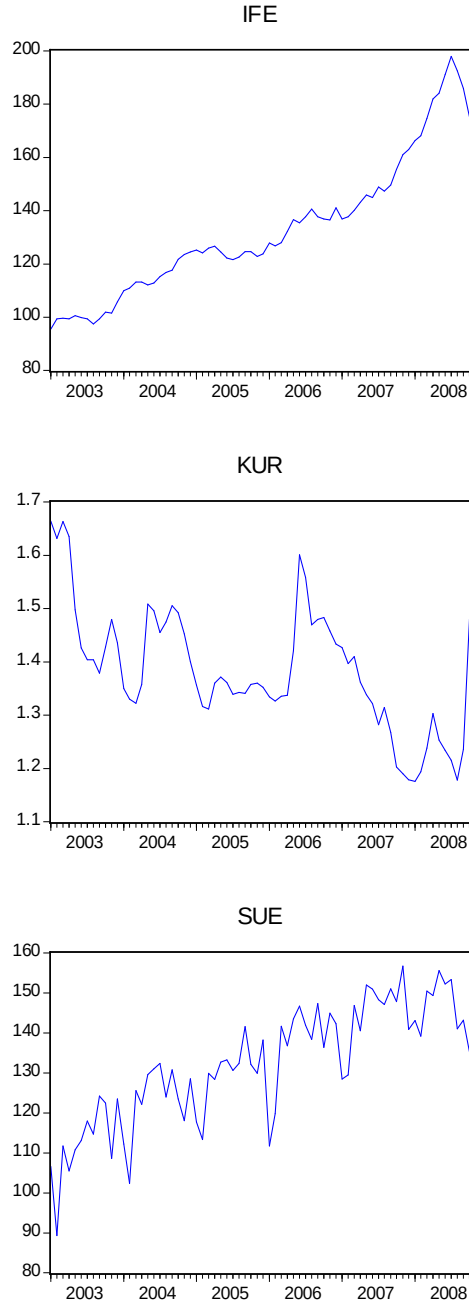
mevcut olduğunu ifade eder. Eğer, Π 'nin rankı birden büyük ise, seriler arasında birden fazla eşbütünleşme ilişkisi var demektir.

Z^t 'yi oluşturan seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkileri, iki test istatistiği yardımıyla değerlendirilebilir. Bunlardan biri İz İstatistiği, diğeri Maksimum Özdeğer Test istatistiğidir. İz İstatistiği, Π matrisinin rankını inceler ve matris rankının r 'ye eşit ya da r 'den küçük olduğunu ifade eden H_0 hipotezini test eder. Burada r , eşbütünleşme vektör sayısını göstermektedir. Maksimum özdeğer test istatistiği ise, eşbütünleşme vektörünün r olduğunu ifade eden H_0 hipotezini $r+1$ olduğunu ifade eden alternatifine karşı test eder. Her iki test istatistiğinin kritik değerleri, Johansen ve Juselius tarafından verilmiştir.

3.2.2. Veri Seti

Bu çalışmada Türkiye'de döviz kurunun ithalat fiyatlarına geçiş etkisini analiz etmek için 2002:01-2008:10 dönemine ait İthalat Fiyatları Endeksi (İFE), TL/ABD Doları Döviz Kuru (KUR) ve Sanayi Üretim Endeksi (SÜE) aylık verileri kullanılmıştır. Sanayi Üretim Endeksi yurtiçi talebin temsilcisi olmak üzere seçilmiştir. Burada İFE, bağımlı değişken, KUR ve SÜE ise, bağımsız değişkenlerdir. Tüm değişkenler logaritmik değerleriyle analizlerde kullanılmıştır. Şekil 3.1 değişkenlerin incelenen dönemdeki seyrini vermektedir. Verilerin derlenmesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın resmi internet sitesinde yer alan Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden yararlanılmıştır.

Şekil 3.1. Değişkenlerin Zaman İçindeki Gelişimi



3.2.3. Ampirik Bulgular

3.2.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Zaman serileriyle çalışırken yapılacak ilk iş, bu serilerin durağanlık analizinin yapılmasıdır. Bu çalışmada durağanlık analizi ADF birim kök testiyle yapılmıştır. Tablo 3.1'deki sonuçlar Mc Kinnon % 1 kritik değere göre, bir gecikme için düzey formunda durağan olmayan tüm serilerin, birinci farkları alındığında, durağanlaştığını göstermektedir. Hata teriminin düzey formunda ADF Test İstatistiği de %1 kritik değerinde durağan çıktığından, eşbütünleşme testinin yapılabileceğine karar verilmektedir.

Tablo 3.1 ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzy	Düzeyin % 1 Kritik Değeri	Birinci Fark	Birinci Farkın %1 Kritik Değeri
İFE	-0.604734	-3.530030	-5.633011*	-3.530030
KUR	-3.046041	-3.531592	-4.343676*	-3.534868
SÜE	-2.112544	-3.546099	-8.317565*	-3.548208

(*) Durağan zaman serilerini göstermektedir.

3.2.3.2. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Tablo 3.2, Johansen Eşbütünleşme Testi sonuçlarını göstermektedir. Tablonun (a) panelinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını belirlemek için yapılan İz ve Maksimum Özdeğer Testi sonuçlarına yer verilirken, (b) panelinde bağımlı değişken olan İFE'ye göre normalize edilmiş eşbütünleşme vektörünün katsayıları ve (c) panelinde kısa dönemli dinamikler hakkında bilgi sağlayacak olan uyarlanma katsayılarına yer verilmiştir. VAR sisteminin optimal gecikme uzunluğu ise, Akaike Bilgi Kriteri baz alınarak 2 dönem şeklinde belirlenmiştir. Tüm tahminler EvIEWS 5.1 programında yapılmıştır.

Tablo 3.2. Eşbütünleşme Rankı, Eşbütünleşme Vektörü ve Uyarlanma Katsayıları

(a) Eşbütünleşme Analizi ve Eşbütünleşme Rankının Testi:								
Rank								
H ₀	H ₁	Özdeğerler	İz İstatistiği	%5 Kritik Değer	Olasılık*	Maksimum Özdeğer İstatistiği	%5 Kritik Değer	Olasılık*
r=0	r≥1	0.211560	29.99834	29.09707	0.0474	15.92582	21.13162	0.2292
r≤1	r≥2	0.142818	14.07252	15.494771	0.0810	10.32506	14.26460	0.1915
r≤2	r=3	0.054397	3.747457	3.841466	0.0529	3.747457	3.841466	0.0529
(b) İFE'ye Göre Normalize Edilmiş Eşbütünleşme Vektörü:								
İFE			KUR			SÜE		
1.000000			3.651968 (0.91534)**			-1.051624 (0.66684)		
(c) Uyarlanma Katsayıları:								
ΔİFE			ΔKUR			ΔSÜE		
-0.012869 (0.01117)			-0.056022 (0.02019)			(0.010670) (0.03749)		

* İlgili test için MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-değerleri

** () parantez içi değerler standart hataları göstermektedir.

Tablo 3.2'nin (a) panelinde görüldüğü gibi, %5 Kritik Değere ve ilgili olasılık değerlerine göre, İz İstatistiği seriler arasında 1 adet eşbütünleşme ilişkisinin var olduğunu, başka bir deyişle, eşbütünleşme rankının 1 olduğunu gösterirken; Maksimum Özdeğer İstatistiği seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olmadığını göstermektedir. İz İstatistiği baz alınır, sistemdeki değişkenler birlikte uzun dönem denge durumuna yönelmektedir.

Tablo 3.2'nin (b) panelinde verilen İFE'ye göre normalize edilmiş eşbütünleşme vektörü incelenirse, bu eşbütünleşme vektöründe döviz kuru ve sanayi üretim endeksi değişkenlerinin ortak hareketlerinin ithalat fiyatları tarafından ne kadar yansıtıldığı anlaşılmaktadır. Bu denklemde döviz kurundaki %1'lik artış, ithal malların fiyatlarını yaklaşık olarak % 3.65 oranda artırırken; sanayi üretim endeksindeki %1'lik bir artış, ithal malların fiyatlarını yaklaşık olarak %1.05 oranında azaltmaktadır. Başka bir deyişle, Türkiye'de uzun dönemde ithalat fiyatlarının döviz kuruna esnekliği %3.65, yurtiçi talebin bir temsilcisi olarak seçilen sanayi üretim endeksine esnekliği ise, - %1.05'tir. İthalat fiyatlarının döviz kuruna, sanayi üretim endeksinden daha fazla tepki gösterdiği anlaşılmaktadır.

Tablo 3.2'nin (c) paneli kısa dönem analiz için bilgi sağlamaktadır. Burada uzun dönem eşbütünleşme vektörüne ait ve kısa dönemde ithalat fiyatlarındaki

düzeltilmenin hangi değişkendeki değişime göre daha hızlı olduğunu gösteren uyarlanma katsayıları gösterilmektedir. Tablodaki sonuçlara göre, Türkiye’de ithalat fiyatları kısa dönemde en hızlı olarak döviz kurunda meydana gelen değişimlere göre uyarlanmaktadır. Döviz kurunda meydana gelen bir dengesizlik, ithalat fiyatlarında yaklaşık %5’lik bir düzeltmeyi tetiklemektedir. Kısa dönemde sanayi üretim endeksindeki bir dengesizliğin ise, yaklaşık %1’i ithalat fiyatlarındaki düzeltmeler tarafından kaldırılmaktadır. Bura kısa dönem analiz, ithalat fiyatlarının, tıpkı uzun dönemde olduğu gibi, kısa dönemde de döviz kuruna daha duyarlı olduğuna işaret etmektedir. Sistemin kendini dengeye getirebilme gücü, daha çok döviz kurundan kaynaklanmaktadır. Ayrıca, ithalat fiyatlarının döviz kuruna esnekliğinin kısa dönemde uzun döneme göre daha yüksek olduğu sonucuna da varılmaktadır. Çünkü, kısa dönemde döviz kurunun katsayısı daha yüksek çıkmıştır.

SONUÇ

Döviz kuru değişiklikleri ile dış ticaret arasındaki zayıf ilişkiyi açıklamakta esneklik taraftarlarının yetersiz kalmalarının nedeni, kur değişikliklerinin ticarete konu olan malların fiyatlarına tam olarak aktarıldığını varsaymalarıdır.

Eğer döviz kurları, ticarete konu olan malların satış fiyatlarına tam olarak ya da yeteri kadar aktarılmıyorsa, beklenen miktar ayarlamaları, talep esnekliği yeteri kadar büyük olursa yavaşlayacaktır. Diğer bir deyişle, talep yüksek bir esnekliğe sahip olsa bile, döviz kuru değişimlerine nispeten tepki göstermeyen ticaret akımlarının mevcut olması durumunda düşük bir aktarım mümkün olmaktadır. Bunun dışında, kur değişikliklerinin fiyatlara yansımada büyük gecikmeler söz konusu ise ve bunun neden olduğu nispi fiyat değişimlerinin miktarlar üzerindeki etkisi daha da gecikirse, ödemeler dengesinin uyum süreci ciddi bir şekilde yavaşlayacaktır.

Dışa açık bir ekonomide yurtiçi fiyat düzeyi, dış ticarete konu olan mal ve hizmetlerin aracılığı ile uluslararası fiyatlardan ve döviz kuru değişimlerinden etkilenmektedir. Döviz kurlarındaki artış ithal malların yerli para cinsinden fiyatlarını yükseltmekte ve öncelikle ithalat fiyatlarını daha sonra da ithal girdi kullanılarak üretilen tüm malların yurtiçi fiyatlarını etkilemektedir. Döviz kurundaki artışın özellikle kronik enflasyon görülen ekonomilerde daha yüksek enflasyon beklentisine yol açtığı ve yerli paraya güveni azaltarak dövize olan talebi artırdığı bilinmektedir. Döviz talebine meydana gelen artış döviz kurunun yeniden yükselmesine neden olabilmektedir. Yüksek enflasyonun kronikleştiği ülkelerde tasarrufların büyük kısmı döviz olarak tutulmakta ve döviz cinsinden finansal varlıklar yaygın hale gelmektedir. Bu durum döviz kurunun fiyatlara olan etkisini artırdığı gibi ekonomiyi de, döviz kurunda meydana gelebilecek değişikliklere oldukça kırılgan hale getirmektedir. Diğer taraftan, döviz talebinde meydana gelen artış devalüasyon-enflasyon sarmalının oluşmasına neden olabilmektedir.

Reel döviz kuruyla ithalat arasında bir ilişki söz konusudur. Türkiye'nin dış ticaret açığı her yıl giderek büyümektedir. Çünkü her yıl ithalattaki artış hızı ihracattan fazla olmaktadır. Bunun nedeni ise ucuz dövizin (reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi) ithalatı cazip hale getirmesidir. Ucuz ithalat üreticinin daha fazla ithal girdi kullanmasına neden olmaktadır. Üretici daha fazla ithal girdi kullanınca, ihracat artışı

daha fazla ithalatı zorunlu kılmaktadır. Bu durum ise tarımda ve sanayide üretimin yapısının bozulmasına ve ucuz emeğe dayalı üretim politikasına yol açmaktadır. Türkiye ucuz emek ihraç ederek ihracatını artırmaya çalışmaktadır.

Kur ayarlamaları, Türkiye için, tek başına kullanılabilecek bir politika aracı olamamaktadır. Çünkü dış ticaret kalemleri olan ihracat ve ithalatı kur politikası haricinde birçok unsur etkilemektedir. Bu unsurlar üretim düzeyi, maliyetler, verimlilik, faiz oranları sermaye girişi, vergi mekanizması, etkin kaynak kullanımı ve enflasyon olarak sıralanabilir. Sayılan nedenlerden dolayı, yalnızca reel döviz kuru değişimleriyle dış ticaret dengesini sağlamaya yönelik bir kur politikası sorunlara çözüm olmayacaktır. Önemli olan ihracatın dışa bağımlı yapıdan kurtarılması, ihracatı olumsuz etkileyen faktörlerin ortadan kaldırılması ve kur politikasının dış ticaret dengesini sağlamada ana amaç olmaktan çok yardımcı araç olarak kullanılmasıdır. İthalattaki artışları engellemek amacıyla üretimin yapısı mutlaka değiştirilmelidir. Bu yönde Ar-Ge faaliyetleri ön plana çıkarılarak bu durum devlet tarafından özendirilmelidir. Türkiye yatırım ve tüketimini iç tasarruflarıyla finanse etmeye başladığında dış ticaret açısından ek bir politikaya ihtiyaç duymayacaktır. Kamudaki tasarruf açıklığı düşünüldüğünde kamuda yapısal önlemlerin alınması gerekliliği ön plana çıkmaktadır. Yapılacak yeni reformlar ile kaynakların artırılması sağlanırken, bu fonların rasyonel kullanılarak üretken yatırımlara kaydırılması temel sorunu çözecektir.

Bu çerçevede, Türkiye’de 2002:01-2008:10 dönemine ait Döviz Kuru (\$/TL), İthalat Fiyat Endeksi ve Sanayi Üretim Endeksi serileriyle yapılan bu ekonometrik çalışmada birinci adımda birinci adımda ADF Birim Kök Testiyle deriler durağan hale getirilmiştir. Bu seriler arasına uzun dönemli bir ilişki olup olmadığını tespit etmek üzere Johansen Eşbütünleşme Testi uygulanmıştır. Ve % 5 anlamlılık düzeyinde bir eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu, sistemdeki değişkenlerin birlikte uzun dönem denge durumuna yöneldiği görülmüştür.

İncelenen dönemde, Türkiye’de ithalat fiyatları kısa dönemde sanayi üretiminden döviz kurunda meydana gelen değişimlere göre uyarlanmaktadır. Kısa dönem analizde de ithalat fiyatlarının tıpkı uzun dönemde olduğu gibi, kısa dönemde de döviz kuruna daha duyarlı olduğu görülmüştür.

KAYNAKÇA

- ABUŞOĞLU Ömer, **Döviz Kuru Politikası ve İhracat Üzerine Etkisi (1980-1988 Dönemi)**, TOBB Yayını, Ankara, 1990.
- ALESİNA, A. and R. Barro , **Dollarization, American Economic Review**, Vol 91 (2), (2001)
- ALEXANDER Sidney S., “*Effect of a Devaluation on a Trade Balance*” IMF Staff Papers, Vol.2, 1952
- ALOGOSKOUFİS, G.S. “*Monetary Accommodation, Exchange Rate Regimes and Inflation Persistence*”, Economic Journal: “*The Journal of Royal Economic Society*”, Vol. 102, 1992.
- ALOGOSKOUFİS, G.S. and R.P. Smith, “*The Philips Curve, the Persistence of Inflation, and the Lucas Critique: Evidence from Exchange Rate Regimes, American Economic Review*”, Vol.81, 1991.
- BACCHETTA, P. and E. Van Wincoop, “*A Theory of the Currency Denomination of International Trade*”, NBER Working Papers 9039, 2002.
- BACCHETTA, P. and E. Van Wincoop, “*Does Exchange-Rate Stability Increase Trade and Welfare*”, American Economic Review, Vol. 90, 2002.
- BAYOUMİ, T. and E. Prasad, “*Currency Unions Economic Fluctuations and Adjustment: Some New Empirical Evidence*”, IMF Staff Papers, Vol. 44 (1), 1997.
- BELAİSCH, Agnès, “*Exchange Rate Pass-Through in Brazil*”, IMF Working Paper, WP/03/165, 2003.
- BHUNDIA, Ashok, “*An Empirical Investigation of Exchange Rate Pass-Through in South Africa*”, IMF Working Paper, WP/02/165, 2002.
- BİCKERDİKE C.F., “*The Instability of Foreign Exchange*”, Economic Journal, Vol.30, 1920.
- BLEANEY Michael and Francesco Manuel, “*Exchange Rate Regimes and Inflation in Developing Countries*”, University of Nottingham Working Paper Series, 2001.
- BLEANEY, M. “*Exchange Rate Regimes and Inflation Persistence*”, IMF Staff Papers, Vol 47 (3), 2001.
- BORDO, M. D. and A. J. Schwartz, **Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record**, in J. B. Taylor and M. Woodford, eds, Handbook of Macroeconomics. New York: Elsevier, 1999.
- BRODA, C., “*Coping with Terms-of- Trade Shocks: Pegs versus Floats*”, American Economic Review , Vol. 91 (2), 2001.
- BUBULA, A. and I. Ötör Robe, “*The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies*”, IMF Working Paper, 2002.
- BUİTER, W., **The EMU and the NAMU: What is the Case for North American Monetary Union?**, Canadian Public Policy/Analyse de Politiques, September, 1999.

- CALVO, G.A. and E.G. Mendoza, “*Capital-Markets Crises and economic Collapse in Emerging Markets: AN Informational-Frictions Approach*”, American Economic Review , Vol 90 (2), 2000.
- CAMPA, J. M. and L.S. GOLDBERG, “*Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?*” NBER Working Paper, 2002.
- CARBAUGH Robert, J., **International Economics**, Waswort Publishing Company, Belmont California, 1992.
- CHANG, R. and A. Velasco, **Financial Fragility and the Exchange Rate Regime**, Journal of Economic Theory, Vol.92, 2000b.
- COOPER, R., **A Monetary System for the Future**, Foreign Affairs, Vol 61(1), 1984.
- ÇAVUŞOĞLU, T. “*Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation*”. METU/ERC Çalışma Tebliği, No:02/03, 2002.
- ÇİÇEK, M., “*Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz*”. İktisat, İşletme ve Finans, 233, 2005.
- DEVEREUX, M.B. and C. ENGEL, “*Exchange Rate Pass-Through Exchange Rate Volatility, and Exchange Rate Disconnect*”. NBER Working Paper, No:8858, 2002.
- DORNBUSCH, R., “*Expectations and Exchange Rate Dynamics*”, Journal of Political Economy, 1976.
- DORNBUSCH, R., “*Fewer Monies, Better Monies*”, American Economic Review, Vol. 91, 2001.
- ECONBROWSER, “*Analysis of Current Economic Conditions and Policy*”, Working Paper, 2006.
- EDWARDS, S. and M.A. Savastano, “*Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?*” NBER Working Papers 7228, 1999.
- EDWARDS, S., “*The Great Exchange Rate Debate After Argentina*”, NBER Working Papers 9257, 2002.
- ERTEKİN, M.S., “*Türkiye’de 1980 Sonrasına Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret*”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:3, Sayı:1, 2001.
- FİSCHER, S., “*Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*” Journal of Economic Perspectives, Vol 15 (2), 2001.
- FRANKEL, J.A., “*No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times*”, NBER Working Papers 7338, 1999.
- FRANKEL, J.A. and A.K. Rose, “*The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*”, The Economic Journal, Vol. 108 (449), 1998.
- FRANKEL, J.A. and A.K. Rose, “*Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output*”, NBER Working Papers 7857, 2000.

- FRENKEL Jeffrey, Serven Luis and Schumacher Sergio. “*Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regimes*”, NBER Working Paper Series 7901. 2000.
- FRIEDMAN, M., **The Case for Flexible Exchange Rates, in Essays in Positive Economics**, University of Chicago Press, Chicago, 1953.
- GHOSH, A.R., A.M.Gulde, J.D. Ostry, and H.C. Wolf , “*Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?*”, NBER Working Papers 5874, 1997.
- GHOSH, A.R., A.M.Gulde, and H.C.Wolf , “*Currency Boards: More than a Quick Fix*”, 30th Panel Meeting of Economic Policy, Helsinki, October, 1999.
- GLICK , R. and A.K. ROSE, “*Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence*”, NBER Working Papers 8396, 2001.
- GOLDBERG, P. Koujianou, and Michael M. Knetter, “*Good Prices and Exchange Rates: What have we learned?*”, Journal of Economic Literature, Vol.35, 1997.
- GOLDSTEIN Morris, “*Exchange Rate Regimes for Emerging Market Economies, Central Bank Governors*” Club Meeting, Nafplio Greece, October 18, 2002.
- GRENVILLE Stephen, “*Exchange Rate Regimes For Emerging Markets*”, NBER Working Paper Series 8418, 2001.
- GUJARATİ, D.N., **Temel Ekonometri**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2001.
- GÜNDÜZ, L., “*Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı*” İMKB Dergisi, V,18, 2001.
- HARBERGER Arnold C., “*Currency Depreciation, Income, and the Balance of Trade*”, Journal of Political Economy”, Vol.58, 1950.
- HELPMAN, E., and A. Razin, “*Exchange Rate Management: Intertemporal Trade-offs*”, American Economic Review, Vol.77, 1987
- HUSTED Steven and MELVIN Michael, **International Economics, Harper and Row Publishers**, New York, 1990.
- ISARD Peter, **Exchange Rate Economics**, Cambridge University Press, New York, 1995.
- JOHNSON, Harry G., “*The Case for Flexible Exchange Rates, 1969*” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol.51, 1969.
- KAMİN, S., Turner, P. ve Van’t dack, J. (1998). “*The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies*”. BIS Tebliği, No:3, 1998.
- KARA, Hakan, Hande Küçük Tuğer, Ümit Özlale, Burç Tuğer, Devrim Tavuz, Eray M. Yücel, “*Exchange Rate Pass- Through in Turkey: Has it Changed and to What Extent?*”, TCMB Working Paper, No:05/04, February 2005.
- KARLUK Rıdvan, **Uluslararası İktisat**, İstanbul, 1998.
- KENEN, P.B., **The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View in Monetary Problems of the International Economy**, eds., R.A. Mundell and A.K. Swaboda, Chicago: University of Chicago Press, 1969.

- KHOLDY, S. ve SOHRABIAN, a., “*Exchange Rates and Prices: Evidence from Granger Causality Test*”, *Journal of Post Keynesian Economic*, 13, 1990.
- KÖSE, N. ve SARAÇOĞLU, B., **Vektör Otoregresyon Yaklaşımı ile Enflasyonla Mücadelede Politika Seçimi: Türkiye Örneği 1980-1996.**, *İktisat, İşletme ve Finans*, 159, 1999.
- KRUGMAN P.R., and M. OBSTFELD, **International Economics: Theory and Policy**, 6th ed. Boston: Addison-Wesley, 2003.
- LANDRY, A.E., “*Expectations and Exchange Rate Dynamics: A State-Dependent Pricing Approach*,” *Job Market Paper*, Boston University, 2005.
- LEBARON, B. and R. McCulloch, “*Floating, Fixed, or Super-Fixed? Dollarization Joins the Menu of Exchange Rate Options*”, *American Economic Review*, Vol.90 (2), 2000.
- LEIGH, D. Rossi, M., “*Exchange Rate Pass-Through in Turkey*”, *International Monetary Fund Working Paper*, No:WP/02/204, 2002.
- LERNER Abba P., **The Economics of Control**, Macmillan, New York, 1944.
- LEVY-YEYATI, E. and F. Sturzenegger, “*Exchange Rate Regimes and Economic Performance*”, *IMF Staff Papers*, Vol.47, 2001.
- LOAYZA, N. ve Hebel, K.S., “*Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: AN Overview*”, “*Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*”. Erişim: 25.06.2008, Şili Merkez Bankası, <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/MonetaryPolicyOverview.pdf>
- MARREWĪJK, Charles Van, “*An Introduction to International Money and Foreign Exchange Markets*”, University of Adelaide University, Australia: Scholl of Economics Working Paper 2004-02, 2004.
- MARSHALL Alfred, **Money, Credit and Commerce**, Macmillan London, 1923.
- McCALLUM, B.T. and NELSON, “*Nominal Income Targeting in an Open-Economy Optimizing Model*.” NBER Working Paper, No:6675, 1998.
- McCARTHY, J., “*Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies*,” *Bis Working Papers*, No:79
- MİNELLA, A. vd “*Inflation targeting in Brazil: Lessons and Challenges*,” *BIS Papers*, No: 19, 2002.
- McKINNON, R.I., “*Optimum Currency Areas*”, *American Economic Review*, Vol.53, 1963.
- McKINNON, R.I., **An International Standard for Monetary Stabilization**, Institute for International Economics, Washington, DC, 1984.
- McKINNON, Ronald and Schnabl Gunther. “*The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin*”, *Standford University Working Paper*, 2002.
- MEADE James E., “*The Case for Variable Exchange Rates*,” *Three Banks Review*, Vol.27, 1955.

- MELVIN, Michael, *“International Money and Finance”*, 5th ed. Reading, Mass: Addison-Wesley, 1997.
- MENON, Jayant, *“Exchange Rate Pass-Through”*, Journal of Economic Surveys, Volume 9, No:2, 1995.
- METZLER Lloyd A., *“Wealth, Saving and the rate of Interest”*, Journal of Political Economy, Vol.59, 1951.
- MISHKIN, F.S., *“The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy”*, NBER Working Paper, No.8617, 2001.
- MISHKIN, F.S., *“The Transmission Mechanism and The Role of Asset Price in Monetary Policy”*, NBER Working Paper, No.8617, 2001b.
- MORENO-Villalaz, J.L., *“Lessons from the N-Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration”*, Cato Journal, Vol. 19 (3), 1999.
- MUNDELL, R.A., *“A Theory of Optimal Currency Areas”*, American Economic Review, Vol. 51, 1961.
- NORRBIN, Stefan, *“What Have We Learned From Empirical Tests of The Monetary Transmission Effect?”*, Sveriges Riksbank Working Paper Series, No.121, 2000.
- OBSTFELD, M., *“International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned”*, Brooking Papers on Economic Activity, No.1, 1995.
- ÖZTÜRK E., *“Kur Hareketleri, Dış Ticaret Açığı v Merkez Bankası Politikaları”*, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 9, Sayı 91, Ekim 1993.
- ÖZTÜRKLER, H., *“The Monetary Transmission Mechanisms: An Empirical Application to the Turkish Economy”*. Doktora Tezi. Washington D.C. The American University, 2002.
- PEKER, O., *“Parasal Şokların Reel Etkileri: Kuram ve Türkiye Örneği”*, Doktora Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Enstitüsü, 2004.
- PUGEL, Thomas A., **International Economics**, 12th ed. Boston : McGraw Hill, 2004.
- QUIRK, P.J. *“Recent Experience with Floating Exchange Rates in Developing Countries”*, in Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, ed. By Richard C. Barth and Chong-Huey Wong, 1994.
- REINHART, C.M, *“The Mirage of Floating Exchange Rates”*, American Economic Review, Vol.90 (2), 2000.
- REINHART, C.M. and K.S. Rogoff, *“The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”*, NBER Working Papers No.8963, 2002.
- RITTENBERG, L., *“Exchange Rate Policy and Price Level Changes: Causality Test for Turkey in the Post Liberalization Period”*, The Journal of Development Studies, 29, 1993.
- ROBINSON Joan, *“The Foreign Exchanges”*, in Robinson, Essays in the Theory of Employment, Basic Blackwell, Oxford, 1947.

- ROGOFF, K., “Why Not a Global Currency”, American Economic Review, Vol.91 (2), 2001.
- RANA, P.B ve DOWLING, J.Jr., “ *Inflationary Effect of Small Continuous Changes in Effective Exchange Rate: Nine Asian LDCs*”, Review of Economics and Statistics, 67, 1985.
- ROSE, A.K., and C. ENGEL, “Currency Unions and International Integration”, NBER Working Papers 7872, 2000.
- ROSE, A.K. and E. Van Wincoop, “National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union”, American Economic Review, Vol.91 (2), 2001.
- SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası İktisat**, İstanbul, 1998.
- SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası İktisat**, İstanbul, 2003.
- SEYREK, İ. DUMAN, M. ve SARIKAYA, M., “Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye’de Aktarım Mekanizması”. C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, V,1, 2004.
- SEZER, B., “Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye’de İşleyişi”. Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.
- SUMMERS, L.H., “International Financial Crises: Causes Prevention”, and Cures, American Economic Review, Vol.90 (2), 2000.
- ŞAHİNBEYOĞLU, G., “Monetary Transmission Mechanism: A View from a High Inflationary Environment”. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tartışma Tebliği, No.2001/1, 2001.
- TAVLAS, G., “The “New” Theory of Optimal Currency Area, International Monetary Fund”, Washington, 1992.
- TAYLOR, J.B., “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, Journal of Economic Perspectives, XI, 4, 1995.
- TAYLOR, J.B., “Low Inflation-Pass Through and Pricing Power of Firms,” European Economic Review, 2000.
- TRENKLER, C., “The Polish Crawling Peg System: A Cointegration Analysis”, Humboldt University Working Papers, 2000.
- US, V., “Monetary Transmission Mechanism in Turkey Under the Monetary Conditions Index: An Alternative Policy Rule”. Applied Economics, 36, 2004.
- UTKULU, U., “Co-integration Analysis: An Introductory Survey with Applications to Turkey”, 1. Uluslararası İstatistik Sempozyumu, Ege Üniversitesi Basımevi, İzmir, 1993.
- WILLIAMSON, J., “Exchange Rate Management”, Economic Journal, Vol.103, 1993.
- WILLIAMSON, J. **What Role for Currency Boards? Institute for International Economics**, Washington, 1995.
- TCMB, **Para Politikası Raporu- Temmuz, 2008.**
- TCMB, **Yıllık Rapor 2007.**

TCMB, Yıllık Rapor 2004.

TCMB, Yıllık Rapor 2003.

TCMB, Yıllık Rapor 2002.

TCMB, Yıllık Rapor 2001.

TCMB, Yıllık Rapor 2000.

TCMB, Yıllık Rapor 1999.

TCMB, Yıllık Rapor 1995.

DİZİN

A

ABD.....27, 28, 29, 34, 38, 40, 42, 52, 65, 66, 67, 68, 70, 72, 73, 77

B

birim kök testi xiii, 74, 79

Ç

çapa 21, 22, 27, 33, 34, 35, 36, 59, 68, 70

D

dalgalı kur..19, 22, 23, 32, 33, 37, 38, 39, 40, 58, 59, 70

dolar 5, 6, 7, 10, 66

dolarizasyon 26, 27, 28, 31, 44

dövizv, xiii, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 21, 22, 23, 26, 30, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 43, 44, 45, 46, 47, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 77, 80, 81, 82, 83

döviz kuru..v, xiii, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 13, 14, 15, 16, 18, 19, 21, 22, 23, 26, 30, 32, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 43, 45, 46, 47, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 77, 80, 81, 82, 83

döviz kuru politikaları..... 2, 40, 58, 73

E

eşbütünleşme 64, 74, 76, 77, 79, 80, 83

F

faiz paritesi.....4, 5, 6, 7, 8, 10, 11, 13

G

geçiş etkisi.....v, xiii, 2, 3, 4, 19, 52, 77

M

Merkez Bankası xiii, 27, 32, 34, 39, 43, 52, 64, 66, 67, 68, 69, 74, 77, 87, 88, 89

P

Para Birliğiviii, 22, 28, 29, 31, 35, 40, 41

Para Kuruluviii, 22, 32, 41

para politikası 3, 4, 16, 17, 18, 19, 26, 27, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 39, 43, 45, 53, 54, 58, 59, 62, 63, 64, 66, 68

parasal aktarım mekanizması 4, 62, 63, 64

S

sabit kur23, 26, 32, 33, 34, 37, 38, 40, 43, 44, 46, 53, 65, 66

Ş

şerit 33, 35, 36, 37

T

Türkiye . 4, ix, xiii, 3, 4, 19, 30, 33, 36, 39, 42, 52, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 70, 71, 73, 74, 77, 80, 81, 82, 83, 85, 86, 87, 88, 89