

T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

146689

Doktora Tezi

**DÖVİZ KURU REJİMLERİ
VE EKONOMİK ETKİLERİ BAKIMINDAN
TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU
POLİTİKALARININ ANALİZİ**

Erşan SEVER

2502990021

Tez Danışmanı

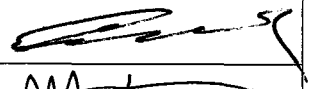
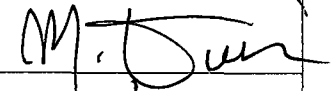
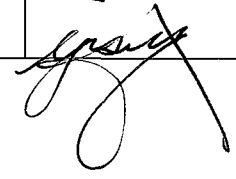
Doç. Dr. Zekai ÖZDEMİR

İstanbul 2004

T.C
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜ
MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAYI

İKTİSAT Anabilim Dalında 9925020021 numaralı ERŞAN SEVER'İN hazırladığı "DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE EKONOMİK ETKİLERİ BAKIMINDAN TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU POLİTİKALARININ ANALİZİ" konulu YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ ile ilgili Tez Savunma Sınavı, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 28.Maddesi uyarınca 30.07.2004 CUMA günü saat: 10.00'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin Kabul ne* OYBİRLİĞİ /OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
PROF.DR.CEMAL ŞANLI	Kabul	
PROF.DR.MİTHAT ZEKİ DİNÇER	Kabul	
DOÇ.DR.GÜLDEN ÜLGEN	Kabul	
DOÇ.DR.ZEKAI ÖZDEMİR	Kabul	
DOÇ.DR.UĞUR AKALIN	Kabul	

ÖZ

Ulusal paranın yabancı para cinsinden değeri şeklinde tanımlanan döviz kurları, başlangıçta uluslararası mal ve hizmet alım-satımlarına göre belirlenirken, iletişim teknolojisinin gelişmesi sonucunda para piyasaları kurların belirlenmesinde daha etkin hale gelmiştir. Bu değişimin doğal sonucu döviz kurlarındaki dalgalanmaların da giderek arttığı görülmüştür.

Döviz kurlarının değişim oranları ile bu değişimlerin ekonomik birimler üzerinde meydana getirmiş olduğu etkiler her ülke için aynı seviyede olmamaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerin yapısal farklılıklarından dolayı döviz kurlarında meydana gelen değişimlerden daha yüksek oranda etkilendikleri gözlemlenmektedir. Özellikle sermaye hareketliliğinin giderek serbestleşmesinin ardından meydana gelen ekonomik krizler ile birlikte döviz kuru rejimleri şoklardan etkilenme şiddeti, ekonomik sorunların giderilmesine yönelik uygulamalara sağladığı esneklik ve istikrarlı bir makro ekonomik performansın elde edilmesi noktasında daha çok inceleme konusu olmuştur. Bu çalışmada Türkiye’de döviz kurlarındaki değişimlerin enflasyon, faiz, ihracat, ithalat, büyüme ve borçluluk durumu ile ilişkileri ele alınmıştır. Türkiye’de döviz kurlarında meydana gelen değişimlerin ekonomik etkilerinin analiz edildiği modelde VAR yöntemi kullanılarak nominal döviz kurlarında meydana gelen değişimlerin, enflasyon ve faiz oranı üzerindeki etkileri birinci modelde analiz edilmiştir. İkinci modelde ise döviz kurlarındaki değişimin ihracat, ithalat ve büyüme üzerinde yaptığı etkiler incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, Döviz kurlarında meydana gelen bir değişim en fazla TEFE oranlarını etkilemekte ve bu etkinin şiddeti 4 dönem devam etmektedir. Enflasyon üzerinde döviz kurları ile birlikte beklentilerin etkisinin de önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kurlarda meydana gelen bir şok faiz oranlarını da etkilemektedir. Ancak faiz oranlarının kendi gecikmeli değerleri daha büyük etki yapmaktadır. İhracat, ithalat ve büyüme oranları da döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenmektedir. Döviz kurlarında meydana gelen artış karşısında ithalat ve büyüme negatif ihracat ise pozitif tepki vermektedir. Genel olarak döviz kurlarındaki yükselmenin ardından ihracat artışları ithalattaki azalıştan daha yüksek olurken, ulusal paranın değerlenmesi sonucunda ithalat artış oranları ihracat azalış oranlarından daha yüksek olmaktadır.

ABSTRACT

Exchange rate was defined as the value of national money in terms of foreign currency. At first, exchange rate was defined by international goods & service trade, however with the development of communication technology, money markets became more effective in determination of exchange rate. As a natural conclusion of this change, the floating in the exchange rate gradually increased.

Exchange rate can vary according to countries as well as the effects of these changes in these countries. It has been observed that, developing countries, because of their structural differences, affected more from the change in the exchange rate. Especially after the crises caused by liberation of market; exchange rate became the focus of investigation to prevent shocking effects or to conclude economic problems and to follow stable macro economic aims. In this investigation, effects of exchange rate on inflation, interest, export, import, growth and debt conditions are studied in Turkey. In first model, changes in the exchange rate are analyzed, (by VAR method) in terms of their effects on inflation and interest rates. In the second model, effects of changes in the exchange rate on export, import and growth are studied in Turkey. According to result of study, change in the exchange rate affects the CPI in the first place, and the strength of this effect continues during four periods. It is also found that, besides the exchange rate, expectations are important. Any shock occurred in the exchange rate affects interest rates. However, self delayed values of interest rates have more important effects. Import, export and growth rates are affected by the change in the exchange rate. An increase in the foreign exchange rates affects import and growth in a negative way and export in a positive way. In general, after the increase in foreign exchange rate, increase in export ratio exceeds decrease in import ratio and, as a result of increasing value of national money; the rise in import ratio surpasses the decrease in the export ratio.

ÖNSÖZ

Ulusal ekonomide döviz kurları, faiz ve enflasyon oranları üç önemli fiyatlama araçlarıdır. Bu araçlardan birisinde meydana gelen değişmeden diğerleri de etkilenmektedir. Ancak burada döviz kurları diğer fiyatlama araçlarından daha farklı bir konumdadır. Çünkü, döviz kurları ulusal ekonomideki fiyatların genel durumu ile diğer ülkelerdeki fiyatların durumunu mukayese yapmamıza da imkan tanımaktadır. Bu bakımdan döviz kurları hem iç dengenin hem de dış dengenin sağlanmasında temel değişken durumundadır.

Küreselleşme sürecinde ülkelerin dünya ekonomisinden daha fazla kazanım elde etmeleri uğraşısına paralel olarak bu harekete entegre olma çabaları, ülkelerin ekonomi politikalarındaki tercihlerini yeniden düzenleme gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Dışa açık ekonomi politikaları şeklinde tanımlanan bu uygulamalar hem mal hem de finansal piyasaların serbestleşmesi biçiminde gerçekleşmiştir. Bu bakımdan ulusal ekonomiler her geçen gün uluslararası ekonomik gelişmelere daha fazla duyarlı hale gelmiştir. Geçen on yıllık süre içerisinde gelişmekte olan piyasa ve ülkelerde yaşanan krizler Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomiler üzerinde etkisini daha yoğun hissettirmiştir. Bu noktada döviz kuru politikaları ülke dışında meydana gelen olumsuz gelişmelerden ulusal ekonominin izole edilmesi ve alternatif politika uygulamalarında kazandırdığı esneklik açısından önem kazanmaktadır.

Bu çalışmada döviz kurları teorik olarak belirlendikten sonra ekonomik etkilerinin analizi yapılmaktadır. Çalışmada sürekli yardımlarını aldığım çok değerli hocalarıma şükranlarımı sunarım. Aynı zamanda desteklerini aldığım değerli arkadaşlarıma da teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZ	III
ABSTRACT	IV
ÖNSÖZ	V
TABLOLAR LİSTESİ	XII
ŞEKİLLER LİSTESİ	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ	XIV
KISALTMALAR LİSTESİ	XV
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU TEORİLERİ VE POLİTİKALARI

1. TEMEL KAVRAMLAR VE TANIMLAR	5
1.1. DÖVİZ KURU	5
1.1.1. Çapraz Kurlar	6
1.1.2. Efektif Döviz Kuru	6
1.1.3. Döviz Kurunda Marjlar	7
1.1.4. Döviz Piyasaları	7
1.1.4.1. Spot Kurlar	9
1.1.4.2. Vadeli Kurlar	9
1.1.5. Arbitraj	10
1.1.6. Swap	10
1.1.6.1. Para Swabı	11
1.1.7. Gelecekteki Piyasalar	11
1.1.8. Döviz Opsiyonları	12
1.1.9. Reel Döviz Kuru	13
1.1.9.1. Reel Döviz Kuru ile İlgili Sorunlar	16
1.1.9.2. Nominal Döviz Kuru Hareketlerine Karşı Reel Kurlar	17
1.1.10. Döviz Kuruna Teorik Yaklaşımlar	18
1.1.10.1. Klasik Teori ve Döviz Kurları	18

1.1.10.2. Keynesyen Teori ve Döviz Kurları	19
1.1.10.3. Monetarist Teori ve Döviz Kurları	20
1.1.10.4. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı	22
1.2. DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİ	22
1.2.1 Döviz Arz ve Talebiyle Kurların Belirlenmesi	23
1.2.2. Ödemeler Dengesi ve Döviz Kurları	25
1.2.3. Satın Alma Gücü Paritesi	27
1.2.3.1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi	28
1.2.3.2. Nispi Satın Alma Gücü Paritesi	29
1.2.3.3. Satın Alma Gücü Paritesi Hakkında Yapılan Tartışmalar	30
1.2.4. Varlık Yaklaşımı	32
1.2.4.1. Parasal Yaklaşım	33
1.2.4.1.1. Faiz Paritesi	33
1.2.4.1.2. Temel Parasal Esnek Model	36
1.2.4.2. Portföy Dengesi Yaklaşımı	37
1.2.4.3. Denge Modeli	41
1.2.4.4. Temel Denge Yaklaşımı	43
1.2.4.4.1. FEER Yaklaşımı	43
1.2.4.4.2. NATREX Yaklaşımı	44
1.2.4.5. Döviz Kurlarında Ani Sıçrama Modeli	46
1.2.4.6. Spekülasyon ve Döviz Kurları	48
1.2.4.7. Haberler ve Döviz Kurları	50
2. DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE POLİTİKALARI	50
2.1. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ	50
2.1.1 Dalgalı (Serbest) Kur Rejimi	54
2.1.1.1. Müdahalesiz Dalgalanma	54
2.1.1.2. Yönetimli Dalgalanma	55
2.1.2. Sabit Kur Rejimleri	56
2.1.2.1. Para Kurulu	56
2.1.2.2. Parasal Birlik/Dolarizasyon	58
2.1.2.3. Tamamen Sabit Döviz Kuru Sistemi	59

2.1.3. Orta (Ara) Rejimler	61
2.1.3.1. Ayarlanabilir Sabit Kurlar	61
2.1.3.2. Sürünen Sabitleme/Band	63
2.1.3.3. Hedef Alanı	64
2.1.3.4. Kur Sepeti	65
2.2. DÖVİZ KURU POLİTİKALARI	67
2.2.1. Sabit Döviz Kuru Politikaları	69
2.2.1.1. Ülkelerin Sabit Döviz Kurunu Tercih Nedenleri	69
2.2.1.1.1. Güvenilirlik	69
2.2.1.1.2. Disiplin	70
2.2.1.1.3. Dış Ticaret ve Yatırımları Özendirmesi	70
2.2.1.1.4. Anti-Enflasyonist Olması	71
2.2.1.2. Sabit Kur Uygulamasının Olumsuz Tarafları	71
2.2.1.2.1. Parasal Bağımlılık	71
2.2.1.2.2. Spekülatif Saldırıları Maruz Kalma	72
2.2.1.2.3. Krizler Karşısında Esnek Olmaması	72
2.2.1.2.4. Ulusal Paranın Doğru Para Birimine Bağlanması Sorunu	73
2.2.1.3 Sabit Kurlar ve Gelişmiş Ülkeler	73
2.2.1.4. Sabit Kurlar ve Gelişmekte Olan Ülkeler	75
2.2.1.5. Sabit Kurlarda Para ve Maliye Politikaları	76
2.2.1.5.1. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	77
2.2.1.5.2. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası ..	77
2.2.1.5.3. Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	78
2.2.1.5.4. Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası	79
2.2.2. Dalgalı Kur Politikaları	80
2.2.2.1. Dalgalı Kur Politikasını Tercih Nedenleri	80
2.2.2.1.1 Parasal Politikalarda Bağımsızlık	80
2.2.2.1.2. Dış Şoklara Karşı Ülkeyi Koruması	81
2.2.2.1.3. Ulusal Paranın Gerçek Değerini Yansıtmaması	82
2.2.2.1.4. Rezerv İhtiyacı	82
2.2.2.1.5. Kaynak Kullanımı Açısından	83

2.2.2.1.6. Enflasyon Hedefi	85
2.2.2.1.7. Kamu Maliyesi Disiplini	83
2.2.2.1.8. Faiz Oranlarına Karşı Duyarlılıkları	84
2.2.2.2. Dalgalı Kurların Olumsuz Tarafları	84
2.2.2.2.1 Belirsizlik	84
2.2.2.2.2. Spekülasyonlara Eğilimli Olması	85
2.2.2.2.3. Ekonomik Gelişmeyi Yavaşlatması	85
2.2.2.2.4. Ödemeler Dengesindeki Disiplini Bozması	86
2.2.2.3. Gelişmiş Ülkeler ve Esnek Kur Politikaları	86
2.2.2.4. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Esnek Kur Politikaları	87
2.2.2.5. Esnek Kur Uygulamasında Para ve Maliye Politikaları	89
2.2.2.5.1. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	89
2.2.2.5.2. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası ..	90
2.2.2.5.3. Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	91
2.2.2.5.4. Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası	91
2.2.3. Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Performans	93
2.2.4. Sermaye Mobilitesi, Liberalleşme ve Döviz Kuru Rejimleri	96
2.2.4.1. Köşe Çözümü Hipotezi	98
2.2.4.2. Dalgalanma Korkusu	103
2.2.4.3. Liberalleşme ve Para İkameti	105
2.2.4.4. Döviz Kuru Rejimi Seçimi	110
2.2.5. Devalüasyon (Ulusal Paranın Değer Kaybetmesi)	118

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI VE EKONOMİK ETKİLERİ

1. TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI	125
1.1. 1980 ÖNCESİ DÖVİZ KURU POLİTİKALARI	125
1.1.1. 1923-1929 Dönemi Kur Politikaları	125
1.1.2. 1930-1945 Dönemi Kur Politikaları	126
1.1.3. 1946-1960 Dönemi Kur Politikaları	127
1.1.4. 1961-1970 Dönemi Kur Politikaları	129
1.1.5. 1971-1980 Dönemi Kur Politikaları	130
1.2. 1980 SONRASI DÖVİZ KURU POLİTİKALARI	134
1.2.1. 1981-1988 Dönemi Kur Politikaları	134
1.2.2. 1989-1994 Dönemi Kur Politikaları	137
1.2.3. 1995-2000 Dönemi Kur Politikaları	139
1.2.4. Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programları	145
1.2.5. 2001 Yılı Sonrası Kur Politikaları	148
2. DÖVİZ KURLARININ EKONOMİK ETKİLERİ	155
2.1. FİYAT OLUŞUM MEKANİZMALARI: DÖVİZ KURU, FAİZ ORANLARI VE ENFLASYON ARASINDAKİ İLİŞKİ	155
2.1.1. Fiyatlama Mekanizmaları	155
2.1.1.1. Döviz Kuru	156
2.1.1.2. Enflasyon Oranı	156
2.1.1.3. Faiz Oranı	161
2.1.2. Faiz Oranı- Enflasyon İlişkisi	165
2.1.3. Türkiye'de Faiz Oranları ve Enflasyon	172
2.1.4. Döviz Kuru - Enflasyon İlişkisi	178
2.1.5. Türkiye'de Döviz Kuru ve Enflasyon	184
2.1.6. Faiz Oranları - Döviz Kuru İlişkisi	188
2.1.7. Türkiye'de Döviz Kurları ve Faiz Oranları	194
2.1.8. Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki İlişkiler	197
2.1.9. Türkiye'de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları	201

2.2. DÖVİZ KURLARI VE EKONOMİNİN DİĞER

KESİMLERİYLE İLİŞKİLERİ	204
2.2.1. Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi	204
2.2.2. Türkiye’de Döviz Kurları ve Dış Ticaret	209
2.2.3. Döviz Kurları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi	213
2.2.4. Türkiye’de Döviz Kurları ve Ekonomik Büyüme	215
2.2.5. Döviz Kurları ve Dış Borçlanma İlişkisi	219
2.2.6. Türkiye’de Döviz Kurları ve Dış Borçlanma	220

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÖVİZ KURLARININ EKONOMİK ETKİLERİNİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

1. METODOLOJİ: VEKTÖR OTOREGRESİF (VEKTOR AUTO REGRESSİVE) MODELİ	221
1.1. DÖVİZ KURLARININ, ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ	222
1.2. DÖVİZ KURLARININ İHRACAT, İTHALAT VE BÜYÜME ORANINA YAPTIĞI ETKİNİN ANALİZİ	232
SONUÇ	243
KAYNAKÇA	250
EKLER	273
EK-1 Döviz Kuru, TEFE, TÜFE ve DİBS Faiz Oranları VAR Modeli Sonuçları	273
EK-2 Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranı VAR Modeli Sonuçları	277
EK-3 Reel Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranı VAR Modeli Sonuçları	279
ÖZGEÇMİŞ	281

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo: 1	Kur Rejimlerinin Faiz Oranlarına Karşı Duyarlılıkları	84
Tablo: 2	Gelişmiş Ülkelerdeki döviz kuru rejimi gelişimi	87
Tablo: 3	Gelişmekte Olan Ülkelerdeki döviz kuru rejimi gelişimi	88
Tablo: 4	Rejimlerin Büyüme Performansları ile İlgili Üç Ampirik Çalışma	95
Tablo: 5	Türkiye’de Uygulanan Kur Rejimleri (1930-2003)	153
Tablo: 6	Türkiye’de Enflasyon ve Faiz Oranları	175
Tablo: 7	Türkiye’de Enflasyon ve TL’deki Aşınma Oranları	186
Tablo: 8	Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları	202
Tablo: 9	Türkiye’de Dış Ticaret ve Döviz Kuru	209
Tablo: 10	Türkiye’de Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme	216
Tablo: 11	Kuadratik Trendli Faiz Oranı Model Tablosu	224
Tablo: 12	LRDTÜFE Serisinin Birim Kök Sınaması	226
Tablo: 13	Durağanlık Testi Sonuçları	226
Tablo: 14	Granger Nedensellik Testi Sonuçları	227
Tablo: 15	Döviz Kurlarının Varyans Ayrışım Tablosu	229
Tablo: 16	TEFE’nin Varyans Ayrışım Tablosu	230
Tablo: 17	TÜFE’nin Varyans Ayrışım Tablosu	231
Tablo: 18	Faiz Oranı Varyans Ayrışım Tablosu	231
Tablo: 19	Durağanlık Testi Sonuçları	235
Tablo: 20	Granger Nedensellik Testi Sonuçları	236
Tablo: 21	İthalat Varyans Ayrışım Tabloları	239
Tablo: 22	İhracat Varyans Ayrışım Tabloları	240
Tablo: 23	Büyüme Oranı Varyans Ayrışım Tabloları	241

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil: 1	Döviz Arz ve Talebiyle Kurların Belirlenmesi	24
Şekil: 2	Ödemeler Dengesi ve Denge Döviz Kuru	26
Şekil: 3	Portföy Dengesi Modelinde Kurların Belirlenmesi	39
Şekil: 4	Ulusal ve Yabancı Ekonomik Birimlerin Kayıtsızlık Eğrisi	42
Şekil: 5	Denge Modelinde Döviz Kurunun Oluşması	43
Şekil: 6	Para Arzının Artması ve Döviz Kurlarının Aşırı Sıçraması	47
Şekil: 7	Döviz Kurlarındaki Aşırı Yükselmeye Karşı Fiyat, Faiz ve Kurların Hareketi	48
Şekil: 8	Döviz Kuru Rejimleri	51
Şekil: 9	Ayarlanabilir Sabit Kurlar	62
Şekil: 10	Sürünen Sabitleme/Bant Sistemi	64
Şekil: 11	Hedef Alanı	65
Şekil: 12	Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	77
Şekil: 13	Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası	78
Şekil: 14	Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	78
Şekil: 15	Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası	79
Şekil: 16	Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	89
Şekil: 17	Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası	90
Şekil: 18	Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası	91
Şekil: 19	Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası	91
Şekil: 20	İmkansız Üçleme	99
Şekil: 21	Devalüasyondan Beklenen Sonuçlar	119
Şekil: 22	J-Eğrisi	121
Şekil: 23	Zayıf Para Kısır Döngüsü	123
Şekil: 24	Temmuz 2001-Aralık 2002 Döneminde Uygulanacak Kademeli Band	141
Şekil: 25	Ulusal Paradaki Değer Kaybının Etkileri	179
Şekil: 26	Yurt İçi Faiz Oranındaki Artışların Kurlara Etkisi	188
Şekil: 27	Yurt İçi Faiz Oranındaki Değişmelerin Kurlara Etkisi	188
Şekil: 28	Yurt Dışı Faiz Oranı Artışının Kurlara Etkisi	190
Şekil: 29	Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiler	198

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik: 1	Türkiye’de Enflasyon ve Faiz Oranları	176
Grafik: 2	Türkiye’de Enflasyon ve TL’deki Aşınma Oranları	187
Grafik: 3	Türkiye’de Döviz Kurları ve Faiz Oranları	195
Grafik: 4	Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları	203
Grafik: 5	Türkiye’de Dış Ticaret ve Döviz Kuru İlişkisi	211
Grafik: 6	Türkiye’de Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme İlişkisi	217
Grafik: 7	Döviz Kuru Serisi Grafikler	223
Grafik: 8	DİBS Faiz Oranı Serisi Grafikleri	224
Grafik: 9	TEFE Serisi Grafikleri	225
Grafik: 10	TÜFE Serisi Grafikleri	225
Grafik: 11	TEFE, TÜFE ve Faiz Oranının Döviz Kurlarına Tepki Grafikleri	228
Grafik : 12	Nominal Döviz Kuru Serisi Grafikleri	233
Grafik: 13	Reel Döviz Kuru Serisi Grafiği	233
Grafik: 14	İhracat Serisi Grafikleri	234
Grafik: 15	İthalat Serisi Grafiği	234
Grafik: 16	Büyüme Oranı Serisi Grafikleri	235
Grafik: 17	İhracat, İthalat ve Büyüme Oranının Döviz Kurlarına Tepki Grafikleri	237

KISALTMALAR LİSTESİ

Ae.:	Aynı Eser
Age:	Adı Geçen Eser
API:	Açık Piyasa İşlemleri
BIS:	Uluslararası Denkleştirmeler Bankası
DİBS:	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DİE:	Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT:	Devlet Planlama Teşkilatı
ER:	Döviz Kuru
FED:	Amerikan Merkez Bankası
FEER:	Temel Denge Döviz Kuru
GSMH:	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH:	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
IMF:	Uluslararası Para Fonu
IMM:	Uluslararası Para Piyasası
İTO:	İstanbul Ticaret Odası
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG:	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
NATREX:	Doğal Reel Döviz Kuru
NBER:	Ulusal Ekonomik Araştırma Merkezi
OECD:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
RER:	Reel Döviz Kuru
TCMB:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE:	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TPKK:	Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu
TÜFE:	Tüketici Fiyat Endeksi
VAR:	Vektör Otoregresif

GİRİŞ

Döviz kurları, ekonomik birimlerin faaliyetlerini etkileyen önemli göstergelerden birisidir. İthal edilen malların yurt içi fiyatları, ihracat sektörünün kârlılık düzeyleri, fiyatlar genel düzeyinde artış ile üretim ve istihdam seviyeleri döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenmektedir. Yurt içi ekonomik, siyasi gelişmelere paralel olarak içsel; uluslararası arz şokları, sermaye hareketleri ve yurt dışı faiz oranları gibi değişkenlere ilişkin dışsal faktörler de döviz kurlarında hareketlilik meydana getirmektedir.

Günümüzde liberalleşme uygulamaları ve sermaye hareketliliğinin artmasıyla birlikte gelişen ve daha hareketli hale gelen bu piyasada meydana gelen bir şoktan tüm dünya ekonomileri etkilenmektedir. Ancak bu etkilenmenin boyutu bütün ekonomilerde yakın değerlerde değildir. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde bu sarsıntıların boyutu daha yüksek olmaktadır. Ekonomik şokların meydana getirdiği krizlerin bir ülkede makro dengeleri bozmaması veya en düşük kayıpla atlatılmasında döviz kuru rejiminin seçimi önemli bir faktör olarak görülmektedir. Döviz kuru rejimlerinde bir ülkenin şoklar karşısındaki duruma uyum süreci birincil etki şeklinde ifade edilirken; yatırım, dış ticaret, büyüme ve istihdam düzeyinde meydana getirdiği değişimler de ikincil etki olarak yorumlanmaktadır. Döviz kuru sistemlerinden sabit kur sistemi ile esnek kur sisteminin avantaj ve dezavantajları arasında ters bir ilişkinin bulunması, hangi sistemin uygulamada daha iyi olduğu konusundaki soruya kesin bir cevap verilmesine engel olmaktadır.

Teknolojik gelişmeler ve liberalleşme hareketleri ile birlikte genel olarak sabit kur uygulamasından esnek kur sistemine doğru eğilim olmuştur. Gelişmiş ülkeler liberalleşme uygulamaları çerçevesinde ekonomilerini daha da güçlendirme imkanı bulmuşlar ve bu süreçte önemli bir istikrarsızlıkla karşılaşmamışlardır. Makro ekonomik dengenin sağlanması açısından Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmında ekonomik istikrarsızlıklar gündemdeki yerini korumaya devam etmiştir.

Son dönemlerde gelişmekte olan ülkelerde ekonomik istikrarın sağlanmasında anahtar olarak kullanılan sabit döviz kuru politikalarının da bu ülkelerdeki istikrarsızlığı biraz daha kronikleştirmesinin ardından bu sistemin başarısının; güçlü bir bankacılık sistemi, kamu pozisyonlarının sağlamlığı, likidite güveni açısından ticari ve kamu kaynaklı kredi bağlantılarının yüksek olması, iş piyasasının elastikiyet kazanmış durumda bulunması ve reel ekonominin iyi olması gibi bazı ön koşullara bağlanması, bu sistemin uygulanmasının oldukça zor olduğunu göstermektedir.

Geçmiş dönemlerde sabit kurlar ile esnek kurlar arasında seçim zorlukları yaşanmasına karşılık, sermaye piyasalarının fazla gelişmediği ve sermaye akımlarının düşük olduğu ekonomik ortamlarda meydana gelen krizlerin faturaları son dönemlerdeki krizler kadar maliyetli olmamıştır. Bu bakımdan son krizler ülkelerin ekonomik istikrarı elde etmesinde hangi noktalarda dikkatli olunması gerektiği konusunda bazı öğrenimlerde bulunmasını da sağlamıştır.

Piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmaya çalışan bir ülke için dalgalı döviz kuru sistemi uygun bir kur politikası olarak kabul edilmiş gibi görünmüş olmasına rağmen, bu sistemin gelişmekte olan ekonomiler açısından tam olarak benimsendiğini söylemek gerçekçi olmayacaktır. Resmi olarak esnek kur uyguladıklarını ifade etmiş olsalar da gerçekte bazı yöntemlerle kurların seviyelerini belirlemeye çalışmaktadırlar. Bu ülkelerin piyasa yapıları, borçlandıkları para türleri ve dış ticaret durumları gelişmiş ülkeler ile aynı değildir. Bu yüzden kurlarda meydana gelen değişimlerden gelişmekte olan ülkeler daha fazla etkilenmektedirler. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ekonomiler için optimum döviz kuru politikasının ne olacağı konusunda konsensüs sağlanamamıştır. Bazı ekonomistler köşe çözümlmelerini (sabit veya esnek kur sisteminden birisi tercih edilmelidir) savunurken, bazıları da bir ülke için geçerli olan kur sisteminin diğer ülke için uygun olamayacağı fikrinden yola çıkarak her devletin kendine özgü kur politikasını benimsemesi gerektiğini ifade etmektedirler.

Türkiye uluslararası alanda meydana gelen değişimlere uyum sağlamak ve ekonomik kalkınmasını daha etkin bir şekilde gerçekleştirmek amacıyla 1980 yılından itibaren ekonomide rekabetçi yapının oluşturulmasına yönelik politika uygulamalarına hız vermiştir. İthal ikamesinin uygulandığı döneme paralel olarak sabit döviz kuru politikasının seçilmesi uygun görülmüştür. 1980 yılı sonrasında

uygulanan politikalar doğrultusunda finansal serbestleşme hareketleri de ivme kazanmıştır. Bu uygulamalar ile birlikte yabancı para cinsinden özellikle Amerikan Doları türünden tasarruflarda artışlar meydana gelmiştir. Türkiye’de faiz oranları hem yabancı sermayeyi ülkeye çekmek hem de yurt içi tasarrufların yerli enstrümanlara kaymasını sağlamak amacıyla yüksek tutulmuştur. Bu şekilde düşük kur - yüksek faiz politikaları altında sıcak para girişleri teşvik edilmiştir. Neticede ekonomide kısa süreli ekonomik iyileşme meydana gelirken ilerleyen dönemlerde yerli paranın reel olarak yabancı paralar karşısında değer kazanması, artan iç ve dış borçlanma ile birlikte ithalatın daha cazip hale gelmesi ödemeler bilançosundaki dengesizlikleri artırmıştır. Meydana gelen açıkların sürdürülemez hale gelmesiyle hızlı para çıkışlarının yaşanmasının ardından ekonomik krizleri meydana getirmiştir.

Bu nedenle özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru politikaları dış dünya ile ilişkilerle birlikte iç ve dış dengenin korunmasında ana unsurlardan biri haline gelmiştir. Öte yandan döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların ekonomik birimler üzerine yansımalarının boyutlarının analizi istikrarlı bir ekonomik politikanın oluşturulması açısından önem arz etmektedir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde teori ve kavramlar ana başlığına ilişkin olarak döviz kurunun tanımı yapılmış, yabancı paraların alım ve satım işlemlerinin gerçekleştirildiği döviz piyasaları incelenmiştir. Öte yandan bir ekonomide dış rekabetin sürdürülebilmesi açısından reel döviz kurların göstermiş olduğu değişimler ve nominal kurlarla ilişkilerine bağlı olarak ortaya çıkan sorunlar da aynı bölüm içinde ele alınmıştır.

Döviz arz ve talep edenlerin karşı karşıya geldiği döviz piyasaları döviz kurlarının belirlenmesinde en önemli unsurlar içerisinde yer almaktadır. Ancak günümüzde iletişim ağının gelişmesiyle birlikte sermaye hareketliliğindeki artışların sonucunda diğer aktiflerin ve bazı spekülatif hareketlerin döviz kurları üzerindeki etkileri de giderek artmıştır. Bu doğrultuda varlık, portföy dengesi yaklaşımı ve Dornbusch’un geliştirmiş olduğu döviz kurlarında ani sıçrama modeli üzerinde durulmuştur. Bu gelişmelere paralel olarak döviz kurlarının belirlenmesi giderek çok boyutlu bir görünüm alırken, ekonomi yönetimlerinin kurları belirlemede sahip oldukları enstrümanlar da giderek azalmaya başlamıştır.

Döviz kurlarının ne şekilde ve hangi güçler tarafından belirleneceği veya bunların hangi ölçülerde olacağı ile ilgili kuralların bileşimi şeklinde tanımlanan döviz kuru sistemleri; sabit, orta (ara) ve esnek döviz kuru sistemleri olarak üç başlık altında toplanmaktadır. Ülkelerin farklı döviz kuru sistemini tercih etmesinin nedenleri ve herhangi bir kur sistemini seçmesi durumunda karşılaşacağı olumsuzlukların neler olduğunun bilinmesi, döviz kuru rejimi seçimlerinde daha sağlıklı karar alınmasına yardımcı olmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye’de uygulanan döviz kuru politikaları ve ekonomiye yaptığı etkileri incelenmiştir. Türkiye’de uygulanan kur politikalarını 1980 öncesi kur politikaları ve 1980 sonrası kur politikaları olarak iki ana başlıkta sunulmuştur. 2000 yılı başından itibaren Türkiye’de uygulanan istikrar programında döviz kuru çapa olarak seçilmiş, yaklaşık bir yıllık uygulama süreci sonrasında meydana gelen baskılara daha fazla dayanamayan bu program sona ermiştir. Bu bağlamda döviz kuruna dayalı istikrar programlarını uygulayan ülkelerin karşılaştıkları olumlu ve olumsuz belirtiler burada ayrıca üzerinde durulan bir başka konu başlığı olmuştur.

Üçüncü bölümde fiyat oluşum mekanizmalarından döviz kurları enflasyon ve faiz arasındaki ikili ve üçlü ilişkiler ve bu ilişkilerin Türkiye ekonomisindeki gelişimi, ekonomide reel ve finansal kesim arasındaki istikrarın sağlanması açısından önemi üzerinde durulmuştur. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde döviz kurlarındaki değişimler ile ihracat, ithalat, istihdam ve büyüme gibi makro ekonomik değişkenlerin bu değişime vermiş olduğu tepkilerin büyüklüğü ekonomik politikalarda daha rasyonel karar alınmasına yardımcı olacaktır. Bu doğrultuda Türkiye’de döviz kurlarının ekonomide meydana getirmiş olduğu etkiler VAR analizi kullanılarak incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU TEORİLERİ VE POLİTİKALARI

1. TEMEL KAVRAMLAR

1.1. DÖVİZ KURU

Uluslararası ekonomik ilişkilerde bulunulması, alacaklı durumdaki ülkenin kabul ettiği türden ödeme yapılmasını gerekli kılmaktadır. Farklı paralara sahip olan devletlerin yerli ödeme araçları ile uluslararası ödeme araçları arasındaki temel farklılık burada yatmaktadır.¹

Döviz kuru (exchange rate) genel olarak; bir ülkenin parasının diğer ülke paraları ile değişim değeri olarak tanımlanmakta ve $1\$ = 1\,500\,000\text{ TL}$ şeklinde ifade edilmektedir.² Fakat bazı ülkelerde döviz kuru bir birim yerli paranın yabancı para ile değişim değeri ($1\text{ TL} = 1/1\,500\,000\$$) olarak tanımlanmıştır.³

Hiçbir müdahalenin olmadığı bir piyasada kendiliğinden oluşan denge döviz kuruna doğal denge kuru denir. Bu ifade tamamen teorik olup, gerçekte her ekonomide belirli bir oranda gümrük uygulamaları, işçi dövizleri ve dış borç faizleri gibi döviz arz ve talebini etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır. Bu faktörleri de göz önünde bulundurduğumuzda denge döviz kuru şu şekilde ifade tanımlanabilir. *“Denge kuru: bir ekonomide kambiyo ve miktar kontrol ve kısıtlamaları olmadan, makul bir gümrük duvarını bir veri kabul ederek, sermaye ve döviz hesaplarını dengede tutarak, yani ekonomiye dışarıdan net bir katkı yapılmamasını öngörerek döviz kurunun ekonomideki döviz arz ve talebine göre serbestçe belirlenmesi sonunda ortaya çıkacak kurdur”*⁴

137 civarında döviz kuru açıklaması yapan ülkelerden ABD, Almanya ve Japonya gibi 114 ülke birinci tanımı ($1\$ = 1\,500\,000\text{ TL}$) kullanırken, İngiltere,

¹ S. Kerry Cooper, Donald R. Fraser and Gene C. Uselton, *Money, The Financial System, And Economic Policy*, California, Addison-Wesley Publishing Company, 1983, p.461

² Michael Melvin, *International Money and Finance*, Fifth edition, California, Addison-Wesley Publishing Company, 1997, p.1

³ Andrew B. Abel and Ben. S. Bernanke, *Macroeconomics*, Second edition, Newyork, Addison-Wesley Publishing Company, 1994, p.482

⁴ Kemal Kurdaş, *Ekonomik Politika Üzerine*. İstanbul, Beta Basım Yayım Dağ., 1994, s.186

Avustralya, İsviçre gibi ülkeler ikinci tanıma (1TL=1/1 500 000\$) kullanmaktadırlar. Birinci tanıma doğrudan kotasyon, ikinci tanıma ise dolaylı kotasyon da denilmektedir.⁵

Türkiye’de kurların değeri birinci tanıma göre belirlenmektedir. Bu durumda döviz kurlarında meydana gelen bir yükselme bir birim döviz ile değiştirilen yerli para miktarının arttığını yani yabancı paraların fiyatının yükseldiğini ifade ederken, döviz kurlarının düşmesi ise, bir birim yabancı para ile değiştirilen yerli para miktarının azaldığını, başka bir ifade ile yabancı paranın fiyatının düştüğünü gösterir.⁶

Ülkelerin dış dünya ile ilişkileri mal ve hizmet alış verişleri dışında turizm seyahatleri, finansal akımlar şeklinde de olabilmektedir. Bu nedenle döviz kurlarının oluşmasına mal ve hizmetlerin yanında diğerk faktörler de etki etmektedirler.

1.1.1. Çapraz Kurlar

İki ülke paraları arasında meydana gelen kurlara bağılı olarak diğerk ülkelerin paralarının da bu kurlara ilişkin değışim değerine göre tespit edilmesine çapraz kur (cross exchange rate) denir. Mesela; TL ile ABD dolarının değışim kurları belli olsun. Japon yeni ile ABD dolarının değışim kurundan yola çıkarak Türk lirası ile yen arasındaki değışim kuru tespit edilebilir.

Uluslararası ödemelerin normal yolları izleyebilmesi için düz kurlar ile çapraz kurlar arasında farkların bulunmaması gerekmektedir. Günümüzde bilgisayar sisteminden faydalanılarak çapraz kurlar anında hesaplanabilmektedir. Çapraz kurlar arasında farklılık olması arbitraj kazançlarını artırmaktadır. Ancak dövizlere uygulanan kontrollerinin büyük oranda kalkmış olması çapraz kurlar arasındaki farklılıkları ortadan kaldırmıştır.⁷

1.1.2. Efektif Döviz Kuru

Efektif kur; Bir ülkenin alış-veriş yaptığı ülkelerin dış ticaretindeki paylarına göre diğerk ülke paraları cinsinden yerli paranın ortalama fiyatını tespit etmek amacıyla kullanılan ticaret ağırlıklı olan endeks değeridir. Ağırlıklı hesaplamalar ikili

⁵ Emin Ertürk, **Makro İktisat**, İstanbul, Alfa yayınları, 1999, s.136

⁶ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, İstanbul, Güzem Yayınları, 1996, s.289

⁷ Sadun Aren, **İstihdam, Para ve İktisadi Politika**, Ankara,Savaş Yayınları, 1992, s.144

olabileceği gibi çok taraflı ticaret ağırlığı şeklinde de olabilir.⁸ İkili ticaret ağırlıklarında ülkenin ihracatı ve ithalatı ele alınırken, çok taraflı ağırlıklarda ise endekse tabi olan yabancı ülkelerin tamamının toplam ticaretinde her ülkenin payları dikkate alınır. Bunların ikili kurlar üçüncü piyasalarda rekabet durumunu vermezken çok taraflı kurlar ise bu görünümü ifade etmektedir. Çapraz ve normal kurlarda enflasyonist etkiler yer almazlar, parasal olarak ifade edilirler.⁹

1.1.3. Döviz Kurunda Marjlar

Bankalar ve döviz ticareti yapan kuruluşların döviz alış fiyatları ile satış fiyatları arasındaki farka kur marjları denir. Bu şekilde kuruluşlar, yaptıkları işin maliyet ve kârını, alım - satım fiyatları arasındaki fark ile elde etmiş olurlar.

$$\text{Kur marj yüzdesi} = \frac{Ps - Pa}{Ps} \times 100 \text{ şeklinde hesaplanabilir.}^{10}$$

Mesela ABD dolarının 1 480 000 TL alış kuru ve 1 500 000 TL satış kuru olması durumunda kur marjı, şu şekilde hesaplanır.

$$\text{Kur marj yüzdesi} = \frac{1500000 - 1480000}{1480000} \times 100 = 1,351 \text{ olarak bulunur}$$

1.1.4. Döviz Piyasaları

Uluslararası döviz piyasaları çeşitli ulusların paralarının alım ve satım işlemlerinin yapıldığı yerlerdir. Bu piyasalarda hükümetler, firmalar ve bireyler bulunmaktadır. Bu ekonomik birimler uluslararası ticaret, deniz aşırı turizm seyahati ve yurtdışı yatırımlar gibi gerekçelerle döviz alım ve satım işlemi yaparlar. Ayrıca bu piyasada spekülasyon kazanç sağlamak amacıyla spekülasyonlar da döviz alım ve satımı yapabilmektedirler.¹¹ Bu piyasalar, uluslararası döviz kuru piyasaları (forex) üzerinden ve genel olarak telekomünikasyon ağı ile birbirine bağlanmış sistemden meydana gelmiştir. Döviz kuru piyasalarında günde 1,2 trilyon \$'lık işlem gerçekleşmektedir. En büyük para piyasası Londra'da bulunmaktadır. Bunu New York ve Tokyo borsaları takip etmektedir. En fazla işlemlerin yapıldığı zaman

⁸ Emin Ertürk, *Döviz Ekonomisi*, İstanbul, Der Yayınları, 1994, s.20

⁹ Emin Ertürk, *Makro İktisat*, s.138

¹⁰ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.291

¹¹ Cooper, Fraser, Uselton, a.g.e., p.462

Avrupa'da öğleden sonraki dönemdir ve bu esnada New York borsası da açılmış durumdadır.¹²

Döviz kuru piyasasında son yıllardaki en önemli gelişme, ihracat ve ithalat miktarındaki artışa paralel olarak döviz kuru işlemlerinin hacminde artış meydana gelmesidir. Bu trend kurumsal yatırım fonları ve uluslararası portföy çeşitlendirmesiyle birleşmektedir. 1980'li yıllardaki Japonya ile diğer önemli Avrupa ülkelerindeki liberasyonlar ve finansal piyasalardaki modernizasyonlar, bilgisayar ve telekomünikasyon vasıtasıyla bilgi edinmek için yapılan giriş sistemleri, uluslararası finansal portföy çeşitlendirmesine gidilmesini kolaylaştırmaktadır. Aynı zamanda uluslararası çeşitli portföylerle kurumsal yatırımların yönetimi altında artan tasarruflar da kurumların fon miktarlarını hızlı bir şekilde genişletmiştir.¹³

Döviz kuru piyasasında oyuncu kategorisi dörttür. Bunlardan birincisinde brokerler (komisyoncu) ve dealerlar (alım-satımcı) bulunmaktadır. Brokerler, müşterileri için döviz alım ve satım işlemi yaparlar. Dealerlar ise dövizdeki duruma bakarlar ve piyasa yapıcılar olarak iş görürler. İkinci ve en geniş grupta ise bireyler, şirketler ve finansal kuruluşlar yer alırlar. Bu gruptakiler ticari ve finansal işlemler nedeniyle döviz piyasasında alım ve satım işlemi yaparlar. Üçüncü grupta spekülâtörler ve arbitrajcılar bulunmaktadır. Bir spekülâtör zaman içerisinde döviz kurunun değişmesindeki kazançları araştırır. Arbitrajcılar, farklı yabancı piyasalar arasında (spot arbitrajı) kote edilen kurlarda aynı anda farklılık olması durumunu araştırarak kazanç elde etmeye çalışırlar. Bunun yanında iki ülke arasında faiz oranları ve vadeli kazançlar (veya iskontolar) arasındaki farklılıklardan da kazanç sağlamayı hesaplarlar. Dördüncü ve son grupta ise, merkezi hükümetler bulunmaktadır. Ulusal hazineler de zaman zaman borç bulma veya faize para verme işlemlerini bu piyasada yaparlar.

Özellikle spekülâtörler ülkedeki sermaye yapısının gelişmişlik durumuna göre ya düşmanca veya dostça bir bakış açısı içerisindedirler. İlerlemiş sermaye

¹² Luc Soenen, *Foreign Exchange Management, A Managerial Approach*, Newyork, Mc Graw-Hill Companies Primis Custom Publishing, 1999, p.21

¹³ Peter Isard, *Exchange Rate Economics*, New York, Cambridge University Press. 1995, p.16

piyasalarında spekülâtörler serbest piyasa sisteminin bütünleştircisi olarak görülürken, gelişmekte olan piyasalarda spekülâtörlere kuşkuyla bakılmaktadır.¹⁴

1.1.4.1. Spot Kurlar

Spot kurlar (spot exchange rate) genellikle bir gün için kote edilen ancak iki günü geçmeyen döviz kurlarıdır. Kote edilen döviz kurlarının değişim miktarı bir milyar ABD doları ve bu değerin üzerindeki değerleri kapsamaktadır. Ne kadar az miktarda yabancı para satın alınır ise döviz fiyatları da o oranda yüksek olur. Spot kurlarda alım ve satım miktarları arasındaki kur marjlarının geniş olması o ülke parasının uluslararası ticari ilişkilerde daha az kullanıldığını veya bankanın bu paranın alışı verişinde bir risk unsuru algıladığını ifade etmektedir.¹⁵

1.1.4.2. Vadeli Kurlar

Yabancı paranın gelecek bir tarihte ödenecek döviz kuru için bugünden anlaşma yapılmasına vadeli döviz kuru (forward exchange rate) denir. Anlaşmalar klasik olarak 1, 2, 3, 6, 9 ve 12 aylık yapılır. Sadece önemli paralar için bir yıldan daha fazla süreyi kapsayan periyotta vadeli kur anlaşmaları yapılabilmektedir. Bu tür anlaşmalara uzun süreli vadeli döviz anlaşmaları denir. Fakat vade sürelerinin uzaması işlemlerin daha hassas olmasına ve istenen fiyat aralıklarının da değişmesine neden olur. Vadeli tarihlerin günleri banker çağrılarak ödeme günü en azından iki iş günü ileri alınabilir. Vadeli kurlar spot kurlardan yüksek veya düşük değerde olabileceği gibi aynı değerde de olabilir. Vadeli kurların spot kurlardan yüksek olması yerli paranın yabancı paraya göre zayıflayacağı, düşük olması ise yerli paranın değerlendirileceği yönünde beklenti oluşturur.¹⁶

$$\frac{F(n) - S(o)}{S(o)} \times \frac{12}{n} \times 100\% \quad F(n) = \text{Vadeli döviz kuru} \quad S(o) = \text{Spot döviz kuru}$$

¹⁴ Soenen, a.g.e., s.21

¹⁵ Melvin, a.g.e., pp.2-3

¹⁶ Soenen, a.g.e., p.26

Mesela 6 aylık bir vade için TL-ABD dolar kurunun 1\$=1 650 000 TL olduğunu ve spot kurların da 1\$=1 500 000 TL olduğu varsayımı altında ulusal paranın ne oranda değer kaybettiğinin bulmaya çalışalım.

$$\frac{1650000 - 1500000}{1500000} \times \frac{12}{6} \times 100\% = 20\% \text{ oranında değer kaybettiği görülmektedir.}$$

1.1.5. Arbitraj

Paraların homojen olmalarından dolayı farklı piyasalardaki fiyatları kolaylıkla mukayese yapılabilmektedir. Döviz kurları dünya genelinde aynı olmalıdır. Eğer dengeden bir ayrılma meydana gelirse, bu durumda aynı anda fiyatı düşük olan piyasada alınan para fiyatı yüksek olan piyasada satılarak fırsat kazançları elde edilecektir. Meydana gelen bu duruma arbitraj (arbitrage) denir. Arbitraj olayında fiyatların düşük olduğu piyasada alım yönünde eğilim olduğundan bu piyasada paranın fiyatında artış meydana gelir. Fiyatın daha yüksek olduğu piyasada ise satış baskısı olacağından burada da ulusal paranın fiyatında gerileme meydana gelecektir. Arbitraj farklı yerlerde alım-satım sonucunda fiyatların birbirine çok yaklaştığı ve artık alım ve satım için herhangi bir maliyete katlanmanın gerek kalmadığı durumda ortadan kalkar. Bu durumda iki piyasa arasındaki fiyat ayrımı ilave bir arbitraj işleminin maliyetini karşılayacak büyüklükte değildir. Bu duruma yakın işlem maliyeti (transaction costs close) denilmektedir.¹⁷ Çapraz kurların resmi kurlardan farklı olması nedeniyle ortaya çıkan arbitraja ise üçgen arbitraj denir.¹⁸

1.1.6. Swap

Gelecekte oluşacak döviz kurları riskinden korunmak (hedging) için firmaların ve bankaların yapmış oldukları uygulamalardan birisidir.¹⁹ Faiz oranları ile döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalardan oluşacak riskler en aza indirilmeye çalışılır.²⁰ Swap işleminde para veya finansal varlıklar aynı anda spot

¹⁷ Melvin, a.g.e., p.6

¹⁸ Hatice Doğanlı, *Uluslararası Finans*, Adana, Nobel Kitabevi, 2001, s.67

¹⁹ Melvin, *International Money and Finance*, p.78

²⁰ Cavidan Veliöğlu, *Döviz Kuru, Türkiye’de Uygulanan Kur Politikaları ve Döviz Piyasası*, İstanbul, TBB Eğitim Tanıtım Grubu Seminer Notları, 1997, s, 5

piyasalarda ve forward piyasalarda işlem görürler. Bu aynı zamanda bir vadenin başka bir vade ile değişimini de ifade etmektedir.²¹

1.1.6.1. Para Swabı

İki tarafın belli bir süre için belli miktardaki iki farklı para birimini faiz ve anapara ödemelerini içerecek şekilde spot kurdan alış verişi yapma ve vade sonunda geri alması hususunda anlaşmaya vardıkları muamele şeklindedir.²² Swaplarda bazı kurallar bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; yapılan işlemlerde vadelerin farklı olması, ikincisi; iki işlemin de aynı para için yapılmış olması, üçüncüsü de iki işlemin ters yönlü olmasıdır.²³ Swap işlemleri sayesinde bankalar ve firmalar hem döviz kuru riskinden korunurlar hem de direkt olarak borçlanmanın ortaya çıkardığı daha yüksek maliyetlerden kurtulmuş olurlar. Örneğin; ABD’de bulunan Citibank’ın şimdilik sterlin talebi olduğunu varsayalım. İngiltere’de de diğer bir bankanın dolar talebi olduğunu düşünelim. Citibank swap anlaşmasını dolar ile yapmış olsun. Şimdi pound için dolar ile anlaşma yapmışken, üç ay sonrasında dolar için pound üzerine olacaktır. Citibank anlaşma yaptığı bankaya dolar verirken üç ay sonra bu durum tersine işleyecektir. Eğer üç aylık periyot süresince her hangi bir durum yoksa sabit kurlardan işlemler yapılacaktır. Ancak iki ülke arasındaki faiz oranlarında farklılık bulunuyorsa o zaman swap kuru olarak değer kazancı veya değer kaybı şeklinde işlemler yapılır.²⁴

Genel olarak swaplar faiz ve döviz swapları şeklinde olmaktadır. Fakat faiz swapları döviz swaplarından daha fazla ve daha uzun vadeleri içermektedir.²⁵

1.1.7. Gelecekteki Piyasalar

Gelecekteki (future) piyasalar, yabancı paraların gelecekteki bir tarihte alım ve satımının yapıldığı piyasadır. Bu piyasaların vadeli piyasalardan bazı ayrılan yanları bulunmaktadır. Birincisi; alış verişi işlemleri standartlaşmış kontratlar şeklindedir ve Uluslararası Para Piyasası (IMM) gibi belirli coğrafik alanlarda yapılır.²⁶ Oysa forward piyasalar standartlaşmış miktarlar ve kontratlar veya standart

²¹ Doğukanlı, a.g.e., s.95

²² Velioğlu, a.g.e., s.5

²³ Doğukanlı, a.g.e., s.63

²⁴ Melvin, a.g.e., p.77

²⁵ Ertürk, Döviz Ekonomisi, s.83-85

²⁶ Melvin, a.g.e., p.79

teslim günleri içermemektedir. İkincisi; ödemeler nihai tarih yerine önceden de yapılabilir. ²⁷

Future piyasalarda gelecekte belirli bir tarihte tespit edilmiş fiyattan belirlenen bir mal, para veya menkul kıymeti anlaşma yapılan kişiye satmak zorunda bulunulmasına kısa pozisyon, az önceki şartları kabul edip almak durumunda kalınmasına ise uzun pozisyon denir. ²⁸

Future piyasalar uluslararası ticaret yapan firmalara spekülâtif fırsatlar tanımakla birlikte, onların döviz kuru riskine karşı korunmalarını da sağlamaktadır. Spekülâtörler de cari kontrat fiyatından önemli derecede paranın gelecekteki fiyatını tam olarak tahmin ettiklerinde kazanç sağlayacaklardır. ²⁹

1.1.8. Döviz Opsiyonları

Döviz kuru riskinden korunmanın en az masraflı olanı opsiyon satın alımlarıdır. ³⁰ Seçenekli işlem anlamına gelen opsiyon, alıcısına bir varlığın önceden tespit edilen şartlarda alma ve satma hakkını belirli bir fiyat üzerinden veren ve yasal olarak bağlayıcı, aynı zamanda ikincil piyasası da olan sözleşmelerdir. ³¹ Opsiyon temel olarak üzerinde anlaşılan fiyat ile vade sonundaki spot kurların birbirinden farklı olma ihtimali üzerine kurulmuştur. Opsiyon hakkı alan taraf tercih hakkına sahipken, veren tarafın ise vade sonunda sözleşmeye uyma zorunluluğu bulunmaktadır. ³²

Opsiyonlar alış ve satış opsiyonu olmak üzere iki şekilde yapılır. Alış opsiyonu sahibine önceden tespit edilen bir değer üzerinden sabit birim vade tarihinden önce belli bir aktifi satın almasını öngörür, satış opsiyonu ise, önceden mutabık kalınmış fiyattan aktifi satma hakkını verir. Opsiyonların kesin olarak uygulanma durumu yoktur, opsiyonu elde eden kişi vade tarihinde herhangi bir uygulamaya gitmeden devam edebilir. Kârlı gördüğü zamanda ise bu hakkını kullanır. ³³

²⁷ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1997, s.489

²⁸ Doğukanlı, a.g.e., s.129

²⁹ Melvin, a.g.e., p.81

³⁰ Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, s.489

³¹ Doğukanlı; a.g.e., s.109

³² Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, s.84

³³ Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, s.490

Mesela, Türkiye'den Almanya'ya ihracat yapan bir firmaya euro olarak ödemede bulunduğu varsayarsak, ihracatçı kendisine belli bir miktardan tespit edilen fiyat karşılığı euro satımı garantisi elde ederek, euro üzerinde satış opsiyonu kazanımı sağlamış olsun. Spot euro kuru önceden tespit edilen kurun altına düşerse opsiyon ihracatçıya bu şekilde oluşacak düşüşler nedeniyle meydana gelecek kayıpları karşılama hakkını vermektedir. Oysa ABD doları önceden belirlenen euro değerinin üzerine çıkmış olsaydı ihracatçı opsiyon uygulamayacak ve eurodan spekülâtif kazanç elde etmiş olacaktı. Aynı durum ithalat yapan firmalar için de geçerli olacaktır. Alış opsiyonu elde eden ithalatçı eurodaki değerlenme karşısında kendisini korumuş olacaktır.

Avrupa'daki opsiyonlarda geleneksel olarak vadelere uyulması zorunlu görülürken, Amerikan uygulamasında vade bitmeden satışlar yapılabilmektedir.³⁴

1.1.9. Reel Döviz Kuru

Nominal döviz kurları paranın satın alma gücü hakkında ihtiyaç duyulan bilgilerin tamamını aktarmaktan uzak kalmaktadır. 1\$=110¥ olduğu varsayılırsa, bu durumda iki ülke arasındaki paraların değişim değerleri tespit edilmiş olmaktadır. Bu örnekle ABD ve Japon ekonomileri hakkında başka herhangi bir bilgiye sahip olunamaz. Bu değişim değerlerine göre New-York'un Tokyo'dan daha pahalı bir şehir olduğu düşüncesi meydana gelebilir. Bu örneğin bir ileri evresine geçilirse, iki şehir arasındaki hamburger fiyatlarını da karşılaştırmak gerekmektedir. Bir hamburgerin maliyeti New-York'ta 2 dolar Tokyo'da ise 1100 yen olarak tespit edilmiştir. Bu durumda iki şehir arasındaki hamburger fiyatlarının kontrol edilmesiyle Japonya'da bir hamburger almanın 10\$ olduğu anlaşılmaktadır. Buradan Amerikan hamburgerinin değeri 0,2 Japon hamburgeri olduğu anlaşılmaktadır. Sonuç olarak, ulusal malların yurt dışındaki mallara göre fiyatları reel döviz kurunu göstermektedir.³⁵ Başka bir ifade ile reel döviz kuru (real exchange rate), nominal döviz kurlarının ulusal fiyatlar ile ülke dışı fiyatlar arasındaki fiyat hareketlerine göre düzeltilmiş endeks değeridir.³⁶

³⁴ Ertürk, *Döviz Ekonomisi*, s.85

³⁵ Abel-Bernanke, a.g.e., pp.483-484

³⁶ Anthony Clunies Ross, *Economic Stabilization for Developing Countries*, Brookfield, Edward Elgar Publishing Com. 1991. p.48

$$\text{Reel döviz kuru (e}_{\text{rer}}\text{)} = e_{\text{nom}} \times \frac{P}{P^*} \quad (1)$$

P =Yurt içi fiyat düzeyi ve P^* =Yurt dışı fiyat düzeyini ifade etmektedir.

$$\text{Reel döviz kuru(RER)} = e_{\text{nom}} \times \frac{P}{P^*} \rightarrow (110\text{¥}/1\$) \times \frac{2 \$ \text{ ABD hamburgeri}}{1100\text{¥} \text{ Japon hamburgeri}} = 0,20$$

Bir ABD hamburgeri=0,20 Japon hamburgeridir.

Gerçekte ülkelerde yüzlerce çeşit mal üretimi yapıldığı şüphesizdir. Bu yüzden reel döviz kurları hesaplanırken fiyat endekslerinin kullanılması daha uygun olmaktadır. Bu endeksler tüketici fiyat endeksi veya GSMH deflatörüdür. Bunlar vasıtası ile yurt içi ve yurt dışı fiyatlar ölçülür. Bu bakımdan reel döviz kurları belirlenmiş iki mal arasındaki değişim oranı ile olmaz ancak bir ülkedeki benzer sepet malları ile diğer ülkedeki benzer sepet malları arasındaki değişim oranıdır. Reel kurlarda uzun zamanda meydana gelen değişmelerle diğer ülkelerdeki mallara göre pahalılaşması, ülkedeki malların reel değişim oralarının ortalama olarak arttığını ifade etmektedir.³⁷

Bu durumda eğer reel döviz kuru =nominal döviz kuru ise dış ticarete yapacağı etki nötr olacaktır.

Reel döviz kuru>nominal döviz kuru ise ihracatta azalma, ithalatta artış meydana gelecektir.

Reel döviz kuru <nominal döviz kuru ise ihracatta artma, ithalatta azalma meydana gelecektir.³⁸

Reel döviz kurlarındaki artışlar reel gelir ve istihdam üzerine baskı yapmaktadır. 1980'li yıllarda Arjantin, Şili, Uruguay ve İngiltere gibi ülkeler reel döviz kurlarındaki büyük artıştan dolayı sıkıntı yaşamışlardır.³⁹

Reel döviz kurlarının ölçülmesinde farklı uygulamaların bulunması, çıkan sonuçların da farklı yorumlanmasına neden olmaktadır. Diğer şekilde olan reel döviz

$$\text{kuru tanımlaması ise } e_{\text{rer}} = e_{\text{nom}} \frac{P^*}{P} \text{ şeklindedir.} \quad (2)$$

³⁷ Abel, Bernanke, a.g.e., p.485

³⁸ Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, İkinci Baskı, İstanbul, OM Yayınevi, 2002, s.191

³⁹ Ross, a.g.e., p. 49

Reel döviz kurlarının bu derece önemsenmesinin önemli nedenlerden birisi ülkelerin dış ticaretinde rekabet gücüne ilişkin gösterge olmasıdır. Aynı zamanda merkez bankaları açısından reel kur değişimleri kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine etki etmesi açısından önem arz etmektedir. Bu durumda merkez bankalarının net dış varlıklarında değişimler yaşanacaktır. Bu değişimler emisyon üzerinde de etkili olabilmektedir.⁴⁰

Reel kur hesaplamalarında genellikle belirli bir yıl esas alınarak endeks şekline dönüştürülmektedir. Asıl tartışma konusu da burada yoğunlaşmaktadır. Çünkü, farklı yıllar temel alınarak yapılan endekslere ilişkin yorumlarda farklı olabilmektedir. Bu açıdan baz alınan yılın iç ve dış dengenin eş-anlı olarak sağlanma kriterine göre oluşturulması önem arz etmektedir.⁴¹

Yukarıdaki ikinci eşitlik doğrultusunda reel kurların artması (endeks değerinin düştüğünü ifade eder) ülkenin rekabet gücünün geliştiğinin göstergesidir. Reel kurlardaki gerileme ise ulusal malların yurtdışına göre pahalılaştığını ifade etmektedir. Dış ticaret haddindeki değişimler, teknolojik değişim sonucunda meydana gelen verimlilik artışları ve yabancı sermaye hareketleri de reel döviz kurlarında değişimlere neden olur.⁴²

Yukarıda ifade edilen iki reel kur tanımlamasına bir örnek verilebilir;

Türkiye’de 1999 yılı baz alınarak 1\$=600 000 TL olduğunu ve Türkiye’de 2000 yılında enflasyonun %40 seviyesinde gerçekleştiğini, ABD’de ise enflasyonun %5 seviyesinde gerçekleştiği varsayılırsa, 2000 yılında cari dolar kurunun 735 000 TL olduğu kabul edildiğinde, bu durumda birinci tanımlamaya göre reel kur değeri

$$e_{rer}=e_{nom} \frac{P}{P^*} \rightarrow 735\ 000 \frac{140}{105}=980\ 000\text{TL dir. Reel kur değeri}>\text{nominal kur değeridir.}$$

İkinci tanımlamaya göre ise, $e_{rer}=e_{nom} \frac{P^*}{P} \rightarrow 735\ 000 \frac{105}{140}=551\ 250\ \text{TL}$ Reel kurlar düşmüştür. Bu veriye göre reel kurların düşmesi ulusal paranın değerlendirildiğini

⁴⁰ Ahmet N Kıpıcı, Mehtap Kesriyeli, **Reel Döviz Kuru Tanımlama ve Hesaplama Yöntemleri**, Ankara, TC Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Yay. No:97/1, 1997, s.3

⁴¹ Kıpıcı, Kesriyeli, **a.g.e.**, s.8

⁴² Emine Bilgili, “Reel döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Kasım, 2000, s.58

ifade etmektedir. Neticede, elde edilen veriler doğrultusunda ihracatın olumsuz etkileneceği ve ithalatın artacağı yorumu yapılabilir.

1.1.9.1. Reel Döviz Kuru ile İlgili Sorunlar

Reel döviz kurları genel olarak bir ekonominin diğer ülkeler ile yapmış olduğu uluslararası ekonomik ilişkilerde dış rekabet gücündeki değişmeye bağlı olarak ödemeler dengesini dolayısıyla da makro ekonomik performansı etkilemesi açısından önemlidir. Reel kurların değerlendirilmesi ulusal paranın yurt dışı piyasada değer kazandığını, değer kaybetmesi ise ulusal paranın değer paralar karşısında değer yitirdiğini ifade etmektedir. Ancak reel döviz kurlarının belirlenmesinde bazı sorunlar da bulunmaktadır.

Teknolojik gelişme düzeylerindeki farklılıklar reel döviz kuru üzerine etki etmektedir. Mesela, ticarete tabi olan mallardaki verimlilik artışı ticarete tabi olmayan mallardan daha hızlı gelişmesini sağlamaktadır. Ticarete tabi olmayan mallara ilişkin fiyatlar iki sektördeki ücret artışlarının aynı olması nedeniyle artacaktır. Bu yüzden dünya piyasasında ticarete tabi olan malların fiyatları da artmış olur. Sonuçta bu malların dünya piyasasında fiyatlarının artması reel kurların düşmesine neden olur. Bu yüzden ticaret mallarındaki verimlilik artışları ülkelerin reel kurlarındaki düşmelerin nedeni olarak düşünülebilmektedir.⁴³

Reel kurların gelişiminin analizi yapılırken endekste temel alınan yıl için iç ve dış dengenin sağlandığı veya dengeden çok az sapmanın olduğu varsayımından hareket edilir. Önceki yıllara göre yapılmış olan değerlendirmeler sağlıklı bir değerlendirme sayılmamaktadır.⁴⁴

Mali tedbirlerin değişmesi de denge reel kurlar üzerine etki etmekte, hatta kamu açıkları değişmeden kamu gelir ve gider kompozisyonlarının değişmesi de reel kurları etkilemektedir. Örneğin, hükümetin harcamalarda ticareti destekleyen bir görünüm vermesi reel kurları değiştirmektedir. Aynı şekilde vergiyle ilgili yapılan değişiklikler de reel kurlar üzerinde etki etmektedir.⁴⁵

⁴³ Bijan B. Aghevli, Mohsin S. Khan and Peter J. Montiel, "Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues", IMF Occasional Paper 78, 1991, p.9

⁴⁴ Kıpıcı, Kesriyeli, a.g.e., s.9

⁴⁵ Aghevli, Khan, Montiel, a.g.e., p.9

Reel kurların denge değerinden daha fazla değer kaybetmesi enflasyon oranının artmasına bu da nominal kurların yukarı doğru hareket etmesine neden olmaktadır. Ulusal paranın değer kaybetmesi, yükselen fiyatlara bağlı olarak negatif reel balans etkisi vasıtasıyla toplam talepte daralmaya neden olmakta, sonuçta üretimde azalma meydana gelmektedir.⁴⁶

Gelişmekte olan ülkelerin kısa aralıklarla ticaret şoklarına girmeleri, reel kurların düşmesinden kaynaklanmaktadır. Ticaretin kötüleşmesi ticarete tabi olmayan mallarda arz ve ihracat yapılabilecek mallarda da talep fazlalığının olması cari işlemler dengesinin kötüleşmesine neden olmaktadır. Bu durumda ticareti yapılmayan malların fiyatlarında indirim yapılarak (reel kurlar düşürülerek) denge oluşturulmaya çalışılır. Ayrıca tarifelerdeki azalmalar da denge reel kurlardaki azalmaya eşlik eder. Daha düşük tarife uygulaması ile ithalat yapılan malların nispi fiyatları azalacaktır. Bu durumda hem ihracatı yapılabilen malların hem de ticari olmayan malların arzında fazlalık meydana getirecek ve ithalatı yapılan malların talebinde de artış meydana getirecektir. Neticede dengenin sağlanması için ticareti yapılmayan malların fiyatlarında indirime gidilmesi gerekecektir.⁴⁷

Bu yüzden reel döviz kurlarında meydana gelen hareketlenmeler mutlaka parasal otoritenin kontrolünde değildir. Dış ticaret, teknolojik gelişmeler ve yabancı sermaye hareketleri reel kurların hareketlenmesine neden olabilmektedir. Bu tür değişimler tamamıyla ekonomik yasaların işleminin sonucu ortaya çıkmaktadır. Kurlarda meydana gelen hareketlenmelerin uygun olmayan ekonomik politika araçları ile giderilmeye çalışılması ekonomik açıdan daha kötü sonuçların doğmasına vesile olabilmektedir.⁴⁸

1.1.9.2. Nominal Döviz Kuru Hareketlerine Karşı Reel Kurlar

Nominal döviz kuru; iki ülke paralarının nispi fiyatıdır. Yukarıda da ifade edildiği üzere reel döviz kuru $e_{rer}=e_{nom} \frac{P^*}{P}$ biçiminde ifade edilmektedir. Bu

eşitlikten yararlanarak reel döviz kurundaki yüzde değişme $(\frac{\Delta e_{rer}}{e_{rer}})$ şu şekilde

⁴⁶ Bilgili, a.g.e, s.61

⁴⁷ Aghevli, Khan, Montiel, a.g.e., p.9

⁴⁸ Kıpıcı, Kesriyeli, a.g.e., s.9

yazabilir. $\frac{\Delta e_{rer}}{e_{rer}} = \frac{\Delta e_{nom}}{e_{nom}} + \left(\frac{\Delta P^*}{P^*} - \frac{\Delta P}{P} \right)$ bu eşitlikteki $\frac{\Delta P}{P}$ yurt içindeki fiyat

değişmelerinin %ifadesi olan enflasyon oranıdır. $\frac{\Delta P^*}{P^*}$ ise yurt dışı fiyat

değişmelerini ifade etmektedir. Yurt içi enflasyon oranını Π ve yurt dışı enflasyon

oranını da Π^* şeklinde gösterildiğinde $\frac{\Delta e_{nom}}{e_{nom}} = \frac{\Delta e_{rer}}{e_{rer}} + \Pi - \Pi^*$ şeklini almaktadır.

Nominal döviz kurlarının değerlendirilmesi ülkenin ihracat fiyatlarında meydana gelen artış(reel kur endeksinin düşmesi) ve yurt dışı enflasyon oranının yurt içi enflasyon oranından fazla olmasıyla meydana gelmektedir.⁴⁹

Nominal döviz kurları iki ulus arasındaki parasal duruma ilişkindir. Reel döviz kurları iki ulusal ürünler arasındaki fiyatlara ilişkin olmak durumundadır. Bu sonuç endüstrileşmiş ülkeler açısından iyi bir görünüm olmaktadır. Bu ülkeler daha az rekabet edilen üretimde bulunmaktadırlar. Bu şekilde farklılaşmış ürün grubu biçiminde üretim yapmaları onların kolaylıkla fiyat farklılaşmasına gidebilmelerini sağlamaktadır. Öte yandan gelişmekte olan ülkeler ise yoğun olarak uluslararası rekabet yapılan malların üretimini yapmaktadırlar. Bu ülkelerin ihracat hacimleri kota edilen fiyattan gelecek talep yerine, dünya fiyatlarındaki değerlerden oluşan fiyatlardan piyasaya sunum yaptıklarını gözlemlemiştir. Bu bakımdan ticarete tabi mallara göre oluşturulacak endeks değerleri de yanıltıcı olabilmektedir.⁵⁰

1.1.10. Döviz Kuruna Teorik Yaklaşımlar

Döviz kuru ile ilgili teoriler klasik, Keynes, monetarist ve rasyonel beklentiler olarak dört başlık altında ele alınmıştır.

1.1.10.1. Klasik Teoride Döviz Kurları

Klasik teorinin genel prensipleri döviz kurlarının tespit edilmesi konusunda da geçerliliğini devam ettirmiştir. Satın alma gücü paritesi ve miktar teorisi bu konuda iki önemli yaklaşım olarak görünmektedir. Satın alma gücü paritesi vasıtasıyla ulusal fiyatlar ile döviz kurlarının bağlantıları ortaya çıkarılırken, miktar

⁴⁹ Abel, Bernanke, a.g.e., p.486

⁵⁰ John Williamson, *Estimating Equilibrium Exchange Rate*, Institute for International Economics, 1994, p.14

teorisi ile de para miktarıyla döviz kurları arasındaki ilişki kurulmaya çalışılmıştır. Bu varsayımlar ile birlikte ekonomide ücret ve fiyatlarda esneklikler olduğunu da unutmamak gerekir. Klasik döviz kuru, reel üretimin arz tarafından belirlendiği piyasalarda uzun dönem dengelerinin de açıklayıcı fonksiyonu yerine getirdiğini ve fiyatların tamamen esnek olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Bu açıdan toplam talep fiyat seviyelerini tespit eder, para ise uzun dönemde üretimde etkili bir unsur olarak görülmemektedir. Teorinin merkezine inildiğinde başlangıç Ricardo'ya kadar uzanmaktadır. Ancak, teori asıl Gustav Cassel'in sayesinde tanınmıştır. Temel modelde tüm malların ticaretinin yapıldığı görüşü benimsenmiştir.⁵¹

1.1.10.2. Keynesyen Teoride Döviz Kurları

Keynesyen yaklaşıma göre nominal döviz kurları para ve maliye politikalarından farklı bir politika aracı olmaktadır. Bu araç içsel-dışsal denge modeline bağlı olarak oluşturulan hedeflere ulaşmak için değiştirilebilmektedir. Eğer ülkede cari hesap açıkları meydana gelmişse, bu olumsuz görüntünün giderilmesi için döviz kurunun değeri yitirmesi gerekmektedir.⁵²

Genel olarak keynesyen teori ücret ve fiyatların esnek olmadığı tezi üzerine kurulmuştur. Keynes dış şoklar karşısında ödemeler dengesi sorunlarının yumuşatılması tarafında yer almıştır. Bu açıdan Keynes döviz kurlarında esneklikten yana tavır sergilemiştir.⁵³ Ayrıca ülkelerin fiyat seviyelerine göre kurların %5'lik bir band etrafında dalgalanmasına izin verilmesi tavsiyesinde bulunmuştur.⁵⁴

Keynesyen yaklaşım üç temel varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan birincisi, nominal ücretler makro ekonomik şoklar karşısında esnek değildir.⁵⁵ Bu şekilde nominal devalüasyon sonrasında ticareti yapılmayan malların veya ücretlerin fiyatları aşağıya doğru yapışkandırılar veya yavaş yavaş değişim sürecine girerler. Bu yüzden nominal devalüasyon sonrasında ticarete yer alan mallar bazında reel ücretlerde düşüşler meydana gelmektedir. İkincisi, reel devalüasyonların net ihracat artışları

⁵¹ Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, s.94

⁵² M. İlker Parasız, **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2002, s.75

⁵³ Heiner Flassbeck, "The Exchange Rate: Economic Policy Tool or Market Price?", **Unctad Discussion Papers No:157**, November, 2001 (Çevrimiçi) http://www.unctad.org/en/docs//dp_157.en.pdf, 13.08.2003, p.2

⁵⁴ John Williamson, "The Evolution of thought on Intermediate Exchange rate regimes", **Annals**, Volume;579, January 2002, p.74

⁵⁵ Isard, **a.g.e.**, p.69

gibi önemli olan etkileri ortaya çıkmaktadır. Bunun dışında üçüncü olarak, ekonomi ticari ilişki içerisinde bulunulan ortakların karşı karşıya kaldıkları şoklara ilave olarak içsel ve dışsal reel şoklarla da karşı karşıya kalabilir.⁵⁶

Keynes mal piyasası akımlarının para piyasası stoklarından daha fazla öneme sahip olduğunu ifade etmiştir. Bu nedenle döviz kurları mal hareketlerine bir cevap olması açısından devreye girer. Döviz kurları genel fiyat seviyelerine göre değil, malların ihracat ve ithalatına bağlı olarak belirlenir.⁵⁷ Bu yaklaşımda Maliye politikaları öncü olup, döviz kuru politikaları maliye politikalarını takip eder.⁵⁸

Diğer taraftan, Keynes devalüasyonun ülke ekonomisi üzerindeki etkisinin ithal mallarının yurt içi talep esnekliği ile ihracat mallarının dış talep esnekliğine bağlı olduğunu ifade etmiştir. Diğer şartlarda herhangi bir değişme olmadan yapılan devalüasyonla birlikte ithalatın pahalılaşması sonucunda ülkeye döviz tasarrufu sağlar. Ülkenin ihracatı üzerine yapacağı etki üzerinde belirsizlik bulunmaktadır. Çünkü devalüasyonla birim ihracat başına olan döviz girişleri azalmaktadır. Bu azalmanın ihracat artışı ile karşılanması ihtimal dahilinde olmakla birlikte kesin değildir. Bu yüzden 1929 ekonomik buhranını takip eden dönemde kurlarla yapılan oynamaları ödemeler dengesine olumlu etki yapacağı düşüncesine ihtiyatlı kalınmıştır. Ancak günümüzde kur ayarlamalarının dış dengeyi sağlamada etkili olduğu yönünde genel görüş oluşmuştur.⁵⁹

1.1.10.3. Monetarist Teoride Döviz Kurları

Monetarist yaklaşım 1970'li yıllarda Robert Mundell, Harry Johnson ve Jakob Frenkel gibi ekonomistler tarafından geliştirilmiştir.⁶⁰ Parasal yaklaşımda nominal faiz oranlarında meydana gelen değişmeler beklenen enflasyon üzerine etki etmektedir. Bu yüzden ulusal faiz oranlarında yurt dışına göre daha yüksek görünüm alması ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu durum faiz oranları ile döviz kurları arasındaki pozitif ilişkiyi ifade etmektedir.⁶¹

⁵⁶ Parasız, Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar, s.75

⁵⁷ Ertürk, Döviz Ekonomisi, s.98

⁵⁸ Parasız, Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar, s.75

⁵⁹ Merih Paya, Para Teorisi ve Para Politikası, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1994, s.90

⁶⁰ Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.402

⁶¹ Graciana Del Castillo, "Determinants of nominal Exchange rates: A Survey of The Literatur", **Macroeconomic Management Programs and Policies**, Ed: Mohsin S Khan, Saleh M. Nsouli, Chrong -Huev Wong, IMF Publishing, 2002, p.288

Monetaristler, döviz kurundaki değişmelerin ülkelerin para arzı ve para talebindeki değişmelere bağlı olduğunu ve para talebinde önemli yeri olan gelir ve faiz oranı gibi değişkenlerin de döviz kurunu açıklamada kullanılabileceğini ifade etmişlerdir.⁶²

Parasalcı yaklaşım açısından döviz kurlarında meydana gelen değişme para arz ve talebi arasında dengesizlik meydana getirecek olayların meydana gelmesinin bir sonucudur. Para talebini belirleyen unsurlarda herhangi bir değişim yaşanmazken, merkez bankasının para arzını artırması, halkın eline daha fazla miktarda nakit geçmesine neden olmaktadır. Bu durumda halk elindeki fazlalık paraları yerli ve yabancı menkul kıymetlere veya yerli ve yabancı mal ve hizmet alımlarına harcarlar. Bu durumda ithalat hacminde genişleme dolayısıyla da döviz talebinde artışlar meydana getirir ve döviz kurları yükselir. Aynı şekilde para arzı sabit iken reel gelir artışları, faizlerdeki gevşemeler ve fiyatlar genel seviyesindeki artış gibi para talebini artırıcı uygulamalar da döviz talebi düşürür ve döviz kurlarında gerileme meydana gelir.

Monetaristler keynesyen teorisinin aksine döviz kurlarını nominal çapa olarak ele almışlardır. Monetaristler, ulusal paranın enflasyonu düşük olan diğer bir ülkenin parasına bağlanmasını gerekli görmekteyler. Bu şekilde düşük enflasyon ithal edilmiş olmakta ve nominal çapa ile ulusal para politikalarına sınırlama getirilmekte, hükümetler belli bir şekilde kısıtlanmaktadır. Ayrıca ekonomik birimlere de beklenen enflasyon ile ilgili olarak güvenilir bir görünüm çizilmektedir. Ekonominin genel görünümü olumlu ise dışardan veya içerden gelebilecek şoklara karşı uygun cevaplar verilebilmektedir. Ekonomide döviz kuru öncüdür ve maliye politikası bunu takip eder. Bu yüzden döviz kurları yurt içi fiyat ve ücret enflasyonu gibi diğer nominal değişkenleri izlemekte, onlara öncülük etmektedir.

Bu yaklaşımın başarılı olması üç şarta bağlıdır; başlangıç olarak döviz kurunun korunacağı yönde kesin garantinin verilmesi gerekir. Bu şekilde kredi oluşturulmasına engel olunmakta ve kamu sektörü kredi konusunda disipline edilmektedir. İkinci olarak; yapılan döviz kuru taahhütlerinin döviz kuru piyasasında da kabul görmesi gerekmektedir. Üçüncüsü ise; emek piyasasındaki katılıkların reel

⁶² Denge Döviz Kuru, (Çevrimiçi) <http://www.albany.edu/~gi7989/dengekur.html>, 25.09.2002, s.1

devalüasyonu gerektiren olumsuz şoklara karşı yapılması gereken düzenlemelere engel teşkil etmemesi gerekmektedir. Bu düşünce, uluslararası monetarizm olarak bilinen monetarist yaklaşımın yorumlanmasıdır.⁶³

1.1.10.4. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı

Rasyonel beklentiler teorisi veya etkin piyasa hipotezi, döviz kuru teorisi olmaktan çok piyasada işlem yapanların davranışlarının açıklanması yönündeki katkısıyla ele alma daha doğru bir mantık olacaktır. Döviz kurlarında gelecekte meydana gelecek herhangi bir bilgi kullanılabilir ise o zaman bu hemen piyasa fiyatına yansımaktadır. Rasyonel beklentilerin öngörülleri şunlardır;⁶⁴

-Döviz kurları sadece yeni bilgilere bağlı olarak değişir. Döviz piyasasının resmi istatistiksel yayınlara tepkisi beklenenden iyi veya kötü olup olmama durumuyla alakalıdır.

-Bir bilgiye ulaşılması durumunda, piyasanın bu duruma uyması belirli bir zamanı gerektirmektedir.

-Elde tutulan para ne olursa olsun ortalama getiri oranı aynı olacaktır. Kısa dönemde değişik paraların getiri oranları farklı da olsa uzun vadede bu farklar ortadan kaybolmaktadır.

-Neticede elde edilen getiri oranlarındaki farkların öngörülmesi imkansızdır. Bu nedenle uzmanların ve portföy yöneticilerinin veya tahmin ajanlarının çıktılarının hiçbir maddi değeri bulunmamaktadır.

1.2. DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİ

Son zamanlara kadar döviz kuru literatüründe döviz kuru ile ilgili esaslar geniş olarak kullanılma alanı bulamamıştır. Ortaçağ boyunca Yunan medeniyetinde ekonomik gözlem araştırmalarında ikincil deney kaynağında paranın fiyatının tartışıldığı yükselen bir örnek olarak görünmektedir. Bunun yanında ekonomik düşüncede modern manada esaslar olduğuna dair veriler olduğuna inanılmamaktadır. Döviz kuru teorisindeki birçok modern tartışmaların merkezinde merkantilizm ve klasizm gösterilmesine rağmen, döviz kuru temelleri hakkında geniş çapta bir

⁶³ Parasız, Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar, s.76

⁶⁴ İlker Parasız, Kemal Yıldırım, Uluslar arası Finansman Teori ve Uygulama, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1994, s.46

yorumu dayalı inceleme yapılmadan bu ifadelerin doğruluğunu kabul etmek mümkün değildir⁶⁵. Beretton Woods sonrasında Ortodoks döviz kuru teorisine ait temeller ortak buluşma noktasından birini oluşturmuştur. Bu alandaki literatürün büyük bir yüzdesi ya bunlara ait değişkenleri tanımlamaya veya paranın fiyatını belirlemedeki rolü üzerineydi. Bilim adamlarına göre döviz kurlarının hareketleri şaşırtmaya devam ettiğinden nihai sonuca tam ulaşılammıştır. Şüphesiz ki problem paranın fiyatının tespit edilmesindeki belirsizliktir.⁶⁶

1.2.1 Döviz Arz ve Talebiyle Kurların Belirlenmesi

Döviz kurunun oluşmasında uluslararası ticaret önemli bir etkiye sahiptir. Bir ülke mal ve hizmet ihracatı yaptığı zaman bu ülkenin parasına olan talepte artışlar meydana gelir. Örneğin Amerikalı bir ihracatçı kendisine yapılacak ödemenin dolarla yapılmasını ister. Bu takdirde herhangi bir ülkedeki ithalatçı kendi parasını dolar ile değiştirmek zorunda kalır. Bu nedenle bir ülkenin ithalatçısı ithal edeceği mal karşılığında ulusal parayı döviz piyasasına arz ederken, ihracatçı ise ulusal paranın dış talebinin artmasına katkıda bulunur. Bir ülkenin ihracat yaptığı mal ve hizmetler ile ithalat yaptığı mal ve hizmetler arasında dengenin bulunması halinde arz ve talep dengesi sağlanmış olur. İhracatın ithalattan fazla olması durumunda ulusal paranın değeri yükselir, tersi durumda ise ulusal paranın dış değerinde azalma meydana gelir. Bunun dışında ulusal paranın arz ve talebi üzerinde turizm harcamaları, dış askeri harcamalar, armağanlar veya uluslararası yadımlar gibi bazı etkenler de önemli rol oynarlar. Ayrıca ülkeye yapılan yatırımlar da ticaretin yaptığı etkiyi yapar ve ulusal paraya olan talebi artırır.⁶⁷

Bir ülkede döviz kurlarının yükselme eğilimine girmesi döviz arzının artacağını ifade etmektedir. Yüksek kurlar ülkeden alacaklıların daha fazla milli para elde etmelerini sağlar. Bu yüzden döviz arz eğrisi döviz kurları ile doğru orantılıdır.⁶⁸

⁶⁵ John T. Harvey, "Exchange Rate Theory and The Fundamentals", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 2001, Vol.24, p.4

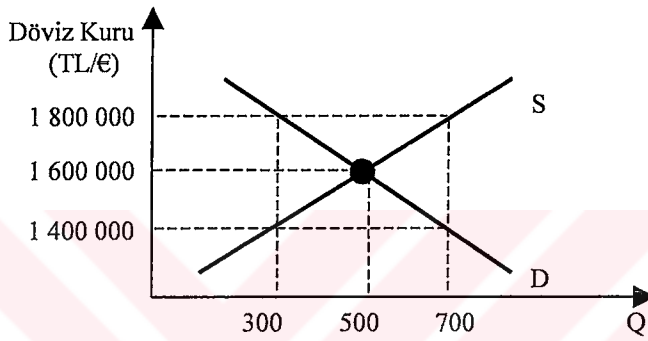
⁶⁶ Harvey, a.g.e., p.3

⁶⁷ Cooper, Fraser, Uselton, age., p.463

⁶⁸ Rıdvan Karluk, *Uluslararası Ekonomi*, İstanbul, Beta Yayınları, 1998, s.311

Döviz talebi döviz kurlarındaki düşmeye bağlı olarak değişmektedir. Döviz kurları düştükçe dövize olan talepte de artış meydana gelir. Yani kurlar ile dövize olan talep ters orantılıdır. Kurların yükselmesi yabancılara borç ödemesinde bulunanlar için belirli bir miktardaki yabancı para karşılığı olarak daha fazla ulusal para ödeyeceklerini ifade eder.

Yurtdışına ödemede bulunmanın yanında spekülatif kazanç elde etmek, faiz hadlerinden faydalanmak, yurt içindeki enflasyona karşı varlıkların değerlerini korumak gibi nedenlerden dolayı da döviz talep edilmektedir.



Şekil:1

Döviz Arz ve Talebiyle Kurların Belirlenmesi

Şekil:1'de görüldüğü üzere kur artışlarıyla birlikte döviz arzı da artış göstermektedir. Öte yandan döviz kurlarındaki artış ile döviz talebi azalmaktadır. Döviz kuru 1 600 000 düzeyinde iken talep edilen döviz miktarı 500 seviyesinde ve arz ve talep miktarında denge bulunmaktadır. Bu konumun dışında oluşacak kur düzeylerinde dengesizlik bulunmaktadır. Kurların 1 800 000 olması durumunda döviz arzında fazlalık (400), kurların 1 400 000 olması durumunda ise döviz talebinde fazlalık (400) meydana gelmektedir. Döviz kurlarının yükselmesi durumunda (1 800 000) AB ülkeleri Türkiye'de üretilen ürünleri ucuz bulacaklarından Türkiye'den olan ithalatlarında artış meydana gelir. Öte yandan Türkiye için de AB ülkelerinden yapmış olduğu ithalatın pahalı olması nedeniyle bu ülkelerden olan ithalatında azalma meydana gelir. Döviz arzında meydana gelen fazlalık Türkiye'nin artan ihracatı ve daralan ithalatı nedeniyle TL'ye olan talepte artış meydana gelir. Türk lirasına olan talep artışı kurların gevşemesini sağlar ve denge seviyesi olan 1 600 000 seviyesine geri döner. Kurların düşmesi durumunda yukarıdaki durumun

tersini gözlemlenir, Türkiye'nin ihracatı azalıp ithalatı artacağından Euro'ya olan talepte artış meydana gelecek ve kurlar yükselecektir.

Ekonomilerde her zaman için bu şekilde bir durumun olduğunu ifade etmek oldukça güç görünmekte hatta yanıltıcı bile olabilmektedir. Bazı olaylar arz ve talep eğrileri üzerinde etkili olabilmekte buda döviz kurlarını değiştirebilmektedir. İhracat artışları sonucunda gelir düzeylerinin yükselmesi, ekonomik birimlerin ithalat taleplerinde artışlara neden olabilmekte bu durum döviz taleplerinde artışlara yol açmaktadır. Ayrıca ithalata doğru zevklerin değişmesi sadece yabancı paraya olan talep artışlarına neden olmaz aynı zamanda mal ve hizmet üretiminde bazı kaynakların yer değiştirmesine de neden olur.⁶⁹

Döviz arz eğrisi, ülkenin ihracatına olan talep esnekliğine, ülkenin ihracat ürünlerine rakip konumunda bulunan yabancı malların arz esnekliğine, ihraç mallarının yurt içi arz esnekliğine ve ihracat yaptığı ürünlere olan iç talep esnekliklerine bağlı olarak değişebilmektedir.

Döviz talep eğrisi de genel olarak, ithal mallarına olan talep esnekliğine, ithal edilen mallara rakip olarak üretilen malların arz esnekliğine, ithal mallarının arz esnekliğine ve ülkenin ithal etmiş olduğu mallara yönelik diğer ülke taleplerinin fiyat esnekliğine bağlıdır.⁷⁰

1.2.2. Ödemeler Dengesi ve Döviz Kurları

Ödemeler dengesi, bir ülkenin diğer ülkeler ile ilişkilerinin büyüklüğünü görmemizi sağlar. Ödemeler dengesinde yıl boyunca uluslar arası işlemlerin kayıtları yapılır. Bu işlemler; ihracat, ithalat, hizmet ödemeleri, faiz ve pay ödemeleri veya yurt dışından kazanılanlar, yurt dışı borçlanma ve yurt dışı borç ödemeleri gibi kalemlerin sistematik listeleri yapılmaktadır.⁷¹

Ödemeler dengesi yaklaşımına göre, döviz gelir ve giderleri ödemeler dengesi kayıtlarında yer almaktadır. Ödemeler dengesinde açık meydana gelen ülkenin ulusal paralarında değer kayıpları meydana gelir. Ödemeler dengesi fazla vermesi

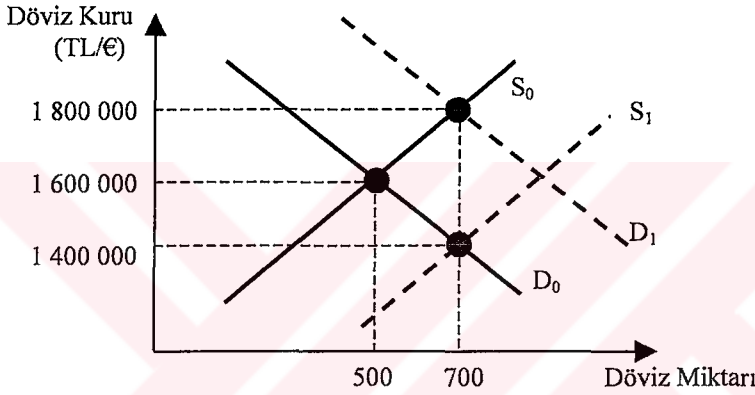
⁶⁹ Lenand B. Yeager, *Intenational Monetary Relations, Theory, History and Policy*, New York&London, Harper & Row Published, , 1996, p.17

⁷⁰ Kaluk, *Uluslararası Ekonomi*, s.311

⁷¹ Paul A. Samuelson, Keith Hancock and Robert Wallace, *Economics*, Sydney, Mc Graw-Hill Book Company, 1975, p.748.

durumunda ülkenin parası değer kazanır. Bu yaklaşımda mal, hizmet ve sermaye gibi değişkenler akım değişkenleri oluşturmaktadır. Çünkü, bunların hepsi ilgili yıl içerisinde meydana gelen değerlerdir.⁷²

Ödemeler dengesinde açıklar meydana geldiğinde bilançonun pasif kısmı aktif kısmını geçmiş bulunmaktadır. Bu olumsuz durumun düzeltilmesi için döviz talebi artar. Döviz arzı sabit iken döviz talebinde meydana gelen artışlar döviz talep eğrisinin yer değiştirmesine ve döviz kurunun yükselmesine neden olur. Denge kurunun yükselmesi ithal mallarına olan talebin dolayısıyla da kurlara olan talebin kısılmasına ve ihracat hacminde artışlar meydana gelir.⁷³



Şekil:2
Ödemeler Dengesi ve Denge Döviz Kuru

Şekil: 2'de görüldüğü gibi, ödemeler dengesinde meydana gelen açıklardan dolayı kur 1600000 TL seviyesinden 1800000 TL yükseltmiş ve döviz talep eğrisi de D_0 konumundan D_1 konumuna geçmiştir. Ödemeler dengesinde fazlalık bulunmasında ise döviz arz eğrisi sağa doğru kayar. Şekilde görüldüğü üzere ödemeler dengesi fazlalığı nedeniyle döviz arz eğrisi S_0 'dan S_1 konumuna geçmiştir. Bu durumda kurlar da 1400000 TL düzeyine iner.

Öte yandan, ödemeler dengesi yaklaşımında kurlar mal ve hizmet ticaretinin yanında sermaye hareketleri vasıtasıyla da değişebilmektedir. Karlılık imkanları iyi ve faiz oranları yüksek olan ülkelere yönelen sermaye akımları döviz arzında artış meydana getirecek ve ulusal paranın dış değerini artıracaktır.⁷⁴

⁷² Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.396

⁷³ Karlık, Uluslararası Ekonomi, s. 297

⁷⁴ Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.397

Bu yaklaşıma göre, ödemeler dengesi açıkları meydana geldiğinde kurlardaki yükselmeler, ithalat eğiliminin daraltır, ihracatı artırır. Sonuçta ulusal paranın değeri artar. Bu şekilde dış denge kendiliğinden sağlanmış olur. Oysa ampirik çalışmalarda 1950’li yıllarda İngiltere için bu ifadeyi doğrulayacak sonuçlar elde edilmemiştir. Devalüasyon ve revalüasyon uygulamaları dengesizliğin ortadan kaldırılmasında etkisinin olmadığını söylemek mümkün değildir. Murenbeeld 1970 öncesi ve 1950 sonrasında devalüasyon ve revalüasyon serileri ile bir diskriminant eşitliğine ulaşmıştır. Onbeş günlük veya aylık dataları kullanarak döviz kuru değişiminin tahminini Z sonucuna göre yapmıştır.

$$Z=-0,487+0,732RI+0,058\Delta R-0,123\Delta WP-0,145UNEM-0,25M+0,167G$$

RI=İthalata göre rezerv oranı, ΔR =Rezervlerdeki % değişme, ΔWP =Toptan eşya fiyat indeksindeki % değişme, UNEM=İşsizlikteki değişimin % değeri, M=Toplam para arzında meydana gelen değişimin % değeri, G= GNP’nin yüzdesi olarak bütçe açık ve fazlalık değerlerindeki % değişmedir. Eğer Z değeri 2’yi geçmiş ise revalüasyonu ifade etmektedir. Z değeri -1,5 sayısının altında olursa devalüasyonu 1 ve -1,5 arası ise denge durumunu ifade etmektedir.⁷⁵

1.2.3. Satın Alma Gücü Paritesi

Reel döviz kurlarının oluşmasındaki en basit ve en popüler yaklaşım satın alma gücü paritesi (purchasing power parity) yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda genellikle ülke içerisindeki fiyat seviyeleri ile ticaret ortağındaki fiyat seviyeleri oranlanarak döviz kurları tespit edilir.⁷⁶

Satın alma gücü paritesi İsveçli ekonomist Gustav Cassel tarafından 1922 yılında formüle edilmiştir. Denge döviz kuru $E_{(0)} = \frac{P}{P^*}$ şeklinde gösterilmiştir.⁷⁷ Satın alma gücü paritesinde tek fiyat kanunun önemli bir yeri bulunmaktadır. Bu kanuna göre, alıcı ve satıcıların çok miktarlarda olduğu ve piyasaya ilişkin bilgilerin küçük maliyetlerle elde edildiği tam rekabet piyasasında ticarete konu olan bir mal veya hizmetin fiyatının dünyanın her yerinde aynı olması gerekir. Eğer piyasalar arasında

⁷⁵ Adrian Buckley, *Multinational Finance*, Second Edition, New York, Printice Hall, 1992, p.101

⁷⁶ Aghevli, Khan, Montiel, a.g.e., p.8

⁷⁷ Soenen, a.g.e., p.42

farklılık var ise bu ancak taşıma giderleri kadar oluşabilecek bir fark olabilir.⁷⁸ Risk üstlenmeden bir malı ucuz olan yerden alıp pahalı olan yerde satılmasıyla meydana gelen işleme arbitraj bu işlemi yapan kişilere de arbitrajcı denilmektedir. Arbitrajcılar yaptıkları işlemlerden hem kâr elde ederler hem de farklı bölgelerdeki değişik fiyat düzeylerini birbirlerine yaklaştırırlar. Bu durumda bir malın iki yerdeki fiyatını şu şekilde yazabiliriz. $P = P^c + C$ ⁷⁹, P bir malın satış fiyatını, P^c malın ucuz olan yerdeki fiyatı, C ise işlem maliyetlerini ifade etmektedir. Bu durum ulusal manada tek fiyat durumunu içermektedir. Uluslararası anlamda tek fiyat kanunu ise aynı malın iki farklı ülkede de işlem maliyetleri çıkartıldığı zaman aynı fiyattan satılmasını gerekli kılmaktadır. 2 LT Pepsinin Amerika'daki fiyatı 1\$ ise TL/dolar kurunun da 1500000 olduğunu varsayarsak o zaman 2 LT pepsinin Türkiye'deki satış fiyatı da 1500000 TL olmalıdır. Bu örneğe 0,2 dolar pepsinin Türkiye'ye geliş maliyetini de hesaba kattığımız zaman 2lt pepsinin Türkiye'de satış bedeli 1650000TL olmaktadır.

Tek fiyat kanununun pratik uygulamadan ziyade teorik yanı bulunmaktadır. Çünkü, birçok mal ve hizmet için bu durumun gerçekte uygulanması mümkün görünmemektedir. Bu teoride, homojen mallar, uluslar arası ticarete kolaylıkla taşınabilen mallar ve rekabet piyasalarının olduğu şartlar göz önüne alınmaktadır. Oysa zirai üretim, petrol, gaz, metal gibi ürünlerde tam bir homojenliğe ulaşmak mümkün değildir.⁸⁰

Satın alma gücü paritesini mutlak satın alma gücü (absolute purchasing power parity) ve nispi satın alma gücü paritesi (relative purchasing power parity) olarak iki alt başlık altında incelemek mümkündür.

1.2.3.1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi

Mutlak satın alma gücü, aynı para ile değişimler yapıldığında fiyatların her ülkede aynı seviyede olacağı fikrine dayanmaktadır.⁸¹ Bu durumda iki ülke arasındaki döviz kuru dengesi $e = \frac{P}{P^*}$ dir. P herhangi bir malın A ülkesindeki fiyatı, P^* bu malın B ülkesindeki fiyatını ifade etmektedir. Taşıma ve diğer engellemeleri

⁷⁸ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.298

⁷⁹ Yıldırım, Karaman, a.g.e., s.486

⁸⁰ Soenen, a.g.e., p.43

⁸¹ Laurence S. Copeland, *Exchange Rates and International Finance*, Second Edition, New York, Addison-Wesley Publishing Com., 2000, p.71

gösteren parametreyi de eklersek eşitlik $e=k\frac{P}{P^*}$ şeklini alır. Bu eşitliğin logaritmasını alındığında $S=k+P-P^*$ sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuç fiyatlarda meydana gelecek bir değişimin döviz kurlarına etki edeceğini ifade etmektedir. Enflasyon oranını Π ile gösterirsek ve k değerinin de sıfır olduğu varsayılırsa o zaman $\Delta e = \Pi - \Pi^*$ durumuna gelir. Bu duruma göre ülkelerdeki enflasyon yüksekliğinin mukayesesi yapılırsa, yüksek enflasyona sahip ülkenin parasının değer kaybına uğraması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır.⁸²

1.2.3.2. Nispi Satın Alma Gücü Paritesi

Nispi satın alma gücü paritesi (relative purchasing power parity); bir ülkenin diğer ülkeye göre parasının değer kaybı, bu ülkedeki enflasyon oranının diğer ülkedeki enflasyona göre daha yüksek olması durumunda gerçekleşebileceği düşüncesine dayanmaktadır.⁸³ Bu analizde asıl üzerinde durulan konu mutlak satın alma gücü paritesinde olduğu gibi nominal döviz kurları değil reel döviz kurudur.

Reel döviz kurunu $e_{(rer)} = e_{(nom)} \frac{P^*}{P}$ şeklinde ifade etmiştik. Bu eşitliğin logaritması

alındığı zaman $\varepsilon = e + P^* - P$ eşitliğine ulaşılır. $\frac{\Delta e_{(rer)}}{e_{(rer)}} = \frac{\Delta e_{(nom)}}{e_{(nom)}} + \left(\frac{\Delta P^*}{P} - \frac{\Delta P}{P} \right)$ reel

kurlar sabit tutulacağından $\frac{\Delta e_{(nom)}}{e_{(nom)}} = \left(\frac{\Delta P}{P} - \frac{\Delta P^*}{P} \right)$ durumuna gelir. Fiyat değişimlerini

Π ile ifade edersek $\frac{\Delta e_{(nom)}}{e_{(nom)}} = \Pi - \Pi^*$ olur. Reel döviz kurlarının sabit değerini

koruması için iki ülke arasındaki enflasyon oranı farkları kadar nominal kurlarda değişimin olması gerekmektedir.⁸⁴

Satın alma gücü paritesi hipotezi ulusal fiyat seviyesi ile döviz kurları arasındaki neden-sonuç açısından tüm değerlendirmenin yapılmasına imkan tanımamaktadır. Bu hipotez iki sonuç ilişkisine uygundur. Ulusal fiyat seviyesindeki değişimi ayarlar, enflasyon oranı da döviz kurlarındaki değişimleri düzenler. Ancak satın alma gücü paritesindeki endeks hesaplamaları bu konuda karşılaşılan sorunların

⁸² Del Castillo, a.g.e., p.260

⁸³ Copeland, a.g.e., p.74

⁸⁴ Yıldırım, Karaman, a.g.e., s.490

başında gelmektedir. Bir görüşe göre fiyat indeksleri sadece ticaret mallarına ait olması gerekir. Diğer görüşe göre de fiyat indeksi en geniş mal demeti durumuna göre oluşturulmalıdır. İrsard'ın yaptığı çalışmalardan alınan sonuçlar, nispi fiyat seviyelerinin daha kolay elde edilmesi nedeniyle nispi satın alma gücü paritesi üzerinde daha çok durulduğunu göstermektedir. Satın alma gücü paritesini tahmin etmede kullanılan endeksler ise, tüketici fiyat endeksi, toptan eşya fiyat endeksi ve birim çalışma saati endeksleridir.⁸⁵

1.2.3.3. Satın Alma Gücü Paritesi Hakkında Yapılan Tartışmalar

Bu tartışmaların en önemlisi, uluslararası tek fiyat kanunun üretim yapısındaki farklılıklar veya üretilen ürünlerin uluslar arası ticarete tabi olmaması nedeniyle uygulama imkanının bulunmamasıdır. Bunun ötesinde uluslar arası ticarete tabi mallarda karşılıklı tarifeler ve taşıma maliyetleri gibi sınırlamaların olması da fiyatlarda farklılıklar meydana getirebilmektedir. Uzun dönemde satın alma gücü paritesi değerlerinin kısa dönemdekinden daha sağlıklı olacağından genelde nispi fiyat değişimleri üzerinde durulmaktadır. Nispi fiyat seviyesindeki değişimler ise hükümet politikaları, kötü hava koşulları ve zevklerde meydana gelen değişimler gibi etkenlere bağlıdır.⁸⁶

Tüketim sepetleri her ülkede farklı bir görünüm sergilemektedir. Bu durumda ticarete bir engelleme olmamasına rağmen yine de fiyat seviyeleri ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Ayrıca sunulan mal veya hizmetlerde oligopolistik ve monopolistik yapılanmadan dolayı farklı piyasada benzer ürünlerin satış fiyatları arasında bağlantı zayıflığı olabilmektedir.⁸⁷

Öte yandan uluslararası ticarete tabi olan mallarda sipariş ve teslim tarihlerinin yavaş ilerlemesi de diğer bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiyatlar genellikle anlaşmanın yapıldığı tarihte oluşturulmakta iken malların teslimatları genellikle birkaç ay sonra yapılmaktadır. Eğer bugünkü mal fiyatları ve döviz kurları mukayesesi ile satın alma gücünü bulursak geçmişte oluşturulan fiyatlar yardımıyla bugün teslim edilen mallara uygulanan döviz kurunu kullanmak zorunda kalırız.

⁸⁵ Del Castillo, a.g.e., p.260

⁸⁶ Melvin, a.g.e., p.145

⁸⁷ Del Castillo, a.g.e., p.261

İdeal olanı ise mallar gerçekte teslim edildiği ve ödeme yapıldığında gelecekteki bir zamanda en çok beklentisi olan döviz kurları ile her ülke için imzalanan kontrattaki fiyatlar mukayese edilmelidir. Mal fiyatlarında anlaşma sağlandığı zamanda gelecekteki döviz kuru beklentileri aynı olmuşsa o zaman bugünkü döviz kuru ile bugünkü mal teslimatı kullanılabilir. asıl sorun döviz kurlarının tahmininin zor olmasında yatmaktadır. Öyle ki geçmiş dönemdeki tahmin işlemiyle bugünün döviz kurlarının eşitlenmesi oldukça nadir karşılaşılan bir durumdur.⁸⁸

Gerçekte savaş sonrasındaki periyotta en azından endüstrileşmiş ülkelerde uygulama imkanının olmadığı fikri daha yaygındır. Bu yüzden fiyatlara ilişkin değişmelerde nominal döviz kurunu düzeltmek için reel döviz kuruna bakılması genellikle yararlı olmaktadır.⁸⁹ Zaman içerisinde yurt içindeki fiyat seviyesi yurt dışından daha düşük seviyede kalmış ise döviz kurunun düşmesi yönünde beklenti oluşur. Eğer fiyatlardaki farklılık beklenenden daha düşük olursa ulusal para az değerlenmiş(veya yabancı para çok değerlenmiş) olur.⁹⁰

Döviz kurları ile fiyatlar genel seviyesi hakkında Almaya ile ABD arasında yapılan bir kıyaslama sonucunda 1964-1985 yılları arasında \$/DM kurunun % artışı ile fiyatlardaki % artışlar arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bunun yanında uzun dönem döviz kuru açıklamasını yapmada yeterli olmadığı görülmektedir. 1960'lı yılların başından başlayarak 1970 yılına kadar satın alma gücü paritesi iki ulus arasındaki döviz kuru seviyelerini açıklamada güvenilir olmuş, ancak daha sonraki yıllar için aynı yargıya varmak mümkün olmamaktadır. Bu durum diğer ülke paraları içinde geçerlidir. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki emek verimliliğinin gelişmekte olan ülkelere oranla daha yüksek seviyede olması, bu ülkelerdeki ücretlerin gelişmekte olan ülkelere oranla daha yüksek olmasının yolunu açmıştır. Genel olarak hizmetler ticareti olmayan ürünlere kaymış veya ticareti yapılan mallarda da emeğin ucuz olması nedeniyle üretim emek yoğun bir yapıda gelişmiştir. Bu yüzden ticareti yapılmayan mallar genellikle gelişmekte olan ülkelere daha ucuz olmaktadır. Genel fiyat seviyelerinde ticarete tabi olmayan mallardaki fiyat farklılıkları tek bir para

⁸⁸ Melvin, a.g.e., p.148

⁸⁹ Copeland, a.g.e., p.83

⁹⁰ Melvin, a.g.e., p.150

birimi ile ölçüm yapıldığı zaman fakir ülkeler gelişmiş ülkelere göre daha ucuz olmaktadır.⁹¹

Döviz kurlarının tespit edilmesinde uluslar arası mal ve hizmet değişimlerinin yanında finansal faktörler de etkili olmaktadır. Finansal faktörlerin etkileri uluslararası iletişim ağının gelişmesiyle yakından ilişkilidir. Özellikle 1950'li yıllardan itibaren bu etki giderek artmıştır.

1.2.4. Varlık Yaklaşımı

Modern döviz kuru modelleri finansal varlık piyasaları üzerinde durmaktadırlar. Günümüzde döviz kurları geleneksel olarak uluslararası mal ticareti yerine finansal varlıkların uluslararası ticaretine göre oluşmaktadır. Mal fiyatları varlık fiyatlarından daha yavaş ayarlanması ve finansal varlıkların her iş günü sürekli işlem görmesi açısından bu değişimin mal piyasasından varlık piyasasına doğru olması önemlidir. Bu şekilde döviz kurları farklı ulusların finansal varlıklarında oluşan arz ve talep değişimlerine bağlı olarak her gün hatta her dakika değişim gösterir.⁹²

Döviz kurunun tespit edilmesinde varlık fiyatlaması yaklaşımını geliştirmek için ekonomik aktörlerin ellerinde ulusal para ve döviz cinsinden olmak üzere iki çeşit varlık olduğu varsayılmaktadır.⁹³ Ulusal paranın getirisi faiz oranı iken, yurt dışı yatırımların getirisi yurt dışı faiz oranları ve yabancı paranın beklenen değerine bağlı olarak değişmektedir.⁹⁴

Varlık modellerini iki grupta açıklanmaktadır, bunlardan birinci gruptakiler birbirlerini tam olarak ikame edebilirlerken, diğerleri ise birbirlerini tam olarak ikame edemezler. Birinci gruptakiler parasal modeller diğer gruptakiler ise portföy modelleri olarak bilinmektedirler.⁹⁵

⁹¹ Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, *International economics Theory and Policy*, New York, Addison-Wesley Pub., 2000, p. 416

⁹² Melvin, *a.g.e.*, p.184

⁹³ Yıldırım, Karaman, *a.g.e.*, s.491

⁹⁴ Knut Anton Mork, *Macroeconomics for Managers*, California, Watsworth Publishing Com., 1992, p.250

⁹⁵ Hans Visser, *Modern Monetary Theory*, Brookfield, Edward Elgar Pub., 1993, p.117

1.2.4.1. Parasal Yaklaşım

Parasal yaklaşım yurt içi para arzının fazla olması durumunda yabancı paraya doğru bir eğilimin olduğunu tahmin etmektedir. Ulusal gelir seviyesinde artış meydana gelmesi durumunda parasal yaklaşıma göre işlem amacıyla para talebinde artış gözlemlenir. Para talebi artışları ya yurt içi kredi oluşturulması veya ödemeler dengesi fazlalıkları sonucunda ortaya çıkabilir. Keynes'te ise bunun tersi bulunmaktaydı; yani gelir artışları cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemekteydi. Parasal yaklaşıma göre yüksek nominal faiz oranları ve paranın zayıflığı nispi para arzının yüksek olmasından kaynaklanmaktadır.⁹⁶ Parasal yaklaşım faiz paritesi, temel esnek parasal model ve portföy dengesi olarak üç alt başlık altında incelenecektir.

1.2.4.1.1. Faiz Paritesi

Bu görüş, riskleri aynı olan iki aktifin aynı getiriye sağlayacağı düşüncesine dayanır.⁹⁷ Ekonomik birimler aynı getiriye sağlayan portföylerde kayıtsız kalırlar. İşlem maliyetlerinin göz önünde bulundurulmadığı, tarafsız risk üstlenen yatırımcılar olduğu ve aynı zamanda beklentilerin de kesin olması durumunda yurt dışı faiz oranı ile döviz kuru hareketlerinden beklenen kazanç, ulusal faiz oranı ve karşılanmamış faiz paritesine (uncovered interest parity)* eşit olacaktır.⁹⁸

Türkiye'de yıllık mevduat faiz oranı i olsun ve elimizde 10 TL değerindeki mevduatı (H) bir yıllık süre ile bankaya yatırdığımızda bu paradan elde edeceğimiz kazanç miktarı $(10xi)$ dir. Vade sonunda elde edeceğimiz toplam para miktarı ise $10+(10xi)$ değeridir. Türkiye'de faiz oranı %40 ise vade sonunda elde edilecek olan toplam para 14 TL olacaktır. Paranın Almanya'da bir bankaya yatırıldığını düşünelim ve TL/€ kurunun da $1\text{€}=10\text{ TL}$ olduğu kabul edilirse, 10 TL değerindeki mevduat 1 euro yapacaktır. Paranın aynı süre ile %10 faiz ile Almanya'da bir bankada değerlendirilmesi halinde dönem sonunda 1,1€ değerinde bir tutar elde edilir. Dönem sonunda kurların da 12 TL/€ olduğu varsayılırsa. Bu durumda söz konusu paranın yurt dışında değerlendirilmesi halinde elimize dönem sonunda 13,2

⁹⁶ Buckley, a.g.e., p.103

⁹⁷ Ertürk, Makro İktisat, s.183

*Ulusal ve yurt dışı faiz oranları arasında oluşacak bir farkın vadeli kurlarda herhangi bir indirim veya prim ile dengelenmemesi durumudur.

⁹⁸ Visser, a.g.e., p.119

TL geçecektir. Seçimin Euro yönünde olması durumunda elde edeceğimiz paranın TL miktarı $\frac{(1+i^*)ER^e}{ER}$ dir. ER^e vade sonundaki kur değerini, ER dönem başındaki kur değerini ifade etmektedir. Paranın Türkiye’de değerlendirilmesi ile %40 kazanç elde edilirken Almanya’da değerlendirilmesi ile elde edilen kazanç %32 dir. Bu durumda yatırımcıların büyük bir kısmı Türkiye’de daha çok kazanç yapma düşüncesiyle Türkiye’deki bankalarda hesap açacaklardır. Neticede Türkiye’de fon arzında artış meydana gelecek Almanya’da ise daralma görülecektir. Bu durumda Türkiye’de faiz oranları gerilerken, Almanya’da faiz oranlarında yükselme meydana gelir. Bunun sonucunda iki ülkedeki mevduat getirileri eşitlenir. Hem TL, hem de euronun beklenen getiri oranlarının eşitlenmesi halinde $(1+i) = \frac{(1+i^*)ER^e}{ER}$ olur. ER^e/ER döviz kurunun yıl sonu gerçekleşen değerinin dönem başında gerçekleşen değerine oranıdır. Bu oranın birden büyük olması, döviz kurlarında yükselme olacağı yönündeki beklentiler artırmaktadır. $\Delta ER^e/ER$ döviz kurlarındaki beklenen değişim oranını gösterdiğinden $ER^e/ER = 1 + (\frac{\Delta ER^e}{ER})$ ifadesinin anlamı ise; yıl sonunda beklenen kur değeri, kurlarda dönem başı değeri ile kurlarda dönem boyunca beklenen değişim değerlerinin toplamı şeklinde yorumlanır. Bu durumda;

$$(1+i) = (1+i^*) \left[1 + \left(\frac{\Delta ER^e}{ER} \right) \right] = 1 + i^* \left(\frac{\Delta ER^e}{ER} \right) + i^* \left(\frac{\Delta ER^e}{ER} \right)$$

$$(1+i) = (1+i^*) + \left(\frac{\Delta ER^e}{ER} \right) + i^* \left(\frac{\Delta ER^e}{ER} \right)$$

Ülkede enflasyon bulunmuyorsa eşitliğin en sağındaki terimin değeri oldukça düşük çıkacağından ihmal edilebilir. Bu durumda $i = i^* + \left(\frac{\Delta ER^e}{ER} \right)$ eşitliğine ulaşılır.

Elde edilen sonuç garantisi olmayan faiz paritesinde kurlarda yurt içi faiz oranları ile yurt dışı faiz oranları arasındaki fark kadar bir değer kaybı olabileceğini ifade etmektedir.⁹⁹

Garantili olmayan faiz paritesinde durum böyle iken garantili olan faiz paritesinde (covered interest parity) ise şu şekildedir. Garantili faiz paritesinde

⁹⁹ Yıldırım, Karaman, a.g.e., s.492

yaptıkları yatırımlar karşılığında beklentilerinin gerçekleşmemesinden doğabilecek risklere karşı forward işlemleri ile korunmuş durumdadırlar.

Karşılanmış faiz paritesi; $\frac{(1+i)}{(1+i^*)} = \frac{FER}{ER}$ FER=forward döviz kurudur.

$$\frac{(1+i)}{(1+i^*)} - 1 = \frac{FER}{ER} - 1$$

$$\frac{FER - ER}{ER} = \frac{(i - i^*)}{(1+i^*)}$$

Eğer i^* küçük ve $\frac{(i-i^*)}{(1+i^*)} \approx i-i^*$ ise bu durumda eşitlik $\frac{FER - ER}{ER} = i-i^*$ eşitliğine

ulaşırız. Burada $\frac{FER}{ER} \approx 1 + f$ dir. f = forward primini ifade etmektedir. Değerleri yerine yazdığımızda $i=i^*+f$ eşitliğine ulaşılır.¹⁰⁰ Bu durumda forward prim, ulusal ve yabancı faiz oranı arasındaki farka eşit olmaktadır($f=i-i^*$).¹⁰¹ Başka bir ifade ile yurt içi faiz oranı forward iskonto oranı miktarında yurt dışı faiz oranından yüksek olması gerekmektedir.¹⁰² Fakat 1978 ve 1983 yılları arasında ABD ile İngiltere hazine bonoları arasındaki farklılıklar ABD dolarına karşı İngiliz sterlini üzerinde indirim veya prim uygulaması yapılmasıyla aynı anda görülmüştür. Garantili faiz oranından ayrılma sıfır düzeyinden %5 seviyesini aşan marjlara ulaşmıştır. Bu ayrılma 1983 yılından önceki yıllarda %6 düzeyine çıkmıştır. Daha ileri tarihe gittiğimizde 1974 yılından önce ve 1976 yılından sonra bu farklılık %5'i aşmıştır. Bunun sebepleri, şekilde ifade edilmektedir. İşlem maliyetleri, bilgi işleme ve toplama maliyetleri, kamu müdahaleleri ve düzenlemeleri, finansal sıkıntılar ve para piyasası belirsizlikleri ve son olarak varlıkların mukayeselerinin yapılamaz olması biçiminde özetlenmektedir.¹⁰³

¹⁰⁰ Copeland, a.g.e., p.99

¹⁰¹ Visser, a.g.e., p.119

¹⁰² Yıldırım, Karaman, a.g.e., s.492

¹⁰³ Francisco L. Rivera-Batiz and Luis Rivera-Batiz, **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, New York, Mac Millan Publishing Com., 1989, p.58

1.2.4.1.2. Temel Parasal Esnek Model

Döviz kurlarının belirlenmesinde temel parasal model başlangıç olarak fiyatların (egzojen) nominal para arzı ve para talebi tarafından belirlendiğini varsayar. Para arzı ve para talebi ise reel ulusal gelir ve faiz oranının bir fonksiyonudur.

$$Md=Ms=k.Py^{\alpha}.i^{-\beta} \quad (1)$$

Burada Md para talebi, Ms para arzı, P fiyat seviyesi, y reel gelir seviyesi, i faiz oranı şeklinde ifade edilmektedir. Fiyat seviyesine göre bu eşitliğin logaritması alındığı zaman;

$$\ln P = -\ln k - \alpha \ln y + \beta \ln i + \ln Ms \quad \text{şekline gelir.} \quad (2)$$

k, α ve β değerlerinin hem yurt içinde hemde yurt dışında aynı değerlerde olduğunu kabul edersek yurt dışında

$$\ln P^* = -\ln k - \alpha \ln y^* + \beta \ln i^* + \ln Ms^* \quad (3)$$

Sistemi kapatmak için satın alma gücü paritesinden yardım almamız gerekmektedir. $ER = P/P^*$ biçiminde olduğundan $\ln ER = \ln P - \ln P^*$ dır. (4)

Bu eşitlikten yurt içi ve yurt dışı para arzının döviz kurunu belirlediği ortaya çıkmaktadır.

$$\ln ER = \alpha (\ln y^* - \ln y) - \beta (\ln i^* - \ln i) + (\ln Ms - \ln Ms^*) \quad (5)^{104}$$

Yukarıdaki denklemde $(\ln i^* - \ln i)$ yerine $(\ln \Pi^{1*} - \ln \Pi^1)$ yazabiliriz. Burada üstel değer olarak (¹) şeklinde gösterilen ifadeler beklenen değerleri ve enflasyon oranını ifade etmektedir. Vadeli prim beklenen enflasyon oranları arasındaki farkı göstermektedir. Beklenen enflasyon oranları arasındaki fark ise beklenen reel büyüme ve beklenen parasal genişlemeye bağlı olmaktadır. Denklem 2 doğrultusunda zaman ve atalet kazanmış enflasyonda i sabit getiri olduğundan $\Pi^1 = -\alpha g y^1 + g Ms^1$ şekline dönüşür. g büyüme oranını ifade etmektedir. Hem cari hem de beklenen peşin ve vadeli kurlar gelecekte beklenen reel gelire ve parasal büyümeye bağlı olmaktadır.¹⁰⁵

Bu yaklaşımdan çıkan ilginç sonuç ise, ekonomik büyümenin döviz kurlarında gerilemeye neden olabileceği yönündeki görüşleridir. Bu neticeye

¹⁰⁴ Visser, a.g.e., pp,121-122

¹⁰⁵ Parasız, Yıldırım, a.g.e., s.49

ulaşılmasında etkili olan faktör ise y de meydana gelen bir artışın talep edilen paranın reel hacminde genişlemeye neden olmasıdır. Eğer para arzında değişme meydana gelmemişse fiyatlarda gerileme meydana gelecektir. Veri olarak alınan satın alma gücü paritesinin bulunduğu konum döviz kurlarını aşağıya doğru hareket etmeye zorlayacaktır. Fakat burada PPP koşullarındaki reel döviz kurunda herhangi bir değişme meydana gelmemiştir. PPP doğrultusunda fiyat düzeyinde meydana gelen sapmalar nominal döviz kurlarındaki değişimle dengelenmektedir.¹⁰⁶

Parasalcı yaklaşım karşılanmamış faiz paritesi varsayımından hareket etmekte ve (i^*-i) 'nin değeri fiyat değişmelerinde beklenen farklılık veya enflasyon oranına eşit olan döviz kurundaki beklenen düşüşü ifade etmektedir. Sermaye piyasalarının tam olması ve beklenen reel faiz oranlarının sonuçlanan biçimi Fisher ilişkisini ifade etmektedir. Fisher'e göre nominal faiz oranları reel faiz oranları ile beklenen enflasyona eşittir. Reel faiz oranları egzojen olarak varsayılmakta ve sermayenin marjinal etkinliği tarafından belirlendiği kabul edilmektedir. Bu nedenle modelde reel faiz oranlarında ülkeler arasında eşitlik bulunmaktadır. Sonuçta modele hem satın alma gücü paritesi hem de karşılanmamış faiz paritesi desteği gerekmektedir.¹⁰⁷

1.2.4.2. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Portföy dengesi yaklaşımı varlık stoklarındaki ayarlamalara ve ödemeler dengesi akımları arasındaki bağlantıya odaklanmıştır. Parasal yaklaşım ile portföy yaklaşımları arasındaki temel farklılık, ulusal varlıklar ile yabancı varlıklar arasında ilişkidir. Parasal yaklaşım iki aktif arasında tam ikame durumunun olduğunu ifade ederken portföy tam olarak iki varlık arasında ikame olmadığını kabul etmektedir. Tam ikame imkanının bulunmamasından dolayı portföy dengesi, en azından menkul kıymet piyasaları arasında dengenin sağlanması için açıklayıcı bir modelin oluşturulması gerektiğini ima etmektedir. Portföy dengesi yaklaşımında garantisi olmayan faiz paritesinin olmasından dolayı yurt içi senetlerin üzerindeki faiz oranları yurt dışı senetlerin faiz oranları ile kolaylıkla eşitlenemez. Ayrıca döviz kurunda beklenen değişim oranı da aynı değildir.

¹⁰⁶ Parasız, Yıldırım, a.g.e., s.46

¹⁰⁷ Visser, a.g.e., p,123

Portföy dengesi yaklaşımı 1960'lı yılların sonuna doğru ortaya çıktı, fakat 1970'li yılların sonuna (Bretton Woods sisteminin yıkılışına) kadar fazla ilgi görmemiştir. İlk gelişmeler sermaye akımlarının hareketlerini açıklamaya dönük gözlemlerin ampirik açıklaması biçiminde olmuştur. Branson (1968) sermaye akımları eşitliğinde stok dengesini ilk defa ele almıştır. Mc Kinnon-Oates (1966) ve Mc Kinnon (1969) 'da Portföy dengesi yaklaşımına ilk katkı yapan çalışmaları yapmışlardır. Onların modelleri sınırlı sermaye hareketliliği durumuna çözüm getirmiyor, parasal olmaktan ziyade finansal yanı bulunuyordu. Ancak parasal yaklaşıma katkı yapmadığını söylemek doğru olmayacaktır. Argy-Porter (1972) içsel ve dışsal şoklar ile birlikte parasal ve maliye politikalarının döviz kurlarındaki beklentileri nasıl etkilediğini açıklamaya çalışmışlardır. Girton-Henderson (1973-76) iki ülke modeli ile finansal sermaye hareketliliğine merkez bankalarının etkilerini ele almıştır.¹⁰⁸

Portföy dengesi özü itibarıyla döviz kurlarında görülen günlük dalgalanmaları yabancı menkul değerlerin arz ve talebinde meydana gelen dalgalanmaya göre ifade etmeye çalışmaktadır. Bu yaklaşımda temel unsur belirli bir sermaye birikimi olan yatırımcı elindeki fonları makul bir seviyedeki risk düzeyinde portföyünden elde edeceği geliri maksimum düzeyde tutacak şekilde dağıtacaktır. Bu bağlamda yatırımcı portföy oluştururken her menkul kıymetin risk unsurunu ve getiri oranlarını karşılaştırır. Gelir oranı yüksek olanlar öncelikli tercihler arasında yer alır. Bu arada getiri oranı yüksek olan menkul kıymetlerdeki risk oranlarının da yüksek olacağını unutmamak gerekir.¹⁰⁹

Portföy dengesi modelinde anahtar varsayımlar şu şekilde ifade edilmektedir.¹¹⁰

-Halkın ulusal serveti W , ulusal para M , yabancı para M^* , ulusal tahvil B ve yabancı tahvil B^* olarak ifade edilmiştir. Deniz aşırı ülkelerde bulunanlar ulusal para cinsinden aktif bulundurabilirlerken ülke içerisindekiler de yabancı para cinsinden varlık bulundurabilmektedirler. Bu durumda döviz kuru dengesi $ER=f(M, M^*, B, B^*)$ şeklinde yazılır.

¹⁰⁸ İşard, a.g.e., pp.107-108

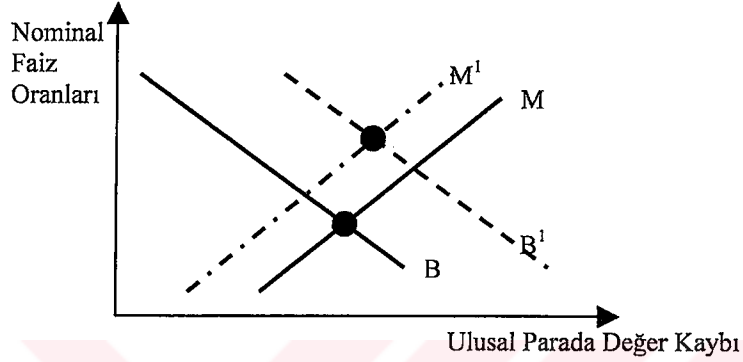
¹⁰⁹ Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.405

¹¹⁰ Buckley, a.g.e, p.107

-Ulusal ekonomi uluslar arası finansal piyasaların da dahil olduğu tüm piyasalarda bir değer alır.

-Yurt dışı faiz oranlarının yabancı parasal otoriteler tarafından istikrarını koruduğu varsayılmaktadır.

-Forward oranlar ve enflasyon oranları hakkındaki beklentiler rasyonel beklentilere göre şekil almaktadır.



Şekil:3
Portföy Dengesi Modelinde Kurların Belirlenmesi

Şekil: 3'te döviz kuru ve faiz oranlarının kombinasyonunu ifade eden negatif eğimli B eğrisi üzerinde tahvil piyasası denge durumundadır. Eğer yurtiçi faiz oranları yüksek ise yatırımcılar portföylerinde daha fazla ulusal tahvil tutmak isteyeceklerdir. Tahvillerin arzları sabit ise ulusal tahvillerin talebi arzdan daha fazla olacaktır. Meydana gelen talep fazlalığını yok etmenin tek yolu yabancı tahvillerin ulusal para değerlerini düşürmektir. Bu durumda ulusal para değerlenir yani kurlarda gevşeme olur. Yabancı tahvil tutanların aktif kıymetleri azaldığından, portföy sahiplerinin de reel değerlerinde azalma meydana gelir. Bu durumda gelir etkisi nedeniyle ulusal tahvile olan talep fazlalığı ortadan kalkar.

Pozitif eğimli olan M eğrisi üzerinde ise ulusal para piyasasında denge bulunmaktadır. Faiz oranları arttığı zaman para arzı sabitken para piyasasında dengenin sağlanması için döviz kurlarının artması gerekmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen artışlar paraya olan talepte daralma meydana getirir. Para arzı sabit iken piyasada oluşan arz fazlalığını yok etmek için gelir etkisiyle insanların kendilerini varlıklı hissetmeleri ve paraya olan taleplerini genişletmeleri gerekmektedir. Paraya olan talebin genişlemesi döviz kurlarını yükseltir ve yabancı tahvillerin ulusal para cinsinden değerlerinde meydana gelir. Şekilde görüldüğü

üzere ulusal tahvilin arzında meydana gelen artış B eğrisini B^1 konumuna getirmektedir. Eğer yurt içindeki yatırımcıların daha fazla ulusal tahvil ve az para ile birlikte daha az yabancı para tutmalarına ikna edilmek isteniyorsa daha yüksek faiz oranı gerekmektedir. M eğrisinin M^1 konumuna gelmesi tahvil miktarında artış meydana getirir ve hükümet açık piyasa operasyonu ile para arzını düşürür.

Bu uygulamaların bütün etkisi yurt içi faiz oranlarını artırmaya dönüktür. Döviz kurlarına yaptığı etki ise belirsiz olmaktadır. Bu etkinin büyüklüğü doğrunun eğimine ve doğrunun değişim miktarına bağlıdır. Ulusal paranın değer kaybetmesi B eğrisinin daha çok veya daha az yer değiştirmesine bağlıdır. Bu durumda ulusal tahvil ve paralar yabancı tahvil ve ulusal tahvilden daha fazla yakın ikamedirler. Bu nedenle yabancı tahvile olan talepteki azalma paraya olan talepteki azalmadan daha fazla olmaktadır.¹¹¹

Yukarıdaki şekilde para arzında meydana gelen artış M eğrisini sağa doğru kaydırmıştır. Bu durumda bireyler parasal dengelerinde bozulma olduğunu gözlemliyorlar ve portföylerini yeniden dengelemek için ulusal tahvil ve yabancı tahvillere olan taleplerinde artış yapmaktadırlar. Bu yüzden ulusal faiz oranları gerilemekte (tahvillerin fiyatı artmakta) ve döviz kurları yükselmektedir. Ulusal yatırımcıların ellerinde tutmuş oldukları yabancı tahvil hacmindeki artışlar kurların yukarı doğru hareket etmesine neden olur. Ulusal paranın ve tahvilin arzında değişme olmaması durumunda servetin değerini eski durumuna getirmek ve dengeyi sağlamak ancak ulusal paranın değerlendirilmesi ile gerçekleşir.

Portföy dengesine göre cari işlem fazlalıkları paranın değer kazanmasına, açıklar ise paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu etkiyle ilgili olarak gerçekte ilişki kurmak oldukça zordur. Cari işlemlerdeki dengesizlikler kendisindeki bir rahatsızlığın sonucunda meydana gelmiş olabilir. Dengeleme sürecinde uzun dönemde ekonomide yabancı parasal varlıkların hacminde değişim yapmayı gerektirir. İngiltere, Amerika, Almanya, Japonya, Fransa ve İsviçre'den oluşan sekiz gelişmiş ülkenin cari işlemler dengesi ve efektif döviz kurları arasındaki ilişkide fazla bir bağlantı kurulamamıştır. Bunlardan ABD en uç durumu temsil etmektedir. 1980'li yılların ilk yarısında cari işlemlerde açıklar meydana gelirken Amerikan

¹¹¹ Buckley, a.g.e., pp.108-109

dolarında az çok değeri lenme meydana gelmiştir. Aksine benzer yıllar içerisinde Almanya'da cari işlemler artan bir şekilde olumlu seyrederken Alman markı zorlukla yükselmiştir. Diğer dört ülke için ise en iyi söylenecek şey iki değişken arasında çok az pozitif ilişkinin bulunduğu söylenebilir.¹¹²

1.2.4.3. Denge Modeli

Denge döviz kuru modeli ilk başta Stockman (1980) ve Lucas (1982) tarafından geliştirildi. Bunlar iki ülke genel denge modeli ile ekonomik birimlerin şimdiki beklenen değerini maksimize etme analizini yapmışlardır. Bunu güç kısıtlaması ve nakde dönüştürme kısıtlaması ile gerçekleştirdiler. (geleneksel olarak, ekonomik birimler yerli parayı tutmayı gerekli görürler, değişim aracı olarak mal alım ve satımında kullanırlar). Basit bir ifade ile denge modeli şu şekildedir:¹¹³

İki ülke ve iki mal olan bir dünya varsayımında fiyatların esnek ve piyasanın dengede olduğu kabul edilmektedir. Parasal modelin aksine ekonomik birimler ulusal ve yabancı mallar arasında öncelikli tanımlamaya göre ayrılmışlardır. Daha da ilerisi, basit olarak tüm birimlerin öncelikli benzer tercihlere sahip oldukları varsayılmıştır. Ulusal gelir seviyesini y , yurt dışı gelir seviyesi y^* şeklinde gösterilmiştir. Yurt dışı gelirin nispi denge değerinin de Π olduğu söylenebilir. Kişi başına düşen yabancı/ulusal gelirin olduğu yerdeki (y^*/n , y/n) ekonomik birimlerin kayıtsızlık eğrisini ifade eden eğri yurt dışı gelirin denge değeri olmalıdır. Şekil 4 üzerinde de görüleceği üzere yurt dışı gelirin nispi değeri reel döviz kuru ile ifade etmekte ve Π 'nin logaritmik formunda gösterilmektedir. Burada ulusal ve yabancı ekonomik birimler için Log-lineer ulusal ve yabancı para talebi fonksiyonu;

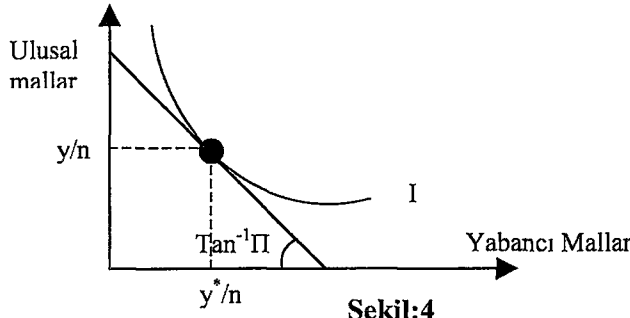
$M_d = p + ky$ ve $M_d^* = p^* + ky^*$ biçiminde gösterilmektedir.

Optimize olmuş bir çalışmada nakit avans kısıtlamasına tabi tutularak ekonomik birimlerin fayda fonksiyonundan yola çıkılarak ifade edilen lineerizasyon şekliyle müdahale edilir. Burada hükümet politikalarının değişmediği kabul edilmektedir. Reel döviz kuru tanımlaması ile birleştirildiğinde nominal döviz kuru;

$ER = M_d - M_d^* - k(y - y^*) + \Pi$ olarak bulunur.

¹¹² Copeland, a.g.e., p.256

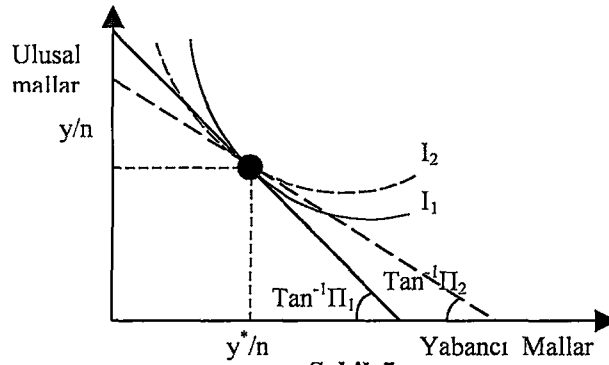
¹¹³ Robert P. Flood and Mark P. Taylor. "Exchange Rate Economics: What's Wrong With The Macro Approach?" *The Microstructure of Foreign Exchange Markets*, Ed: Jeffrey A. Frankel, Alberto Giovannini, NBER Publishing, Chicago, 1996, p.270



Şekil:4
Ulusal ve Yabancı Ekonomik Birimlerin Kayıtsızlık Eğrisi

Başlangıç görünümü olarak yukarıda ifade edilen nominal döviz kuru denklemi parasal modelin değişik bir versiyonu şeklinde görünmüş olabilir ancak, parasal modelde nispi parasal genişleme ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bunun yanında açıklayıcı örnek olarak esnek fiyat parasal modellerde bunu analiz etmek mümkün olmayacaktır. Önceliklerde yabancı mallardan ulusal mallara doğru egzojen değişmelerin olduğunu düşündüğümüz zaman farksızlık eğrisi düzlemi şekil: 5 üzerinde de görüleceği üzere I_1 konumundan I_2 konumuna geçmektedir. Kişi başına gelir düzeyinde değişme meydana gelmemiştir. Bunun anlamı yurt dışı ürünlerin fiyat düzeyinde meydana gelen nispi azalmalar (veya tersi ulusal malların nispi fiyat artışları) Π 'nin değerini düşürür. (Şekil 5'te Π_1 den Π_2 'ye düşmüştür). Bunun yanında parasal politikalarda herhangi bir değişim yaşanmadığı varsayımı altında reel döviz kurları ulusal fiyat seviyesinde değişim olmadan nominal kurlarda geniş dalgalanmalara neden olacaktır. Bu yüzden talep değişimleri denge modelinde nispi fiyatlardaki dalgalanmanın artmasında nominal döviz kurlarında gözlenen dalgalanmalar açıklayıcı etkiye sahiptir. Nominal kurların düşmesi ulusal rekabet durumunun azalmaya başladığını ifade etmektedir.¹¹⁴

¹¹⁴ Flood, Taylor, a.g.e., p.271



Denge Modelinde Döviz Kurunun Oluşması

Fakat denge modeli ile ilgili olarak yapılan tartışmaların sonucunda denge modelinin dünyadaki tüm denge durumunu açıklayabilecek bir model olmadığı yönündedir. Özellikle bu modelin reddettiği varsayımlar kadar bu yaklaşım ile desteklediği şeyleri de tam olarak açıklamaktan uzak kalmıştır.¹¹⁵

1.2.4.4. Temel Denge Yaklaşımı

Bu yaklaşım temel olarak aynı anda hem iç hem de dış dengeyi sağlayan kurların denge döviz kuru olabileceğini kabul etmektedir. Başlangıçta Nurkse (1944) tarafından dile getirilen bu yaklaşım daha sonraları IMF tarafından geliştirilmiştir.¹¹⁶ Temel denge yaklaşımını genel olarak FEER (Temel Denge Döviz Kuru) ve NATREX (Doğal Reel Döviz Kuru) başlıkları altında incelemek mümkündür.

1.2.4.4.1. FEER Yaklaşımı

1994 yılında Williamson tarafından dile getirilen FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) yaklaşımı özü itibariyle döviz kuru dengesinin makro ekonomik açıdan hem içsel hemde dışsal dengenin sağlandığı düzeyde oluşacağını ifade etmiştir. İçsel denge tam istihdam dengesinin sağlandığı ve enflasyon oranının düşük seviyede muhafaza edildiği gelir düzeyidir. Dışsal denge ise ülkeler arasında istenilen net sermaye hareketleri olarak karakterize edilmektedir.¹¹⁷ Bunlar sermaye akımları, tüketimin değişmesi ve demografik faktörler gibi etkenler tarafından belirlenmektedir. İdeal ekonomik yapının meydana gelmesi sonucunda uygun bir

¹¹⁵ Flood, Taylor, a.g.e, p.271

¹¹⁶ Denge Döviz Kuru, s.2

¹¹⁷ Peter B. Clark and Ronald MacDonald, "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs" *IMF Working Paper 98/67*, 1998, p.4

denge döviz kuru da meydana gelecektir. Bu açıdan FEER yaklaşımı normatif olarak düşünülmektedir.¹¹⁸ Kısaca FEER yaklaşımı ekonomik durum üzerine döviz kurlarını hesaplamayı amaç edinmiştir.

FEER analizi sadece akım dengesi modeline göre tanımlanmıştır. Bu yüzden yapılan analiz orta dönemi içermekte uzun dönemdeki stok dengesini göz önünde bulundurmamaktadır. Bunun yanında hem endüstrileşmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki risk primi olarak etki eden borç stoklarını döviz kuru analizinde orta dönemde açıklamamış ve değerlendirmeye almamıştır. Bu durumda farklı cinsten paralar ile ifade edilen varlık türleri tam olarak birbirlerini ikame edememektedirler. Aynı zamanda belirgin olan borç stoklarına bağlı olarak değişken zamanlı risk primi garantili olmayan faiz paritesi uygulamasıdır.¹¹⁹

1.2.4.4.2. NATREX Yaklaşımı

Stein, Alen ve arkadaşları tarafından (1995) FEER yaklaşımına alternatif olarak ortaya atılan yaklaşım normatiflik yerine pozitifliği ve endojen simülasyondan yola çıkarak uzun dönem reel döviz kuru tanımlamasını yapmışlardır. Ayrıca tam dinamik yapısal model yerine kısa dönem model üzerine tahmini baz olarak ele almışlardır. Stein (1994) ve Allen (1995) bu yaklaşımı NATREX (Natural Reel Exchange Rate) olarak tanımlamışlardır. Bu yaklaşımda reel döviz kurları içsel ve dışsal dengeye uyumlu hareket etmektedir.¹²⁰

Yüksek sermaye hareketliliğinin olduğu, küçük açık ekonomi için temel natrex eşitliği şu şekildedir:¹²¹

$$I(K,r,Z)-S(K-D,r;Z)=RB(RER,K-D,K^*+D;Z)+rD \quad (1)$$

$$dK/dt=I-nK \quad (2)$$

$$dD/dt=RB+(r-n)D \quad (3)$$

¹¹⁸ Francisco Maeso-Fernandes, Chiara Osbat, Bern Schnatz, "Determinants of The Euro Real Effective Exchange Rate A BEER/PEER Approach" **European Central Bank Working Paper No: 85**, November, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.ecb.int/pub/wp/ecbwp085.pdf>, 28.04.2003, p.9

¹¹⁹ Clark, MacDonald, a.g.e., p.9

¹²⁰ Peter J Montiel, "Long-run Equilibrium Real Exchange Rate: Conceptual Issues and Empirical Research", **Exchange Rate Misalignment Concepts and Measurement for Developing Countries**, Ed. By., Lawrence E. Hincle, Peter J. Montiel, Washington, A World Bank Research Pub., 1999, p.250

¹²¹ Montiel, "Long-run Equilibrium Real Exchange Rate: Conceptual Issues and Empirical Research", p.251

K ve K^* değerleri çalışan kişi başına ulusal ve yabancı sermaye stoklarını, RB faktörü dengeleme fonksiyonu, r ulusal faiz oranı, r^* yurtdışı faiz oranı, n emekteki büyüme oranını, D ekonomideki net dış borç miktarı, Z egzojen şoklar vektörünü (verimlilik veya faiz değişimleri gibi etkenler) ifade etmektedir. Modelde tam istihdama ulaşılmasıyla I ve S fonksiyonları tam istihdam durumunda ulusal yatırım ve ulusal tasarruf seviyesini göstermektedir. Yatırımların tasarrufları aşması uzun dönemde sermaye girişlerinin olduğunu göstermektedir. Bu durumda egzojen değişkenler r ve Z ile birlikte K ve D değişkenleri de önceden belirlenen değişken fonksiyondur. Bu bakımdan birinci eşitlikteki dışsal denge durumunda RER 'nin değeri orta dönem Natrex değeri için uygun görünmektedir. Orta dönem K ve D 'nin durumu ikinci ve üçüncü eşitlikteki ifadeye bağlı olarak uzun dönemde değişmektedir.

Natrex yaklaşımında eğer ekonomide uzun dönem dengesine ulaşırsa hem Z hem de reel aktif miktarları değişmez. Ekonomide üretim artışları meydana gelmez, S ve CA (cari işlemler hesabı) değerlerinin hepsi sıfıra eşit olur. Yani $I-S+CA=0$ konumuna gelir.¹²²

Natrex modellerinin üç tanesinin tahmininde (ABD/G-10, Fransa/Almanya ve Avustralya) reel döviz kurları sabit değildi. Fakat reel esaslardaki sıkıntılara eş bütünleme uygulanmıştır. Bu eş bütünleşme reel döviz kurundaki tesadüfi hareketler karşısında sıkıntıları yumuşatmak içindir. Sermaye ve borç oranında denge seviyesine ulaşıldığında uzun dönemde istikrara kavuşulmaktadır. Ancak, reel döviz kurunu belirleyen esaslar stabilize olmadıkça reel döviz kurları da istikrarlı olmayacaktır. Bazı küçük sorunlara rağmen reel döviz kurlarında güçlü ortak eş bütünleşme ile döviz kurunun esasları hakkına sağlam temsilci oluşturulmuştur. Bu da natrex modelinin tahminleri ile uyumlu olmaktadır. Natrex yaklaşımının reel döviz kurlarını tahmin etme gücü yüksek olmuştur. İlave olarak döviz kuru hakkındaki esaslara ilişkin ABD'nin de dahil olduğu testlerde teoriye uygun olan sağlam açıklayıcı gücün olduğu tespit edilmiştir.¹²³

¹²² Polly Reynolds Allen, "Economic and Policy Implications of The Natrex Approach", **Fundamental Determinants of Exchange Rates**, Ed: Jerome L. Stein, Polly Reynolds Allen and Associates, Oxford, Clarendon Press, 1997, p, 8

¹²³ Allen, a.g.e., pp.28-32

Genel olarak bu modellerde, ticaret hadleri, tarifeler, ticaret kısıtlamaları, sermaye hareketleri, makro ekonomik politikalar, devlet harcamaları ve verimlilik gibi temel değişkenler kullanmakta ve modeller genellikle çok ülkeli olmaktadır. Öte yandan modellerde dış dengede sadece cari denge durumuna bakılmamakta bunun yanında sermaye hareketlerinin etkileri de modele dahil edilmektedir. Bu şekilde dış ticaret açığı bulunan bir ülkenin sürdürülebilir bir denge elde edeceği de düşünülmektedir.¹²⁴

1.2.4.5. Döviz Kurlarında Ani Sıçrama Modeli

Keynesyen modelin modern bir versiyonu olan bu modeli Dornbusch (1976) oluşturmuştur. Daha sonra bu model Driskill (1981), Papel (1985), ve Levin (1986) tarafından destek bulmuştur. Modelde döviz kurlarında görülen ani sıçrama (overshooting) olayı gözlemlenerek ampirik açıklaması yapılmaya çalışılmıştır. Spot döviz kurlarının sık sık bazı ekonomik sıkıntılardan dolayı çok fazla hareket ettiği görülmektedir. Kurlar yukarıya doğru sıçrama yapabileceği gibi aşağıya doğru da ani düşmeler yapabilmektedir. Mesela, A ülkesinde enflasyon B ülkesinden daha yüksek olabilir. Bu durumda yine de A ülkesinin parası B ülkesine göre nispi olarak değerlendirilebilir. Bu gibi durumlar döviz kurlarında ani sıçrama ile açıklanabilir.¹²⁵

Tüm parasal modellerde olduğu gibi Dornbusch'un modelinde de başlangıç olarak karşılanmamış (garantisi olmayan) faiz paritesi geçerliliğini korumaktadır. Fiyatlar miktar teorisi ilişkisi çerçevesinde belirlenmektedir. Fakat para arzında bir değişme olduğu zaman tekrar dengeye ulaşmak zaman almaktadır. Son olarak, uzun dönem döviz kurlarında dengenin sağlanması PPP'ye bağlı olmaktadır.¹²⁶

Dornbusch'un modeli aşağıdaki şekildedir:¹²⁷

$$i_t = i_t^* + \delta_t^e \quad (1) \quad i_t \text{ Yurt içi faiz oranı, } i_t^* \text{ yurt dışı faiz oranı}$$

$$\delta_t^e = -\theta(S_t - S_{eq}) \quad (2) \quad S_t \text{ Spot döviz kuru logaritması, } S_{eq} \text{ } S_t \text{'nin}$$

$$M_t - P_t = \eta y_t - \phi i_t \quad (3) \quad \text{uzun dönem denge seviyesi, } \delta_t^e, S_t \text{'deki}$$

$$y_t = \sigma + \varepsilon(S_t - P_t^* - P_t) + \eta y_t - \phi i_t \quad (4) \quad \text{değişim beklentisi, } M_t, \text{ ulusal para}$$

$$\Delta P_t = \omega(y_t - y_{eq}) \quad (5) \quad \text{arzının logritmik ifadesi, } P_t, \text{ Ulusal fiyat}$$

seviyesinin logaritması, P_t^* Yurt dışı fiyat seviyesinin logaritması, y_t ulusal reel gelir

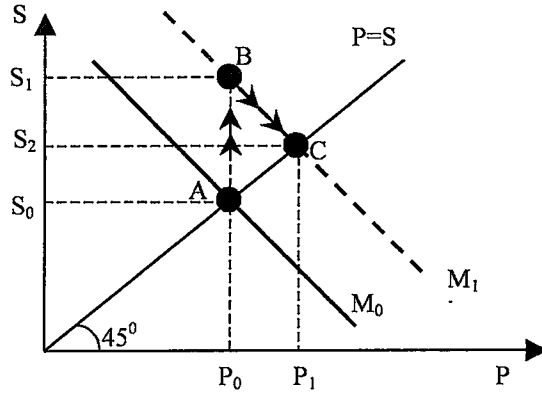
¹²⁴ Denge Döviz Kuru, s.2

¹²⁵ Buckley, a.g.e., p.105

¹²⁶ Visser, a.g.e., p.125

¹²⁷ Del Castillo, a.g.e., p.286

seviyesi, $\Delta P_t P_t$ 'deki değişim oranı, $\sigma \varepsilon \eta \omega \phi \theta$ modeldeki diğer parametreleri ifade etmektedir.



Şekil:6

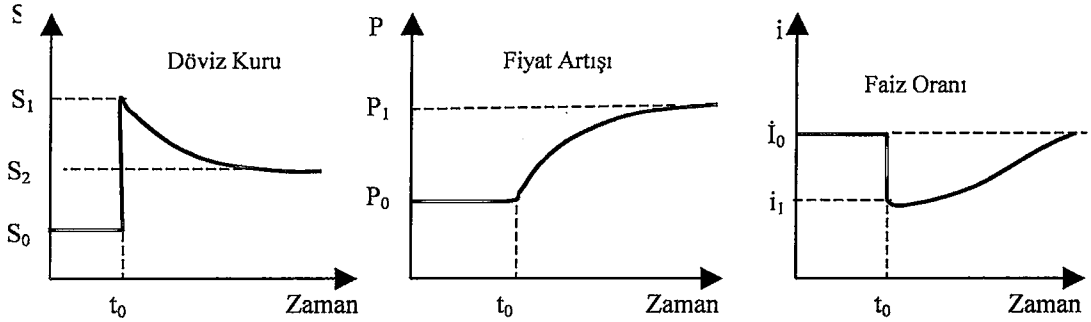
Para Arzının Artması ve Döviz Kurlarının Aşırı Sıçraması

Şekil:6'da P fiyatları, S döviz kurunu, M_0 doğrusu para piyasasında denge durumunu ifade ederken $P=0$ doğrusu da mal piyasasındaki denge durumunu göstermektedir. Para piyasasında para arzının artması M_0 eğrisini M_1 konumuna getirmektedir. Ekonomide kısa dönemde fiyatların değişmemesinden dolayı reel balanslar artar. Bunun yanında varlık piyasasında mal piyasasına göre daha esnek bir durum bulunmaktadır. Ayrıca yurt dışı faiz oranları da veri olarak kabul edilmektedir. Bu varsayımların doğal sonucu olarak döviz kurlarında ani sıçramalar meydana gelebilmektedir.¹²⁸ Şekilden de görüldüğü üzere para arzında meydana gelen artışlar kurları S_0 'dan S_1 seviyesine çıkarmışlardır. Başka bir ifade ile denge noktası A 'dan B 'ye çıkmıştır. Öte yandan ulusal paranın hızlı bir şekilde değer kaybetmesi yurt içi faiz oranlarındaki azalma ile birleşirse yurt içi üretim teşvik edilmiş olur ve yavaş yavaş fiyat dengeleme süreci başlar. Faiz oranlarındaki pozitifliğin sonucunda kurlardaki beklentiler düşüş yönüne çevrilmiştir. Bu durumda ulusal paranın ani bir şekilde değer kaybı sürecinden sonra bunu değer kazandırıcı periyot takip etmektedir.¹²⁹

¹²⁸ Dennis Paschke, Does The Phenomenon Of "Exchange Rate Overshooting" Imply That A Fixed Exchange Rate Regime Is Inherently More Stable Than A Floating Exchange Rate Regime?, (Çevrimiçi) <http://www.depaweb.de/StudiumDownloads/Essay3002.pdf>, 14.03.2002, pp.4-6.

¹²⁹ Del Castillo, a.g.e., p.287

Overshooting para talebinin faiz esnekliğine bağlıdır. Faiz esnekliği ne kadar küçük olursa LM eğrisi o kadar dikleşecektir. Esneklik değeri ne kadar yüksek olursa faiz oranlarındaki düşmenin reel para stokunda artış oranı da o derece yüksek olur. Piyasa hassasiyetleri nominal kurların denge değerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır. Hassaslık durumu ne kadar düşük olursa daha yüksek oranda değer kaybı meydana gelmektedir.¹³⁰



Şekil:7

Döviz Kurlarındaki Aşırı Yükselmeye Karşı Fiyat, Faiz ve Kurların Hareketi

Model doğrultusunda döviz kuru, fiyat seviyesi, ve faiz oranlarının zaman içerisindeki değişimleri yukarıdaki gibidir. t_0 zamanında para arzının artmasıyla döviz kurlarında yukarıya doğru ani sıçramanın sonucunda faiz oranları başlangıçta azalır ancak daha sonra eski seviyesine geri döner. Fiyatlarda başlangıçta herhangi bir hareket gözlenmez fakat zaman içerisinde fiyatlarda artış meyli görülür. Son olarak döviz kurlarındaki ani sıçramayı takip eden süreçte kurların seviyesinde azalma meydana gelir ve başlangıç seviyesinin biraz üzerinde dengeye gelir. bu açıdan döviz kurları üzerinde yapmış olduğu negatif etki kısa dönemde daha büyüktür.

1.2.4.6. Spekülasyon ve Döviz Kurları

Gelecekte mal, menkul kıymet ve döviz gibi değerlerin yükseleceğini düşünerek bu varlıkları düşük değerlerde iken satın alıp daha sonra yüksek fiyattan satılmasıyla aşırı kazançlar elde edilmesine spekülasyon, bu işi yapanlara da spekülâtör denilmektedir.

¹³⁰ Dornbusch Model, (Çevrimiçi) http://econ.lse.ac.uk/courses/ec315/G/ec315_LTlec7.pdf, 22.08.2003, p.7

Spekülasyonun istikrar unsuru mu? Yoksa istikrarsızlık unsuru mu? Olduğu konusunda tartışma bulunmaktadır. Spekülasyonu savunanlar, spekülasyonların ekonomik dalgalanmanın aşırı boyutlara ulaşmasına engel olduğunu ileri sürerken, karşı fikri savunanlar ise spekülasyonların yıkıcı etkiye sahip olduğunu ileri sürmektedirler.

Spekülatörler bir ulusal paranın olması gereken değerin altında olduğunu düşündüklerinde paraya yapılan talep artışları bu paranın değerinde artış meydana getirirler. Esnek döviz kuru politikalarının erdemliği göz önüne alındığında spekülatörler gelecekte paranın değer kazanacağını düşünürlerse satın alımında bulunurlar, fiyatlarda yükselme meydana gelince de satış yaparak kurların istikrara kavuşmasına destek olurlar.¹³¹

Öte yandan piyasadaki kriz durumlarında beklentilerin geçici olmayıp süreklilik arz ettiğine dair inancın hakim olması durumunda spekülatörler fiyatı yükselen paranın değerinde artışın devam edeceği beklentisiyle talepte artış yapmaları bu paranın değerinde daha fazla artışlara neden olurken, tersi durumda değeri düşen parayı satarak bu paranın değişim değerinin daha da değersiz hale gelmesine yol açabilmektedirler. Bu açıdan spekülasyonlar istikrarsızlığın derinleşmesine etki yapmaktadırlar.¹³²

Ekonomistler arasında spekülatif hareketlerin meydana getirdiği sorunların çözülmesinde ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlama getirerek veya döviz işlemlerinde vergi uygulamasına gidilerek spekülasyonun cesaretini kırmaya dönük teşebbüslerin gerekliliği ile bu düşüncenin karşısında yer alan ve görüş benimseyenler arasında kaldıkları görülmektedir. Bu bakımdan sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile sorunlar bugün için ilgi duyulan konular arasında yer almaktadır.¹³³

¹³¹ L. L. Osler, John A. Carlson, "Rational Speculators and Exchange Rate Volatility", **Federal Reserve Bank of New-York Working Paper No. 13**, May 1996, p.24

¹³² Ünal Çağlar, **Döviz Kurları: Uluslar arası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2003, s.85.

¹³³ Osler, Carlson, **a.g.e.**, p.1

1.2.4.7. D v z Kurları ve Haberler

Gerçekte kurların gelecekteki tahmininin yapılması oldukça zordur. Araştırmacıların d v z kurlarındaki davranışları açıklama sistematiki açısından kapsamlı teorilerin olmasına karşılık beklenmedik olayların çıkması karşısında gelecekteki kurların tahmininde bu teoriler sınırlı kalmaktadır. Gerçek dünya beklenmeyen şoklar veya olaylarla biçimlenmektedir. Beklenmedik olayların olması durumu “haberler” olarak isimlendirilmektedir. Bu olaylar ekonomik veya politik olabilmektedirler. Faiz oranları, fiyatlar ve gelir seviyeleri sıklıkla haberlerin etkisi altındadırlar. Bu bağlamda d v z kurları da beklenmedik olaylardan etkilenmektedir. Beklenmedik olayların önceden bilinmesi mümkün olmadığından gelecekteki spot kurların belirlenmesi de mümkün görünmemektedir. Haberlerin d v z kurları üzerine etkileri hızlı olurken, satın alma gücü açısından mal fiyatları üzerinde bu etki yavaş olmaktadır. Çünkü, mal ve hizmetlerin fiyatları önceden tespit edildiğinden bu s renin sonuna kadar fiyatlarda değişim yaşanmaz. Bu yüzden d v z kurlarındaki değişim mal fiyatlarındaki değişimden çok olmaktadır.¹³⁴

2. D V Z KURU REJ MLER  VE POL T KALARI

2.1. D V Z KURU S STEMLER 

D v z kuru sistemi; d v z kurlarının ne şekilde ve hangi g  ler tarafından belirleneceği (serbest veya resmi otorite) veya bunların hangi ölçülerde olacağı ile ilgili kuralların bileşimi şeklinde tanımlanmaktadır. D v z kuru sistemleri ile kambiyo sistemleri arasında sıkı bir bağlantı bulunmaktadır. Kambiyo sistemi, d v z kuru sistemi ile birlikte d v z işlemlerinin serbestlik durumunu ve kurlardaki fiili durumları dolaylı yoldan etkileyen kontrolleri de içine alan bir sistemdir.¹³⁵

 lkeler paralarının değişim değerlerini yaklaşık olarak aynı seviyede tutma eğilimlerinin olduğu dönemlerde sabit d v z kuru sistemi uygulamışlardır. 1870-1914 yılları arasında devam eden uluslararası altın standardı döneminde her ulusun

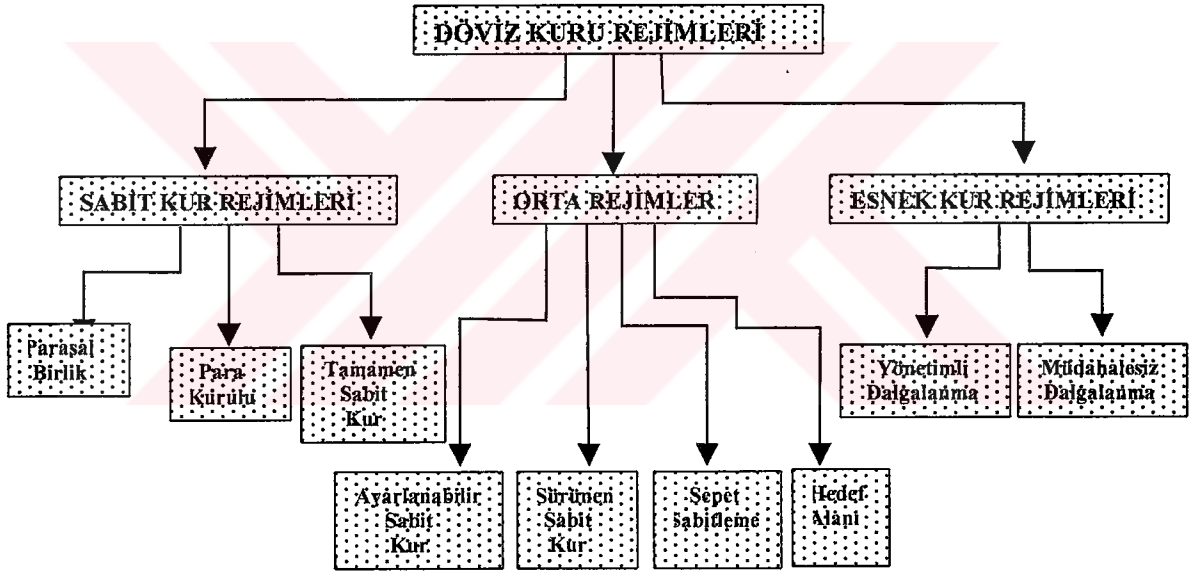
¹³⁴ Melvin, a.g.e., p.199.

¹³⁵ Nevzat Güven, D v z Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge, İzmir, Dokuz Eylül  nv. Yay, 1987, s.7

parası belli bir miktar altın ile değiştirilebilmekteydi. Bu dönemde altının değişim değeri serbest olarak yapılabilirdi.¹³⁶

Birinci Dünya Savaşı sonrasında altın standardı dönemi sona ermiş ve bunu takip eden süreçte Bretton Woods sistemi (sabit fakat ayarlanabilir kur rejimi) uygulanmaya çalışılmıştır. Ayarlanabilir kur sisteminin lokomotifliğini ABD doları üstlenmiştir. Bu sistem de 1971 yılına kadar devam etmiş, daha sonra sabit döviz kuru sistemine alternatif olarak esnek kur sistemi ülkelerin kur politikalarında yer almıştır.

Aslında döviz kuru sistemlerinde bu iki sistem en uç noktayı temsil etmekte iken, uygulamada bu iki sistemin bazı özelliklerinin bir araya geldiği orta (karma) sistemler de bulunmaktadır. Döviz kuru sistemleri aşağıda şekil: 8’de gösterilmiştir.¹³⁷



Şekil: 8

Döviz Kuru Rejimleri

Döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılmasından da görüleceği üzere döviz kuru piyasasının işleyişinde piyasa güçlerinin ve resmi otoritenin ne kadar rol aldıkları önemli olmaktadır. Tamamen esnek kurlarda piyasa güçlerinin hakimiyeti söz

¹³⁶ Cooper, Fraser, Uselton, a.g.e., p.472

¹³⁷ Michael D. Bordo, "Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective", NBER Working Paper No. 9654, April, 2003, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w9654>, 26.06.2003., p.5

konusu iken, sabit kur sisteminde kurların seviyesi ise resmi otoritenin egemenliğinde belirlenmektedir.¹³⁸

Ülkelerin resmi ağızdan IMF'e bildirdiklerine göre, 1990 yılından bu yana döviz kuru rejimlerinde sabit kurdan esnek kura doğru bir eğilim bulunmaktadır. IMF'in yasal döviz kuru sistemine göre sabit döviz kuru (buna sınırlı bant içinde esneklik ve Avrupa para sistemindeki döviz kuru mekanizması da dahil olmak üzere) 1990 yılında %65 iken bu oran 1998 yılında %44 seviyesine inmiştir. Bu durum esnek kurlara doğru bir eğilimin olduğunu ifade etmesine karşın gerçekte katı yönetimli veya hedef kur uygulamalarında değişimin olmadığı görülmektedir. Fiili kur uygulamalarıyla kanunen açıklananlar arasında farkların oluşmasında; ulusal paranın değer kaybetmesi ve bu değer kayıplarından finansal ve finansal olmayan kuruluşların enflasyona yapacağı etkiden endişeler etkili olmaktadır. Fiili değerlendirmede 1990 yılına göre 1998 yılında dalgalı kur uygulaması yaklaşık ikiye katlanmış ve üyelerin üçte birisi esnek kur uygulamakta iken, yasal olarak (de jure) yapılan değerlendirmede ise üyelerin yarıdan fazlasının (%55,5) esnek kur uygulamasını tercih ettikleri sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu farklılığın nedeni ülkelerin yasal olmayan biçimde sürünen band veya sürünen sabitleme gibi peg uygulamalarıyla öngörülü yöntemi seçmeleri sonucunda fiili sınıflandırmada dalgalı kurların dışına çıkmalarıdır. 2001 yılı sonuna göre, IMF'e üye ülkelerin yarıdan fazlasının (%55,9) çeşitli sabitleme rejimlerini uyguladıkları gözlemlenmektedir. Sabitleme rejimleri baskın gelirken son on yıllık süreçte yumuşak sabitlemeden (soft pegs) daha sert sabitlemeye (hard pegs) doğru bir değişim süreci yaşanmıştır. Tüm rejimler içerisinde katı sabitlemeler 1990 yılında %20'den daha az iken, 2001 yılında %46 dan daha yüksek bir paya sahip olmuştur.¹³⁹

Öte yandan Fisher'in 1991-1999 yıllarını kapsayan dönemdeki yasal düzenlemelere göre IMF üyeleri içerisinde orta rejimi uygulayan ülkeler %62 (98 ülke)'den %34 (63 ülke) düzeyine inmiştir. Katı sabitlemeler ise %16 (36 ülke)'den %42 (77 ülke) seviyesine çıkmıştır.¹⁴⁰

¹³⁸ Güran, a.g.e., s.10

¹³⁹ Shogo Ishii and Others, *Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets*, Washington, IMF Publishing, 2003, pp. 8-9

¹⁴⁰ Bordo, a.g.e., p.13

2003 yılı için IMF'e üye ülkelerden 40 ülke serbest kur uygulamasını tercih etmektedir. Bunlardan 31 tanesi gelişmekte, orta derecede gelişmiş veya değişen ekonomiler iken, 9 tanesi gelişmiş ülkelerdir. 98 ülke orta rejimi uygulamaktadır. Orta rejimlerin 10 tanesi basket sabitleme, 29 tanesi geleneksel sabit sabitleme ve (Danimarka'nın da dahil edilmesiyle) ayarlanabilir sabitleme/ayarlanabilir bant uygulayan ülke sayısı ise 16 dır. 43 ülke ise IMF tarafından önceden öngörülme-yen yönetimli serbest kur olarak ifade edilen grupta yer almaktadır. Fakat bu sistemde de yeterli derecede fiili hedef ve müdahale olduğundan bu da ara rejimi sınıflaması içerisinde bulunmaktadır. 48 ülke bağımsız paradan vazgeçmiş görünmektedir. Bunlardan 12 tanesi EMU, 36 tanesi gelişmekte olan ülke veya dönüşüm halindeki ekonomilerdir. (Bunlardan 8 ülke dolarizasyon yapmıştır. Ekvador, El Salvador, Panama, dört Güney Pasifik Ülkesi ve San Marino dur. San Marino İtalyan lirasına tabi olmuştur. 20 tanesi parasal birlik 8 tanesi para kuruludur. Fakat Arjantin'in ayrılmasıyla bu sayı 7'ye düşmüştür).¹⁴¹

Frankel'in (2002) araştırmasında geçmiş on yıla göre gelişmekte olan ülkelerde katı sabitlemeden daha ziyade esnek kurların tercih edildiği gözlemlenmiştir. Benzer bir sonucu Larain ve Velasco (2001)'nin elde ettiği görülmektedir. 1976 yılında gelişmekte olan ülkelerin %86'sı sabit kur düzenlemesini tercih ederlerken 1996 yılına kadar %45'i bazı tür sabitlemeleri devam ettirmiş ve %52'sinde esnek kur uygulamasına rastlanmıştır.¹⁴² Ancak sabit kurlara doğru meydana gelen eğilimlerde son 20 yıldaki IMF üyelerinin sayısındaki meydana gelen artışları ve ekonomik entegrasyon sürecinde parasal birliğe geçişleri de değerlendirmek gerekmektedir. Dünyadaki son 20 yıllık süreçte bağımsızlıklarını ilan eden ülke sayısında artış olmuş ve bu ülkelerden 5 tanesi para kuruluna geçmiştir (Estonya 1992, Litvanya 1994, Bulgaristan 1997, Bosna 1998, Hong Kong 1988). Ayrıca Avrupa'da tek para birimine geçiş ile birlikte 12 ülkenin de sabit kur

¹⁴¹ Jeffrey A. Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", NBER Working Paper, September 26, 2003, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg/ADBpaperOnExRateRegimes.pdf>, 14.10.2003, p.7.

¹⁴² Bordo, a.g.e., p.13.

uygulanmasına dahil edilmesiyle birlikte bu oransal değerlendirmelerin sonuçlarının yanlış olabileceğini göstermektedir.¹⁴³

2.1.1 Dalgalı (Serbest) Kur Rejimi

Dalgalı kur rejimlerini yönetimli dalgalanma ve müdahalesiz dalgalanma olarak iki alt başlıkta incelenmiştir.

2.1.1.1. Müdahalesiz Dalgalanma

Müdahalesiz dalgalanmada (free floating) kurlar piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşmakta ve piyasaya herhangi bir müdahalede bulunulmamaktadır. Ülkedeki döviz miktarında sıkıntı varsa döviz talebi daha yüksek olduğundan döviz fiyatlarındaki artışın sonucunda ulusal para değer kaybeder, tersi olması durumunda ise ulusal para değer kazanmış olur. Bu sistemin uygulandığı ülkelerde enflasyonun olması halinde ulusal paranın değer kaybında (devalüasyonda) da süreklilik meydana gelir.¹⁴⁴

Teorik olarak kurlara müdahalenin bulunmadığı varsayılmış olmasına karşın uygulamada kurlara müdahale edilmediğini söylemek mümkün değildir. Bu bağlamda serbest dalgalanmanın olduğu bir ekonomide döviz kurlarına yapılan müdahalenin amacı, döviz kurlarındaki değişim oranlarını yumuşatmak ve gereksiz dalgalanmalara engel olmaktır, onun fiyatını oluşturmak değildir. Bu sistemde prensip olarak parasal politikalar kur politikalarından bağımsızdır.¹⁴⁵

Esnek kur sistemini tam manasıyla uygulayan ülkeye pek rastlanılmamakla birlikte dolar, yen ve euro gibi önemli paraların birbirleriyle değişim değerleri genelde arz ve talep durumuna göre piyasada oluşmaktadır. Fakat kurlardaki dalgalanma bu ülkelerin ekonomilerine zarar verecek boyuta ulaştığında müdahale edilmektedir.

Öte yandan para piyasalarında fazla derinliğin olmadığı Türkiye gibi ülkelerde yatırımlar genel olarak döviz borçlanmasıyla finanse edilmektedir. Bu

¹⁴³ Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies, p.8.

¹⁴⁴ Bøe Sadersten, *International Economics*, USA, Mc Millan Pub., 1980, p.399.

¹⁴⁵ Ishii and Others, a.g.e., p.7.

lkelerde serbest kurlar finansal sistemde tahribatlara neden olabilmektedir. Ayrıca bu ülkelerin entegrasyon oranlarının yüksek olmasından dolayı kurlarda meydana gelen ani dalgalanmaların ortaya çıkaracağı belirsizlikler, ürünlere yapılan zamların yeterli olmayacağı yönündeki düşünceleri artırarak enflasyonist etkiye de neden olabilmektedir.¹⁴⁶

2.1.1.2. Yönetimli Dalgalanma

Yönetimli dalgalanma (managing float/dirty float) sisteminde kurlar ilke olarak serbest bırakılmıştır. Fakat bu dalgalanmalar parasal otoritenin denetiminde meydana gelmektedir.¹⁴⁷ Parasal otoritenin tespit ettiği öncelikli bir kur uygulaması veya belirli bir döviz kuru hedefi olmadan döviz kuru hareketlerine uzun dönemlik süreçte müdahale edilir. Kur yönetiminde oranlar geniş bir araştırmaya dayanılarak oluşturulur. Bunlardan bazıları; demeler dengesi durumu, uluslararası rezerv miktarı, paralel piyasalardaki gelişmeler ve düzenlemelerdir. Bu ayarlamalar otomatik olarak gerçekleşmezler. Döviz kurlarına müdahaleler direkt veya dolaylı yoldan olabilmektedir. Katı yönetimli dalgalanmada parasal otorite döviz kurlarının hareketini istediği rotada sürdürebilmek için ekstra dalgalanmalara taktiksel açıdan izin verir. Bu şekilde döviz kurlarının istikameti hakkında herhangi bir açıklama olmadan çok sıkı bir denetim ile kurlarda istikrar sağlanır. Diğer yönetimli dalgalanmalarda ise döviz kurlarına daha çok gündem için müdahalede bulunulur.¹⁴⁸

Yönetimli dalgalanma hem serbest hem de sabit kurların belli özelliklerini bir araya getirerek, her iki sistemin olumlu yönlerinden faydalanmayı, olumsuz taraflarından kaçınmayı öngörmektedir. Bu sistemde amaç kısa süreli dalgalanmaların önlenmesidir. Uzun dönemde para otoritesinin müdahaleleriyle kurların etkilenmemesi gerekmektedir. Bu bakımdan uzun dönemde hem hükümet hem de diğer spekülatör ve yatırımcılar gibi ekonomik birimler için kurların tahmininin zor olması esas sorunu oluşturmaktadır. Fakat piyasada oluşan kısa süreli arz ve talep fazlalıklarının belirli bir oranının merkez bankası aracılığıyla giderilmesi olarak bilinen rüzgara karşı durma operasyonları ile kurlardaki aşırı dalgalanmanın

¹⁴⁶ Saruhan zel, *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, İstanbul, Alkım Yayıncılık, 2000, ss. 98-99.

¹⁴⁷ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.531.

¹⁴⁸ Andrea Babula and İnci tker-Robe, “The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies”, *IMF Working Paper*, September, 2002, (evrimii) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02155.pdf>, 30.09.2003, p.16.

önlenmesine çalışılır. Fakat bu tip müdahaleler merkez bankalarının yeterli miktarda döviz rezervi bulundurmasıyla gerçekleşebilecek bir olaydır.¹⁴⁹

Bu sistemin en önemli faydalarından birisi, ortada açıklanmış bir döviz kuru hedefinin bulunmaması sonucunda spekülörlerin bu piyasaya hücum edecek pariteleri bulamamalarıdır. Türkiye 1994 yılından 2000 yılı başına kadar yönetimli kur uygulamasını tercih etmiştir. Sistemin genel yapısından farklı olarak piyasalara belli bir süre sonra kurların beklenen enflasyon doğrultusunda oluşturulacağı hissettirilmiş, fakat beklenen enflasyonun ne olduğu konusunda herhangi bir açıklama yapılmamıştır. Bu açıdan sistemin enflasyonist bir yönünün olmasına karşılık dış ticareti destekleyici tarafı da bulunmaktadır.¹⁵⁰

2.1.2. Sabit Kur Rejimleri

Sabit kur rejimleri para kurulu, parasal birlik ve tamamen sabit kur olarak üç alt başlıkta ele alınmıştır.

2.1.2.1. Para Kurulu

Para kurulu (currency board); açık bir yasal taahhüt ile sabit döviz kuru üzerinden ulusal parayı yabancı para ile değiştiren ve bu görevini yerine getirirken büyük kısıtlamalar içerisinde hareket eden parasal sisteme denir.¹⁵¹

Para kurulu ilk defa İngiltere kolonilerinde parasal düzenlemeler olarak uygulama alanı bulmuştur. Daha sonraları politik bağımsızlık kazanan ülkelerde tekrar uygulanmıştır. Para kurulu; Arjantin, Bosna, Bulgaristan, Hong Kong, Estonya ve Litvanya gibi ülkelerde uygulanmıştır. Bu ülkeler döviz kurlarında sabitlemeyi politik olarak değil kanuni yollardan yapmışlar ve yerli paranın yabancı para desteği olmadan piyasaya sürülmesine engel olmuşlardır. Para hareketleri hükümet ve merkez bankaları tarafından yürütülmüştür.¹⁵² Bu sistemde parasal ve mali disiplinin sağlanması için kurumsal düzenlemelerin mutlaka yapılması gerekmektedir. Bu düzenlemeler hem krizlere engel olmak, hem de kriz sonrasındaki ortamın

¹⁴⁹ Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.53.

¹⁵⁰ Özel, a.g.e., s.97.

¹⁵¹ Haydar Akyazı, "Alternatif Parasal Rejimlerde Fiyat İstikrarı: Enflasyon hedeflemesi ve Para Kurulu Örnekleri", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:17, Sayı:190, Ocak 2002, s.84.

¹⁵² Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, "Monetary Integration for Sustained Convergence: Earning Rather Than Importing Credibility", Don't Fix Don't Float, Ed. By Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001, p.23.

iyileşmesini kolaylaştırmak için yapılmaktadır. Bu şekilde kredi ve parasal politikalara da sınırlama getirmektedir. Bu sistemin başarılı olması için güçlü bir mali sistem gerekmektedir. Faizler konjonktürden bağımsız hareket etmemekte ve dışsal etkenler faizlere yansımaktadır.¹⁵³

Yabancı sermaye giriş ve çıkışlarında otomatik uyum mekanizması bulunmaktadır. Yabancı para girişleri arttığında artan para arzı nedeniyle faiz oranlarındaki gerilemenin sonucunda büyüme ve istihdam artmaktadır. Merkez bankaları son borç verme makamı niteliğini kaybetmektedirler. Öte yandan bu sistemde ekonomik sorunların hızlı bir şekilde çözümüne dönük yaklaşım benimsenmemiş, gerekli şartların oluşmasıyla gelişmelerin sağlanacağı varsayımı üzerinde durulmuştur. Ekonomide yapılan düzenlemeler genel olarak ücret ve fiyat ayarlamaları biçiminde şekillenmektedir.¹⁵⁴

Para kurulunda parasal otoritenin verdiği güven ve ekonomik reformların derinleşmesi enflasyonun aşağıya doğru çekilmesinde etkili olmakta ve büyüme performansı artabilmektedir. 1994-95 yılında Meksika’da ve 1999 yılında Brezilya’da yaşanan krizler karşısında bu sistem ayakta kalmayı sürdürmüştür. Bu gibi durumlarda sadece bankacılık sisteminin güçlü olması yeterli değildir. Buna destek olarak özelleştirme, finansal liberasyon, serbest girişim ve uygun bir risk yönetim sistemi ile başarı elde edilebilir. Kriz dönemindeki para kurulu uygulama sürecinde, devalüasyon riskinde ve hükümetin kamu kağıtlarına olan güven risklerinde artışlar meydana gelmiştir. Meksika’daki kriz sonrasında para kuruluna uyum sağladığı yıldan sonra görülen iyileşme dışında büyüme dalgalı ve düşük seviyede olmuştur. Yatırım ve istihdam durumu da zayıf kalmıştır. Arjantin’deki para kurulu sistemi ise risk primini aşağı çekme, yatırımları teşvik etme, büyüme ve istihdamı artırma, mali disiplini sağlaması doğrultusunda uygun koşulların oluşturulmasında başarısız olmuştur. Döviz kurlarında meydana gelen değerlenme, banka sisteminde yüksek likidite tutma zorunluluğu nedeniyle teşvik edici güdülerin ortadan kalkması sistemin yetersizliğini daha da artırmıştır.¹⁵⁵

¹⁵³ José Antonio Ocampo, *Exchange Rate Regimes and Capital Account Regulations For Emerging Economies*, 2000, (Çevrimiçi) http://www.nsi-ins.ca/ensi/pdf/01_ocampo.pdf, 05.10.2003p.14.

¹⁵⁴ Akyazı, a.g.e., s.85.

¹⁵⁵ Macedo, Cohen and Reisen, a.g.e., p.24.

Sonuç olarak kamu otoritesinin borçlanma ihtiyacında bir azalma meydana gelmedikçe ve sistemin devamlılığı konusunda güven ortamı oluşmadığı durumlarda sistemin başarılı olma ihtimali bulunmamaktadır. Öte yandan dış konjonktürden kaynaklanan kriz durumlarında meydana gelen ani para çıkışlarını karşılayacak düzeyde yeterli döviz rezervinin bulunmaması halinde merkez bankaları son borç verme vasfını kaybettikleri için kriz derinleşebilmektedir.

2.1.2.2. Parasal Birlik/Dolarizasyon

Parasal birlik; ülkelerin parasal birliğe dahil olarak aynı para birimini kullanmaları durumuna denir. Parasal birlik temelini optimum para alanları düşüncesinden almaktadır. Dolarizasyon ise, ülkelerin kendi para birimini terk ederek daha güçlü olan başka bir ülkenin parasını kendi ülke parası biçiminde kullanması halidir. Her iki durumda da parasal özerklikler tamamen ortadan kalkmaktadır. Bu sistemler ekonomik politikalarda maksimum kredi sağlar, dezenflasyonu kolaylaştırır, parasal kriz eğilimi olmaz ve işlem maliyetleri düşer. Keyfi parasal uygulamaların ortadan kalkmasının doğal sonucu olarak enflasyonist eğilimler de azalır.¹⁵⁶

Ulusal para birimi olarak başka ülkenin parasının kabul edilmesinin (dolarizasyon) olumlu taraflarının yanında bazı sıkıntı verici yönleri de bulunmaktadır. Birincisi; bu ülkeler para birimini kabul ettikleri ülkelere daha farklı ürün üretmektedirler. Mesela ABD'nin diğer ülkeler ile olan ekonomik ilişkileri sonucunda para değerinin yükselmesi halinde diğer ülkeler için yapılacak şey kur fiyatlarını yükselterek reel devalüasyon yapmaktır. Dolarizasyon yapan ülkenin böyle bir şansı olmadığından dış ticareti bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. İkincisi; Dönemsel dalgalanmalarda talep otomatik olarak ayarlanmayacağı gibi faiz oranları da artış yönünde etki yapabilmektedir. Borçlanmalardaki faiz oranları ise ABD'de olduğu gibi dolar üzerinden gerçekleşir. Ayrıca ülke içerisinde alış veriş ve nakit işlemlerinde dolar kullanılmasının yanında çek ve vadeli mevduat hesaplarının da dolar üzerinden yapılması uygun görülür.

¹⁵⁶ Fahrettin Yağcı, "Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries" **Africa Region Working Paper Series No.16**, April, 2001, (Çevrimiçi)
<http://www.worldbank.org/afri/wps/wp16.pdf>, 16.05.2003, p.2.

Ulusal manada mevduatların dolara dönüşmesi konusunda halk arasında bir şüphenin uyanması halinde mevduat sahipleri paralarını yurt dışına çıkarabilirler. Bu durumda söz konusu ülkelerin dolar basacak yeteneklerinin olmaması ve yeteri kadar doların bulunmaması kamu yönetimi açısından sıkıntılı dönemin başladığını ifade etmektedir.¹⁵⁷

Öte yandan bu sistemde dolarizasyon yapan ülke tek taraflı olarak diğer ülkeye hem politik hem de ekonomik açıdan bağımlı hale gelmektedir.¹⁵⁸ Merkez bankalarının son borç verme yetkileri ortadan kalkmakta, senyoraj gelirlerinden mahrum kalınmaktadır.¹⁵⁹

Panama, Ekvador, El Salvador ve Yeni Zelanda dolarizasyona geçen ülkelerden bazılarıdır. Ekvador'da dolarlaşma uygulaması politik alt yapının oluşturulmaması nedeniyle başarısız olmuştur. El Salvador ise Ocak 2001 tarihinden itibaren dolarizasyona gitmiştir. Esasında dolarizasyon mali karışıklıkların ortadan kaldırılmasında, bazı risklerin izolasyonunda ve finansal tedirginliğin neden olduğu deflasyonu ortadan kaldırmaya yetmemektedir. Bunun yanında ücret ve fiyatların kamu sektöründe esnek olmamasının sonucu işsizlikte artış meydana gelebilmektedir. Bu bakımdan Yeni Zelanda da olduğu gibi kamusal düzenlemeler ile desteklenen dolarizasyonun başarı olma şansı bulunmaktadır.¹⁶⁰

2.1.2.3. Tamamen Sabit Döviz Kuru Sistemi

Bir ülkenin kendi parasını belli bir parite ile yabancı paralara karşı sabitlemesi durumuna sabit kur sistemi denir. Bu şekilde kurların belirli bir süre için aynı değeri koruması sağlanmış olur.¹⁶¹ Altın standardının benimsendiği 1870-1914 yılları arasındaki süreçte her bir ülke kendi parasını belirli bir miktar altına sabitlemiş ve tespit edilen bu değerden uluslararası ilişkilerde parasal değişimler yapılmıştır.

Bretton Woods sistemi de sabit döviz kuru rejimine dayanmaktaydı. Fakat bu sistemde döviz kurlarında oluşan küçük oranlı dalgalanmalara izin verilmiştir. 1929

¹⁵⁷ Martin Feldstein, "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies Overview of Prevention and Management" NBER Working Paper No: 8837, March, 2002, (Çevrimiçi)) <http://papers.nber.org/papers/w8837>, 26.07.2003, p.6.

¹⁵⁸ Özel, a.g.e., s.99.

¹⁵⁹ Yağcı, a.g.e., p.6.

¹⁶⁰ Sara Calvo, *Exchange Rates: The Targeting Debate*, (Çevrimiçi) <http://www1.worldbank.org/devoutreach/winter01/article.asp?id=101>, 05.10.2003, p.1.

¹⁶¹ Eğilmez, Kumcu, a.g.e., s.192.

yılında meydana gelen büyük ekonomik sıkıntı ve akabinde yaşanan İkinci Dünya Savaşı'nın ardından daha savaşın sonucuna erişilmeden uluslar arası para ve finans piyasasının düzenlemek, uluslararası ticareti geliştirmek ve ödemeler dengesi sıkıntısı çeken ülkelere yardım edilmesi düşünülmüştür. Bu doğrultuda IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların oluşturulmasının yanında dolar ve sterlinin rezerv para olarak kabul edilmesi de karara bağlanmıştır. Burada alınan kararlardan birisi, her bir üyenin ulusal para değerleri altına göre belirlenmiş ve tespit edilen değerlerden $\pm$ % 1 oranındaki dalgalanmalara izin vermesiydi. Bu sistemin ana ekseninde ABD doları bulunmaktadır.¹⁶²

Sabit döviz kuru sistemi uygulayan ve ihracata dayalı bir büyüme stratejisi takip eden bir ülke için gelecekteki kurların değerinin belli olması ihracat fiyatlamasında belirsizliğin ortadan kalkmasına yardım etmekte ve ihracatın artmasını teşvik edici olmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin ara mal ve sermaye mallarını ithal etmeleri nedeniyle kurlardaki aşırı yükselmeler bu ürünlerin fiyatlarına yansımaktadır. Bu artışlar hem nihai malların fiyatlarında hem de girdi maliyetlerinde olduğundan enflasyonist etki de yüksek olmaktadır.

Öte yandan sabit kur ile birlikte enflasyonist ortamın bulunduğu bir ülkede fiyat artışlarından dolayı ulusal paranın aşırı değerlenmesi, dış ticaret açıklarını artırmaktadır. Eğer ülkede sermaye hareketliliği serbest ise döviz aşırı miktarda talep olmakta, sermaye hareketliliğinin bulunmaması halinde ise karaborsa oluşmaktadır. Bu yüzden yüksek oranlı devalüasyonlarla dengenin sağlanmasına çalışılmaktadır.

Sabit kur sisteminin bir başka olumsuz yanı ise, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde sermayenin belli bir yönde ani ve toplu hareket ettiği durumlarda merkez bankasının sabit kurların devamını sağlamak için toplu sermaye çıkışları karşısında döviz satışı yapmak zorunda kalmasıdır. Merkez bankaları açısından döviz alımı, döviz karşılığında ulusal para ile sağlandığından rezervde ulusal para bulunmasa bile emisyon ile bu görevi yerine getirebilirler. Fakat hızlı ve yüksek oranlı sermaye çıkışları meydana geldiğinde merkez bankasının döviz basma imkanı olmadığından rezervlerinde yeterli miktarda döviz bulunmaması halinde para

¹⁶² Soenen, a.g.e., p.4.

otoritesinin ciddi sıkıntılarla karşılaşmalarının ardından devalüasyon kaçınılmaz olmakta, hatta uygulanan kur sisteminin terk edilmesine bile yol açabilmektedir.¹⁶³

Sabit ve sabitleme (peg) oranlar aynı gibi görünseler de esasında bunlar arasında farklılık bulunmaktadır. Sabitlemede Asya, Rusya ve Brezilya gibi ülkelerdeki son kriz öncesinde olduğu gibi parasal otorite hem döviz kurunu hem de para politikasını idare etmektedir. Bu açıdan sürekli olarak döviz kuru ile para politikası arasında çatışma bulunmaktadır. Parasal taban hem yurt içi hem de yabancı parayı içermektedir. Mesela peg uygulamasında sermaye akımları aşırı olmuşsa parasal otorite piyasadaki ulusal para fazlasını düşürmek için piyasaya döviz enjekte eder. Ulusal para miktarının artırılması için de piyasadaki yabancı para miktarının azaltılması gerekmektedir. Eğer para çıkışları olursa o zaman yukarıdaki durumun tersi olacak ve piyasadaki ulusal para miktarında artış meydana gelecektir. Ödemeler dengesi sorunlarıyla karşılaşıldığı durumlarda, parasal otorite parasal tabanda git gide azalan yabancı paranın karşılığını yurt dışından temin eder.¹⁶⁴

2.1.3. Orta (Ara) Rejimler

Döviz piyasaları üzerinde hiçbir müdahale olmadan, kurların piyasadaki döviz arz ve talebine göre oluşması tamamen teorik bir durumdur. Uygulamada değişken döviz kuru sisteminin düzenlenmesi amacını taşıyan çeşitli fikirler öne sürülmüştür. Bu modeller sabit kur sistemi ile değişken kur sistemi arasında bir uzlaşma niteliği taşıyan sistemlerdir. Bu şekilde her iki sistemin iyi yönleri kullanılarak tutarlı bir döviz kuru politikasının izlenmesi hedeflenmektedir¹⁶⁵. Orta (ara) rejimler ayarlanabilir sabit kur, sürünen sabitleme, sepet sabitleme ve hedef alanı olarak dört alt başlıkta toplanmaktadır.

2.1.3.1. Ayarlanabilir Sabit Kurlar

Ayarlanabilir sabit kur (adjustable fixed) sisteminde, döviz kurlarına tespit edilen kur düzeyi ve dalgalanacağı bant aralığında salınım gösterdiği sürece müdahale edilmekten kaçınılır. Fakat ödemeler dengesi sorunlarıyla karşılaşılmaması

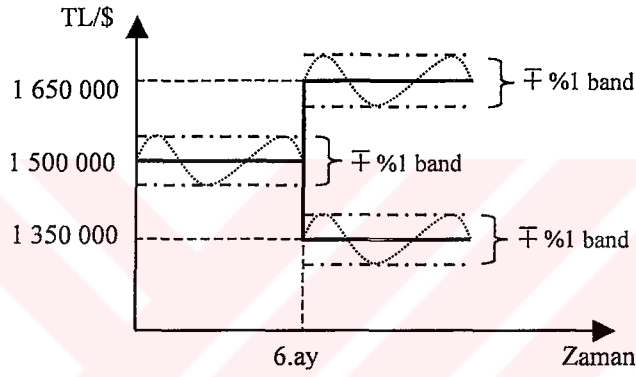
¹⁶³ Özel, a.g.e., s.90.

¹⁶⁴ Steve H. Hanke, "Some Reflections on Monetary Institutions and Exchange-Rate Regimes"

(Çevrimi-çi) <http://www.geocities.com/Eureka/Concourse/8751/edisi04/hanke100.htm>, 18.05.2003, p.5.

¹⁶⁵ Halil Seyidoğlu, Uluslararası Finans.3. Baskı. İstanbul, Güzem Yay., 2001, s.19-21.

durumunda devalüasyon yapılarak denge tekrar oluşturulmaya çalışılır. Ödemeler dengesi fazlalıklarında ise revalüasyona gidilerek yine dengenin sağlanması amaçlanır. Şekil: 9'dan da görüldüğü üzere ülkede önce belirli bir band aralığında paranın dalgalanmasına izin vermiştir. Altı ay sonra ödemeler dengesi açıklarının kapatılması için %10 devalüasyon yapılmış ve kurlar yükselmiştir. Yeni oluşan kur değeri üzerinden de belli oranlarda ($\pm$ %1) kurların dalgalanmasına izin verilmektedir. Revalüasyon yapılması halinde de yine aynı durum geçerli olmaktadır. %10 oranında revalüasyon sonrası oluşan kur düzeyinde belirlenen oranlarda ($\pm$ %1) kurlarda dalgalanmaya izin verilmektedir.¹⁶⁶



Şekil : 9

Ayarlanabilir Sabit Kurlar

Ülkelerin ayarlanabilir sabit kur sistemini tercih etmelerinin nedenlerinden birisi; bu sistem onların fiyat istikrarını elde etmelerinde nominal çapa görevini yapmasıdır. Sabit kur uygulaması yabancı sermaye akımlarını cesaretlendirmekte ve spekülasyon saldırılarına karşı uygulanan kur sistemini zayıf bırakmaktadır. Bu uygulama kurlardaki dalgalanmayı azaltmakta ve faiz oranlarını olması gereken en düşük seviyeye indirebilmektedir. Fakat bu uygulamada da bazı sorunlar bulunmaktadır. Reel kurlarda meydana gelen aşırı değerlenme diğer ülkelere göre daha yüksek fiyatları ifade etmektedir. Meydana gelen cari açıklar yüksek faiz oranları sayesinde yurt dışından borç alımları ile kapatılabilir, fakat devalüasyon korkuları yüksek faiz oranlarını bastırabilir, bu durumda borç verenler vade geldiği zaman aldıkları parayı tekrar borç vermede isteksiz davranacaklardır. Bu sorunlardan dolayı yurt içi varlıkların durumlarını kötüleştirme etkisi nedeniyle nakit çıkışlarını başlatır.

¹⁶⁶ İlker Parasız, Uluslararası Para Sistemi, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1991, s.17.

Sonuçta, ulusal paranın değer kaybetmesi kaçınılmaz hale gelebilir. Bu sistemi tercih eden ülkelerde genel olarak devalüasyona karşı gönülsüz bir tavır gözlenmektedir.¹⁶⁷

2.1.3.2. Sürünen Sabitleme/Band

Sürünen sabitleme/band (crawling peg/band) sisteminde döviz kurlarının kısa dönemde sabit tutulmasına karşılık, zaman içerisinde arz ve talep dengesini oluşturmak için belirli periyotlarla para devalüasyona tabi tutulmaktadır.¹⁶⁸

Kayan parite sistemini benimsemiş olan bir ülkenin döviz kurlarında yapacağı değişikliğin ne sıklıkta ve ne kadar yapılacağının, ayrıca dalgalanma bandının ne kadar bir genişliğe sahip olacağının belirlenmesi gerekmektedir. Bu şekilde istikrarsızlık unsurlarından biri olan spekülâtif hareketlerin de önlenmesine çalışılır.¹⁶⁹

Paritedeki değişimin esas nedeni, yüksek enflasyon nedeniyle ülkenin uluslararası rekabet durumunun erozyona uğramamasını garanti altına almaktır. Ayrıca, ülkeler cari işlemlerdeki dengeyi kolaylaştırmak için sürünen bantlardan da faydalanmaktadır. Bunu, reel kurların değerlendirilmesini takip eden süreçte pozitif bir şoka izin vererek (önemli ihracat mallarının fiyatlarını veya orta dönem sermaye akımlarındaki tahminleri yukarıya doğru yeniden düzelterek) veya reel döviz kurlarında meydana gelen değer kayıplarını takip eden süreçteki negatif bir şoka yönelerek yapar.¹⁷⁰

Sürünen sabitlemede merkez bankalarının parasal taban ve sürünen parite bandı olmak üzere iki hedefi bulunmaktadır. Ancak sermaye akımları bu iki band arasında çatışma meydana getirmektedir. Açık bir sermaye piyasasında para otoritesi faiz oranı ve döviz kuru arasındaki seçimlerde birbiriyle hızlı bir kıyaslama yapar. Bu kıyaslama mümkün olmayan üçlemeden kaynaklanmaktadır. Bu durumda ülkeler aynı anda bağımsız para politikası, sabit kur uygulaması ve serbest sermaye mobilitesini gerçekleştiremezler.¹⁷¹

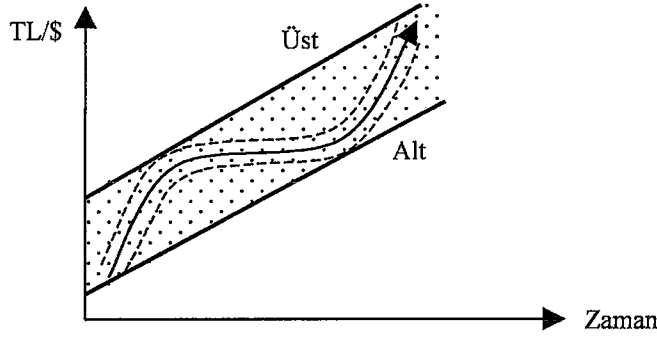
¹⁶⁷ Feldstein, a.g.e., p.6.

¹⁶⁸ Özel, a.g.e., s.94.

¹⁶⁹ Parasız, Para Banka ve Finansal Piyasalar, s.496.

¹⁷⁰ John Williamson, *Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility*, February, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.iie.com/publications/pb/pb99-3.htm>, 06.10.2003, p.4.

¹⁷¹ Brigitte Granville, "Exchange Rate in Transition" *Don't Fix Don't Float*, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001, p.86.



Şekil: 10

Sürünen Sabitleme/Band Sistemi

Şekil: 10'da görüldüğü üzere para otoritesi belirli aralıklarla devalüasyon yapmakta, kurların bant içerisinde bulunduğu sürece kurlara müdahaleden kaçınmaktadır.

Bu sistem daha çok sürünen sabit kur olarak uygulanmış olmasına karşılık zaman içerisinde finansal piyasalardaki gelişmelere daha iyi uyum sağlaması açısından band şeklinde uygulamalar da bulunmaktadır. Sistemin amacı belirsizliğin ortadan kaldırılması ve anti enflasyonist ortamın sağlanmasıdır. Ancak bazı durumlarda beklenen enflasyon oranının resmi otoritenin yapacağı devalüasyondan yüksek olması yönündeki düşüncelerden kaynaklanan baskılar karşısında resmi para otoritesi zor durumda kalabilmektedir. 1999 yılında Brezilya'da en fazla %4,2 oranında devalüasyon öngörülürken, gelen baskılar sonucunda yaklaşık %50 oranında devalüasyon yapmak zorunda kalınmıştır.¹⁷²

2.1.3.3. Hedef Alanı

Hedef alanı (target zone); nominal döviz kurlarına bazı durumlarda serbest olarak bir band içerisinde hareket etmesine izin vermektedir. Bandın merkezi sabit kurdur ve bu sabit kur ya tek bir para birimi yada bir sepetten oluşabilmektedir.¹⁷³

Bu sistemde sürünen sabit kurdan farklı olarak, para birimlerinin karşılıklı değişim değeri ve dalgalanma limitleri iki veya daha fazla merkez bankalarının bir araya gelerek ortaklaşa karar vermeleriyle tespit edilir.¹⁷⁴

¹⁷² Özel, a.g.e., s.95.

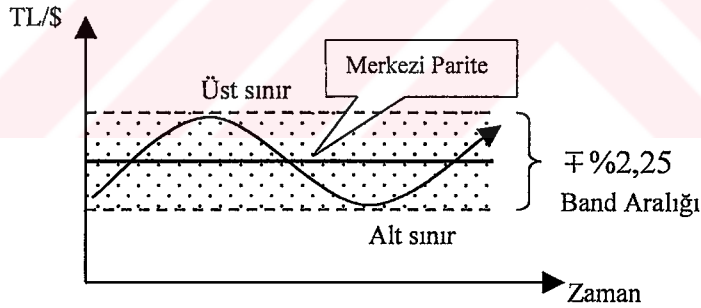
¹⁷³ Sebastian Edwards, Miguel A.Savastano, **Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?**, May, 1999, (Çevrimiçi)

<http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/emerging.pdf>, 01.09.2003, p.6.

¹⁷⁴ Özel, a.g.e., s.95.

Sistemin kredibilite ve esneklik sağlamasından dolayı anahtar parametreler halkın beklentilerine rehberlik etmektedir. Band içerisinde kurların hareket etmesi şokları absorbe etmesi açısından önemli bir faktördür. Ancak yatay bir bant içerisinde olan bu duruma uygun düşmeyen makro ekonomik politika uygulamaları ve bant aralığının çok dar tutulması spekülasyon saldırılarının önünü açmakta ve istikrarsızlığa neden olmaktadır. Ayrıca merkezi kurun tespitinin de doğru olarak yapılması hususu da önem verilmesi gereken bir başka konu olarak görülmektedir.

Avrupa para sisteminin döviz kuru mekanizması bu rejimin en iyi bilinen örneğini oluşturmaktadır. Birliğe üye olan ülkelerin paraları karşısında $\pm 2,25$ oranındaki alt ve üst limitlerde dalgalanması kararı alınmıştır. Fakat diğer paralar karşısında bu oranların geçerliliği bulunmamaktadır. 1992-93 döneminde yaşanan EMS krizinde paranın yanlı ayarlanmasının yanında meydana gelen baskılar karşısında merkez bankalarının bantı savunmada kararsız kalmalarının da etkisi bulunmaktadır. Krizin ortaya çıkmasının akabinde alınan yeni bir karar ile paraların dalgalanma genişliklerinde değişime gidilmiştir. Bu doğrultuda merkezi kur etrafında paraların dalgalanma marjlarının ± 15 oranında olabileceği kararlaştırılmıştır.¹⁷⁵



Şekil:11

Hedef Alanı

2.1.3.4. Kur Sepeti

Para sepeti (currency basket), ulusal paranın diğer paralara göre değişim değerini tespit için belirli ülke paralarının çeşitli ağırlıktaki miktarlarının bir araya getirilmesi ile oluşturulan sepete denir. Basket sabitleme (basket peg) ise, nominal döviz kurunun para sepetinde belirlenmiş düzeyden kurların sabitlenmesini ifade etmektedir. Basket ağırlıkları belirlenirken ülkenin dış ticaretinde diğer ülkelerin

¹⁷⁵ Edwards, Savastano, a.g.e., p.6.

aldıkları payların önemi büyüktür. Bir ülkenin daha çok ilişkide bulunduğu ülkenin sepetteki payında ise doğal olarak bir fazlalık bulunacaktır. Dönem içerisinde oluşan koşullar doğrultusunda ülkelerin sepetteki ağırlık paylarında da değişimler meydana gelebilmektedir.¹⁷⁶

Para sepeti parasal otoriteyi disipline etmede ve enflasyonu aşağı çekmede yardımcı olduğundan genel olarak kabul görmektedir. Bu bakımdan nominal çapalara benzemektedirler.¹⁷⁷ Para sepeti uygulaması ile ulusal paranın tek bir ülke parasına sabitlenmesi sonucunda ortaya çıkan sıkıntılar azaltılmaya çalışılmıştır.

Kur sepetinin oluşturulmasında üzerinde durulacak en önemli konulardan birisi de sepeti oluşturacak para birimlerinin seçimi ve bunların sepetteki aldıkları paylardır. Güneydoğu Asya krizinde bu sorun açıkça göze çarpmaktadır. Prensip olarak Güneydoğu Asya ülkeleri bağlantılarının önemi doğrultusunda sepetteki ağırlıkları tespit edip sabitleme uygulamasını yapmayı düşünmüşlerdir. Fakat, fiiliyatta Japonya bu bölgede ABD ile birlikte en fazla ihracat yapan ve bölgeye en fazla kredi veren ülke olmasına rağmen Japon parasının sepetteki payı bu ülkelerde ülkelerinde %1'den daha düşük seviyede belirlenmiştir. Bu durumda sistem dolara karşı sabitleme yapılma konumuna gelmiş olmaktadır. Bu yüzden doların yen karşısında Haziran 1995 yılından Nisan 1997 yılına kadar yaklaşık %50 oranında değer kazanması reel olarak bölgesel paraların da değer kazanmasını sağlamıştır. Bu sonuç krizin tetiklenmesinde önemli bir etken olarak görülmektedir. Eğer Japon yeni sepette daha yüksek bir paya sahip olsaydı bu ülkelerin paralarındaki reel değerlenme daha düşük seviyede olacaktı. Hesaplamalara göre değişmekle birlikte mesela, Tayland'da reel kurlardaki değerlenme %11 ila %30 arasında değişen bir değer alacaktı.¹⁷⁸

Basket kurlar bazı durumlarda sabitleme (peg) yerine belirli bir band aralığında sürünerek dalgalanmasına izin verilmektedir. Buna BBC (basket, band, crawl), yani; sepet, band ve sürünme denilmektedir. Bu şekilde hem ülke tek bir para

¹⁷⁶ Jeffrey Frankel and Others, **Verifying Exchange Rate Regimes**, May 17, 2000, (Çevrimiçi) <http://econ.wolbank.org/docs/1152.pdf>, 08.09.2003, pp, 23-26.

¹⁷⁷ Ramkishan S. Rajan, "Currency Basket Regimes for Southeast Asia: The Worst System With The Exception of All Others", **Policy Discussion Paper No: 0028**, Jun, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.adelaide.edu.au/cies/0028.pdf>, 08.08.2003, p.15.

¹⁷⁸ Rajan, a.g.e., pp, 3-15.

birimine bağlanmasının sonucunda meydana gelecek olan risklerden korunmuş olurken, hem de sürünme ile de onun rakiplerinden daha yüksek enflasyona sahip olmasından doğacak reel kur değerlenmesine de engel olunarak rekabetçi yapının sürdürülmesi sağlanmış olmaktadır. Sürünmeler ya geçmişe dönük enflasyon yada geleceğe yönelik enflasyon beklentisine göre oluşturulur. BBC band uygulaması, beklenmedik şoklar karşısında parasal politikalara belirli derecede esneklik sağlayarak sonuçların üstesinden gelmekte yardımcı olmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde denge döviz kurlarının tahmininde farklı hesaplamalardan dolayı ortaya çıkacak marj belirsizlikleri de önlenmiş olmaktadır.¹⁷⁹

BBC rejimleri diğer ayarlanabilir sabitleme rejimlerinden daha esnek olmalarına karşılık bugünkü global ekonomide ani sermaye akımlarına ve ani değişen yatırımcı fikirlerine karşı direnecek esnekliğe sahip değildir. Bu durumda bandın genişliği git gide artacak ve bu sistemin yerine dalgalı kurun benimsenmesine kadar döviz kurundaki hareket devam edecektir. Bu durumun son versiyonu Endonezya, Rusya ve Türkiye’de gözlemlenmiştir.¹⁸⁰

2.2. DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

Sistem, politikalardan oluşan daha genel kavram olarak aynı sistem içerisinde sistemin özüne aykırı bulunmamak kaydıyla az çok farklı uygulamaların yapılması durumuna denir. Bu bakımdan Döviz kuru sistemi ile anlamsal olarak yakın ilişkisi bulunan kavramlardan ikincisi de döviz kuru politikasıdır.¹⁸¹

Atlantik Okyanusu ötesine kablo ile Avrupa ve Kuzey Amerika arasında telekomünikasyon bağlantısının kurulduğu yıldır 1867 yılından itibaren modern manada döviz kuru politikasını ele alınmaktadır. 1870 yılından itibaren bu ilişkilerin boyutu Pasifik’e kadar uzanmıştır. Avrupa içerisinde ise telekomünikasyon bağlantısı 1851 yılında tesis edilmiştir. Önemli ülkeler arasında uluslararası parasal deneyimleri dört farklı periyotta incelememiz mümkündür.¹⁸²

¹⁷⁹ Morris Goldstein, *Managed Floating Plus*, Washington, Intitute for International Economics Pub., 2002, p.16.

¹⁸⁰ a.e., p.17.

¹⁸¹ Güran, a.g.e., s.7.

¹⁸² Richard N. Cooper, *Exchange Rate Choices*, (Çevrimiçi)
<http://www.bos.frb.org/economic/conf.43/99p.pdf>, 09.12.2002, p.100.

İlk periyot 1870-1914 yılları arasındaki dönemdir. Bu süreçte ülkelerin büyük bir çoğunluğu kendi paraları için altın standardını geliştirmişlerdir. Yani ülkeler arasında sabit kur uygulaması yapılmıştır. Bunun dışında altın ihraç noktası taşıma maliyetleri gibi küçük oranlardaki fiyat farklılıklarına izin verilmiştir. Bazı ülkelerin gümüş üzerine standart belirlemiş olmalarına rağmen yine de bu gibi uygulamalar azınlıkta kalmıştır. Altın standardı rejimi Birinci Dünya Savaşı'na kadar devam etmiştir. İkinci dönem 1914-1946 yıllarını kapsamaktadır. Bu dönem hem ülkelerde hem de kur politikası uygulamalarında büyük değişimlerin yaşandığı yıllardır. Birbirinden farklı olaylar ile meydana gelen döviz kontrolleri ve esnek kur uygulamasına geçişler olmuştur. 1920'li yılların sonuna doğru altın standardına geri dönüş çabaları olmuşsa da bu teşebbüsler sonuçsuz kalmıştır. 1930'lu yılların sonuna doğru çeşitli müdahaleler ile önemli paralar arasında istikrar elde etme çalışmaları olmuştur. 1946-1973 yılları arasındaki süreçte ise 1944 yılında yapılan Bretton Woods anlaşmasının ortaya çıkardığı döviz kuru sistemi damgasını vurmuştur. Bu anlaşma ile ayarlanabilir sabit kur uygulamasına geçilmiştir. Başlangıçta 44 ülke tarafından bu sistem benimsenmiş ve daha sonra bu halka genişlemiştir. Bu sistem 1960'lı yılların sonuna kadar artan biçimde güçlenmiştir. Fakat 1973 Mart ayında önce İngiltere ile Kanada US doları, Alman markı ve Japon yeni gibi paralara karşı sterlin ve doların değerinin piyasada oluşmasına izin vermeleri bu sistemin sonunu hazırlamıştır. Bu esnada çoğu ülkeler ulusal paralarını dolar, sterlin, frank, mark gibi paralara karşı sabitlemişlerdi. Aslında en çok Avrupa bölgesindeki ülkeler kendi aralarında döviz kurlarında esnek olunmasını hoş karşılamıyorlardı. Bu yüzden onlar kendi aralarında mini Bretton Woods sistemi mekanizmasını tekrar oluşturmuşlardır. EMS olarak başlayan bu süreç EMU'ya yani ortak para birimine kadar devam etmiştir.

2.2.1. Sabit Döviz Kuru Politikaları

2.2.1.1. Ülkelerin Sabit Döviz Kurunu Tercih Nedenleri

Ülkelerin sabit döviz kuru politikasını tercih etmelerinin gerekçeleri, güvenilirlik, disiplin, dış ticaret ile yatırımları özendirilmesi ve anti-enflasyonist olmak üzere dört alt başlıkta toplanmaktadır.

2.2.1.1.1. Güvenilirlik

Sıkı döviz kuru politikasının tercih edilmesindeki asıl unsurlardan birisi para politikalarında inandırıcılık fonksiyonunun bulunmasıdır. Eğer ülkenizde uygulanacak para politikalarına güven oluşturmuyorsanız, bu güven; ulusal parayı parası sağlam olan başka bir ülkenin parasına bağlanarak sağlanabilir. Bu, Akdeniz ülkelerinin Alman markına, Arjantin'in US dolarına bağlanma çabasıyla aynı şeyi ifade etmektedir. Sıkı sabitlenmiş kurlar (hard pegs) merkez bankaları için büyük boyutlarda sıkıntı verecek durumlarla karşılaşmadığı sürece sabitlenen kur düzeyini korumayı taahhüt ettiği üstü kapalı sözleşme olarak görülebilir. Ancak bazı sorunlarla karşılaşıldığı zaman yapılacak devalüasyonun da oluşan güveni azaltmaması gerekmektedir. Çünkü, devalüasyon ile aslında otoriteler bu sözleşmeye bağlı kalmayı sürdürmüş bulunmaktadır.¹⁸³

Sabitleme uygulamasında kısa dönemde yapılan savunmanın sıkıntısı uzun dönemde sağlayacağı faydadan daha ağır olması halinde ülke ya “durumdan kaçınma” konumuna geçecek yada kabul edilebilir bir devalüasyon yapacaktır. Bu uygulamanın dünya düzleminde problem olup olmadığı da belli değildir. Bu şekilde tek yönlü bağlanma uygulamalarında çoğu ülke sürekliliğini devam ettirememiştir. Bağışlanabilir devalüasyonun gelişmekte olan ülkelerde olabileceği de kesin değildir. Bunun nedeni hükümetlerin katı sabitlemeden ayrılmak için ekonomik değişkenleri ustalıklı kullanarak, dış kaynaklı şokları gözlenemez hale getirmeleridir. Eğer halkın şüphesi var ise o zaman haklı olarak temkinli hareket edeceklerdir.¹⁸⁴

¹⁸³ Andrés Velasco “Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned?” What Do We Still Not Know?” **G-24 Discussion Paper No.5**, June, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.unctad.org/en/docs/pogdsmdpbg24d5.en.pdf>, 22.11.2002, p.3.

¹⁸⁴ Felipe Larraín B and Andrés Velasco, **Exchange Rate Policy in Emerging Markets: The Case for Floating**, April, 2001(Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu/~AVelasco.Academic.Ksg/Files/Research/Princeton%20ERates%20April%202001.pdf>, 25.03.2003, p.5.

Obstfeld katı kur rejimlerinde “durumdan kaçınma” aleyhine daha öncekilere ilave olarak önemli bir fikir ortaya atmıştır. Bu kaçınmalar çoklu dengeye neden olmaktadır. Ancak çok zor durumda kalınmış ise hükümete devalüasyon yetkisi tanınır. Bu takdirde özel kesim devalüasyon beklentisiyle ücret artışları ve daha yüksek faiz oranları talebinde bulunabilir. Bu yüzden hükümetlerin devalüasyon yapmadan önce uygulamanın sonuçlarını çok iyi düşünmesi gerekir.

Domaç ve Peria’nın yaptığı incelemeye göre, sabit kurlar ile güvenilirlik bir birini tamamlamakta ve finansal istikrarın oluşmasına da yardım etmektedir. Bunun yanında sabit kurlar politikacıların kararsızlıklarını ve kendi istekleri doğrultusunda hareket etmelerini de azaltmaktadır. Aynı zamanda yurt içi şoklardan dolayı meydana gelecek olan bankacılık krizi riskinin de düşmesine yardımcı olmaktadır.¹⁸⁵

2.2.1.1.2. Disiplin

Sabit döviz kurları disipline neden olduğu gerekçesiyle tavsiye edilmektedir. Bu da yine kredibilite tartışmasına yakın bir durumdur.¹⁸⁶ Geleneksel düşünceye göre sabit kurlar kamusal anlamda daha fazla disipline olmuş durumdadırlar. Çünkü, maliye politikalarının sarsaklanması rezervlerin tükenmesine ve sabitleme uygulamasının sona etmesine yol açmaktadır. Sabit kurların yıkılması politikacılar açısından büyük maliyet oluşturmaktadır. Yani, bugünün kötü uygulaması yarın cezalandırılmaktadır. Bu cezanın verdiği acının korkusu politikacıları disipline edecektir. Eğer caydırıcı güçler yüksek ise sürdürülemez maliye politikalarına izin verilmez.¹⁸⁷

2.2.1.1.3. Dış Ticaret ve Yatırımları Özendirmesi

Sabit döviz kurları dış ticareti ve yatırımları teşvik etmektedir. En azından işlem maliyetlerini azaltmakta ve kurlardaki belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır. Sonuçta ekonomik etkinlik ve büyüme üzerinde olumlu etkide bulunur ve

¹⁸⁵ İlker Domaç and Maria Soledad Martinez Peria, “Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?”, **World Bank Working Papers**, Agust, 2000, (Çevrimiçi) http://www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/working_papers/BankingCrisesExchangeRateRegimes.pdf, 31.10.2003, p.27.

¹⁸⁶ Velasco, **Exchange Rate in Emerging Markets: Floating Toward The Future**, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.banxico.org.mx/siteBanxicoINGLES/gPublicaciones/Seminarios/Ing/dgie/Inconfe2000/Andres%20Velasco.pdf>, 19.11.2002, p.153.

¹⁸⁷ Aaron Tornell and Andrés Velasco, “Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline”, **NBER Working Paper No:5108**, May, 1995, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w5108>, 26.07.2003, p.2.

enflasyonist eğilimleri azaltır. Bu durum aynı zamanda büyümenin süreklilik kazanmasına olumlu yönde katkı yapar. Liberalizasyon özelleştirme ve istikrar artışları sadece ekonomik etkinliğin sağlanması için değil aynı zamanda ülkelerin uzun dönemdeki süreçte karşılıklı olarak büyümelerine de destek verir. Ancak sabitlenmiş nominal kurların uzun dönemde reel kurlardaki dengeyi değiştirmesi halinde ticaret, yatırım ve büyüme zarar görebilir. Bu durumun oluşmasının asıl sebebi, devalüasyonun dengeyi oluşturmak için en iyi yöntem olduğuna inanılmasıdır. Buna mukabil, 1994 yılında Batı Afrika ülkelerinin Fransız Frank'ına karşı CFA Frank'ı %50 devalüe edilmesi iki ülke arasındaki ilişkileri uzun dönem sekteye uğratmıştır.¹⁸⁸

2.2.1.1.4. Anti-Enflasyonist olması

Sabit döviz kurunun uygulanmasıyla birlikte finansal disiplinin de sağlanmış olması, siyasi otoritenin enflasyonist finansman kaynağının kırılmasına neden olur. Bu durumda fiyat istikrarının sağlanması da kolaylaşır.¹⁸⁹ Ayrıca enflasyonist eğilimin azalması ve faiz oranlarının düşmesinin doğal sonucu olarak yatırımlarda artış meydana gelmektedir.

2.2.1.2. Sabit Kur Uygulamasının Olumsuz Tarafları

Bu sistem ise bazı yönleriyle ekonomileri sıkıntıya soktuğu için eleştirilmektedir. Bu eleştiriler ise dört başlık altında sunulmuştur.

2.2.1.2.1. Parasal Bağımlılık

İmkansız üçleme yaklaşımına göre sermayenin serbest olduğu durumda sabit döviz kurunu seçmiş bulunan bir ülkenin para politikalarında bağımsız hareket etmesi kısıtlanmakta ve parasal otorite gücünü ekonomik hedefler doğrultusunda kullanamamaktadır. Para arzının aşırı miktarda genişlemesi, mesela bütçe açıklarının finansmanında kullanılması, sermayenin yurt dışına çıkmasına ve rezerv kayıplarına

¹⁸⁸ Thorvaldur Gylfason, "Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility", *The North American Journal of Economics and Finance*, August, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 12.10.2002, p.173.

¹⁸⁹ Aghevli, Khan, Montiel, a.g.e., p.13.

yol açar. Bu durumda sabit kur uygulamasına olan güven duygusunda zedelenme meydana gelir.¹⁹⁰

2.2.1.2.2. Spekülatif Saldırlara Maruz Kalma

Sabit kurların uygulamasında ülkeleri sıkıntıya sokan durumlardan birisi de spekülatif saldırılar karşısında sabit kurları savunmanın oldukça zor olmasıdır. Özellikle döviz kurlarının düşük değerde olduğunun hissedilmesiyle güvenilirlik durumu ortadan kalkar. Artan döviz taleplerini karşılayacak yeterli düzeyde rezervin bulunmaması durumunda panik havası oluşmaya başlar ve döviz talepte hareketlenme olur. Eğer kredi verenler ülkenin geri ödemelerde sıkıntı yaşayacağını hissederlerse para çıkışları oldukça hızlı ve büyük miktarlarda olur. Bu durumda siyasi otorite sabit kurları savunmakta zorluklarla karşılaşır. Eğer spekülatif hareketlerin şiddeti yüksek ise uygulanan kur sisteminin yıkılmasına bile neden olur. Bir ülkenin vaat ettiği kur sistemini sürdürmesi, ulusal paranın dövizle dönüştürülmesi nedeniyle meydana gelecek talepler için güven verici rezerv miktarını bulundurmasıyla mümkün olabilir.¹⁹¹

2.2.1.2.3. Krizler Karşısında Esnek Olmaması

Sabit kurların dezavantajlarından birisi de kriz zamanlarında ekonomi politikalarına esneklik tanımamasıdır. Mesela, 1990 yılında İngiltere sterlinin Alman markı karşısında değer kaybetmesine izin vermiştir. Fransa ise frankın mark karşısındaki değerini bire bir korumuştur. Sonuçta İngiltere’de işsizlik oranı düşmüş, Fransa’da ise artmıştır. İşsizlik oranı İngiltere’de %6, Fransa’da ise %10 düzeyinde gerçekleşmiştir. Fransa’da güçlü frank ve esnek olmayan iş piyasası nedeniyle işsizlik oranı yüksek düzeyde seyretmiştir.¹⁹²

Sabit kur sisteminde parasal tabana bağlı olarak ulusal para arzının artması, piyasadan yabancı paranın çekildiğini ifade etmektedir. Bu durumda merkez bankaları son borç verme yeteneklerini kaybetmektedirler. Bankacılık sistemi ani taleplerle karşı karşıya kaldığı zaman merkez bankasından ihtiyaç duyduğu fonları

¹⁹⁰ William H. Branson, “Intermediate Exchange-Rate Regimes for Groups of Developing Countries”, **Don’t Fix Don’t Float**, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001, p. 58.

¹⁹¹ Joseph E. Stiglitz, “Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk Without Reward”, **Annals**, Volume:579, January 2002, p. 237.

¹⁹² Gylfason, a.g.e., p.177.

karşılayamaması nedeniyle artan para taleplerini karşılamakta sıkıntıya düşmektedirler.

2.2.1.2.4. Ulusal Paranın Doğru Para Birimine Bağlanması Sorunu

Ulusal paranın doğru para birimine sabitlenmesi de önemli olmaktadır. Çünkü, sabitlenen para biriminin uluslararasıdaki salınımları direkt olarak sabitlemeyi yapan ülkeyi ilgilendirecektir. Ticaretini belirli coğrafi bölgeler üzerinde yoğunlaştırmış ve parasını büyük ticaret ortağına bağlayan bir ülke için bu pek sorun olmayabilir. Fakat bu şekilde olmayan ülkeler için çapraz kurlardaki dalgalanmalar ciddi sorunlara yol açmaktadır. 1997 yılında Asya ülkelerinin yaşadığı sorun buna örnek olarak gösterilebilir. Bu ülkeler dolara sabitlenmiş durumda iken doların yen karşısında değer kazanması, bu ülkelerin reel efektif döviz kurlarında meydana gelen aşırı değer artışları krizleri tetikleyici etki meydana getirmiştir. Bir çözüm yöntemi olarak tek para birimi yerine bir sepete bağlanması daha uygun görülebilir. İlkel olarak en azından çapraz kurlarda istikrarı sağlamasına karşılık, uygulamada çok sayıda kura bağlı oluşturulan sepet ile ilgili sorunların çözümü de karmaşık olmaktadır. Kur sepetinde kullanılacak ağırlıkları bankacılık sistemi pek tercih etmemekte, ayrıca yapısal değişimler karşısında da kur sepetindeki ağırlıkların da değişmesi gerekmektedir.¹⁹³

2.2.1.3 Sabit Kurlar ve Gelişmiş Ülkeler

1870-1914 yılları arasındaki dönemde dünyada hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde sabit kurların geçerli olduğu altın standardı uygulaması yapılmıştır. Bu dönemde sterlinin uluslar arası ödemelerdeki rolü yüksek olmuştur. Bu şekilde olmasında teknolojik ve sanayileşme devriminin İngiltere’de başlamasının etkisi bulunmaktadır. Birinci Dünya Savaşı sonrasındaki finansman ihtiyacını karşılamak için Almanya, Rusya ve Orta Avrupa’daki bazı ülkelerin enflasyonist sürecin oluşmasına izin vermeleri bu ülkelerde paraların çökmesine, Fransa, Belçika ve İtalya gibi ülkelerin de paralarının değer kaybetmesine neden

¹⁹³ Velasco, “Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned?” What Do We Still Not Know?”, p.5.

olmuştur. Gelişen bu olaylar sonucunda ulusal düzeyde altın, para olma vasfını kaybetmiştir.¹⁹⁴

Bretton Woods sisteminin uygulanmaya başlandığı 1944 yılından itibaren ayarlanabilir sabit kurlar gelişmiş ülkelerin tercih ettikleri sistem olmuştur. Bu sistemde İngiliz Sterlini yerine ABD Doları lokomotiflik görevini üstlenmiştir. Sabit kur sistemi, uluslararası ticaretin serbest bırakılmasını, parasal dengesizliklerin azaltılmasını ve dünyanın büyümesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Bu doğrultuda US dolarının tespit edilen değerden $\pm$ %1 değişebileceği, diğer ülke paralarının ise $\pm$ %2 oranında değişebileceği öngörülmüştür.

Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla birlikte çoğu gelişmiş ülke esnek kurlara doğru bir eğilim sergilerken, sabit döviz kurları genişletilmiş periyotta orta derecede kalkınmış ülkelerde uygulanmış ve önemli fonksiyonlar yerine getirmiştir. Lüksemburg bunun en ucunda yer alan ülke olarak, 1916 yılından Euro'ya geçtiği ana kadar sabit kur uygulamasını devam ettirmiştir. Avusturya, Belçika, Danimarka ve Hollanda'nın kurduğu ve Alman markına karşı katı sabitleme EMS içinde birkaç yıl devam etmiştir.¹⁹⁵ Bu sistemde merkezi kurdan $\pm$ %2,5 oranında sapmalara izin verilmiş ve AET'nin parasal istikrarı tesis etmesinde etkili olmuştur.¹⁹⁶

1992-93 yıllarındaki EMS krizi döneminde Avusturya Şilini ve Hollanda Guldeni Alman Markı karşısında dayanamamıştır. Spekülatif baskılar İngiltere ve İtalya'yı EMS dışına çıkarmıştır. İspanya, İrlanda ve Portekiz devalüasyon yapmak zorunda kalmışlardır. Ancak Fransız Frankı Alman Markına karşı sabitliğini korumuş ve rejimi güçlendirmek için Almanya'daki oranlar üzerinden prim kazanmak maksadıyla kısa vadeli faiz oranları yükseltilmiştir. Bu uygulama yüksek mobilite sermaye çevreleri tarafından destek bulmuştur. Genel manada 1980'li yıllarda gelişen Avrupa ülkeleri arasında kurların istikrara kavuşturulması açısından sabit kurlar önemli görevler üstlenmiştir. 1990'lı yıllarda ise ciddi boyutlarda sarsıntılar yaşanmıştır.¹⁹⁷

¹⁹⁴ Parasız, Uluslararası Para Sistemi, s.72.

¹⁹⁵ Michael Mussa and Others, "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", IMF Occasional Paper No.193, August 2000, p.10.

¹⁹⁶ Dominique Plihon, Döviz Kurları, Çev., Mehmet Bolak, Haluk Levent, Ertuğrul Tokdemir, İstanbul, İletişim Yayınları, 1995, s.91.

¹⁹⁷ Michael Mussa and Others, a.g.e., p.10.

2.2.1.4. Sabit Kurlar ve Gelişmekte Olan Ülkeler

1970 yılından sonraki süreçte gelişmekte olan ülkeler için yeni bir trendin başlangıcını oluşturmaktadır. Sabit kurların başlangıçtaki üstünlükleri yerini yavaş yavaş esnek kurlara doğru bırakmıştır. Başlangıçta gelişmekte olan ülkeler tek bir para birimine sabitleme yaparlarken daha sonraları bu sabitlemeler birkaç ülke paralarının bileşimi (sepet) şeklinde olmuştur. 1970’li yılların ortasında gelişmekte olan ülkelerin % 85’i sabit kur sistemini uygularken 80’lerin ortasında bu oran % 45 seviyelerine inmiş ve ülkelerin yaklaşık % 50’si esnek kur uygulamasına geçmiştir.¹⁹⁸

Bu genel eğilimin yanında birçok Asya ülkesi US dolarına karşı hemen hemen sabit nominal kur rejimi uygulamasını seçmişlerdir. Bu rejimler iki nedenle tercih edilmiştir. Birincisi, fiyat istikrarından emin olmak, ikincisi ise faiz oranlarındaki genişliği azaltarak borçlanmayı daha ucuz hale getirmektir. Döviz kurunun sabitlenmesi faiz oranlarının genişliği üzerinde iki kat pozitif etki meydana getirmiştir. Enflasyondaki beklentileri aşağıya çekmiş ve piyasa uygulayıcılarının güvenini kazanmıştır. Neticede ülke risklerinde azalmalar meydana gelmiştir. Öte yandan 1995 yılı sonunda dolara yapılan sabitlemeler birçok Asya ülkesinde rekabeti olumsuz etkilemiştir. Çünkü, ABD Doları diğer ülke paralarından Japon yenine karşı %25, Euro’ya karşı da % 17 oranında değer kazanmıştır. Eğer bu ülkelerin yatırım ve ticaret yapıları dolar bölgesine yoğunluk kazanmış olsaydı ve ihracattaki rakipleri de dolar alanında bulunmuş olsalardı o zaman bu ülkeler dolardaki dalgalanmaya bakmaksızın istikrara kavuşmuş olurlardı. Bu bakımdan Asya ülkelerinden ziyade bazı küçük Latin Amerika ülkeleri az önceki yapıya uygunluk göstermektedirler. Dolara karşı sabitleme merkez bankalarına kurların sürdürülmesi noktasında sorumluluk yüklemektedir. Ulusal finans sisteminin zayıflığı ile birlikte ulusal şirketlerin dışarıdan özellikle kısa vadeli döviz ile borç para bulurlarken kendilerini döviz krizi risklerine karşı korumamış olmaları da krizi tetikleyici etki meydana getirmiştir.¹⁹⁹

¹⁹⁸ Andrés Velasco and Luis Felipe Céspedes, “Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective,” October, 1999, (Çevrimiçi)
[http://wbln0018.worldbank.org/LAC/LACInfoClient.nsf/8d6661f6799ea8a48525673900537f95/6b6e14b224b8d617852569540073478e/\\$FILE/velasco_fixed.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/LAC/LACInfoClient.nsf/8d6661f6799ea8a48525673900537f95/6b6e14b224b8d617852569540073478e/$FILE/velasco_fixed.pdf), 12.11.2002, p.5.

¹⁹⁹ Mussa and Others, a.g.e., p.2-3.

Esnek kur eğiliminin yanında bu eğilime aykırı olarak istisnai bir durum para kurulu uygulamalarıdır. Arjantin, Hong Kong, Estonya, Litvanya ve Bulgaristan para kurulunu uygulamışlardır. Hong Kong 1983 yılından beri bu uygulamayı devam ettirmiş, Arjantin ise 1991 yılında değişime gitmiştir. Son yıllarda ise Esyonya, Litanya ve Bulgaristan para kurulu uygulamasını devam ettirmektedirler.²⁰⁰

2.2.1.5. Sabit Kurlarda Para ve Maliye Politikaları

Açık ekonomilerde istikrar politikaları üzerine çalışmalar 1960 ve 1970’li yıllarda değişik şekillerde ele alınmıştır. Daha da ilerisi her bir döviz kuru düzenlemesi altında para ve maliye politikalarının uygunluğu analiz edilmiştir.²⁰¹ Mundell-Fleming modeli en genel dışa açık ekonomide makro ekonomik model olarak tanımlanmaktadır. Bu modelde küçük açık ekonomiler bir yıllık veya daha uzun süreyi kapsayan dönemi içermektedir. Kısa dönemde ücret ve fiyatların sabit olduğu kabul edilmektedir. Bu açıdan model keynesyen ruh taşımaktadır. Modelde toplam arz tam olarak esnek ve toplam talep ise gelir seviyesine bağlı olarak değişmektedir.²⁰²

Mundell-Fleming modelinde, para ve maliye politikalarının etkinlikleri döviz kuru düzenlemelerinin türüne ve sermaye mobilitesinin derecesine bağlıdır.²⁰³ Modelde ticaret dengesi yurtdışı gelir ile ilişkili olarak ulusal gelir seviyesi ve döviz kurları tarafından açıklanmaktadır. Sermaye hesabı yurt dışı gelire ilişkin olarak ulusal gelir seviyesi ve döviz kurları tarafından açıklanmaktadır. Sermaye hesabının faiz oranlarındaki farklılığa karşı hassasiyeti, sermaye mobilitesi derecesinin bir ölçüsü olarak görülmektedir.²⁰⁴

Mundell (1963) sonsuz yurt içi faiz oranına bağlı olarak sermaye hesabı esnekliğinde tam sermaye mobilitesi durumunu ele almıştır. Sabit döviz kurlarında tam sermaye hareketliliğinde açık piyasa işlemleriyle para arzındaki artış yabancı döviz rezervleri seviyesindeki değişime eşit seviyede artacaktır. İstihdam ve ulusal gelir üzerine etki etmeyecektir.²⁰⁵

²⁰⁰ Velasco and Céspedes, “Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective,” p.6.

²⁰¹ Isard, a.g.e., p.102.

²⁰² Victor Argy, *International Macro Economics*, London, Routledge Pub., 1994, p.53.

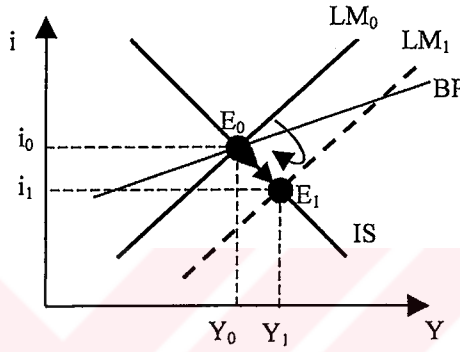
²⁰³ Isard, a.g.e., p.102.

²⁰⁴ Argy, a.g.e., p.53.

²⁰⁵ Isard, a.g.e., p.102.

Mundell-Fleming modelinde para piyasası, mal piyasası ve ödemeler dengesi ele alınarak analiz yapılmaktadır. Sermaye hareketliliğinin tam olması durumunda ödemeler dengesi (BP) eğrisi yatay konumda bulunmakta sermaye mobilitesinin azalmaya başlamasıyla birlikte bu eğri dikleşmektedir. Nihayetinde sermaye hareketliliğinin hiç olmaması durumunda BP eğrisi düşey eksene paralel konuma gelmektedir.

2.2.1.5.1.. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası



Şekil: 12

Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası

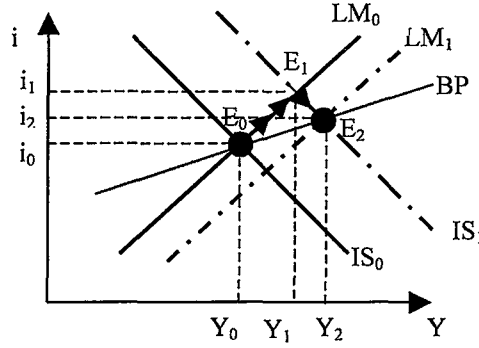
Para arzının artması LM eğrisini sağa doğru (LM_1) kaydırmaktadır. Ekonomi geçici olarak E_1 konumunda dengeye gelmektedir. Bu durumda ödemeler dengesi açık vermekte, faiz oranları düşmekte ve gelir düzeyinde artış gözlenmektedir. Gelir seviyesindeki artışlar ithalat eğiliminde artış meydana getirirken, faiz oranlarının düşmesi ise sermaye çıkışlarına neden olmaktadır. Merkez bankasının sabit kurun devamı için piyasaya döviz arz etmesi, ulusal para miktarının piyasadan çekilmesine neden olacağından LM eğrisi tekrar eski konumuna (LM_0) geri döner. Sonuçta uzun dönemde para arzındaki artışlar gelir seviyesinde herhangi bir değişme meydana getirmez.²⁰⁶

2.2.1.5.2. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası

Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış ile IS eğrisi sağa doğru (IS_1) hareket eder. Kamu otoritesinin finansal piyasadan borçlanması bu piyasada kamu kağıtlarını ellerinde bulunduran insanları memnun eder ve faiz oranları yükselir.

²⁰⁶ Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, *International Economics*, Third Edition, Boston, Irwin/Mc Graw Hill Com., 1998, p.598.

Yeni denge durumu E_1 noktasıdır. Fakat bu durum uzun dönem dengesini ifade etmekten uzaktır. Meydana gelen ödemeler dengesi fazlalıkları daha yüksek faiz

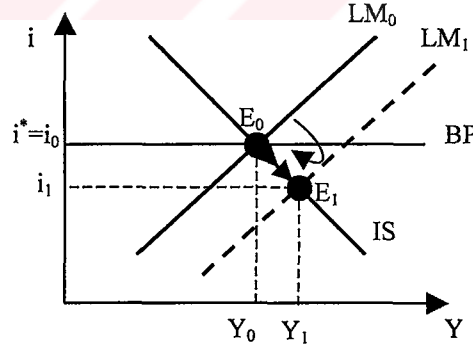


Şekil: 13

Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası

oranlarında cari işlemlerdeki kötüleşmeden daha fazla sermaye hesabında iyileşme yaptığından ödemeler dengesi fazlalıklarıyla birlikte gelir düzeyinde artış meydana gelir. Yüksek faizlerden dolayı meydana gelen aşırı döviz arzından kaynaklanacak ulusal para değerlenmesini istemeyen para otoritesi para arzını artırarak piyasadaki döviz arz fazlalığını emmeye çalışır. Bu durumda LM eğrisi sağa (LM_1) doğru kayar ve yeni denge durumu (E_2) uzun dönem dengesini ifade etmektedir.²⁰⁷

2.2.1.5.3. Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası



Şekil: 14

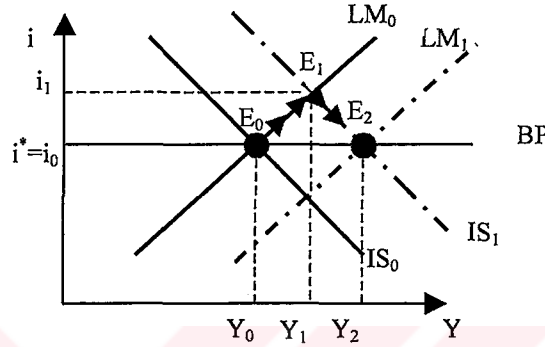
Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası

Tam sermaye hareketliliğinde ulusal faiz oranları ile yurt dışı faiz oranları arasında denge durumu bulunmaktadır. Eğer merkez bankası para arzını artırır ise LM eğrisi sağa doğru (LM_1) hareket edecektir. Bu durumda düşen faiz oranlarıyla

²⁰⁷ Copelland, a.g.e., p.199.

birlikte yurt dışına sermaye çıkışında artışlar meydana gelir. Sermaye çıkışları nedeniyle piyasada ulusal para arzı fazlalığı gözlenecek ve dövizle olan talepte artış yaşanacaktır. Ulusal paranın değer yitirmesini istemeyen merkez bankası piyasaya sunmuş bulunduğu parayı geri çekmek zorunda kalacaktır. Sonuçta LM eğrisi eski konumuna geri dönecektir.²⁰⁸

2.2.1.5.4. Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası



Şekil: 15

Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası

Tam sermaye hareketliliğinde genişleyici maliye politikaları IS eğrisini sağa doğru (IS_1) kaydırır. Yükselen faiz oranları nedeniyle kısa dönem sermaye hareketlerinin yönü ülkeye doğru olacağından, ödemler dengesinde fazlalık meydana gelir. Sermaye girişleri nedeniyle ulusal paraya olan talepte artış olacağından ulusal paranın dış değerinde artış olur. Merkez bankasının ulusal paranın dış değerini sabit tutma sorumluluğundan dolayı oluşan talepleri karşılamak için para arzını artırması ile LM eğrisi sağa doğru (LM_1) hareket eder ve ekonomi E_2 noktasında dengeye gelir.

Sabit kurlarda sermaye hareketliliği arttıkça maliye politikalarının etkinliği daha da artmaktadır. Yukarıda verilen örneklerde sürekli olarak genişleme yönünde varsayımında bulunulmuş ve gelir üzerine olumlu etki yaptığı gözlemlenmiştir. Aynı şekilde daraltıcı olan bir maliye politikası (vergi artışı) ekonomiyi olumsuz yönde etkileyecektir.²⁰⁹

²⁰⁸ Melvin, a.g.e, p.264.

²⁰⁹ Appleyard and Field, a.g.e., p.597.

Ortiz ve Raodriguez tarafından yapılan analizde, sabitlenmiş kur uygulamasında Bulgaristan, Litvanya ve Letonya'da para politikalarının çok az etkili veya hiç etkili olmadıkları, maliye politikalarının daha etkili oldukları sonucu ortaya çıkmıştır. Bu açıdan maliye politikaları gelir seviyelerinin azalmasında kesin etkiye sahip bulunmaktadır. Genişleyici para politikaları da daraltıcı etkiye sahip olabilmektedirler. Çünkü daha düşük rezerv durumunda ülke risklerinde artış meydana gelmekte ve ulusal faiz oranları üzerinde tetikleyici etki yapmaktadır.²¹⁰

Ayrıca Shambaugh'ın yapmış olduğu incelemeden elde edilen sonuca göre, açık bir ekonomide ülkeler sabit kurlar ile birlikte para politikalarında özgür davranamazlar. Ya sabit kur rejiminden vazgeçmek ya da parasal politikadaki bağımsızlıktan vazgeçmek zorundadırlar. Dalgalı kurların da bazı durumlarda faiz oranları ile ilişkisi bulunmasına rağmen sabit kurlar kadar değildir. Öte yandan bazı incelemelerde ise dalgalı kura sahip olan ülkelerde parasal esnekliğin bulunmadığı bu yüzden mümkün olmayan üçleme veya ikilem gibi bir sorunun olmadığı da dile getirilmektedir.²¹¹

2.2.2. Dalgalı Kur Politikaları

2.2.2.1. Dalgalı Kur Politikasını Tercih Nedenleri

Ülkelerin dalgalı kur uygulamalarını tercih etmelerinin nedenlerini yedi alt başlıkta ele alınmıştır.

2.2.2.1.1 Parasal Politikalarda Bağımsızlık

Dalgalı kur sistemini uygulayan bir ülkede parasal politikalar bağımsız olarak belirlenirler. Uygulamada kurallar yerine kendi yönetim seçenekleri doğrultusunda para politikası tespit edilebilmektedir. Mesela, üretilmiş olan mallara talebin azalması durumunda ülkenin resesyona girmemesi için parasal politikalar kullanılabilir.²¹² Kriz anında mevduat sahipleri ticari bankalardan

²¹⁰ Javier Ortiz and Carlos Rodriguez, "Country Risk and The Mundell-Fleming Model Applied to The 1999-2000 Argentina Experience", *Journal of Applied Economics*, Vol. 5, No.2, November 2002, p.344.

²¹¹ Jah C. Shambaugh, *The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy*, May, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.dartmouth.edu/~economic/faculty/Shambaugh/fixEandMpolicy2003.pdf>, 14.10.2003, p.2.

²¹² Jeannine Bailliu, and John Murray, "Exchange Rate Regimes in Emerging Markets", *Bank of Canada Review*, Winter 2002-2003, (Çevrimiçi) <http://www.banqueducanada.ca/publications/review/winter02-03/baillmure.pdf>, 31.08.2003, p.16.

mevduatlarını çekebilirler ve bu paraları merkez bankalarından döviz almak için kullanabilirler. Aynı zamanda merkez bankaları ticari bankalara yardım amacıyla para basma tercihini de elinde bulundurmaktadır. Sabit kurlarda merkez bankalarının bu şekilde bir özgürlüğü bulunmamaktadır. Bunun yanında merkez bankaları kazanmış olduğu rezervlerin tamamını da spekülâtif saldırılar karşısında kurları savunmak için kullanmak zorunda değildir. Bu saldırılar devalüasyon ile cezalandırılır.²¹³ Bu duruma en güzel örnek İngiltere'nin 1992 yılındaki EMS krizinde birlikten çıkarak sterlini dalgalanmaya bırakmasıyla işsizlik oranı Fransa'dan daha düşük seviyede tutmayı başarmasıdır. İngiltere kesin olmamakla birlikte Euro'ya uyum sağlamamasının gerisinde, ulusal manada işsizliği devam ettirme yeteneklerinin kısıtlanmasını istememesi yatmaktadır. İsveç'te de çalışma piyasası reformlarının yapılmaması ve sabit kurda çıkan sorunların telafisinin çok zor olması nedeniyle bu ülkenin ekonomisine ve özellikle çalışma piyasasına güvensizlik duyulması, bu ülkelerin Euro'ya geçme konusunda isteksiz davranmalarına gerekçe olmaktadır.²¹⁴

2.2.2.1.2. Dış Şoklara Karşı Ülkeyi Koruması

Ulusal ekonomilerin uluslararası alanda meydana gelen rahatsızlık ve sıkıntılardan etkilenmesine dalgalı kurlar engel olmaktadır. Meydana gelen sıkıntılar karşısında politikacılar çeşitli politika araçlarıyla yatırım ve tüketimleri düzenleyebilmektedirler.²¹⁵ Parasal bağımsızlık aslında yurt içi gelir ve para arzı değişim sürecinden ziyade, dışsal şokları absorbe etmesi süreciyle yakından ilişkilidir. Mesela, serbest dalgalanmada ihracattaki azalmalar döviz kurlarının yukarı doğru hareket etmelerini sağlar ve ihracattaki azalmanın yumuşamasına yardımcı olur. Bunun yanında ithalatta da azalma meydana gelir ve ödemeler dengesi tekrar eski konumuna geri döner.²¹⁶ Ayrıca esneklik ulusal faiz oranlarının uluslar arası faiz oranlarından ayrışmasını sağlar. Bu şekilde ekonominin dışsal konjonktüre sürüklenmesi de azalmış olur.

²¹³ Larraín B and Velasco, a.g.e., p.32.

²¹⁴ Gylfason, a.g.e., p.177.

²¹⁵ Pavid A. Leblang, "Domestic Political Institutions and Exchange Rate Commitments in The Developing World", *International Studies Quarterly*, 1999, Vol. 43, p.601.

²¹⁶ Delbert A. Snider, *Introduction to International Economics*, Boston, Irwin Pub., 1967, p.330.

Esnek kurlarda hem Yeni Zelanda hem de Avustralya doları Asya'daki krizde 1997 yılının ortasından 1998 yılının sonuna kadar hızlı bir değer kaybına maruz kalmışlardır. Kriz boyunca iki ülkenin de ihracat mallarına olan talepte gerileme meydana gelmiştir. Eğer merkez bankaları kur bantları veya sürünen band uygulaması yapmış olsalardı bu ülkeler daha kötü tablolarla karşılaşarlardı.²¹⁷ Bu açıdan iktisatçılar soğuk alıp “hapşırın” bir büyük komşu ekonomiden yayılan mikroplardan uzak kalma yeteneğini ele aldıklarında; esnek kurların dışsal gelişmeler karşısında ulusal ekonomiyi tam tecrit edemediğini, fakat herhangi bir olumsuz durumdan daha az etkilenme noktasında bazı ekonomi politikalarını uygulama imkanı tanıdığını ifade etmektedirler.²¹⁸

2.2.2.1.3. Ulusal Paranın Gerçek Değerini Yansıtması

Kurların değerinin tespit edilmesinde parasal otoritenin müdahaleleri olmadığından, döviz kurları piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşmaktadır.²¹⁹

2.2.2.1.4. Rezerv İhtiyacı

Sabit kurlarda merkez bankaları ani spekülâtif saldırılar karşısında uygulanan sistemi savunmak için kasasında döviz rezervi bulundurmak zorundadır. Oysa dalgalı kurlarda parasal otorite kurların değerini belirlemediğinden merkez bankaları kendisini ülke parasının değerini koruma sorumluluğundan çıkarmıştır. Bu nedenle merkez bankalarının spekülâtif saldırılar için rezerv bulundurma zorunluluğu da ortadan kalkmaktadır. Merkez bankaları bu sistemde döviz piyasasına alış verişlerin düzenli olarak sürdürülmesi için müdahalede bulunabilmesine karşın, paranın değeri ticaret ve yatırımcıların talepleri doğrultusunda oluşmaktadır.²²⁰ Merkez bankaları sadece bazı resmi ticari işlemler için bir miktar döviz rezervini bulundurma ihtiyacı hissedecektir.²²¹

²¹⁷ Donald T. Brash, “Future Exchange Rate Regime For Developing East Asia: Exposing The Policy Options”, Comments on by Proffesor John Williamson, *Time Magazine*, February 15,1999, (Çevrimiçi) <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0077761.html>, 16.09.2003.

²¹⁸ Ted Walther, *Dünya Ekonomisi*, Çev., Ünal Çağlar, İstanbul, Alfa Kitabevi Yay., 2002, s.379.

²¹⁹ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.524.

²²⁰ Richard N. Kopcke, “Currency Board: Once and Future Monetary Regimes”, *New England Economic Review*, May-June 1999, p.10.

²²¹ Ertürk, *Döviz Ekonomisi*, s.26.

2.2.2.1.5. Kaynak Kullanımı Açısından

Dalgalı kurlarda kaynaklar ekonomik aktiviteleri artırmak ve büyümeyi sağlamak için kullanılmaktadır. Esnek kurlarda piyasa yapıcılar tüm kaynakları kullanarak teknolojik uyum yeteneğini sergileme imkanını bulmaktadırlar. Esnek kurlar onlara aynı zamanda cesaretlerini sergileme olanağını tanımaktadır. Bir bütün olarak tüm dünya için ticaretteki büyüme, fakirlikteki azalma, çalışma imkanlarındaki gelişme ve gelir artışları esnek kur sisteminde daha fazla olmaktadır. Asıl sorun esnek kur sisteminin ekonomik performansa göre yeterli derecede servet üretip üretemeyeceğidir.²²²

2.2.2.1.6. Enflasyon Hedefi

Dalgalı kur uygulamasına geçen ülkelerde sabit kurlardaki parasal taban hedefi yerine enflasyon hedefi baz alınmaktadır. Bunun seviyesi önceden ilan edilmektedir. Bu stratejinin önemli faydası şeffaf ve tahmin edilebilir olmasıdır. Eğer herkes hedeflenmiş oranları ve buna göre oluşan fiyatları bilirlerse, o zaman enflasyonun kontrol dışına çıkması ihtimali ortadan kalkacaktır. Üretilen politikalara göre kurlar yükselecek veya düşecektir. Enflasyon hedefini tutturmaya dahil olan ülkeler, Yeni Zelanda, Kanada, İsveç, İspanya ve İngiltere'dir.²²³

2.2.2.1.7. Kamu Maliyesi Disiplini

Kuramsal manada sabit kurların kamusal disiplini sağlamada daha etkili olduğu fikri hakim durumdadır. Fakat, Tornell ve Velasco (1998), Gavin ve Perotti (1997) birçok etkeni ele aldıktan sonra Latin Amerika'da maliye politikalarının esnek kurlar altında sabit kurlardan daha düzenli olduğu ifade etmişlerdir. Yalnız bu ülkeler yumuşak sabitleme (soft peg) yapmışlardır. Eğer katı sabitleme olsaydı daha farklı bir sonuç elde edilebilir miydi? sorusu hakkında fikir beyan etmek için kanıtlar yeterli değildir. Esnek kurlarda sabit kurların aksine gevşek maliye politikalarının etkileri döviz kurlarına ve fiyatlara hemen yansımaktadır.²²⁴

²²² Catherine L. Mann, **Exchange Rate Choices: Discussion**, (Çevrimiçi) <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf43/131p.pdf>, 14.10.2002, p.134.

²²³ Velasco, "Exchange Rates in Emerging Markets: Floating Toward the Future".p.178.

²²⁴ Velasco "Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned?" What Do We Still Not Know?", p.4.

2.2.2.1.8. Faiz Oranlarına Karşı Duyarlılıkları

Prensip olarak esnek kurlarda para politikalarının daha bağımsız olması, yurt içi faiz oranlarının yurt dışı faiz oranlarından ayrılmasına izin vermektedir. Bu açıdan dışsal konjonktür dalgalanmaları esnek kurlarda azaltılmaya çalışılır. Frankel 1970-1990 yılları arasını kapsayan dönem için farklı rejimler altında ulusal faiz oranlarının yurt dışı faiz oranlarına hassaslığı üzerinde bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada ulaşılan sonuca göre, esnek kurların dışarıdaki faiz oranlarına hassaslıklarının sabit kurlara oranla daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Benzer sonuçlara Borensztein ve Zettelmeyer'in araştırmasında da ulaşılmıştır. Borensztein ve Zettelmeyer ABD hazine bonolarının faizlerindeki değişimlerin diğer ülkelerdeki faizler üzerine yaptığı etkiyi araştırmış ve çalışmanın sonucunda esnek kurlarda hassaslığın daha düşük olduğunu tespit etmiştir. Ülkeleri gelir gruplarına göre sıraladığımızda, tablo: 1'den de gözleneceği gibi gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının yurt dışı faiz oranlarından etkilenme hassasiyeti daha düşüktür. Bu sonuç bize gelişmekte olan ülkelerdeki finansal entegrasyonun daha sınırlı olduğunu ifade etmektedir.²²⁵

Tablo: 1

Kur Rejimlerinin Faiz Oranlarına Karşı Duyarlılıkları

	<i>Tüm Ülkeler</i>	<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>	<i>Gelişmiş Ülkeler</i>
<i>Sabit</i>	0.70 ^a	0.62 ^a	1.06 ^a
<i>Ara Rejimler</i>	0.55 ^a	0.42 ^a	0.60 ^a
<i>Serbest Dalgalanma</i>	0.48 ^a	-0.02 ^a	0.73 ^a

a, yüzde 5'lik önemlilik düzeyinde

Kaynak: Goldfajn and Olivares, a.g.e., p.4,

2.2.2.2. Dalgalı Kurların Olumsuz Tarafları

Uygulamada dalgalı kurların bu avantajlarına karşılık bazı sıkıntılı yönleri de bulunmaktadır.

2.2.2.2.1 Belirsizlik

Dalgalı kur sisteminde gelecekteki kur seviyeleri hakkında resmi otoritenin kurlar hakkında bir taahhüdü olmadığından, özellikle enflasyonist sürecin olduğu dönemlerde döviz kurları hakkında tam bir belirsizlik ortamı oluşmakta ve döviz

²²⁵ Ilan Goldfajn and Gino Olivares, "Can Flexible Exchange Rates Still "Work" in Financially Open Economies?" **G-24 Discussion Paper No. 8**, January, 2001 (Çevrimiçi)
<http://www.unctad.org/en/docs/pogdsmdpb24d8.en.pdf>, 09.10.2002, p.4.

kuru riskleri artmaktadır. Döviz kurlarındaki risk artışları uzun vadeli dış kredi taleplerinde gerileme meydana getirmekte ve ülkenin dış ticaretleri üzerine olumsuz etki yapmaktadır. Çünkü, bu durumlarda iş adamlarının yapacakları ticari işlerden kazanacakları paraların ve sermaye sahiplerinin yapacakları yatırımların getiri ve maliyetleri belirsiz hale gelmektedir.²²⁶

Öte yandan meydana gelen belirsizliklerin önlenmesi için döviz kuru riskine karşı korunma yöntemleri piyasalarda uygulanmaktadır. Ancak, gelişmekte olan ülke piyasalarında bu uygulama oldukça sığ durumdadır. Ayrıca, bu uygulamanın da belirli bir maliyeti olmaktadır.

2.2.2.2.2. Spekülasyonlara Eğilimli Olması

Döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması kurlar üzerinde spekülâtörler aracılığıyla sürekli olarak dalgalanmanın meydana gelmesi daha yüksek bir ihtimaldir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasaların küçük olması, büyük sermaye hareketlerinin bu piyasaları etkilemelerini kolaylaştırmaktadır. Gelişmekte olan ekonomiler ise kurların bu şekilde sürekli dalgalanmasından rahatsızlık duymaktadırlar.

2.2.2.2.3. Ekonomik Gelişmeyi Yavaşlatması

Döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar ulusal ekonomide ihracat, istihdam, dış borçlar ve enflasyon gibi makro ekonomik dengeler üzerine etki etmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde etkileşim oranı daha yüksektir.

Goldfajn ve Werlang gelişmekte olan ülkelerin kur değişimlerine karşı duyarlı olduklarını ifade etmiş ve 1990-98 yıllarını kapsayan süreçte 71 ülkeden alınan örnekler ile yapılan çalışmada enflasyonist etkileşimin boyutları ve ana determinantlarıyla tespit edilmeye çalışılmıştır. Buna göre büyümenin değişmesi, reel kurlardaki değerlenmenin başlangıç durumu, enflasyonun ilk seviyesi ve ekonomik açıklığın derecesi olarak değişkenler tespit edilmiştir. Bu çalışmada ayrıca Amerikan bölgesindeki etkileşim katsayısının çok yüksek olduğu tespit edilmiştir. Avrupa, Afrika ve Okyanusya bölgesinde Amerika ve Asya'dan daha düşük bir etkileşim bulunmaktadır.²²⁷

²²⁶ Öztin Akgüç, *Ekonomide Gerçeği Arayış*, Ankara, Bağlam Yayıncılık, 1991, s.280

²²⁷ Goldfajn and Olivares, a.g.e., p.14.

2.2.2.2.4. Ödemeler Dengesindeki Disiplini Bozması

Para otoritesinin parasal politikalarda esnekliğe sahip olması ve rezerv kaybı endişesinin ortadan kalkmasının yanında para arzının kontrolsüz biçimde artmasına da neden olabilmektedir. Para arzının artması hem enflasyonu artırır hem de dış dengesizliğin artmasına yol açabilir.²²⁸

2.2.2.3. Gelişmiş Ülkeler ve Esnek Kur Politikaları

1970’li yıllardan önce finansal ve ekonomik sorunlar arasındaki bağımsızlık, problemleri çözüyordu. Uluslararası özel sermaye piyasası ve politikacıların kısmi sorunları bulunmaktaydı. Başlangıçta cari işlem açıkları Bretton Woods sistemi bölgesindeki büyük endüstrileşmiş ülkeler için kısa dönem sorunlardan öte gitmemiştir. 1970’li yılların sonuna gelinceye kadar, G-7 ülkelerinin tamamı 3 milyardan daha az cari işlemlerde fazlalık rapor etmişlerdir. 1960’lı yıllarda sermaye hesaplarında meydana gelen dışarı çıkışlardan dolayı resmi rezervler üzerinde baskılar oluşmaya başlamıştır. Para çıkışlarının olduğu esnada sıcak paradaki spekülasyonlara suçlamada bulunulmuş olmasına rağmen, öncelikli olarak makro ekonomik politikalardaki genişlemenin yansımaları olduğu görülmektedir. Uygulamalar ekonomik olmasına karşılık yansımaları hem ekonomik hem de finansal olmuştur.²²⁹

1970 yılında ABD’nin ödemeler dengesi açıkları 10 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu durumun devam etmesi halinde işlerin daha da kötüleşeceği endişesini duyan ABD hükümeti doların altına dönüşümünü sona erdirdi ve doların değişim değeri arz ve talep koşullarında oluşmaya başladı. Aslında ABD’nin niyeti Bretton Woods sistemini sona erdirmek değil, diğer ülke paralarına göre doların değişim değerini daha uygun bir fiyattan sağlamaktı. Meydana gelen gelişmeler sonucunda 1971 Ocak ayında yapılan anlaşma (Smithsonian Anlaşması) ile hem doların altın karşısındaki fiyatı artırıldı hem de band aralığı $\pm\%1$ ’den $\pm\%2,5$ seviyesine çıkarılmıştır. Bu anlaşmanın yapılmasının akabinde diğer önemli ülkelerde paralarının değerinin serbest piyasada dalgalanarak oluşmasına izin verdiler.²³⁰ 1973

²²⁸ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.530.

²²⁹ James M. Boughton, “From Suez to Tequila: The IMF As Crisis Manager”, *Economic Journal*, Vol. 110, No.460, January 2000, p.282.

²³⁰ Cooper, Fraser, Usselton, *a.g.e.*, p.475.

yılında genel olarak dalgalı kura geçilmiş olmasına rağmen gelişmiş ülkeler arasında bir şaşkınlık dönemi yaşanmıştır. Fakat bu dönemde ara rejimleri destekleyen yazılara pek rastlanmamaktadır.²³¹

Prensip olarak gelişmiş ülkeler paralarının dalgalanmasına izin vermiş olsalar da zaman zaman kurlara müdahalede bulunmaktadırlar. Mesela, 1990'lı yılların başında ABD otoriteleri özellikle yen karşısında doların değerini düşürmeye çalışmışlar, diğer ülkelerin döviz kurlarının istikametini de etkileme şeklinde çalışmaları olmuştur.²³²

Tablo: 2
Gelişmiş Ülkelerdeki döviz kuru rejimi gelişimi(%)*

	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2001
Katı Sabitleme	0.0	4.2	4.2	4.2	4.2	50.0	54.2
Ara Rejimler	73.9	50.0	54.2	62.5	58.3	12.5	4.2
Yumuşak Sabitleme	73.9	50.0	50.0	58.3	58.3	12.5	4.2
Dalgalı Rejimler	26.1	45.8	41.7	33.3	37.5	37.5	41.7

Kaynak: Bubula and Ötger-Robe, a.g.e., p.16

Tablodan da izleneceği gibi IMF'ye üye olan ülkelerde döviz kuru seçiminin gelişiminde iki yönde hareket bulunmaktadır. Bunlar katı sabitleme ve esnek kurlar yönündedir. Katı sabitlemenin artmasında Avrupa'daki ülkelerin EMS alanındaki ülkelerin kendi aralarında mini Bretton Woods sistemini benimsemeleri ve akabinde parasal birliği tercih etmeleri önemli bir etkindir.

2.2.2.4. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Esnek Kur Politikaları

Gelişmiş ülkelerin 1970'li yıllardan itibaren esnek kurları tercih etmeleriyle birlikte gelişmekte olan ülkeler de bu gelişmelere bağlantılı olarak paralarını ya bir paraya sabitlediler veya bir sepete bağladılar yada daha esnek kurlar altında paralarında sık sık ayarlamalar yapmışlardır. 1990'lı yıllardan itibaren de gelişmekte olan ülkelerde esnek kurlar daha fazla uygulanır hale gelmiştir. Bunun nedenlerinden birincisi; 1980'li yılların sonunda özellikle batı yarım küresinde gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranlarının yükselmesidir. 1970'li yıllarda %25 seviyelerinde

²³¹ Williamson, "Evolution of Thought of The Intermediate Exchange Rate Regimes", p.76.

²³² Walther, a.g.e., s.374.

* IMF'ye üye olan ülkelerde

olan enflasyon 1980'li yıllarda %300 düzeylerine kadar çıkmıştır. İkincisi; önemli ülkelerin paralarını serbest dalgalanmaya bırakmaları sonucunda meydana gelen belirsizlikler birleşen uygulamaların vermiş olduğu cesarettir. Fakat bazı ülkeler yine de önceden ilan ettikleri kur hedefi doğrultusunda döviz müdahale etmişlerdir.²³³ Üçüncüsü ise, 1980'li yıllardan bu yana gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akımlarının paylarında meydana gelen artıştır. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının entegrasyonu ve cari işlemlerde liberasyon biçiminde olmuştur. 1970-80 arasındaki dönemde yabancı sermaye akımlarının payı bu ülkelerde yaklaşık %0.5 iken, bu oran 1990'lı yıllarda %3 seviyelerine ulaşmıştır.²³⁴

1982-89 sürecinde gelişmekte olan ülkeler genel olarak ya sabitleme (peg) yada esnek kurları tercih etmişlerdir. Çok az istisna dışında Afrika ve Ortadoğu ülkeleri peg rejimini, Asya ülkeleri esnek kurları tercih etmiştir. Batı yarım küre ve Avrupa'daki gelişmekte olan ülkeler her iki rejimi de tercih etmişlerdir. Düşük enflasyonlu ülkeler sabitleme rejimleri, yüksek enflasyonlu ülkeler ise esnek kurlara doğru eğilim göstermişlerdir.²³⁵

Tablo: 3

Gelişmekte Olan Ülkelerdeki döviz kuru rejimi gelişimi(%)*

	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2001
Katı Sabitleme	18.4	21.8	18.0	18.0	20.4	21.0	21.6
Ara Rejimler	68.4	57.1	59.6	57.8	47.5	45.7	43.8
Yumuşak Sabitleme	62.5	50.0	49.1	49.1	43.8	37.0	34.0
Dalgalı Rejimler	13.2	21.2	24.8	24.2	32.1	33.3	34.6

Kaynak: Bubula and Ötger-Robe, a.g.e., p.16

Tablo: 3'ten de izleneceği üzere son on yılda sermaye akımların büyümesiyle birlikte gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru rejimi tercihlerinde değişimler yaşanmıştır. Spekülatif saldırıların meydana gelmesiyle gelişmekte olan ülkeler daha fazla esnek kur uygulamalarının baskısını hissetmiştir. Meksika (1994), Rusya (1998), Endonezya ve Tayland (1997), Brezilya, Ekvador ve Kolombiya (1999), Arjantin ve Türkiye (2001) yaşadığı ekonomik krizin ardından daha fazla esnekliğe

²³³ Aghevli, Khan and Montiel, a.g.e., p.2.

²³⁴ Mussa and Others, a.g.e., p.14.

²³⁵ Aghevli, Khan and Montiel, a.g.e., p.3.

* IMF'ye üye olan ülkelerde

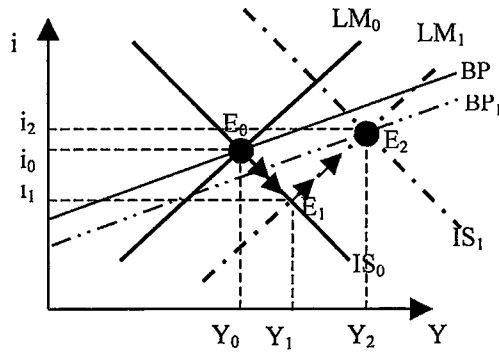
doğru yönelmişlerdir. Esnek kur tercihiyle potansiyel savunmasızlık minimize edilmeye çalışılmıştır. Öte yandan Malezya ve Venezüella gibi ülkeler de peg uygulamasını devam ettirebilmek için döviz kontrolü yapmayı tercih etmişlerdir.²³⁶ Ancak burada üzerinde durulması gereken bir konu da ülkelerin resmi (de jure) olarak ilan ettikleri kur sistemine bağlı olarak IMF tarafından yapılan sınıflandırmada ara rejimlerden dalgalı rejime doğru geçiş eğilimi görünmüş olmasına karşın Reinhard-Rogoff, Levy-Yeyati & Sturzenegger ve diğer bazı ekonomistlerin yaptığı inceleme sonucunda esnek kur uygulamasına geçen gelişmekte olan piyasa ve ülkelerin yasal anlamda serbest kur uygulamalarına rağmen fiili (de facto) olarak kurlara müdahale ettikleri sonucuna ulaşılmasıdır.

2.2.2.5. Esnek Kur Uygulamasında Para ve Maliye Politikaları

Dalgalı döviz kuru rejiminde para ve maliye politikaları dışa açık ekonomilerde sınırlı sermaye hareketliliği ve tam sermaye hareketliliğinin olduğu durumlarda ele alınacaktır.

2.2.2.5.1. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası

Sınırlı sermaye hareketliliğinde para arzının artması faiz oranlarını düşürür. Faiz oranlarında meydana gelen bir düşme kısa dönem sermaye çıkışlarını artırmaktadır. Bu nedenle kısa dönemde sermaye hesabında kötüleşme meydana gelmektedir. Hem sermaye çıkışları hem de yurt içi gelir artışları ulusal paranın değer kaybetmesi yönünde baskı oluşturur. Kurların yükselmesi ihracatta artış,

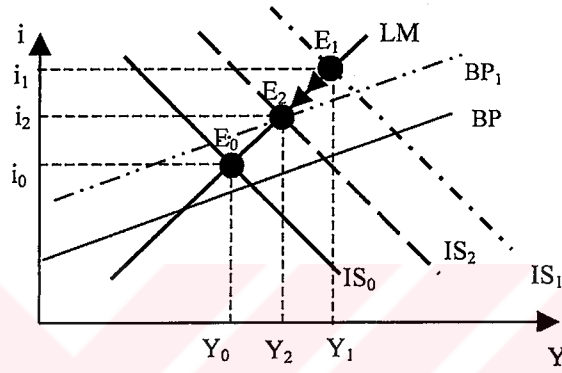


Şekil: 16
Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası

²³⁶ Ishii and Others, a.g.e., p.23.

ithalatta ise azalma meydana getirir. Döviz kurlarının yükselmesi BP eğrisini sağa doğru kaydırır (BP_1), ihracattaki genişleme IS eğrisinin de sağa doğru (IS_1) kaymasına neden olur. Yeni gelir düzeyi (Y_2) ve faiz oranlarının (i_2) bileşimlerinin gösterildiği yerde denge (E_2) oluşmaktadır. Sermaye mobilitesinin yüksek olması parasal genişlemenin gelir üzerinde daha fazla olumlu etki yapmasına neden olmaktadır.²³⁷

2.2.2.5.2. Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası



Şekil: 17

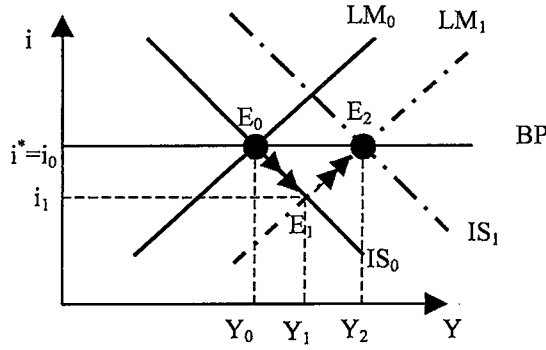
Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası

Genişleyici bir maliye politikası IS eğrisini sağa doğru (IS_1) kaydırır. Bu durumda ödemeler dengesinde fazlalık meydana gelmiş ve faiz oranları yükselmiştir. Para arzında artış olmadan genişleyici maliye politikalarının uygulanması siyasi iktidarın daha fazla borçlanacağını göstermektedir. Bu nedenle faiz oranlarında yükselme görülür. Yükselen faizler dışarıdan sermaye girişlerine zemin hazırlar ve ulusal para değerlenmeye başlar. Ulusal paranın değerlenmesi BP eğrisinin sola doğru (BP_1) kaydırır. Bu durumda ulusal mallar ulusal borçlanma senetleri gibi cazip olmayacak ve ulusal mallara karşı yabancıların talebinde gerileme meydana gelecektir. Bu nedenle IS eğrisi tekrar sola doğru (IS_2) kayacaktır.²³⁸ Faiz oranları ve gelir seviyesi önceki seviyesinden daha aşağıda bir düzeyde oluşur ve yeni denge E_2 noktası olur.

²³⁷ Appleyard and Field, a.g.e., p.609.

²³⁸ Copeland, a.g.e., p. 195.

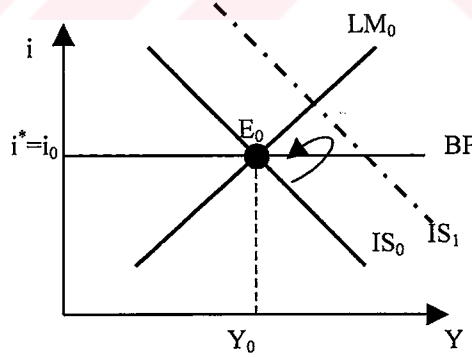
2.2.2.5.3. Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası



Şekil: 18
Tam Sermaye Hareketliliğinde Para Politikası

Tam sermaye hareketliliğinde BP eğrisi yatay konumdadır ve parasal otorite kurları savunmak zorunda değildir. Bu şartlarda parasal bir genişleme LM eğrisini sağa doğru (LM_1) kaydırır. Para arzının artması sonucunda faiz oranları düşer ve dışarıya sermaye çıkışları başlar. Sermaye çıkışları döviz talebi artıracağından döviz kurları yükselir. Yükselen kurlar ihracatı artırır ve IS eğrisinin de sağa doğru hareket etmesine neden olur. Yeni denge noktasında (E_2) daha yüksek gelir düzeyine ulaşılmış olur.²³⁹

2.2.2.5.4. Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası



Şekil: 19
Tam Sermaye Hareketliliğinde Maliye Politikası

Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış IS eğrisinin sağa doğru (IS_1) kaymasını ve faiz oranlarının cazip hale gelmesini sağlar. Çünkü, para arzı sabit olduğundan kamu otoritesi dışarıdan borçlanmaya gitmektedir. Yüksek faizler

²³⁹ Steven Husted, Michael Melvin, *International Economics*, New York, Harper & Row Pub., 1990, pp. 527-528.

sonucunda yurt içine akım eden sermaye ulusal paranın değerlenmesine ve ulusal mallara karşı yurt dışı talebin azalmasına neden olur. Bu yüzden kamu harcamalarındaki artışlar özel sektör yatırımlarını da aynı oranda ekonomi dışına iter ve IS eğrisi tekrar eski konumuna geri döner.²⁴⁰

Keynesyen düşünceye göre, ekonomide kısa dönemde üretim dengesi eksik istihdam durumunda da sağlanabilir. İşsizlik ve resesyon eğer piyasa kendi haline bırakılırsa uzun dönemde de devam edecektir. Kamu otoritesi ekonomiye müdahale ederek ekonominin bulunduğu sıkıntıdan çıkmasına yardım etmelidir. Fakat esnek kurlar altında kamu otoritesinin ekonomiye yapmış olduğu müdahalelerin sonucunda tam olarak istenilen neticeler elde edilememektedir.²⁴¹

1950 yılında kasım ayı öncesi Kanada hükümeti sabit kur uygulamasından vazgeçmiş ve Kanada dolarını dalgalanmaya bırakmıştır. Kanada hükümetinin 1950-62 dönemindeki kur politikası tercihleri bazı sonuçlar çıkarmak açısından önemlidir. Özellikle 1958-61 yılları arasındaki ekonomik krizde makro dengelere yaptığı etkiler daha açıklayıcıdır. Bu dönemde ABD ile Kanada arasında nispi olarak tam sermaye hareketliliği bulunmaktadır. 1950'den 1956 yılına kadar istihdam oranı yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 1956 yılında %3 düzeyinde iken 1958 yılında %6 seviyesini aşmıştır. Bu yıllarda Kanada ekonomisi esnek kur uygulamasında olmasına rağmen Kanada doları hızlı bir şekilde değer kazanmıştır. Bu teoriye göre para arzının artması gerekirken Kanada Merkez Bankası teorisinin ifadeleriyle örtüşmeyen ve tamamen tersi olarak nitelendirilen daraltıcı para politikası uygulamıştır. Yukarıda ifade edilen duruma göre daraltıcı politikalar faizleri artırmakta, ekonominin gerilemesine ve ulusal paranın değerlenmesine yol açmaktadır. Nitekim Kanada'daki durum da bu şekilde olmuştur. Bu sonuçlar maliye politikalarında genişleme ve Amerika'daki gelir artışı ile birlikte Kanada'ya olan ihracat taleplerindeki artışa rağmen meydana gelmiştir. Bu durum dünya ile paralellik arz eden bir şey değildi fakat uygun olmayan politikaların sonuçlarını göstermesi açısından harika bir ayırımı örneklendirmektedir.²⁴²

²⁴⁰ F.Rivera-Batiz and L. Rivera-Batiz, a.g.e., pp.262-263.

²⁴¹ Andrew Stevenson, Vitantonio Muscatelli and Mary Gregory, **Macroeconomic Theory and Stabilization Policy**, New York, Phip Allan Pub., 1988, p.260.

²⁴² F.Rivera-Batiz and L. Rivera-Batiz, a.g.e., p. 272.

2.2.3. Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Performans

Sabit ve esnek kur rejimlerinin makro ekonomik performans açısından uygulamalarda bir birlerine karşı üstünlük kurduklarını söylemek oldukça zordur. Önceki yıllarda sabitleme uygulamış durumdaki ülkelerde daha iyi büyüme performansı ile birlikte daha az dalgalanan ve daha düşük seviyede enflasyon oranı gözlemlenmiştir. Ancak, 1990'lı yıllarda iki rejim arasındaki önemli derecede bulunan bu farklılık git gide azalmış görünmektedir. Son zamanlarda esnek kurlardaki büyüme oranları katı kurlardan daha yüksek seviyelere ulaşmasına karşın, bu performansı sergileyen ülkelerde de ciddi biçimde döviz kurlarının yönetildiği gözlemlenmektedir. Bu ülkeleri de değerlendirmeye almadığımız zaman iki rejim arasında önemli bir farklılık kalmamaktadır.²⁴³

Edwards döviz kuru rejimlerinin finansal disipline girmenin yanında enflasyonist duruma etki edip etmeyeceğini 1980-1989 sürecinde 52 ülkeyi örnek alarak araştırmıştır. Her ülke için 1980 yılındaki kabul edilen rejim sistemi temel alınmıştır. Bağımlı değişken ortalama enflasyon oranıydı. Kur rejimlerinin enflasyon üzerine etkileri için değişkenler, politik istikrar, coğrafi durum ve vergi sistemiydi. Dokuz yıllık süreç sonunda esnek kur uygulaması yapan ülkelerde daha yüksek enflasyon oranları olduğu neticesi elde edilmiştir. Döviz kuru rejimleri ve enflasyon arasındaki etkileşim ise 1965-80 dönemi için sabit döviz kurlarının fiyat istikrarıyla birlikte daha yüksek disipline edici etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca başka bir çalışmada parasal büyüme oranları bağımsız değişken olarak ele alınmış ve buradan elde edilen sonuçlar da önceki neticeyi destekleyici nitelikte olmuştur.²⁴⁴

Bu görüşe destek olarak Gosh (1995) ortalama enflasyon oranlarının sabit kur uygulayan ülkelerde esnek kur uygulayanlara oranla daha düşük olduğunu tespit etmiştir. Aghevli'de (1991) benzer bir sonuca ulaşmış, fakat kamu maliyesi politikalarının uygun olmaması durumunda sabitlenmiş kur uygulamasını seçen ülkelerde daha yüksek enflasyon oranlarının görüldüğünü ifade etmiştir.²⁴⁵

²⁴³ Francesco Garamazza and Jahangir Aziz, "Fixed or Flexible Exchange Rate Right in The 1990s", April, 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/#5choosing>, 09.11.2002, p.2.

²⁴⁴ Velasco and Cespedes, "Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective", p.6.

²⁴⁵ Marc Klau, "Exchange Rate Regimes and Inflation in Sub-Saharan Countries", **BIS Working Papers No 53**, March, 1998, (Çevrimiçi) <http://www.bis.org/publ/work53.pdf>, 12.09.2002, p.9.

Glosh (2000) ise para kurulu, sabitleme ve dalgalı kurların IMF sınıflamasına göre yaptığı değerlendirmede para kurulunda büyüme oranı daha hızlı olduğu, esnek ve ayarlanabilir sabit kurlardaki büyümenin ise birbirine yakın olmakla birlikte para kurulundan daha düşük seviyede olduğu sonucuna ulaşmıştır.²⁴⁶

Son zamanlarda ise 123 gelişmekte olan ülke için enflasyon ve büyüme açısından makro ekonomik performans durumları hakkında 1975-96 yıllarını içeren bir çalışma yapılmıştır. Mutlak ortalama sonuçlara göre, sabitleme yapan ülkelerdeki enflasyon oranlarının daha esnek durumdaki ülkelere oranla daha düşük ve daha az dalgalı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanında esnek kurlar ile sabitleme arasındaki farklılıklar 1990'lı yıllardan itibaren azalma eğilimi içerisinde. 1990 yılında bu farklılık yaklaşık %17 iken 1996 yılında %7 seviyesine inmiştir. Bu arada iki rejim arasında son 20 yılda üretim artış oranları arasındaki farklılık önemsiz düzeye inmiştir. 90'lı yıllarda esnek kurlar yaklaşık %1 oranında pozitif sürekliliğe sahip durumdadır.²⁴⁷

Öte yandan Levy-Yeyati ve Sturzenegger'in (2001) döviz kuru rejimlerinin parasal büyüme, reel faiz oranları ve reel büyüme üzerine etkilerini inceledikleri çalışmanın sonuçlarına göre, rejimlerin sınıflandırılmasındaki (fiili ve resmi kur) sıkıntılara rağmen, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmede uzun sabitlemeler katkıda bulunmaktadır ve esnek kurlardan daha düşük seviyede enflasyon oranlarına rastlanmaktadır. Fakat sabitlemede büyüme oranları daha düşük olmaktadır. Bunun tersine kısa süreli sabitlemelerde dalgalıdan daha aşağıda büyüme performansı ortaya çıkmakta ve önemli bir enflasyon kazancı da elde edilmemektedir.²⁴⁸

²⁴⁶ Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", p.20.

²⁴⁷ Velasco and Cespedes, "Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective", p.8.

²⁴⁸ Eduardo Levy-Yeyati and Eduardo Sturzenegger, "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", *IMF Staff Papers*, Vol. 47, 2001, p.92.

Tablo: 4
Rejimlerin Büyüme Performansları ile İlgili Üç Ampirik Çalışma

Ghosh, Gulde, & Wolf (2000)	Ortalama büyüme oranı (1975-1996)				Büyüme Katsayısı (Kişi başına), Şarta Bağlılık	
	Tüm Ülkeler		Düşük gelirli		Hepsi	
	GSYİH	Kişi Başına	GSYİH	Kişi Başına	Kişi Başına	
Dalgalı	3.1	1.7	3.6	1.4	Değer=0	
Para Kurulu	4.0	3.1	2.9	2.2	+2.1 **	
Düzenli Sabitleme	3.3	0.9	3.3	0.5	-0.8 ***	
Levy-Yeyati & Sturzenegger (2002)	Kişi Başına Ortalama Büyüme Oranı (1974-2000)				Büyüme Katsayısı (Kişi başına), Şarta Bağlılık	
	Tüm Ülkeler		Endüstrileşmemiş		Tüm Ülkeler	Endüstrileşmemiş
	IMF	LYS	IMF		IMF	LYS
Dalgalı	1.0	1.9	1.7		Değer = 0	
Sabit	1.2	1.5	1.3		- 0.3	-0.8 **
Orta Rejimler	2.0	1.0	1.5		+0.5 *	-1.0 ***
Reinhart & Rogoff (2002)	Ortalama Büyüme Oranı (Kişi Başına) Tüm Ülkeler (1970-2001)					
	Standart		İkili kurlar dışında			
Dalgalı	0.5		1.1			
Sabit	1.4		1.7			
Sınırlı Esneklik	2.2		2.6			
Yönetimli dalgalanma	1.9		1.5			

IMF = Uluslararası Para Fonu, LYS = Levy-Yeyati and Sturzenegger sistemi.

Not: Önemlilik derecesi (*) 10 % düzeyinde, (**) 5% düzeyinde ve (***)1% düzeyinde.

Kaynak: Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", p.37

Yine Levy-Yeyati ve Sturzenegger tarafından yapılan, 1974-2000 dönemini içeren ve fiili (de facto) döviz kurları baz alınarak, 183 ülkeyi kapsayan bir incelemede sabit kur rejimini tercih eden gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek üretim dalgalanması ve daha düşük oranda büyüme olduğunu tespit etmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler için dalgalı kurlarda büyümenin diğerlerine göre daha hızlı olduğu sonucuna ulaşmalarının yanında gelişmiş ülkeler için böyle bir ilişkiye rastlanmamıştır.²⁴⁹ Ayrıca yasal (de jure) sınıflandırmaya göre orta rejimlerde daha iyi büyüme performansı yakalandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu bağlamda Reinhard ve

²⁴⁹ Eduardo Levy-Yeyati and Eduardo Sturzenegger, "To Float or To Trail: Evidence on The Impact of Exchange Rate Regimes", Marc, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.utdt.edu/~ely/Marzo2002.pdf>, 09.06.2003, p.29.

Rogoff ülkelerin çoklu yada ikili kur uygulama fikirlerini desteklemişlerdir.²⁵⁰ Tablo: 4'ten izleneceği gibi Ghosh para kurulunda, LYS (Levy-Yeyati ve Sturzenegger) dalgasında, IMF sınıflamasına göre ise orta rejimlerde daha yüksek büyüme performansı gözlemlenmektedir.

Gelişen dünyada anahtar olan gözlem dalgalanmaya geçiş ile birlikte ortalama enflasyon oranlarında hızlı bir şekilde gerileme olduğu yönündedir. Bu sonuçlar Afrika, Ortadoğu, Güney Avrupa, Batı Yarımküre ve Asya için de geçerlidir. Fakat 1998 yılındaki kriz sonrası görülen kısa süreli dalgalanma bu değerlendirmenin dışında tutulmuştur. Bu ülkelerde on yıl öncesinde enflasyon %500 civarında iken 1998 yılına kadar %8 civarına inmiştir.²⁵¹

2.2.4. Sermaye Mobilitesi, Liberalleşme ve Döviz Kuru Rejimleri

1870'li yıllardan Birinci Dünya Savaşı'na kadar olan ve dünya üzerinde altın standardının uygulandığı süreçte altın hem ulusal ekonomik işlemlerin yürütülmesinde kullanılan bir para hem de uluslararası ödemelerde kullanılan bir araçtı. Ülkeler parasının değerini altına göre belirlediğinden, altının ithal ve ihracatının serbest bırakıldığı bu dönemde ulusal paralar otomatik olarak birbirlerine sabit kur ile bağlanmış oluyorlardı.²⁵²

Birinci dünya savaşına kadar istikrarlı bir seyir gösteren bu sistem birinci dünya savaşında kesintiye uğramıştır. Savaş bitimiyle yeniden eski sisteme dönme gayretleri serbest dış ticaretteki kısıtlamalar, sermaye hareketlerinin savaş öncesi kadar hareketli olmaması ve Avrupa'daki ülkelerin çoğunda görülen enflasyonlardan dolayı bu geri dönüşüm çabalarını sonuçsuz kalmıştır.²⁵³

Altın standardının çökmesiyle birlikte ikinci dünya savaşı sonrasında Bretton Woods (1944) sistemi 1973 yılına kadar uygulanmıştır. IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşlar ülke ekonomilerinde istikrarın sağlanması için oluşturulmuştu, ancak bu dönemde istikrar sağlama adına uygulanmaya çalışılan sabit pariteler de dengeyi sağlamada yetersiz kalmıştır. Çünkü, fiyat seviyeleri ödemeler dengesindeki sorunların çözümünü otomatik ve hızlı bir şekilde yerine getiremiyordu. Bu yüzden

²⁵⁰ Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", p.21.

²⁵¹ Velasco, "Exchange Rates in Emerging Markets: Floating Toward the Future", p.158.

²⁵² Gülten Demir, *Asya Krizi ve IMF*, İstanbul, Der Yayınları, 1999, s.5.

²⁵³ Husted, Melvin, *a.g.e.*, p.468.

lkeler nispi fiyatları yükselen işsizlik sorunundan dolayı düşürmekte isteksiz davranıyorlardı. Bunun yanında 1960'lı yıllara kadar dengesizliğin ivme kazanmasında artan sermaye hareketliliğinin de etkisinin olduğu ifade edilmektedir. 1960'lı yılların ortalarındaki Bretton Woods sistemini; Amerikan finansal politikalarının diğer bölgelere taşınması, spekülatif sermaye hareketlerinin artması ve politikalarından ayrılma biçiminde özetlemek mümkündür.²⁵⁴

1970'li yılların başında ABD dolarının lokomotifliğini yaptığı Bretton Woods sistemi ABD ekonomisindeki demeler dengesinde meydana gelen açıkların sürdürülemez olması, sermaye hareketlerinin yaygınlaşması ve ABD dolarının aşırı değerlenmesi sonucunda görevini tamamlamış ve bu sistem yerini esnek döviz kuru rejimi uygulamalarına bırakmıştır.²⁵⁵

1970'li yıllara kadar ekonomi politikalarında Keynesyen politikaların etkisi görülmektedir. Keynesyen politikalar fazla üretim ve eksik üretime are bulurken kâr oranlarının dmesine yönelik çözüm nerileri sunmamaktadır. Bu açıdan yeni liberal yaklaşım (monetarizm, arz yanlı iktisat v.b..) kâr oranlarını yükseltmeye dönük politikalara önem vermişlerdir. Bu bağlamda devletin ekonomiye mümkün olduğu kadar az müdahale etmesi, vergi oranlarının düşürülmesi ve finansal serbestliğin oluşturulması yeni yaklaşımların temel savlarını oluşturmuştur.²⁵⁶

Bu sistemin yıkılmasıyla birlikte dünya piyasalarındaki liberalleşme akımları çerçevesinde özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin de önemli derecede arttığı gözlemlenmiştir. Dünya genelinde 80'li yıllarda döviz piyasasında yaklaşık 190 milyar \$'lık işlem yapılırken, günümüzde ise telekominikasyon ağında meydana gelen gelişmelerin de yardımıyla bu sermaye akımlarının hacmi genilemi ve dünya ölçeğindeki mobilitesi artmıştır. Bu bağlamda günümüzde yaklaşık 1,7 Trilyon \$ düzeyinde işlem yapılmaktadır. Gelişen bu sürece ayak uydurmak ve bunun nimetlerinden faydalanmak isteyen özellikle gelişmekte olan ülkelerin

²⁵⁴ Franco Modigliani, Hossein Askari, "Exchange Rate and Economic Policy in Three Regional Blocs: The EU, The GCC and The CFA", **Financial Crisis Management in Regional Bloks**, Ed., By, Scherazade S. Rehman, Boston, Kluwer Academic Pub., 1998, pp. 115-117.

²⁵⁵ K. :Batu Tunay, "Para İkamesi, lkelerarası Enflasyon Transferi ve Uluslar arası Döviz Kuru Rejimi Tartışmaları", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:29, Yıl 1999, s.60.

²⁵⁶ Demir, a.g.e., s.24.

liberalleşme uygulamalarına paralel olarak bu ülkelerin para politikaları, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki etkinlikleri de gittikçe azalmıştır.²⁵⁷

Latin Amerika, Asya, Rusya ve Türkiye gibi ülkelerde yaşanan ekonomik krizler özellikle gelişmekte olan ülkelerde spekülasyon saldırıları karşısında, güçlü para idaresinin olmaması halinde bu ülkelerin zor durumda kalmalarını önleme yönünde uygulanacak döviz kuru politikalarının nasıl olması gerektiği üzerinde yoğunlaşmaları artırmıştır.

2.2.4.1. Köşe Çözümü Hipotezi

Mundell-Fleming modeli, döviz kuru rejimlerinde iki önemli gelişmenin önünü açmıştır. Bunlar mümkün olmayan üçleme ve optimum para alanı teorisidir.²⁵⁸

Köşe çözümü hipotezi, prensip olarak mümkün olmayan üçlemenin bir sonucudur. Buna göre bir ülke üç amaçtan birinden vazgeçmek zorundadır. Bunlar, döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal piyasaların serbestleşmesidir. Bunların üçünün de aynı anda gerçekleşmesi mümkün değildir. İlave gözlemlene ise, eğer finansal piyasalar sürekli olarak uluslararası piyasalarla bütünleşiyorsa o zaman seçme sorunu ya parasal bağımsızlık veya döviz kuru istikrarı arasında meydana gelmektedir. Ancak bu birisi için her ikisinden de vazgeçildiği anlamına gelmemektedir. Yani, birisi yarı istikrarlı diğeri de yarı bağımsız olamaz.²⁵⁹

Altın standardı açık sermaye piyasası ve sabit kurlarda gelişmiştir. Parasal bağımsızlık önemsenmemiştir. Savaş sürecinde para politikaları tam istihdam da önemli bir fonksiyon üstlendiğinden savaş sürecinde bu sistem yıkılmıştır. Bretton Woods'ta döviz kurları sabitlenmişti, parasal bağımsızlık vardı ve geniş sermaye hareketleri göz ardı edilmişti. Sermaye hareketlerindeki kontrol mekanizmasında sıkıntı yaşadığından bu sistemin de yıkılmasında ana eksen olmuştur.²⁶⁰

Genellikle orta gelirli ülkeler önemli finansal dalgalanmalara maruz kalmışlar ve bu kazaların büyük çoğunluğu orta kur rejimini tercih eden ülkelerde meydana gelmiştir. Meksika, Tayland, Kore, Endonezya, Rusya, Brezilya ve Türkiye gibi

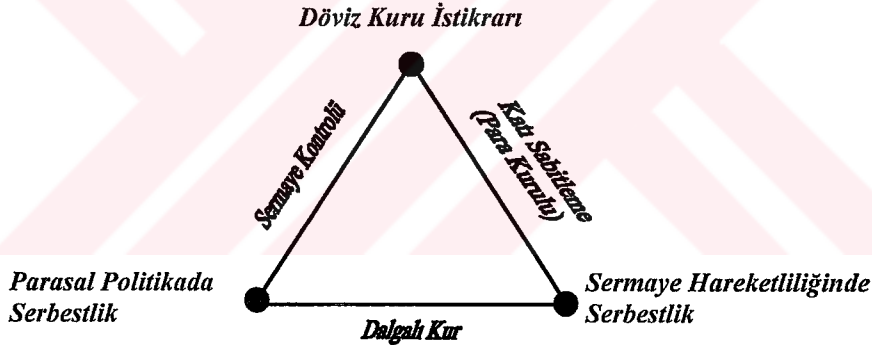
²⁵⁷ Semih Güven, "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı:185, Ağustos 2001, s.80.

²⁵⁸ Bordo, a.g.e., p.7.

²⁵⁹ Frankel and Others, a.g.e., p.8.

²⁶⁰ Bordo, a.g.e., p.7.

lkeler spekulatif saldırılara maruz kaldıklarında ya basket sistemi veya bant sistemi uygulanıyordu. Bu saldırılar karşısında uyguladıkları sistemden vazgeçmek zorunda kaldılar. Bu dönemde iki sistem daha fazla tercih edilir olmuştur. Bunlardan birisi katı sabitleme diğeri de esnek kur sistemidir. Asya da Hong Kong ve Çin, Latin Amerika'da ise Arjantin'in para kurulunu uygulamalarında elde etmiş olduğu başarılar ve bu dönemde bazı esnekliğe geçiş uygulamalarının da olması, bu iki sisteme doğru olan seçim tercihlerinin isabetli kararlar olduğunu sanki tasdik etmiştir. Aslında krize giren ülkelerin esnek kuru seçmelerinden başka da şansları yoktu. Birinci neden, krizlerde akışkanlığı fazla olan spekulatif para hareketlerinin hızlı çıkış yapmalarından dolayı finansal desteğin sağlanması için fazla bir alternatiflerinin bulunmamasıdır. İkinci neden ise, bu ülkelerin seçtikleri kur uygulamasından katı sabitlemeye geçişlerin bazı ön hazırlıkları gerektirmesidir. Bu bakımdan dalgalı kura geçişin kolay olmasından dolayı krize giren ülkeler dalgalı kurda karar kılmak zorunda kalmışlardır.²⁶¹



Şekil: 20 İmkansız Üçleme

Şekil: 20'den de izleneceği gibi üçgende politikacıların seçim tercihleri gösterilmektedir. Burada sadece üçgenin kenarlarından birisini seçme şansı bulunmaktadır. Bu durumda en fazla iki kenar arasında bağlantı kurulabilmektedir.²⁶²

Bu sonuçlara göre, sermaye mobilitesinin serbest olduğu piyasalarda döviz kuru rejiminde iki yol takip edilebilmektedir. Ya para kurulu, dolarizasyon ve parasal birlik gibi uygulamalarla döviz kurları katı bir şekilde sabitlenmesi, yada döviz kurlarının ne olacağı konusunda endişeleri bir kenara bırakıp kurların serbest

²⁶¹ Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", p.16

²⁶² Krugman, Obstfeld, a.g.e., p.713.

dalgalanmaya bırakılmasıdır. Orta rejim tercihleri spekülatif saldırılara maruz kalındığı için uygulanması mümkün görünmemektedir.²⁶³

1994 yılı sonunda Meksika, 1997 yılında Tayland, Endonezya ve Kore krizleri, 1998 yılındaki Brezilya ve Rusya krizi ayrıca 2000 yılında Arjantin ve Türkiye’de görülen krizler sermaye mobilitesinin olduğu ülkelerde döviz kuru sabitlemesinin katı olmadığı zaman sürdürülemez olduğunu göstermiştir. Yine 1998 yılında meydana gelen krizlerde, çeşitli esnek kurların uygulama imkanının olduğu Güney Afrika, İsrail (1998), Meksika (1998) ve Türkiye (1998) gibi çoğu ülkeler krizlerden uzak kalmayı başarmışlardır. Söz konusu dönemde dalgalı kur ile sabit kur arasındaki ara rejimlerin sürdürülemez olduğu konusunda bu ülkeler uyarılmış ve eğer peg uygulaması çok katı olmadığı zaman yine uygulanan rejimin sonuçta sorun oluşturacağı ifade edilmiştir.²⁶⁴

Herhangi bir nedenle oluşacak iç veya dış şoklar karşısında yönetimden kaynaklanan hatalardan veya başka kusurlardan dolayı resmi kur ve fiili kurlar arasında bir fark meydana gelir. Nominal kurların savunulması için ya çok yüksek faiz oranı veya büyük miktarlarda para müdahalesi gerekmektedir. Kurların savunulması, şokların yüksek olması durumunda imkansız hale gelmektedir. Bu yüzden para politikalarının sabit kuru savunacak şekilde oluşturulması mümkün değildir. Öte yandan döviz krizi beklenirken sermaye çıkışlarına kısıtlama getirmenin de mantığı bulunmamaktadır. Ayrıca bu tür uygulamaların zaman içerisinde etkisi de zayıflayacaktır. Bu nedenle sermaye hareketliliğine kısıtlama getirme Fischer’e göre çözüm olarak görülmemektedir. Para politikalarının nominal kuru etkilemesi ve reel kurlar üzerinde herhangi bir tesirinin bulunmaması nedeniyle para politikaları hem kur hem de enflasyon hedeflemesi yapamaz. Reel kurlar üzerinde ise enflasyon etkili olmaktadır.²⁶⁵

Bu düşünceyi daha da kesin kılmak için şu basit modeli kullanabiliriz. Tam sermaye hareketliliğinde, garantisiz faiz oranı paritesinde ve arbitrajın olmadığı durumda $i = i^* + dE$ (1) dir burada i ulusal faiz oranı, i^* yurtdışı faiz oranı ve dE

²⁶³ John Williamson, “The Evolution of Thought on Intermediate Exchange Rate Regimes”, p.82

²⁶⁴ Stanley Fischer, **Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?**, January, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/fischer.html>, 02.04.2003. pp.1-2.

²⁶⁵ E. Alpar İnan, “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, sayı:40, Yıl 2002, s.43.

nominal kurlardaki beklenen değişim oranını ifade etmektedir. Eğer kurlara güven tam ise dE sıfır değerini alacaktır. Bu durumda yurt içi faiz oranı ile yurt dışı faiz oranları birbirine eşıt olur. Sonuç olarak parasal politikaların döviz kuru veya faiz oranları gibi araçlar ile ulusal ekonomideki aktivitelere müdahalede etkisiz olacağı görünmektedir.

Standart para piyasası dengesi $M/P=m(i,Y)$ veya $M=Pm(i,Y)$ (2) dir. Burada M para miktarını, P yurt içi fiyatları, m ise milli gelir ve faiz oranının bir fonksiyonu olarak reel para talep miktarını göstermektedir. i değerini birinci eşıtlikte sabitlediğimiz zaman M , P ve Y deki harekete uyum göstermektedir. M 'nin artışı göstermesi sermayenin dışarı çıkmasına, M 'nin yeterli olmaması durumunda sermaye girişleri meydana gelmektedir. Küçük ve açık ekonomilerde uluslararası fiyat seviyeleri (P^*) ve sabit döviz kurları (E) yurt içi fiyat düzeyi (P) üzerine etki etmektedirler. $P=ExP^*$. (3) Bu durumda enflasyon uluslar arası fiyatlar tarafından tespit edilir ve parasal taban sermaye hesabı dengesizliklerini önlemek için uluslararası fiyat ve GSYİH'yi takip eder. Para miktarındaki genişleme, mesela bütçe açıklarının finanse edilmesi, sermayenin yurt dışına çıkmasına ve rezerv kaybına neden olur. Ayrıca piyasa algılamaları spekülâtif piyasa olaylarını ortaya çıkarır. Bu yüzden eşıtlikten bağımsız olarak para politikasının uygulanması kredibilitenin kırılmasına ve kur uygulamasının bozulmasına öncülük eder. Bir köşe çözümlemesi için birinci durumda yani dalgalı kur uygulamasında parasal politika üzerinde kısıtlamalar ortadan kalkar. ikinci durumda ise sabit kur uygulaması altında parasal politika bağımsızlığından vazgeçilir ya ulusal para katı sabitleme yapılır veya tam dolarizasyon uygulamasına gidilir.²⁶⁶

İmkansız üçleme hipotezi bazı noktalardan ekonomistler tarafından eleştirilmektedir. John Williamson ve diğer bazı ekonomistler iki kutuplu görüşlerin yapılmasının mümkün olmadığına işaret etmişler veya uzun dönemde hızlı ekonomik büyümeye uyumlu bir birliktelik ile gelişmekte olan ülkelerde uygulanamaz durumda olduğunu savunmuşlardır. Çünkü bu sistem gelişmekte olan ekonomilerin uzun dönemde rekabetçiliklerini devam ettiren bir sistem değildir. Williamson'a göre uzun dönemde rekabetçi döviz kuru ile güçlü ekonomik büyüme gerçekleşebilir. Asya

²⁶⁶ Branson, a.g.e., pp.58-59.

ülkelerinin 1997 yılına gelinceye kadarki yüksek ekonomik performansları ile Japonya ve Almanya'nın 1950 ve 60'lı yıllardaki harika gelişmesindeki etkenlerden birisi rekabetçi döviz kuru politikalarıdır. Yüksek sermaye hareketliliğinin olduğu yerlerde küçük ve gelişen ülkeler için bu sistem rekabetçi kur politikasını vermekten uzaktır. Ayrıca yüksek sermaye akımlarının ülke içerisine akım etmesi ulusal paranın değer kazanmasına ve dış rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır. Bu yüzden ekonomide yatırımlar azalır veya daha yüksek yatırımlarla ticareti yapılmayan malların üretimi yapılır. Her ikisi de uzun dönemde ödemeler dengesindeki sürdürülemezlikleri meydana getireceğinden, ilerleyen süreçte kriz kaçınılmaz olmaktadır.²⁶⁷

İmkansız üçleme birçok gelişmekte olan ülke için ya tam olarak uygulanamayabilir veya iyi uygulanabilir. Tam sermaye hareketliliği sermaye hareketleri üzerine kontrol yapmayı gerekli görmez, fakat uluslararası yatırımcıların nazarında ulusal paradaki varlık türlerinin dünya paralarından varlık türleriyle en azından tam ikameye yakın olmaları gerekmektedir. Bu netice birçok gelişmekte olan ülke için açık değildir. Bu durumda potansiyel risk priminin ilave edilmesi gerekmektedir. Bu risk primleri ülkelerin borçluluk durumlarına ve gelecekteki borçlanma durumunun piyasa algılamasına bağlı olmaktadır. Bu yüzden tam sermaye hareketliliğinin bulunmaması imkansız üçlemeyi büyük oranda zayıflatmaktadır. Ayrıca Branson, Braga de Macedo'nun (1996) ifade ettikleri gibi cari işlemler ve sermaye hesabının ayrımının yapılması da politik bir problem oluşturmaktadır.²⁶⁸

Asya ülkelerinde merkez bankalarının döviz hedefine odaklanmadan dolayı ani saldırılarda savunmasız kalmaları, hatta önceden tedbir almada yetersiz kalmalarının sonucunda krizler meydana gelmiştir. Bu ortamda ülkeler için devalüasyondan başka çıkış yol kalmamıştır. Çünkü, Faiz oranları ile döviz kurlarının aynı anda memnuniyetini sağlayan dışsal finansal sıkıntıyı ve yurt içi resesyonu önleyecek kombinasyon yoktur. Arjantin'in 2001 yılında karşılaştığı krizle ilgili olarak yazarların gözlemleri şu şekildedir. Geleneksel olarak ülkede para kurulu

²⁶⁷ Stefan Kawalec, Maciej Krzak, **Exchange Rate Policy and Economic Growth**, February, 2002 (Çevrimiçi) <http://eaces.gelso.unitn.it/Eaces/work/Papers/Exchange%20rate%20policy.pdf>, 09.10.2003, p.11.

²⁶⁸ Branson, a.g.e., p.59.

uygulaması çerçevesinde sabit kur uygulamasını kurumsal olarak yapmayı samimi ve ciddi şekilde istemişlerdir. Bu uygulama ile dışarıdan güvenilirlik ithal edilecek, faiz oranları ve fiyatların seviyesi düşecekti. Böylece katı köşe çözümü uygulanmasının sonuçları elde edilmiş olacaktı. Fakat kısa zaman için desteklenen kuvvetli sabit kurlar daha sonra çözülmüştür. Arjantin 1999-2002 resesyonun da 1991-1998 sürecindeki para kurulu uygulamasındaki altın çağında kazandığı gelir ve rezervlerini kaybetmiştir. Arjantin örneğinin yanında tam dolarizasyon yapan Ekvador örneği de bulunmaktadır. Tam dolarizasyon sonrasında ki üç yıllık süreçte enflasyon oranı %20 seviyesinin altına inmiştir. Ekvador dolarizasyona gitmeden önce ekvador ciddi bir devalüasyon yapmış öyle ki, fiyat artışlarının çoğunluğu satın alma gücü paritesinin elde edilmesi biçiminde yorumlanmıştır. Fakat bu noktada iki tane ayrım bulunmaktadır. Bunlardan birincisi üç yıllık süreçte enflasyon halen devam etmekte ikincisi de reel manada değerlenmenin ortaya çıkmış olmasıdır. Küçük fiyat ayarlaması, enflasyon ataleti ve satınalma gücü paritesi başarısızlıklarının sürprizleri birçok ekonominin yeteneklerini kaybetmelerini sağlamıştır. Bunun yanında ciddi dolarize olmuş ekonomilerde dolarizasyondan elde edilen faydaların değişmesinde ve yok olmasında mal piyasası kusurlarının da payı bulunmaktadır. Malezya döviz kontrolü yöntemiyle orta rejimleri devam ettirmektedir. Bu açıdan bir kişinin köşe çözümlemelerinin orta rejimlerden iyi olduğunu iddia etmesi mantıklı değildir.²⁶⁹

Ayrıca ara rejimlerde bu yaklaşımın uygulama imkanı bulunmamasına rağmen, Calvo ve Reinhart ve diğer ekonomistlerin yaptığı çalışmalara göre gelişmekte olan ülkelerin dalgalanma korkusundan dolayı kurlara müdahalede etmeleri, esnek kur uygulaması yapan ülkelerin ara rejime eğilimli politika takip ettikleri şeklindeki yorumları artırmaktadır.

2.2.4.2. Dalgalanma Korkusu

Gelişmekte olan ülkeler ödemeler dengesinin olumsuz etkilenmesi ve enflasyona dönüşümden dolayı döviz kurlarındaki aşırı değerlenme ve değer kayıplarına karşı tahammülleri sınırlıdır. Bu duruma büyümeyi durduran veya düşüren etkiyi de eklemek mümkündür. Uzun zaman sürecinde ihracattaki

²⁶⁹ Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", pp.19-20.

farklılaşma nedeniyle büyümeyi tehdit etmesinin yanında ticarete konu olmayan endüstri üzerine de etki etmektedir.²⁷⁰ Bu bakımdan gelişmekte olan piyasalar kurların piyasada serbestçe dalgalanmalarına izin vermek yerine aktif finansal piyasalara müdahaleyi tercih etmektedirler.²⁷¹

Bu müdahale nedenlerinden birincisi kredibilitenin olmaması, ikincisi döviz kurları ile faiz oranları arasındaki pozitif ilişki, üçüncüsü de rezerv ve döviz kurları arasındaki negatif korelasyondur.²⁷²

Birinci neden kredibilitenin gelişmekte olan ülkelerde zayıf olmasıdır. Döviz kurları ile faiz oranları arasındaki değişkenlik ile kredibilite sorunları birbirleriyle uyuşmamaktadır. Kredibilite sorunu, faiz oranlarındaki dalgalanma ve kredi dereceleri gibi etkenlerle gözlemlenebilir. Bu ülkelerdeki piyasaların sığ olması nedeniyle küçük hareketler piyasaları etkilemeye yetmekte ve güven derinliği azaltmaktadır.²⁷³

İkincisi; bu ülkelerde dışsal şoklar istikrar ve büyüme yerine döviz kurları üzerindeki baskıları artırmakta ve ekonomik sıkıntıları daha da çıkmaza sürüklemektedir. Bu durum yine güven mekanizması ile yakından ilişkilidir. Enflasyon hedeflemesi gibi çapa uygulamaları güven artırıcı etki meydana getirmektedir.²⁷⁴

Ayrıca ulusal paranın değer kaybetmesi gelişmekte olan ülkelerde ekonomi üzerinde daraltıcı etki meydana getirmektedir. Çünkü gelişmiş olan ülkelerde ulusal paranın değer kaybetmesi bu ülkelerin ihracatlarında artış yaparken, gelişmekte olan ülkelerde reel gelir ve servetin düşmesiyle iç talepte daralma meydana gelmenin yanında ithalat girdilerinin veya sermaye çalıştırmanın maliyetlerindeki artışlar da fiyat artışları yönündeki baskıyı artırmaktadır.²⁷⁵

²⁷⁰ Macedo, Cohen and Reisen, a.g.e., p.15

²⁷¹ Sebastian Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crises Prevention, **NBER Working Paper No: 8529**, October, 2001, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w8529>, 02.03.2002, p.37

²⁷² Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart, **Fear of Floating**, September, 2000 (Çevrimiçi) <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp11.pdf>, 20.10.2002, p.5.

²⁷³ a.e., p.5

²⁷⁴ Bailliu, and Murray, a.g.e., p.24.

²⁷⁵ Reuven Glick, "Fixed or Floating: Is It Stil Possible to Manage In The Middle?", **Pacific Basin Working Paper No.PB00-2**, October, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.frbsf.org/publications/economics/pbcpapers/2000/pb00-02.pdf>, 12.10. 2003, p.7.

Üçüncüsü, gelişmekte olan ülkelerdeki devalüasyonlar resesyona birleşmektedir. Bu istenmeyen kötü sonuçlardan birisidir. Çünkü, bu ülkelerde kamu ve özel kesimin borçluluk oranlarında döviz sorumlulukları oldukça yüksek oranlardadır. Bu ülkelerdeki başarısızlıklar onların borç servisi miktarlarında sıkıntıyla karşılaşmalarına neden olmaktadır. Kredi piyasasına yapılan girişler de parasal istikrarsızlık durumunda geriye dönerler. Döviz kurundaki dalgalanmalar bu ülkelerde dış ticarete de zarar vermektedir. Ticaretler genellikle yabancı para üzerinden (euro, dolar, yen) yapılmaktadır ve bu ülkelerde döviz kuru riskine karşı korunma (hedge) oldukça sınırlı düzeyde hatta yok denecek kadar azdır. Bu yüzden döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların etkileri gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla enflasyonist olmaktadır. En azından son gözlemler bu şekildedir. Eğer politikacılar enflasyondan endişe ediyorlarsa döviz kurlarındaki dalgalanmaya karşı eğilim oluşmaktadır. Öte yandan politikacılar kur ve faiz oranları arasında bir seçim yapmaya zorlanılırsa, genel olarak kurlarda istikrar sağlamayı tercih etmektedirler. Bu yüzden gelişmekte olan ülkeler döviz kurlarındaki hareketleri nispi olarak dar bir bant aralığında tutmayı istemektedirler.²⁷⁶

Calvo ve Reinhard'ın elde etmiş olduğu bulguları destekleyen bir başka çalışmayı Hausman, Panizza ve Stein (2000) yapmıştır. Bir ülkenin uluslararası kendi parasından borçlanma yeteneğinin kur riskini dengeleme yeteneğini ifade eden ve ülkelerin kur riskini dengeleme imkanlarının bulunmaması durumunda kurları fazla dalgalandırma eğilimlerinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bir başka çalışma ise Levi-Yeyati ve Sturzenegger (1999) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada uluslararası finansal piyasalarda artan istikrarsızlıkların, özellikle gelişmekte olan piyasaları ilan edilen (de jure) kurdan daha farklı kur uygulamasına ittiği tespit edilmiştir.²⁷⁷

2.2.4.3. Liberalleşme ve Para İkamesi

Yabancı para tutmanın engellenmediği bir ortamda para ikamesi süreci ulusal paranın yerine değer saklama aracı olarak yabancı paranın elde tutulmasıyla başlar. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde ulusal paraların zayıf olmasından dolayı ulusal paranın değer saklama özelliği ortadan kalkar. Yüksek enflasyonun süreklilik arz

²⁷⁶ Calvo, Reinhart, a.g.e., p.9.

²⁷⁷ İnan, a.g.e., s.44.

etmesi durumunda araba, arsa gibi varlıkların fiyatları da nispi olarak satın alma gücünü koruyan yabancı para ile kote edilmeye başlar. Burada şunun da ifade edilmesi gerekmektedir. Enflasyonun yükselmesinin ana nedenlerinden birisi kamusal dengesizliklerdir. Kamu açıkları ile enflasyon arasındaki ilişkilerin bir bakıma deneysel çalışmalarda sıkı olmadığı ifade edilmiş olmasına karşın (mesela kısa vadeli açıklar borçlanma senedi ile finanse edilir) burada üzerinde durulan husus kamu dengesizliğinin süreklilik kazanmasından dolayı meydana gelen yüksek enflasyondur. Yüksek enflasyonun oluşması da para ikamesine zemin hazırlamaktadır. Enflasyonun aşırı yüksek ve değişkenlik göstermesiyle ulusal para artık dayanıksız mallarda hesap birimi ve alış-verişte aracı olma fonksiyonlarını da kaybeder.²⁷⁸

Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde ulusal aktifler ile yabancı aktifler arasında birbirlerini ikame etme durumları oldukça önemlidir. Bu tip ülkelerde serveti elinde bulunduranların yabancı para veya aktif bulundurma konusunda teşvike sahiptirler. Ulusal aktiflerin getiri oranlarında enflasyonun yüksek ve değişkenlik göstermesi belirsizlik meydana getirmekte, hatta bazı durumlarda getiriler negatif bile olabilmektedir. Bunun sonucunda yabancı aktifleri bulundurmanın serbest olduğu bir ortamda yerli aktiflerden yabancı aktiflere geçiş hızlanmaktadır.²⁷⁹

Para ikamesi terimi, dolarizasyon, eurozasyon şeklinde de ifade edilmektedir. Kanuni olarak bir ülkenin parasının kabul edilmesi durumunda yasal (de jure) para ikamesi (yasal dolarizasyon) meydana gelir. Ekonomik birimlerin enflasyon, devalüasyon veya paraya el koyma gibi faktörlerden dolayı ulusal paraya olan güvenin kaybolması neticesinde başka güvenilir paralara yönelinmesine fiili (de facto) para ikamesi denir. Fiili dolarizasyonun ortaya çıkması aynı zamanda kayıtdışı ekonominin büyümesiyle de yakından ilişkilidir. Çünkü, bu ilişkilerde yabancı para değişim aracı olarak daha çok kullanılmaktadır.²⁸⁰

²⁷⁸ Guillermo A. Calvo and Carlos A. Vegh, "Currency Substitution in Developing Countries", **IMF Working Paper 92/40**, May, 1992, (Çevrimiçi) [http://wbln0018.worldbank.org/lac/lacinfoclient.nsf/0/fc8f30777cb0300c85256888003ac142/\\$FILE/calvo-vegh-rae.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/lac/lacinfoclient.nsf/0/fc8f30777cb0300c85256888003ac142/$FILE/calvo-vegh-rae.pdf), 17.09.2003, p.35.

²⁷⁹ M. Hanifi Aslan, **Enflasyonist Finansman Politikası**, Bursa, Ak-Bil Yay., 1997, s.188.

²⁸⁰ Edgar L. Feige, "The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries" **Forthcoming in Comparative Economic Studies**, Fall, 2003. (Çevrimiçi) <http://econwp.wustl.edu/eps/mac/papers/0302/0302005.pdf>, 03.10.2003, p.2.

Para ikamesi ile ilgili öncelikli çalışmalar 1970’li yılların sonuna doğru başlamıştır. Bretton Woods’un terk edilmesinden sonra önemli paraların dalgalanmaya bırakılması ve kurlardaki aşırı değişkenlik deneyimleri ekonomistlerin para ikamesi konusuna yoğunlaşmalarını sağlamıştır. Daha önceleri Cagan (1956), Calvo ve Rodrigues (1977) gibi ekonomistler bu konuda çalışma yapmış olmalarına karşın, daha sonraki yıllarda Ortiz (1983), Canto (1985), Rauren-Rojas (1985), Fasano-Fiho (1987), Marques (1987), Canto ve Nicklesburg (1987), Elerian (1988), Melvin (1988), Calvo ve Végh (1992) ve Salvastone (1996) gelişmekte olan ülkelerde para ikamesi konusunu incelemeye çalışmışlardır.²⁸¹

Para ikamesi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenmektedir. Para ikamesi kamu açıklarının finansmanı ve istikrar programı uygulamalarında ve para politikalarının uygulama sürecinde önemli bir yere sahip bulunmaktadır.²⁸²

Fiili dolarizasyon senyoraj gelirlerinin azalmasına, parasal otoritenin enflasyonist finansman ve döviz kontrollerinde etkinlikten uzaklaşmasına neden olur. Bu aynı zamanda vergiden kaçınma maliyetini de azaltır. Bu yüzden kamu otoritesinin özel sektördeki reel kaynakları yönetme yeteneği azalır. Kayıt dışı faaliyetlerdeki artışlar makro ekonomik aktivitelerin değişiminin ölçümünde bozulmalar veya daha da zorlaşmalar meydana getirir.²⁸³

Bunun yanında, milli para kullanımının getirdiği işlem maliyetlerinde azalma olur. işlem maliyetlerindeki azalmalar, diğer ülkeye senyoraj transferinin maliyetiyle karşılaştırılırsa, işlem maliyetlerindeki azalma fazla olduğundan yabancı paranın kullanımı daha uygun düşmektedir.²⁸⁴ Ayrıca yabancı paranın tutulması devalüasyon ve ulusal enflasyon riskini düşürme aracı olduğu için enflasyonist finansman eğilimini azaltmanın yanında, sermaye akımları ve portföy farklılığındaki verimli kazançların dahil edildiği sonuçları da içermektedir.²⁸⁵

²⁸¹ İrfan Civeir, “Dollarization and Its Long-run Determinants in Turkey”, **Forthcoming in Middle East Economics Series**, 2003, (Çevrimiçi)

http://www.econturk.org/Turkisheconomy/Dollarization_in_Turkey_MEP.pdf, 21.09.2003, p.1

²⁸² Faruk Selçuk, “Currency Substitution New Evidence From Emerging Economies”, **Economic Letters** 78, July 11, 2002, (Çevrimiçi) www.elsevier.com, 26.09.2003, p.219.

²⁸³ Feige, a.g.e., p.3.

²⁸⁴ Aslan, a.g.e., s.190.

²⁸⁵ Feige, a.g.e., p.3.

Güçlü paraya sahip olan bir ülke için diğer başka bir ülkeye para sağlamanın maliyetinin pek olmadığı kabul edilir. Ancak diğer ülke için senyoraj kaybı yanında, güçlü paranın iyiliklerine muhtaç olmak bir ülke açısından hiçte hoş olmayan bir durumdur.²⁸⁶

Para ikamesi iki model üzerine test edilmektedir. Bunlardan birincisi portföy modeli diğeri de likidite servisi modelidir.²⁸⁷

Portföy modeline göre, para hiçbir özel yanı olmayan tek bir varlık olmasından dolayı diğer aktiflerden ayrılır. Para ile diğer aktifler arasındaki ikame imkanının yüksek olduğu düşünülerek, fırsat maliyeti ve servete bağlı olarak para talebi fonksiyonu artış kaydetmektedir. Kapalı ekonomide varlıklar sadece ulusal para ve yerli tahvilden müteşekkildir ve fırsat maliyeti ulusal faiz oranıdır. Açık bir ekonomide tahvil ve yabancı para alım-satımı serbest ise para talebi döviz kurlarında beklenen yükselmeye ve yurt dışı faiz oranlarına da bağlı olacaktır. Cuddington'un yarı logaritmik tanımlaması ile

$$m_t = a_0 + a_1 i_t + a_2 i_t^* + (a_3 + a_4) \hat{e}_t^E + a_4 + Y_t + v_t$$
 m_t reel para balanslarının logaritmik değerini, i ve i^* yurt içi ve yurt dışı tahvillerin faiz oranlarını, $\hat{e}_t^E$ beklenen kur artışını, Y_t ulusal gelirin logaritmasını ifade etmektedir. $a_1, a_2, a_3 < 0$ ve $a_4 > 0$ sermaye akımları meydana geldiğinde a_2 ve a_3 terimleri para ikamesini ölçmektedir. Portföy modeliyle para ikamesini Girtonand Rope, Cuddington, Branson ve Hederson gibi ekonomistler kullanmışlardır.

LSM (likidite servis modeli) ödeme aracı olarak paranın kullanımından yola çıkılmıştır. Bunun için aktiflerin faiz getirisiyle etkin kılınmasına rağmen portföy tercihini açıklamaktadır. Bu yaklaşıma göre, portföy kararı para ikamesinden ayrılabilir. Parasal tercihler kullanım maliyetlerine ve likidite servisinin uzantısındaki marjinal prodüktiviteye bağlıdır. Daha fazla para tutma kararı başka tutulmuş bulunan aktiflerden vazgeçme kararı olacağından yabancı paranın kullanım maliyetindeki nispi bir artış ulusal paraya doğru bir değişimi ifade etmektedir. Bu

²⁸⁶ Aslan, a.g.e., s.197.

²⁸⁷ Miguel Lebre De Freitas, EU-Wide Money and Currency Substitution, May 21, 2001, (Çevrimiçi)
<http://www.econometricsociety.org/meetings/am01/content/presented/papers/defreitas.pdf>, 11.10.2003, p.5.

yüzden portföy balanslarının tersine bu teoride ulusal para talebi dışarıdaki faiz oranlarına bağlı olmaktadır. Jorres bunu şu şekilde ifade etmiştir.

$m_t = b_0 + b_1 i_t + b_2 i_t^* + b_3 Y_t + u_t$. $b_1 < 0$ ve $b_2, b_3 > 0$ dır. b_2 katsayısı para ikamesini ölçmektedir. Likidite servis modeli Miles, Livialan, Thomas, Jonies gibi ekonomistler tarafından kullanılmıştır.

Fiege ile Porter ve Judson'un düşüncelerine göre %40-60 arasında ABD Doları nakit olarak yurt dışında tutulmaktadır. Bureau of Economic Analysis (Ekonomik Analiz Merkezi) ve FED(ABD Merkez Bankası) Fiege'nin tahmini ölçüm varyansına göre bir tahmini ölçüm yapmışlar ve sonuçta 2001 yılında dolanımdaki 580 milyar doların %50'sinin yurt dışında olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Fakat yurt dışında tutulan US dolarlarının yerlerini tespit etmek mümkün görünmemektedir.²⁸⁸

Gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalar sonucunda likidite servis üretiminde yabancı dengelerin önemli bir payının olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yabancı denge payında Türkiye'nin payı %53 düzeyindedir. Polonya'nın %50, Çek Cumhuriyeti'nin %42 ve İsrail'in %39 olarak tespit edilmiştir. Yapılan bu çalışmada önemlilik düzeyi %1'den düşüktür. Bunun anlamı, yüksek enflasyona sahip olan ülkelerde yaşayan insanlar gelecekteki fayda iskontosuna nispi olarak daha az katkıda bulunacaklardır.²⁸⁹

1983 yılında Türkiye'de yabancı para mevduatının geniş anlamda para arzına (M2X) oranı %10 civarında iken, 1988 yılında %23 seviyesine ulaşmıştır. 1989 yılındaki 32 sayılı karar ile liberalleşmenin daha da genişletilmesi sonucunda 1993 yılında bu oran %47 düzeyine çıkmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz neticesinde %58 seviyelerine kadar yükselmiştir. Genel olarak Türkiye'de belirsizliğin arttığı dönemlerde %50 seviyelerinin üzerine çıkmış belirsizliğin azalmasıyla birlikte %40 civarlarına kadar inmiştir.²⁹⁰

²⁸⁸ Fiege, a.g.e., p.7.

²⁸⁹ Civcir, a.g.e., p.222.

²⁹⁰ Vural Kural, **Para İkamesi Altında Enflasyonist Finansman**, (Çevrimiçi) <http://www.treasury.gov.tr/makaleler/vkural.pdf>, 09.02.2003, s.2.

2.2.4.4. D v z Kuru Rejimi Seçimi

Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde son zamanlarda meydana gelen krizler, ekonomistlerin şokları en aza indirmek ve ekonomik performansı artırmak doğrultusunda d v z kuru sistemine yönelik çalışmalara yoğunlaşmalarını sağlamıştır. Sabit kur sistemi ile esnek kur sisteminin avantaj ve dezavantajlarının arasında ters bir ilişkinin bulunması, hangi sistemin uygulamada daha iyi olduğu konusundaki sorunun cevabını bulmamızı zorlaştırmaktadır.²⁹¹

D v z kuru rejiminin seçiminde kuşkusuz ticaret yapılan bölge, ekonomideki açıklığın derecesi, ekonominin içinde bulunduğu sıkıntılar, fiyat esnekliğinin derecesi, kontrol sağlama isteği ve finansal sistemin yapısı, önemli etkenler arasında yer almaktadır.²⁹²

Mundell (1961) ve Mc Kinnon (1963) ekonomik açıklığın rejim seçiminde en önemli unsurlardan birisi olduğunu ifade etmişlerdir. Küçük açık ekonomiler ile geniş ve kapalı ekonomilerin sabit kur sistemini tercih etmelerinin daha uygun olduğunu vurgulamışlardır. Daha da ilerisi bu ülkelerin ticaretleri belli para bölgesine ise bu durumda sabit kur sistemini benimsenmesini tavsiye etmişlerdir. Kenen (1969) yoğunlaşmış üretim yapısına sahip olan ülkelerin farklı tip üretim yapan Ükelere göre esnek kurlara daha uygun olduklarını ifade etmiştir. Çünkü, d v z kurlarında meydana gelen değişmeler ile üretim yapısındaki nispi fiyat değişmeleri bu durumda hemen hemen aynı seviyede oluşacak ve bu şekilde birinci ülkedeki talep şoklarının önüne daha kolay geçilecektir. Bununla birlikte finansal sektörü gelişmiş ülkelerin esnek, gelişmemiş ülkelerin ise sabit kura uyum sağlamaları daha mantıklıdır. Çünkü, finansal sektörü gelişmemiş ülkeler açık piyasa işlemleri vasıtasıyla yurt içi yönetim araçları bulunmayacak ve büyük kur hareketleri karşısında finansal sektörün tecrübesiz olması nedeniyle bu kuruluşların korunması gerekir. Bu nedenle finansal sektörün derinliğinin olmaması sabit kurlara olan uyumu artırmaktadır. Poole'nin (1970) optimal para alanlarını takiben Hederson (1979), McKinnon (1981) ve Boyer (1978) sabit d v z kurlarının ulusal ekonomide parasal şok merkezli durumlarda,

²⁹¹ Jeffrey A. Frankel, No Single Currency Regime Is Right For All Countries Testimony Before The Committee On Banking And Financial Services U.S. House Of Representatives, May 21, 1999, (evrimii) <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg/TESTIMNY.HBC.PDF>, 23.10.2003, p.2.

²⁹² Glick, a.g.e., p.19.

üretim istikrarı açısından daha iyi performans sergilediklerini ifade etmişlerdir. Esnek kurlar ise reel şok durumlarında daha iyidirler. Onlara göre arz şoklarına maruz kalan ülkeler esnek kur uygulamasını seçerken, parasal ve finansal piyasalarda sıkıntı yaşayan ülkeler de sabitleme yapmalıdırlar.²⁹³

Ekonomik teoriler optimal döviz kuru seçiminde bazı genel prensipleri sağlamaktadır. Fakat pratikte ekonomik eğilimlere bağlı olarak, resmi otoritenin politika hedefleri ve ekonomik şokların niteliklerine ilişkin sorunlardan dolayı uygulamada zorluklar bulunmaktadır. Aynı zamanda çözülmemiş bir başka konu da sabitleme uygulamalarının nominal çapalarla finansal disiplinin sağlanmasına yardımcı olması açısından esneklik kazanmış düzenlemelerden daha iyi olduğu konusu da açıklığa kavuşturulmuş bir tarafının bulunmamasıdır.²⁹⁴

Öte yandan içinde yaşadığımız dönemde özellikle 1980'li yılların öncesinden itibaren gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye akımlarında büyük artışlar meydana gelmiştir. 1970-1980 yılları arasındaki dönemde GSYİH'nin yaklaşık %0.5'i düzeyinde olan net sermaye akımları 1990'lı yıllarda %3 seviyesine çıkmıştır. Bu oran 1998 yılında ise %1.5 seviyesine inmiştir. Bu süreçte aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümü döviz kuru riskine maruz kalmışlardır. Gelişen ve dönüşüm yaşayan piyasaların kendi paraları cinsinden yurt dışından kredi bulmalarının zorlaşması ve yabancıların da bunların paralarından uzun vadeli pozisyon almaktan uzak durmaları sonucunda, bu ülkelerin yabancı para cinsinden borçlanmalarının yabancı aktiflerinden daha fazla meydana gelmesine ve ticaret sürecinde bilançoları üzerindeki risklerin artmasına neden olmuştur.²⁹⁵

Aynı zamanda portföy çeşitlenmesi, uluslararası ticaretin gelişmesi, ihracatın fabrika ürünlerine doğru kayması, ticaret yapılan ülke sayısındaki çeşitliliğin çoğalması, uluslar arası ticarete açıklığın artması ve ortalama enflasyon oranlarında dünya genelinde azalmanın meydana gelmiş olması gelişmekte olan piyasalar için üzerinde durulması gereken gelişmelerden bazılarıdır.²⁹⁶

²⁹³ Jürgen von Hagen and Jizhong Zhou "The Choice of Exchange Rate Regimes: An Empirical Analysis for Transition Economies", **ZEI Working Paper**, February, 2002, (Çevrimiçi) http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-03.pdf, 12.11.2002, p.6.

²⁹⁴ David Burton and Martin G. Gilman, "Exchange Rate Policy and The IMF", **Finance & Development**, Vol. 28, September 1991, p.19.

²⁹⁵ Michael Mussa and Others, **a.g.e.**, p.14.

²⁹⁶ **A.e.**, pp.15-17.

1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren özellikle gelişmekte olan ülkelerde ciddi finansal krizler meydana gelmiştir. Bu finansal krizlerin türbülansına giren gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları döviz kuru sistemlerinde çökmeler meydana gelmiş ve bu krizler bir iki ülkeyle sınırlı kalmamıştır. Dünya düzleminde istikrarsızlıkların yayılması açıklıkla finansal bulaşma olarak tanımlanmaktadır.

Yüksek sermaye hareketliliğinde yanlış seçilmiş kur politikası geçmiş dönemlerde gelişmekte olan ülkelerin daha fazla bedel ödemeleriyle sonuçlanmıştır.²⁹⁷ 1994 yılında Meksika, 1997'de Asya ülkeleri, 1998 Rusya ve 2000 yılında Türkiye'nin yaşadığı krizler buna örnek olarak gösterilebilir.

Önceki çalışmalarda daha küçük ve daha açık ekonomiler için ihracat ve ithalatına bağlı olarak sabit kur sisteminin bu ülkelerin bünyesine uygun bir seçim olduğu görüşü yaygındı. Bu bakımdan gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin yasal ve fiili olarak sabitleme (peg) rejimini tercih ettikleri veya kurların hareket etmelerine kısıtlama getirdikleri gözlemlenmiştir.²⁹⁸ Fakat daha sonraki yaklaşımlarda bu sistemin ulusal ekonomiler üzerinde bazı sıkıntıların doğmasına neden olduğu, hatta krize girmelerindeki etkenlerden biri olduğu ifade edilmiştir.²⁹⁹ Neticede bu ülkelerin çoğu uygulamış oldukları kur sistemini tamamen bırakmak zorunda kalmışlardır. Kriz anında bu ülkelere yapılan öneri esnek kur uygulamasını seçmeleri biçiminde olmuştur. Spekülatif baskılar altında bulunan ülkelerin esnek kurları seçme dışında yapacak başkada bir alternatifleri bulunmamaktaydı. Sonuçta bu ülkeler bir iki istisna dışında dalgalı kur uygulamasını tercih etmişlerdir.

Eskiden sabit kurlar ile esnek kurlar arasında seçim zorlukları yaşanmasına karşılık, meydana gelen krizlerin faturaları son dönemlerdeki krizler kadar maliyetli olmamıştır. Bu bakımdan son krizler ülkelerin hangi noktalarda dikkatli olması gerektiği konusunda bazı öğrenimlerde bulunmasını da sağlamıştır.

1996 yılında Avustralya doları yaklaşık 0.8 ABD doları ediyordu. 1998 yılının sonunda 0.6 ABD dolarına düşmüştür. Bu durum hiçte sürpriz değildi. Çünkü, Avustralyalı ihracatçıların büyük bir bölümü Asya kaplanları ile ticari ilişki

²⁹⁷ Sebastian Edwards, "Capital Mobility, Capital Controls and Globalization in Twenty-First Century", *Annals*, Volume 579, January 2002, p.269.

²⁹⁸ Esteban Jadresic, Paul Mason and Paola Mauro, "Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context an Individual Choices", *Journal of The Japanese and International Economies*, October, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 12.08.2003, p.79.

²⁹⁹ Caramaza, a.g.e., p.2.

içerisindeydiler. Avustralya para otoriteleri, parasının değerini artırmak için ne faizleri yükseltti ne de piyasadan kendi parasını çekme yoluna gitmiştir. Belli bir düşüş süreci sonrasında Avustralya dolarının düşüş trendi sona ermiştir. Çünkü, doların bu düştüğü seviye yatırımcılar için Avustralya ekonomisi açısından oldukça düşük bir düzeydi ve yatırımcıların Avustralya dolarını satın almaları için iyi bir fırsattı. Neticede bir yıl sonra Avustralya altın çıkışını yakalamış ve komşularının yakalandığı soğuk algınlığından çabuk kurtulmuştur. Fakat bu durum Endonezya ve Güney Kore gibi gelişmekte olan ülkeler için aynı etkiye sahip olmamıştır. Bu ülkelerin paraları değer kaybettiği zaman eski günlerine geri döndükleri yönünde kanaatler yaygınlaşmakta ve para çıkışlarında artış yaşanmaktadır.³⁰⁰ Sanki bir çifte standart uygulaması bulunmaktadır. Kurların dalgalanması birinci dünya ülkeleri için (ABD, Almanya, İngiltere, Japonya, Fransa, Avustralya,v.b..) oldukça iyi sonuçlanmaktadır. Belli bir noktaya kadar gelindikten sonra bu ülkeler sıkıntıların nimetlerinden faydalanmaktadırlar. Diğer ülkelerin(Meksika, Tayland, Endonezya, Kore, Türkiye, v.b..) benzer mekanizmadan faydalanma durumları bulunmamaktadır. Bu ülkelerde meydana gelen devalüasyonlar güvenin daha da azalmasına neden olmaktadır.³⁰¹

Gelişmekte olan ülkelerin sıkıntılarının bir başkası da bu ülkelerde finansal piyasaların dünya piyasaları ile bütünleşecek derecede olgunlukta ve derinlikte bulunmamasıdır. Piyasanın sığ olması spekülörlerin etkinliklerinin artmasına zemin hazırlamaktadır.³⁰²

Öte yandan, krizlerde yurt içi finansal sektör, uluslar arası borç verenler ve hükümetler arasındaki karmaşık ilişkilerin gelişimi son yapılan gözlemlerde yer almıştır. Finansal krizlerde genellikle banka ile para krizleri birleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlar döviz kuru rejimlerinin yıkılması sonucunda bankacılık krizinin çıkacağı yönünde kesinliğin olmadığını ortaya koymuştur. Bunun yerine finansal krizin kaynağında özel finansal aracılık mikro ekonomisi ile hükümetin makro ekonomik ilişkilerinin olduğu söylenebilir. Para krizi ile banka krizleri arasındaki ilişkiler siyasi iradenin bir sabitleme

³⁰⁰ Paul Kurgman, **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Çev., Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2001, s.116.

³⁰¹ Ronald I. Mc Kinnon, "Limiting Moral Hazard and Reducing Risk in International Capital Flows: The Choice of An Exchange Rate Regime", **Annals**, Volume 579, January 2002, p.214.

³⁰² Jadresic, Masson, and, Mauro, **a.g.e.**, p.100.

uygulamasını bıraktığı zaman yabancı para türünden borçlanmalara hükümet garantilerinin verilmesi ve mevduat sigortası uygulaması ile doğmaktadır.³⁰³

Barry, Arteta sağlamlık sorunu olan gelişmekte piyasalarda mevduat sigortası uygulaması mevduat sahiplerinin problemlerini çözmede riskleri azaltmasının yanında finansal kuruluşların risk uygulamalarını cesaretlendirdiğini ve krizleri cesaretlendirdiğini ifade etmişlerdir.³⁰⁴ Ayrıca Demirgüç-Kunt ve Detragiache 1980-1997 yılları için 61 ülkede mevduat sigortasının bankacılık krizleri üzerinde yaptığı etkiyi incelemiş ve bankanın istikrarını zayıflattığı yönünde deliller bulmuştur. Bu uygulamanın olduğu yerlerde bankaların uyguladıkları faiz oranlarında dengesizlik ve kurumsal ortamların zayıf olduğu ortaya çıkmıştır.³⁰⁵ Bunun yanında Domaç, Peria' nın döviz kuru rejimleri ile bankacılık krizi arasındaki ilişki incelemelerinde sabit kur rejimini seçen gelişmekte olan ülkelerde bankacılık krizlerinde azalma olmakla birlikte krizin oluşması durumunda ise sabit kur uygulayan ülkelerde krizin maliyetinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.³⁰⁶

Bir diğer konu ise makro ekonomik istikrarın sağlanması sorunudur. Ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik kurumsal düzenlemelerin yapılması ve bütçe açıklarının kabul edilecek düzeye indirilmesi gerekir. Kamu açıkları bankacılık sistemi kullanılarak finanse edilmemelidir. Oysa bu ülkelerde istikrarın sağlanmasına yönelik kurumsal düzenlemelerin tam olarak yapılmadığı gözlemlenmektedir.³⁰⁷

Gelişmekte olan ülkelerin gelir seviyeleri gelişmiş ülkelere daha düşük durumdadır. Bununla birlikte özellikle bu ülkelerin daha büyük ekonomik dalgalanmalarla karşı karşıya gelmelerine rağmen, dalgalanmayı yönetmedeki yetenekleri daha düşüktür.³⁰⁸ Ayrıca gelişmiş olan ülkelerin ürettiği ürünlerin

³⁰³ Menzie D. Chinn and Keneth M. Kletzer, "International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation and Financial Crises Under Imperfect Information" **NBER Working Paper No 7902**, September, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w7902.pdf>, 01.11.2003, pp. 1-21.

³⁰⁴ Barry Eichengreen and Carlos Arteta, "**Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence**", August, 2000, (Çevrimiçi) <http://iber.berkeley.edu/wps/cider/c00-115.pdf>, 30.10.2003, p.31.

³⁰⁵ Aslı Demirgüç-Kunt and Enrica Detragiache, **Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation**, April, 2000, (Çevrimiçi) http://www.worldbank.org/research/interest/confs/upcoming/deposit_insurance/asli_enrica.pdf, 30.10.2003, p.26.

³⁰⁶ Domaç and Peria, **a.g.e.**, p.28.

³⁰⁷ Peter B. Kenen, "Financial Opening and The Exchange Rate Regime", **Exchange Rates and Monetary System**, Brookfield, Edward Elgar Publishing Com. 1994. p.527.

³⁰⁸ Stiglitz, **a.g.e.**, p.243.

fiyatları arz ve talep koşullarında belirlenirken gelişmekte olan ülkelerin üretmiş oldukları ürünlerin uluslar arası fiyatları önceden belirlenmiş değerler üzerinden belirlenmektedir.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen kur hareketlerinin iç ekonomiye yapmış olduğu etki gelişmiş ülkelere daha fazla olmaktadır. Ayrıca yabancı para cinsinden borç sorumlulukları da oldukça yüksektir. Calvo ve Reinhart'ın (2000) VAR (Vektör otoregresif) analizi yöntemine göre yaptıkları çalışmada, gelişmekte olan ülkelerdeki kur değişimlerinin enflasyon üzerinde yaptığı etkinin (.228) gelişmiş ülkelere daha yüksek(.065) olduğu sonucuna ulaşılmıştır.³⁰⁹

Gelişmekte olan ülkelere dalgalı kur sistemine doğru bir eğilim bulunmaktadır. Ancak, yukarıda ifade edilen nedenlerden dolayı bazı iktisatçıların; yeşillikler otlakların kenarlarında daha gür olurlar ifadesine rağmen,³¹⁰ yasal olarak esnek sistemin benimsenmesine karşılık hem makro dengeleri sağlamak hem de finansal krizlerden korunmak için fiiliyatta zaman zaman bu ülkelerin kurlara müdahalede bulundukları gözlemlenmektedir.

Genel olarak, ekonomideki rahatsızlık ağırlıklı olarak parasal sektörden kaynaklanıyorsa sabit kur sisteminin seçilmesi daha mantıklı görünmektedir. Bu durumda fiyatlar genel seviyesi etkilenmektedir. Eğer ekonomideki sıkıntılar reel veya dış merkezli ise o zaman esnek kur uygulaması daha yerinde bir karar olmaktadır.³¹¹

Bununla birlikte ekonomistler arasında hangi sistemin hangi ülkeler için daha iyi olduğu konusunda tam bir konsensüs oluşmuş değildir. Frankel'e göre tüm zamanlarda her ülke için tek bir para sistemi bulunmamaktadır. Ona göre son krizlerin nedeni de bu ülkelerin kendi bulundukları şartları ve yapıyı değerlendirmeden hepsinin de aynı politikayı benimsemiş olmalarıdır. Bu uygulamaların doğal sonucu olarak ortaya çıkan krizler karşısında yüksek bedel ödemek zorunda kalmışlardır. Bir zaman diliminde bir ülke için sabit kur veya orta rejimler uygun olabilir fakat bir başka zaman diliminde ise esnek kur uygulaması bu ülke için daha yerinde karar olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere merkez

³⁰⁹ Glick, a.g.e., p.19.

³¹⁰ Frankel, No Single Currency Regime Is Right For All Countries Testimony Before The Committee On Banking And Financial Services U.S. House Of Representatives, p.13

³¹¹ Caramazza, a.g.e., p.2.

bankalarına verilebilecek önemli tavsiye, aşırı değerlenme işaretlerine karşı uyanık olunmasıdır.³¹²

Rodrik ise gelişmekte olan ülkelerin yapısıal olarak geli mi  ülkelerden farklı olması nedeniyle esnek kur uygulamasına imkanlarının bulunmadığını ifade etmiştir. Bunlardan en önemlisi, kurlardaki dalgalanmanın “bandwagon” etkisi yapmasıdır. Otoritenin devalüasyon kararı piyasada paranın daha fazla dalgalanmasına neden olmaktadır. Mesela, ulusal paranın değerinin d      mesi az geli mi  ülkelerde parasal otoritenin güvenilirliğinde belirsizliklerin doğmasını sağlar. Piyasada ulusal paranın değer kaybı beklentileri olduğunda, önceden belirlenen periyotta faiz oranlarında izin verilen artıştan daha fazla merkez bankalarına değer kayıplarının maliyeti olacaktır. Alternatif olarak uzun dönemde ulusal paranın değer kazanmasıyla sağlamla tırılmı  sermaye girişleri de olabilmektedir. Bu finansal piyasa sendromları kısa dönem istikrarsızlıklarına neden olmakla kalmaz orta dönemde de önemli derecede paranın değerinin yanlış yerde oluşmasına zemin hazırlar. Daha da ötesi kanıtlardan elde edilenlere göre, döviz kurundaki dalgalanmalar ticaret ve yatırımlara daha fazla zarar vermekte ve bunun reel ekonomik maliyetleri olmaktadır. Sonuç olarak döviz kuru y kseli lerinin iç piyasada meydana getirdiği fiyat artışları, enflasyonist süreçten gelen ülkelerin makro ekonomik çıkmazlarını artırmaktadır. Bu nedenlerle esnek kur uygulamasının gelişmekte olan ülkeler için gerçekçi bir uygulama olacağını beklemek yanlıştır. Öte yandan katı sabitlemeler de gelişmekte olan ülkelerin yapılarına uygun değildir. Çünkü, geçmişte yaşanan acı tecrübeler bunun en açık örneğini sunmaktadır. Belki de gelişmekte olan ülkeler en iyi olan seçim ara rejimlerden birini seçmektir. Güney Kore ve Peru bunu başarılı bir şekilde uygulamaktadırlar.³¹³

Mc Kinnon son yaşanan krizlerin arkasından IMF ve diğer kuruluşların desteklediği ve daha fazla esnek kur uygulaması gerektiği şeklindeki görüşleri benimsememektedir. Mc Kinnon Asya  lkelerinde uygulanan sabitlemelerin tam olmadığını bunun yerine yönetimli kur uygulamasının bazı çeşitlerinin uygulandığını

³¹² Frankel, No Single Currency Regime Is Right For All Countries Testimony Before The Committee On Banking And Financial Services U.S. House Of Representatives, pp.8-13.

³¹³ Dani Rodrik, “Exchange Rate Regimes and Institutional Arrangements in The Shadow of Capital Flows”, September, 2000, ( evrimi i) <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksgh/Malaysia%20conference%20paper.PDF>, 12.11.2002, pp.6-9.

ifade etmiştir. Kurumsal düzenlemeler yapılmadan oluşturulan kısa süreli finansal yapılarla birlikte meydana gelecek bir saldırı karşısında kötü sonuçları azaltacak uzun dönemli döviz kuru stratejileri de benimsenmemiştir. Optimal döviz kuru rejimi risk primini en aza indirecek güce sahip olan rejimdir. Bu nedenle iyi sabitlenmiş bir döviz kuru rejimi bu güce sahip olacaktır. Şüphesiz ki kötü bir sabitleme yani, ulusal kamu açıklarının emisyonla kapatılması ve finansal düzenlemelerin yapılmaması nedeniyle krizler ortaya çıkmaktadır.³¹⁴

Kenen'e göre de üçüncü gruptaki ülkeler parasal birlik veya dolarizasyon arasında seçim yapmalıdırlar. Bu şekilde anahtar paraya sahip olan ülkenin para politikalarına uyum sağlanmış olunur. Bu durumda da bağlanan ülkenin kendi şartlarıyla çelişme meydana gelebilir. Esnek kurlarda ise bankaların ve diğer finansal kuruluşların kısa süreli borçlanma imkanları kısıtlıdır. Bu durumda üretimde azalmalar yaşanır. Bu yüzden gelişen piyasaların parasal birliğe girmeleri daha uygundur. Sonuçta olası parasal krizlere karşı koruma sağlanmış olur. Mesela, Meksika'nın Kuzey Amerika para birliğine girmesi bu ülkeyi para krizine karşı korumaya almıştır.³¹⁵

Juhn ve Mauro'nun döviz kuru rejiminin uzun dönemdeki belirleyicileri analizlerinden çıkan sonuca göre; büyük, milli gelirlerinde ticaret payı düşük, enflasyon oranı yüksek durumda, politik olarak istikrarlı ve dönüşüm halindeki ekonomilerin sabitleme veya ara rejimlerden ziyade dalgalı kuru tercih etmeleri uygundur. Düşük sermaye kontrolü uygulayan ekonomilerin de ara veya esnek kur yerine sabitleme rejimini tercih etmesinin daha yerinde olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bu iki değişkenin analizde diğer değişkenler üzerinde (merkez bankasının bağımsızlığı, yurt dışı fiyat şokları, yurt içi güvendedeki artış, Dışsal borçlar, yüksek enflasyonun düşürülmesi, açıklık, uluslar arası finansal entegrasyon, dış ticaretin bölgesel dağılımı v.b...) önemli etkilerinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.³¹⁶

³¹⁴ Mc Kinnon, a.g.e., pp. 206-210.

³¹⁵ Gülsüm Özkan Akalın, "Döviz Kuru Rejimleri: Üç Büyükler ve Gelişen Piyasa Krizlerinden Çıkarılan Dersler Üzerine", **Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Temmuz 2001, sayı. 7, s.35.

³¹⁶ Grace Juhn and Paolo Mauro, "Long-Run Determinants of Exchange Rate Regimes: A Simple Sensivity Analysis", IMF Working Paper, June, 2002, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp00104.pdf>, 23.06.2003, p.15.

Bu konuda görüş bildiren diğer bazı iktisatçılara göre de, gelişen piyasalarda esnek kur uygulaması tek bir çözüm yolu değildir. Bazı ülkelerde başarısızlıkla sonuçlanmış olan rejimler (para kurulu gibi) diğer bazı ülkeler başarılı biçimde uygulayabilmektedirler. Mesela, Asya'daki krizde diğer ülkeler uyguladıkları kur rejimini terk ederlerken, Hong Kong'da para kurulu hala uygulanmaya devam etmektedir. Aynı şekilde Estonya, Litvanya ve Bulgaristan gibi ülkeler dünya kojonktüründeki kriz sürecinde para kurulu uygulamasını devam ettirmeyi başarmışlar ve bugün aynı rejimi uygulamaktadırlar. Öte yandan aynı krizde Hindistan, Çin gibi ülkelerde sermaye hareketlerine kontrol getirerek rejimlerinin ayakta tutmayı başarmışlardır.³¹⁷

2.2.5. Devalüasyon (Ulusal Paranın Değer Kaybetmesi)

Resmi parasal otorite tarafından ulusal paranın diğer ülke paraları karşısında değerinin düşürülmesine devalüasyon denir. Tersî durumda yani, ulusal paranın diğer ülke paraları karşısındaki değerinde artış yaşanması durumunda ise revalüasyon meydana gelmiş olur. Sabit döviz kurunu benimsemiş ülkeler için devalüasyon ve revalüasyon terimleri kullanılırken, esnek kur sistemini benimsenmesi durumunda, ulusal paranın değer kaybetmesi “depreciation”, değer kazanması ise “appreciation” şeklinde ifade edilmektedir.

Geleneksel olarak devalüasyonlar ödemeler dengesi sıkıntısı yaşayan ülkelerin sorunlarını aşmasında yardımcı olmak amacıyla başvurdukları bir uygulamadır. Devalüasyon sonucunda ülkelerin ucuzlayan ticaret mallarına karşı artan talepler, ulusal ekonomide üretim artışını sağlar. Üretim artışları da istihdam ve GSYİH üzerinde olumlu etkiye bulunur.

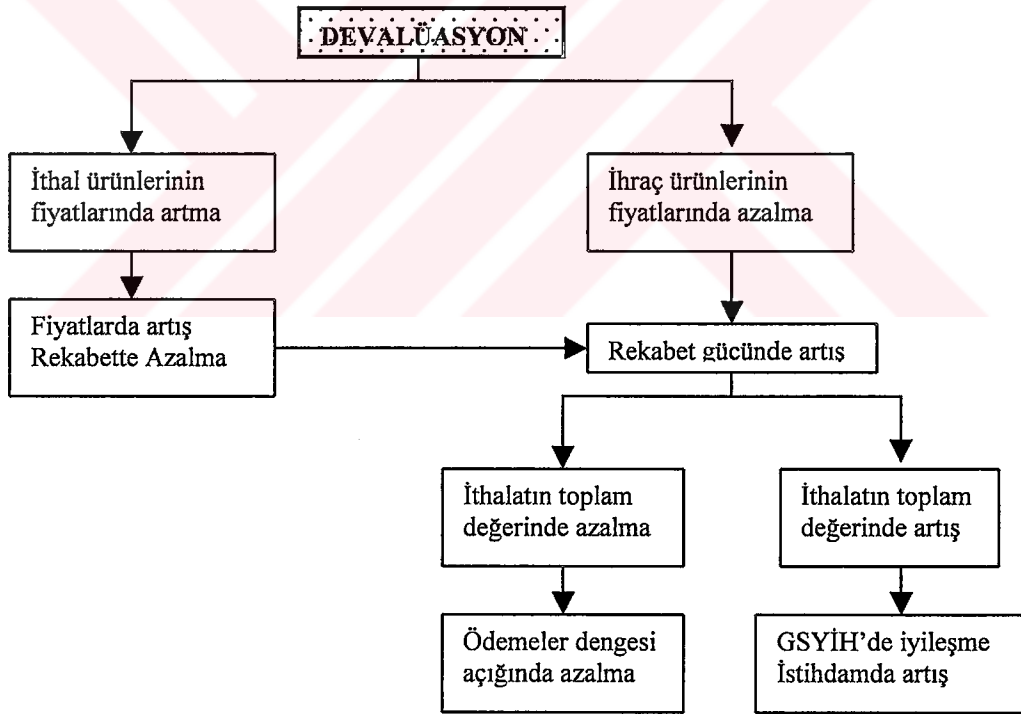
Devalüasyonlar toplam arz ve toplam talep üzerine etki yapmaktadırlar. Yurt içi toplam talep üzerinde devalüasyon harcama değiştirici özelliğe sahiptir.³¹⁸ Daha önceden yurt dışından ithal edilen ürünler, yurt içinde ithalata rakip ürün imalatı

³¹⁷ Stephen Grenville, “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets”, **Reserve Bank of Australia Bulletin**, November, 2000, (Çevrimiçi) http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Bulletin/bu_nov00/bu_1100_2.pdf, 31.10.2002, p.53.

³¹⁸ Sweder Van Wijnbergen, “Exchange Rate Management and Stabilization Policies in Developing Countries”, **Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries**, Ed. By., Sebastian Edwards and Liaquat Ahamed, Chicago, NBER Pub., 1986, p.17.

yapan firmaların üretimlerine olan talepte artış yaşanır. Öte yandan yurt dışı satışlarda ise ucuzlayan fiyatlar nedeniyle yurt dışı talepte de artış gözlenir.

Toplam arz açısından ise üç yoldan etkiye sahiptir. İthal edilen ara mallarının fiyatlarında meydana gelen artışlar, ücret indeksleri ve firmaların kredi hacimlerinde meydana gelen dalgalanmalardır. Bankaların kredilerindeki azalmalar, firmaların üretim yapmalarında ihtiyaç duydukları fonları elde edememeleri nedeniyle üretimde azalmalar meydana getirmektedir. Bu nedenle kredi hacminin geniş tutulması gerekmektedir. Devalüasyonun arz kesimine yaptığı etkilerin olumsuz yansımaları direkt olmakta ve ekonomiye daha fazla zarar verebilmektedir. Çünkü, toplam talebin daralması enflasyona aşağı yönde baskı yaparken, toplam arzın daralması enflasyonu artırıcı yönde etki yapar ve nominal devalüasyonla kazanılması düşünülen rekabetçi yapının tehlikeye girmesine neden olabilir.³¹⁹



Şekil: 21

Devalüasyondan Beklenen Sonuçlar

³¹⁹Van Wijnbergen, a.g.e., p.34.

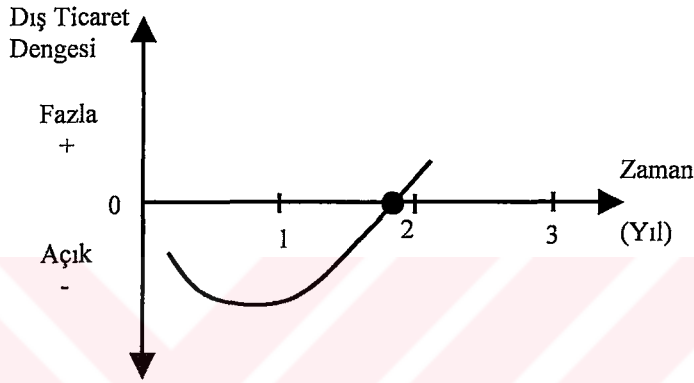
Devalüasyon sonrasında ülke mallarının uluslararası piyasada ulusal malların nispi fiyatlarındaki düşme nedeniyle rekabet gücünde artış meydana gelir. İthal malların fiyatlarının artması fiyatlar genel seviyesini yükselterek ithalat enflasyonu ortaya çıkabilir. Direkt ithal enflasyonu; ithal tüketim malları fiyatlarının yüksek olmasından kaynaklanabilir. Dolaylı ithal enflasyon ise, ithal edilen hammadde ve ara malları fiyatları yüksek olduğundan üretim maliyetleri artar ve yerli firmalar da kar marjlarını korumak için bu maliyetleri fiyatlara yansıtırlar. Bu şekilde yerli mallarının fiyatlarının yükselmesi uluslar arası rekabet gücünü de azaltır. Yerli malların rekabet gücünün artması dışarıda ucuz pazar haline gelen ürünlerin ihracatını arttırır. İhraç mallarının fiyatları düşmekle beraber ihraç edilen miktar artacağından sonuç itibariyle ihraç gelirlerinin artması beklenir. Aynı şekilde ithal mallarının fiyatlarının artmasının yanında ithal edilen miktarlar azalacağından ithalat harcamalarında gerileme meydana gelecektir. Artan ihracat gelirleri ve azalan ithalat giderleri ödemeler dengesi açığını azaltır. Bu durumda döviz kurları üzerindeki baskı azalacağından yeni döviz kurunu merkez bankası daha etkin bir şekilde sürdürebilir. İhracattaki bu canlanma yerli malların talebini arttırır ve GSYİH üzerinde kamu harcamalarının yada yatırım artışlarının sağlayacağı oranda bir çarpan etkisi oluşturur. Bu etki istihdamı arttırır, işsizliği azaltır. Sonuçta devalüasyon dış denge ve iç dengeyi (tam istihdam) sağlamada etkin bir rol oynar.³²⁰

Devalüasyondan olumlu neticenin alınmasında arz ve talep esnekliğinin önemli büyüktür. İhracatın talep esnekliği ve ithalatın talep esnekliğinin toplamının birden büyük olması ($\eta_x + \eta_m > 1$) durumu Marshall-Lerner koşulu olarak ifade edilmektedir. Bu şartın gerçekleşmesi halinde devalüasyon yapan ülkenin ticaret dengesinde olumlu yönde gelişmeler meydana gelir. Bunun yanında Marshall-Lerner koşulu ticaret mallarının arz esnekliğinin sonsuz (veya yüksek esneklikte) ve ticaret yapan ülkenin parasından fiyatın sabit olmasını varsaymaktadır. Eğer ticaret mallarının fiyatları döviz kurlarında meydana gelen değişime karşılık verirse, toplam talep esnekliği mutlak olarak birden küçük olsa bile yine ticaret dengesinde iyileşme

³²⁰ Jacques Genereux, *Les Politiques Economiques*, Paris, memo, 1996, pp.41-44.

görülebılır. Yani ithalat mallarındaki fiyat artışları ulusal paranın değer kaybından daha az düzeyde tutularak reel ticaret dengesindeki küçük iyileşme meydana gelir.³²¹

Ülke ekonomileri üzerinde yapılan incelemelerde kısa dönemde Marshall-Lerner koşulunun gerçekleşmediği, fakat uzun dönemde bu koşula doğru eğilimin olduğu gözlemlenmiştir. Bu koşulun gerçekleşmemesinde en önemli etkenin kısa dönemde talebin inelastik yapıya sahip olması gösterilmiştir. Ülkelerin net ihracat durumları J eğrisi şeklinde olması nedeniyle J eğrisi biçiminde ifade edilmiştir.



Şekil: 22
J Eğrisi

Arthur Laffer 1960'lı yıllarda 15 ülke için devalüasyonun sonuçlarını incelemiş ve genel olarak devalüasyon yılında dış ticaret dengelerinde iyileşmeye rastlamıştır. 15 ülkeden 4 tanesinde J eğrisinin izlerine rastlanmıştır. Marc Miles 14 ülkede 16 devalüasyonu analiz etmiş ve sonuçta bu ülkelerin ticaret dengesini iyileştirdiği yönünde çok az kanıt bulmuş, fakat ödemeler dengesinde iyileştirmeler sağladığı biçiminde verilere rastlamıştır. Thorvaldur Gylfason ve Ole Risager 15 borçlu ülke üzerinde çalışma yaptılar ve devalüasyonun cari işlemlerde bir ülke hariç olumlu yönde etki yaptığını tespit etmişlerdir. Mohsen Bahmani-Oskooee Yunanistan, Hindistan, Kore ve Tayland üzerine 1973-80 dönemini içeren süreçteki devalüasyonların J eğrisi içerip içermediğini araştırdılar ve genel olarak elde ettikleri sonuçlar J eğrisine uygun çıkmıştır. Aynı zamanda bu çalışmada sabit kurların esnek kurlardan daha fazla etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Çünkü, küçük

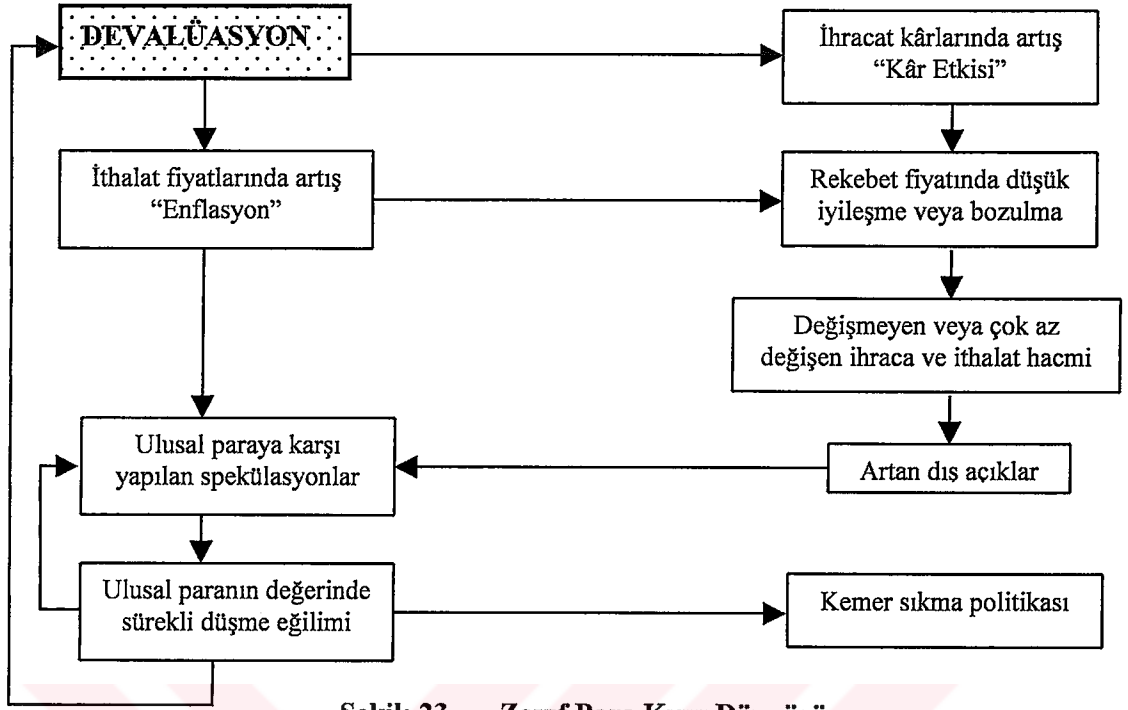
³²¹ Peter Hooper and Jaime Marquez, "Exchange Rates, and External Adjustment in The United States and Japan", *The Macroeconomics of The Open Economy*, Ed., By., Peter B. Kenen, New Jersey, Princeton University Pres., 1995, p.112.

ayarlamalar ile devalüasyon olduğunda beklentiler daha fazla olmaktadır. Bu açıdan beklenen kur değişimleri beklenmeyen kur değişimleri kadar etki yapamazlar.³²²

Öte yandan son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde ulusal paranın değer kaybetmesi sonucunda kısa süreli olumsuzluğu takiben olumlu bir tablo ortaya çıkmadığı ve devalüasyonun daraltıcı etkileri daha uzun süre devam ettiği gözlemlenmiştir. Bunun sebeplerinin neler olduğu araştırıldığında ulaşılan sonuçlardan birincisi; ithal girdilerinin ulusal para cinsinden maliyetlerindeki artışlar stagflasyonist etki yapmaktadırlar, ikincisi; ödemeler dengesi sıkıntılarından dolayı meydana gelen para krizinin sonucunda yapılan devalüasyonların bu ülkelerde risklere karşı korumasız durumda olan bankaların ve şirketlerin ulusal mal cinsinden yabancı borçlanmalarındaki artışlardan doğan finansal krizin önceki krizle birleşmesiyle oluşan ikiz krizler, üçüncüsü; bölgesel ilişkilerin yıkılmasından doğan bölgesel etkilerdir. Son olarak; kısa dönemli sermaye akımlarının kolaylıkla geri dönmelerinden dolayı reel ekonomiye verdiği zararın etkileri olarak ifade edilmektedir.³²³

³²² Melvin, a.g.e., pp.167-168.

³²³ Ramkishan S. Rajan and Chung-Hua Shen, "Are Crisis-Induced Devaluations Contractionary?", **CIES Discussion Paper 0135**, September 2001, (Çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID295499_code020108670.pdf?abstractid=295499, 21.10.2003, pp.6-20.



Şekil: 23 Zayıf Para Kısır Döngüsü

Şekil: 23'te görüldüğü gibi, eğer ihracatçılar devalüasyondan kar marjlarını arttırma yönünde faydalanırlarsa, fiyatlarını dış pazarda döviz cinsinden aynı kalacak şekilde yerli para cinsinden yükseltirler. Devalüasyon ithalat fiyatını arttırır ve enflasyonu besler. Enflasyon ve ihracatçıların kısa vadede kar marjlarını arttırma tercihi devalüasyondan beklenen yerli malların dış pazarda rekabet etme gücünü sınırlar. Hatta rekabet fiyatları iyileşse bile dış talep ve iç talep elastikiyeti yerli malların ve yabancı malların nispi fiyat değişimlerinin ihracat ve ithalat hacminin yer değiştirmesini sağlaması için çok düşüktür. Dolayısıyla aynı miktarda yabancı mal satın alınmaya devam edilir, fakat daha yüksek fiyattan alınır. Oysa ihracat miktarı aynı olmakla beraber daha düşük fiyattan satış yapılmaktadır. Toplam ihracat geliri düşerken ithalat gideri artmakta ve dış ticaret açığı hızla büyümektedir. Enflasyon ve dış ticaret açığı spekülâtörleri harekete geçirir. Satın alma gücü yüksek paralar satın alma gücü düşük paralara tercih edilir. Eğer açık sürerse milli para değer kaybeder. Spekülâtörler merkez bankasının çok uzun süre milli parayı destek sağlayamayacağını hissedersen piyasadaki döviz toplamaya başlarlar. Bu şekilde devalüasyon sürecini de kuvvetlendirmiş olurlar. Ödemeler dengesinde ciddi bir iyileşme olmadığı müddetçe devalüasyon-spekülasyon girdabı oluşur. Diğer

Ülkelerin merkez bankalarından yardım almasına rağmen merkez bankasının kendi parasının değerini koruyamadığı noktaya kadar gelinir ve yeni bir devalüasyon zorunlu olur. Speklatrlerin tahminleri otomatik olarak gerçekleşmeye başlar. Daha sonra nc, dördüncü devalüasyonlar birbirini izleyebilir. Sadece demeler dengesini iyileştirici iç talebin kısılması için yüksek faiz oranları ve enflasyonun kontrol edilmesi gibi radikal iktisat politikaları spekülasyonu durdurabilir. Bu arada siyasi iradenin de kredibilitesini sağlaması gerekir. Paraya güvenin sağlanması için hükümetin doğru politikayı uygulaması yeterli değildir. Aynı zamanda hükümetin bu politikayı uzun süre kararlılıkla uygulayabileceğini de ispatlaması gerekir.³²⁴

³²⁴ Genereux, **a.g.e.**, pp.40-45.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI VE EKONOMİK ETKİLERİ

1. TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

Türkiye'de kur politikaları genel olarak ekonomide benimsenen stratejiler doğrultusunda hareket etmiştir. Bazı dönemlerde korumacılık uygulanmış, bazı dönemlerde ise serbestlikten yana görüş benimsenmiştir. Türkiye'de uygulanan kur politikaları 1980 öncesi ve 1980 sonrası olarak iki ana başlık altında incelenmiştir.

1.1. 1980 ÖNCESİ DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

1980 öncesinde Türkiye'de uygulanan kur politikalarını 1923-29, 1930-45, 1946-60, 1961-70 ve 1971-80 dönemleri olarak beş alt başlıkta ele alınmıştır.

1.1.1. 1923-1929 Dönemi Kur Politikaları

Cumhuriyetin ilanından 1929 yılına kadar devam eden süreçte serbest kur politikaları benimsenmiştir. Bu dönemde TL'nin konvertibl olduğu gözlemlenmektedir. Bu süreç dünya konjonktüründe de altın standardının geçerli olduğu zamana denk gelmektedir. Bilindiği üzere altın standardı 1870'li yıllardan itibaren bazı aksamalara rağmen 1929 dünya ekonomik buhranına kadar devam etmiştir.¹

Bu dönemde altın, döviz ve menkul kıymet borsalarının aktif oldukları görülmektedir. Uluslararası ödemelerde lokomotif görevini sterlin yaptığından Türk Lirası'nın değeri de sterline bağlı olarak tespit edilmiştir.²

1923-1929 yılları arası Lozan Ticaret Sözleşmesi'nin uygulandığı ve Türkiye'nin gümrüklerine tam olarak hakim olmadığı zamanı içermektedir. Bu yüzden 1929 yılında dış ticaret açığı 48,7 milyon dolar seviyesine çıkmıştır. Ülkede merkez bankasının bulunmadığı bu dönemde merkez bankası görevini Osmanlı Bankası yürütmüştür. Fiyatlarda artış meydana geldiği zaman döviz denkleştirme

¹ Rıdvan Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul, Beta yay., 1996, s.519.

² Cavidan Velioğlu, "Döviz Kuru, Türkiye'de Uygulanan Kur Politikaları ve Döviz Piyasası", *TBB Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları*, 8 Mayıs, 1997, s.18.

fonu ile açık piyasa işlemleri yapılarak piyasaya müdahale edilmiştir. Aslında bu dönemde Osmanlı Devleti'nden Türkiye Cumhuriyeti ekonomisine geçiş süreci yaşanmıştır. 1929 krizinin yaşandığı yıllarda TL'nin dış ülke paraları karşısındaki alım gücünde değişimler yaşanmakla birlikte istikrarını korumayı başardığı görülmektedir. 1924-1929 arasında TL Fransız Frangı'na karşı değer kazanmış; sterlin, mark ve dolar karşısında değer kaybetmiştir. 1924 yılından 1929 yılına kadar dolar 167 kuruştan 207 kuruşa çıkmış, sterlin 835 kuruştan 956 kuruşa, mark ise 44 kuruştan 46 kuruşa çıkmıştır.³

1929 yılında menkul kıymetler ve kambiyo borsaları kanunu çıkarılarak spekülasyonların önüne geçilmesi hesaplanmış olsa da bu uygulamadan kısmen başarı elde edilmiştir.⁴

1929 yılında Türkiye'de merkez bankasının oluşturulmasına yönelik çalışmalar sürerken, merkez bankası görevini yerine getirmekle yükümlü olan Osmanlı Bankası'nın TL rezervi oluşturmayı bırakarak piyasaya para sunmasıyla ulusal para değer kaybına uğramıştır. Bu aşamada siyasi otorite de döviz kurlarının istikrara kavuşmasını sağlamak için resmi döviz alımlarından vazgeçmiştir. Sonuçta dış borç ödemelerinde moratoryum ilan edilerek borç ödemeleri ertelenmiştir.⁵ Bu gelişmelerin neticesi olarak 1930 yılında 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu çıkarılmıştır.⁶

1.1.2. 1930-1945 Dönemi Kur Politikaları

11.06.1930 tarihinde Merkez Bankası kurulmuş ve 1933'te "Ödünç Verme İşleri Kanunu" yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla serbest faiz uygulaması ve TL'nin konvertibilitesi ortadan kalkmıştır. Karma sanayileşme stratejisinin yaşandığı bu dönemde 1938 yılı dışında dış ticarete artı bakiye yaşanmıştır. Bu sonuçların elde edilmesinde izlenen korumacı politikaların önemi büyüktür. Türkiye'de tercih edilen korumacı politikalar neticesinde altın ve döviz rezervlerinde artış meydana gelmiştir. 1932-1945 yılları arasında altın stoku 14,5 tondan 210 tona çıkmıştır. Toplam altın ve döviz rezervleri ise 260 milyon dolar düzeyine ulaşmıştır. Uygulanan deflasyonist

³ Karluk, Türkiye Ekonomisi, s.520.

⁴ Velioğlu, a.g.e, s.18.

⁵ Karluk, Türkiye Ekonomisi, s.520.

⁶ Sema Kalaycıoğlu, Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması, İstanbul, Üçdal Neşriyat, 1983, s.105.

para politikaları Türk parasının değerini artırmıştır. Bu dönemde İkinci Dünya Savaşı'nın patlaması döviz kontrol rejiminin daha da artırılmasına neden olmuştur. Savaş döneminde meydana gelen giderlerin karşılanmasında vergi artışlarından ziyade emisyonun kullanılması, TL'nin dış değerinde sağladığı istikrarın iç piyasada devam etmesine engel olmuş ve ulusal paranın değerinde hızlı düşüşler yaşanmıştır.⁷

Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'yla birlikte hükümetlerin bazı yetkiler kazanması sistemin belirli bir işlerlilik elde etmesini sağlamıştır. 1940 yılından sonra çıkarılan "Milli Koruma Kanunu" ile de hükümetlerin ihracat ve ithalatı kontrol altına alma yetkileri artmıştır. Bunun sonucunda altın ve döviz rezervleri artarken resmi döviz piyasası yanın da karaborsa piyasası oluşmuştur. Türkiye'de döviz kurları kambiyo kontrol rejiminin nitelikleri doğrultusunda sabit fakat ayarlanabilir pariteler sistemi tercih edilmiştir. Daha önceden İngiliz Sterlineine bağlı olarak belirlenen ve dolaylı biçimde altına bağlı olan ulusal para değeri, diğer ülke paralarının 1936 yılından itibaren altın standardından ayrılmasıyla ulusal paranın değeri resmen altına bağlı olarak belirlenmiştir. Fakat bu bağıllık ulusal paranın dış değerinin altının değeri ile aynı anda yürütüldüğü şeklindeki bağıllık olmamıştır. 1939 yılında tekrar TL'nin değeri sterline bağlı olarak tespit edilmiş ve 1 sterlin 5,2 TL olarak kabul edilmiştir.⁸

1.1.3. 1946-1960 Dönemi Kur Politikaları

Türkiye'de 1946 yılı tersine dönüşün başladığı yıl olmuştur. Burada en büyük etken savaş sonrasında meydana gelen yeni konjonktür ve imkansızlıklarla birlikte üretimde ithal edilen yatırım mallarında meydana gelen azalmadır. 7 Eylül 1946 tarihinde ulusal paranın ABD doları karşısındaki değeri 1,27 TL'den 2,80 TL değerine düşmüştür. Bu devalüasyon ihracatı artırmak amacıyla yapılmış olmasına rağmen dış satımda artış etkisi yaptığını söylemek gerçekçi bir değerlendirme olmayacaktır.⁹

1956 yılında iktidara gelen Demokrat Parti OECD'nin %60 liberasyon tavsiyesine uyarak ithalat listesine serbest ithalat listesi ilave etmiş ve döviz ihtiyacını düzenleyip, ithalat listesini oluşturmak için Bankalararası Döviz

⁷ Velioğlu, a.g.e., s.18.

⁸ Kalaycıoğlu, a.g.e., s.106.

⁹ A.e., s.107.

Komitesi'ni kurmuştur. Sabit kurlar altında uygulanan liberalleşme ithalatı iki yıl içerisinde %100, ihracatı ise %37 oranında artırmıştır. 1952 yılında Türkiye'nin dış ticaret açığı ihracat gelirinin %50'sinden daha fazla olmuştur. Bunun üzerine aynı yılın sonbahar ayında liberasyona bazı şartlar ilave edilmiştir. Bir yıl sonra da liberasyon uygulamalarına son verilmiştir. 1952 yılından itibaren Türkiye'nin önemli derecede ödemeler dengesi sorunu yaşamasının ardından döviz kuru kontrolleri daha da artmıştır.

Sabit döviz kuru sisteminde artan döviz talebi ve yükselen enflasyon, kısa sürede serbest döviz kuru piyasasının oluşmasına, kredili ithalatının meydana getirdiği çifte ödemelere, katlı kur uygulamasına, kısa vadeli borçlanmalara, üretim azalmasına ve döviz rezervlerinin erimesine neden olmuştur.¹⁰ Bunun yanında sabit tutulan resmi döviz kuru ile karaborsa kuru arasındaki farkların 20 TL'ye kadar ulaşması dışarıya sermaye çıkışlarını artırmış ve kaçakçılığı cazip hale getirmiştir.¹¹

Ödemeler dengesi sorunlarını çözmek ve enflasyonist eğilimleri azaltmak için Türkiye IMF'e müracaat etmek zorunda kalmıştır. 4 Ağustos 1958 tarihinde IMF'in isteklerine uygun olarak 2.80 olan TL'nin dolar karşısındaki değeri yaklaşık %221 oranında düşürülmüş ve 1 ABD doları 9.00 TL olarak tespit edilmiştir. Bununla birlikte para arzı daraltılmış, faiz oranları artırılmış ve ithalatın yeniden libere edilmesi yönünde kararlar alınmıştır.¹²

1958 yılındaki istikrar programını tam olarak uygulama imkanı olmamıştır. Devalüasyon sonrasında bir önceki yıla göre ithalatta %21 oranında azalma meydana gelmiştir. Bu düşme ithalat talebinde azalmadan ziyade ithalat kredilerinde yaşanan daralmanın sonucunda ortaya çıkmıştır. 1958 yılındaki istikrar programıyla katlı kur uygulamasının terk edilmesi ithalatın bileşimini değiştirerek imalat sanayiinin gelişmesine yardım etmiştir.¹³

¹⁰ Karlık, *Türkiye Ekonomisi*, s.423.

¹¹ Velioğlu, a.g.e., s.19.

¹² Aslan Eren, *Türkiye'nin Ekonomik Yapısının Analizi*, İzmir, Bilgehan Basımevi, 1989, s.137.

¹³ Kalaycıoğlu, a.g.e., s.113.

1.1.4. 1961-1970 Dönemi Kur Politikaları

1960 yılından sonra planlı döneme geçilmiştir. Bu dönemde dış ticaret daha ayrıntılı biçimde programlanmaya çalışılmıştır. Fakat 1964 yılından itibaren enflasyonist eğilimlerde artışların yaşanması, kısa sürede Türk Lirası'nı değerli hale getirmiştir. Bunun sonucunda oluşan ithalatı artırma eğilimini düşürmek için kur ayarlaması yerine, miktar kısıtlaması ile birlikte ithalatta %5 oranında yeni bir damga vergisi alınmış ve dış gezilerde de %50 prim uygulamasına gidilmiştir. Damga vergisi 1967 yılında %10 oranına çıkarılmış ve deniz yoluyla yapılan ithalatta ise %5 rihtim vergisi alınması kararlaştırılmıştır. Ayrıca bazı mallarda ithalat teminat oranları %125 seviyelerine kadar artırılmıştır. İhracatın olumsuz yönde etkilenmesini hafifletmek için de 1963 yılında vergi iadesi sistemi geliştirilmiştir. 1964 yılından itibaren işçi dövizlerine, 1967 yılı başından itibaren de turist dövizlerine prim ödemeleri yapılmıştır.¹⁴

Sabit döviz kuru sistemi altında 10 yıl içerisinde enflasyon oranının yılda ortalama %5-10 arasında artış göstermesi ulusal parayı aşırı değerli hale getirmiştir. Ayrıca ithalattaki sorunlar nedeniyle hem üretimde hem de reel yatırımlarda azalma meydana gelmiştir.

Uzun süren direnmeler sonucunda 10 Ağustos 1970 tarihinde bir kez daha devalüasyon kararı alınmıştır. Bakanlar kurulunun paritede yapılan değişimi açıklayan gerekçesi; Ağustos 1958 tarihinden Ağustos 1970 tarihine kadar geçen sürede ülkede %80 fiyat artışları yaşanmış olmasına karşılık, ticaret yapılan ülkelerde fiyat artışları %20-25 oranında meydana gelmiştir. Bunun sonucunda klasik ihracat ürünlerinin ihracatı yanında yeni ihraç mallarının üretimi üzerinde de olumsuz etkiler yapması, ihracatta uygulanan vergi iadesi ve desteklerin hazine ve bütçe üzerindeki olumsuzlukları artırmıştır. İthalat açısından ise sınırlı dış kaynakların dağılımında sorun doğururken merkez bankası üzerindeki baskıları artırdığından devalüasyon kararının alındığı biçiminde olmuştur.¹⁵

Devalüasyonların dış dengenin sağlanması açısından olumlu tarafları olmasına karşın, enflasyonist eğilimleri artırmasından dolayı istenmeyen yanları da

¹⁴ Memduh Yaşa ve Diğerleri, *Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923-1978*, İstanbul, Akbank Kültür Yay., 1980, ss. 520-521.

¹⁵ Erol Zeytinoğlu, *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul, Met/Er Yay., 1978, s. 571.

bulunmaktadır. Devalüasyon kararının alınmasında bu kararı almayı gerekli kılan olumsuzlukları ortadan kaldıracak tedbirlerin alınmaması veya zamanlamanın yanlış olması önemli faktörler arasında görülmektedir.

1970 yılında Cumhuriyet tarihinin bir başka devalüasyonuyla karşılaşmaktayız. 10 Ağustos 1970 tarihinde 1\$=9 TL olan kurlar yaklaşık %66.6 oranında devalüe edilerek 1\$=15 TL düzeyine çıkarılmıştır.¹⁶

1.1.5. 1971-1980 Dönemi Kur Politikaları

1970 yılında yapılan kur ayarlamasını takiben artan ihracat ve işçi dövizinden sağlanan gelirler cari işlemler dengesini olumlu yönde etkilemiştir. Savaş yılları dışında 1973 yılı ödemeler dengesinde fazlalığın yaşandığı yıl olmuştur. İhracat miktarı bir milyar dolardan fazla gerçekleşmiş ve işçi döviz gelirleri de ihracat gelirlerine yaklaşmıştır.¹⁷ Meydana gelen bu olumlu gelişmeler 1974 yılının Mayıs ayına kadar doların değerinin 13.5 TL'ye kadar düşmesini sağlamıştır. Ancak 1973 yılından sonra enflasyon ve çapraz kur farklarından dolayı küçük oranlı devalüasyonlar yapılmıştır.¹⁸ 1973 yılından sonraki yıllarda ihracat önemli oranlarda değişim yaşamamışken ithalatta yüksek oranlı artışların olması, yine dış ticaret açıklarını artırmıştır. Ayrıca bu yıllarda yaşanan petrol krizi (arz şokları) de ekonomik sıkıntıları tetikleyici etki yapmıştır. Meydana gelen sorunların aşılmasında resmi otorite iki yol izlemiştir. Bunlardan birincisi dolar kuru yaklaşık %23 oranında devalüe edilmiş ve doların değeri 19 TL'den 25 TL'ye çıkarılmıştır. İkincisi de ithalatta üçte bir oranından daha fazla kısıtlamaya gidilmiştir.¹⁹

1973'ten sonraki dönemde, döviz kurunun aşırı değerlenmesi, faiz oranlarının aşırı düşüklüğü ve kamu kesimi açıklarından kaynaklanan etkiler Türkiye'nin döviz ihtiyacını artırırken, Dünyada ise borç bulmanın zorlaşması faiz oranlarını yükselmiştir. Bu süreçte Türkiye'nin dış borç bulamamasının başka bir nedeni de siyasi etkenlere dayanıyordu. Batılı kuruluşlar borç vermeleri karşılığında IMF'in isteklerinin yerine getirilmesini ve Kıbrıs sorununun çözülmesini istiyorlardı.

¹⁶ Karluk Türkiye Ekonomisi, s. 524.

¹⁷ Yaşa ve Diğerleri, a.g.e., s.521.

¹⁸ Karluk Türkiye Ekonomisi, s.524.

¹⁹ Yaman Aşıkoğlu, "Strategic Issues in Exchange Rate Liberalization of The Turkish Experience", **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, Collected Works of Yaman Aşıkoğlu, İstanbul, Capital Markets Board Pub., 1995, p.68.

Uygulanan ithal ikameci strateji sonucunda ülke giderek artan biçimde ithal girdilerine bağımlı olmaya başlamış ve dünyada krizinden dolayı yükselen girdi fiyatlarının da etkisiyle ithalat sürekli artmıştır. 1973 yılında 2,1 milyar dolar olan ithalat, 1977 yılında 5,8 milyar dolara çıkmıştır. Sabit kur politikasıyla birlikte, ithalat adeta teşvik edilmiş ve ihracat ise cezalandırılmıştır. 1950 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranı %91,9'iken, bu oran 1980'de %38 dolaylarına inmiştir.²⁰

Öte yandan emek piyasasında reel ücretlerin dış şoklar karşısında ayarlanamaması ve çalışma barışının sağlanamaması da ekonominin arz yönünde önemli darboğazlar meydana getirmiştir. Bu sorunlarla birlikte kamu gelirlerinin artırılmaması ve sübvansiyonlar nedeniyle toplam talebin artması, ekonomide likiditenin genişlemesine neden olmuştur. Ekonomide arz ve talep yapısında meydana gelen bu dengesizlik enflasyonun yükselmesindeki bir başka etken olarak görünmektedir.²¹

Özetlemek gerekirse, değişen dünya şartlarına uyum sağlayacak tedbirlerin zamanında alınamaması sonucunda döviz gelirleri büyük ölçüde azalmıştır. Paranın aşırı değerlenmesi, dış ticarete aşırı korumacılık, genişleyici maliye politikaları, kısa vadeli borçlanma stratejileri ve petrol krizinin de etkisiyle 1977 yılından sonra, özellikle ödemeler dengesinde önemli problemlerle karşı karşıya kalınmıştır. Ödemeler dengesinin tıkanmasıyla hükümet 1978 yılında borç erteleme operasyonuna gitmiştir. Neticede 1977 yılı ertelenmiş ekonomik bunalımın patladığı bir yıl olmuştur. Bu yılda ortaya çıkan krizle hükümet yurt dışındaki personelin maaşlarını ödeyemeyecek duruma kadar düşmüş ve ithalat için döviz transferleri de durdurulmuştur.²²

Dış ödeme tıkanıklığı sanayi üretimini olumsuz etkilerken, tarım girdileri (makine, gübre, mazot vb...) ithalatının kısıtlanması, tarımsal ürün ihracatını da azaltmıştır.

Türkiye'nin içinde bulunduğu bu kriz, ödemeler dengesi krizinden daha çok, yapısal bir krizdi, bu yüzden mevcut krizin atlatılması için ekonomide yeni bir

²⁰ Fikret Başkaya, *Türkiye Ekonomisinde İki Bunalım Dönemi, Devletçilikten 24 Ocak Kararlarına*, Ankara, Birlik Yayınları, 1986, ss. 169-176.

²¹ Işın Çelebi, *Dışa Açık Büyüme ve Türkiye*, İstanbul, E Yayınları, 1991, ss. 57-58.

²² Seyhun Doğan, IMF, *İstikrar Programları ve Türkiye*, İstanbul, Işık Yayın, 1997, s. 130.

düzenleme yapmak mecburiyet haline gelmiştir. 1978 yılında hükümet olumsuz gidişin önüne geçmek için IMF'in bilinen isteklerini yerine getirmek zorunda kalmıştır. Başlangıçta doların değerinin 19TL'den, 25TL'ye yükseltmesi ekonomideki tersine gidişi durdurmaya yetmemiş, enflasyon 1979 yılında %81.4'e çıkmıştır. Ekonomide yer altı ekonomisinin etkinliği giderek artmaya başlamış, spekülasyonlar yaygınlaşmış, gelir dağılımı bozulmuş ve mevcut üretimin durmasıyla kıtlık dönemine girilmiştir. 1977'den sonra alınan kriz önleme politikalarındaki başarısızlığının arkasında siyasi iktidarın zayıf olması sonucunda siyasi istikrarın sağlanamaması ve radikal önlemlerin alınamaması bulunmaktadır.²³

Alınan bazı kararların da iç tutarlılıktan yoksun olmasından dolayı kopukluklar, gecikmeler ve zamanlama hataları yapılmıştır. Ayrıca ücret düşürülmesi, destekleme alımlarının durdurulması gibi önlemlerin de geniş toplum kesimlerince muhalefetle karşılanması uygulamayı güçleştirmiştir. Sorunun bir başka nedeni de alınan dış kredilerin beklenenden daha düşük olması veya zamanında verilmemesidir. Bu yüzden sanayiinin ithalat talebi karşılanamamış ve üretimde düşüş meydana gelmiştir. Ortaya çıkan arz talep dengesizliği, fiyat artışları ve karaborsaya neden olmuştur.²⁴

1980 yılına gelindiğinde enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmış ve ciddi ödemeler dengesi sıkıntısı yaşanmaya başlanmıştır. Yüksek ve artan enflasyon oranına rağmen ayarlanabilir sabit döviz kuru politikasının sürdürülmesi ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi krizin asıl nedenleri arasında yer almaktadır. Dışsal dengesizliğin önlenmesi için başlangıçta ithalatta kısıtlamalara gidilmesi üretim ve enflasyon üzerine olumsuz olarak yansımıştır. İthalat girdilerindeki kısıtlamalar nedeniyle 1979 ve 1980 yılında büyüme oranları negatif çıkmıştır.²⁵

Bir yandan ekonomisini içe dönük bir yapıda geliştirerek hızlı kalkınma imkanlarını zorlayan, diğer taraftan da demokrasiyi yaşatma çabası içerisinde olan Türkiye'de her iki sürecinde tıkanıdığı bir noktaya gelinmiştir.²⁶

²³ Başkaya, a.g.e., ss. 181-187.

²⁴ A.e., s. 188.

²⁵ Yaman Aşıkoğlu and Melih Uçtım, "A Critical Evaluation of Exchange Rate Policy in Turkey", **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, Collected Works of Yaman Aşıkoğlu, İstanbul, Capital Markets Board Pub., 1995, p.93

²⁶ Osman Ulagay, **24 Ocak Deneyimi Üzerine**, İstanbul, Hil Yayın, 1983, s. 13.

Ekonomideki bu olumsuz durum mevcut politikalarla çıkışın olamayacağını ortaya koymuş ve tıkanıklığın aşılması için yeni politika arayışlarına gidilmiştir. Türkiye ekonomisinde meydana gelen tıkanıklığın aşılması ve ekonomiye hareketlilik kazandırmak maksadıyla bir istikrar tedbirleri dizisi uygulanmaya başlanmıştır. Daha önceden uygulanan içe dönük stratejinin yerine, ekonominin dışa açılması hedeflenmiştir. 24 Ocak kararları bu stratejinin sadece bir başlangıcı niteliğindeydi ve daha sonra alınacak ek önlemlerle bu strateji desteklenecekti.

24 Ocak kararlarıyla birlikte ihracata yönelik stratejinin benimsenmesinin arkasındaki faktörleri kısaca şu şekilde ifade edilmektedir:²⁷

-1973 yılından sonra aniden yükselen petrol fiyatları, dünya ekonomisinde dalgalanmalara yol açmıştır. Ekonomik krizle birlikte talep ve yatırımlar düşmüş, işsizlik oranında artış olmuştur. Ancak bu gelişmeler ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, ithal bağımlılığı fazla olan ülkelerde daha fazla hissedilmiştir. Türkiye’de bu krizden olumsuz yönde etkilenmiş ve ithalat maliyetinin artması sonucunda dış ticaret açıklarında büyümeler meydana gelmiştir. Bu yüzden, yatırımlarda öngörülen hedeflere ulaşamamıştır.

-Ödemeler dengesizliğinin artması ve döviz rezervlerinin tükenmesi sonucu, ekonomiyi ayakta tutabilmek için büyük çapta kısa vadeli dış borçlanmaya gidilmiştir. Dış borçların ödenmesi için daha fazla döviz gereksinimi duyulmuştur. Pazarlık gücü zayıflayan Türkiye, uluslararası kuruluşların istekleri doğrultusunda karar almıştır.

-KİT’lerin idari ve mali sorunlarının gittikçe artması ekonomiye büyük yük getirmeye başlamıştır. KİT mallarının fiyatlarının düşük tutularak, açıkların para basılarak sübvansede edilmesi enflasyonun artmasına neden olmuştur.

-Sabit döviz kuru uygulamaları, iç talebe yönelik uygulamaları teşvik etmiş ve uluslararası piyasalarda rekabet edebilecek malların üretilmesini engellemiştir. Bu durum, İthalatın artmasına ve ihracatın azalmasına yol açmıştır.

Türk lirası değerinin gerçek değerinin üzerinde belirlenmesi, ihracat potansiyeli bulunan sektörlerin gelişmesini olumsuz yönde etkilemiştir.²⁸ Bu

²⁷ Yusuf Tuna, *Sanayileşme Stratejileri ve Türkiye*, Tuzla-İstanbul, TC. Deniz Kuvvetleri Komutanlığı, Deniz Harp Okulu Kom., 1990, ss. 119-122.

²⁸ Çelebi, a.g.e., s. 64.

nedenle, 1979 yılına kadar uygulanan sabit kur politikası yerine gerçekçi kur politikası benimsenmiştir. Kur ayarlamalarıyla üretilen malların dış fiyatının düşürülerek ihracatın artırılması hedeflenmiştir.²⁹ 24 Ocak 1980’de TL % 48 oranında devalüe edilerek ABD doları, 47 TL’den, 70 TL’ye çıkarılmıştır.³⁰ Ayrıca, bankaların ve ihracatçıların kullanımına bırakılan döviz miktarı artırılmış ve yurt dışına çıkışlarda uygulanan döviz kısıtlamaları azaltılmıştır.

Bu ayarlamaların arkasında, ihracatın rekabet gücünün korunması, iç ve dış piyasalardaki fiyat eğilimlerinin yansıtılması, çapraz kur değişmelerinin dikkate alınması, orta ve uzun vadede ekonomik yapının ihracatı artırıcı ve döviz kazandırıcı nitelikte olabilmesi, ayrıca kısa vadede talebin kontrol edilmesi amacıyla kur politikası uygulanmıştır.³¹

1.2. 1980 SONRASI DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

Türkiye’nin 1980 yılından sonra uygulamış olduğu politikaları da 1981-88, 1989-1994, 1995-2000 ve 2001 sonrası kur politikaları olarak ele alınmıştır.

1.2.1. 1981-1988 Dönemi Kur Politikaları

24 Ocak tedbirlerinin ana temasını şu şekilde özetlemek mümkündür: Ekonomide meydana gelen krizin temel göstergesi döviz darboğazı olduğuna göre, bunu aşmanın yolu ihracatı artırmadan geçiyordu. İthal ikamesiyle bir birim döviz kazanmak için, bir birim döviz tasarruf etme yerine, ihracata yönelerek bir birim döviz kazanmanın daha avantajlı olduğu düşüncesi uygulanmaya çalışılmıştır.³²

Dünyada gelişen döviz kuru politikaları doğrultusunda döviz kuru yönetiminde de kökünden değişime uğramıştır. Yeni döviz kuru politikası, gerçekçi reel döviz kurunun oluşturulması ile birlikte ödemeler dengesi ve kur sistemini de liberalize etmeyi amaçlamıştır. Gerçekçi kurlar ve piyasa güçlerine olan güven artışlarıyla döviz kuru yönetiminin sağlanması amaçlanmıştır. Bu açıdan diğer fiyatlamalarda olduğu gibi kurların değeri de piyasa koşullarında oluşan fiyatların yansımaları biçiminde olacaktı. 1980 yılından sonraki süreçte uygulanan kur

²⁹ Eren, a.g.e., s. 140.

³⁰ Doğan, IMF, İstikrar Programları ve Türkiye, s. 140.

³¹ Çelebi, a.g.e., s. 64.

³² Tuna, a.g.e., s. 118.

politikalarının pasif veya nispi satın alma gücü paritesi kuralıyla yönetildiği geniş oranda kabul görmesine karşılık gerçekte sürekli reel efektif değer kayıpları politikası biçiminde olmuştur. 1979 yılı sonundan 1988 yılının bitimine kadar TL %55 oranında reel efektif açıdan değer kaybetmiş ve yıllık ortalama %6.11 oranında reel efektif kurlarda aşınma meydana gelmiştir.³³

1 Mayıs 1981 tarihinden itibaren tek kur uygulamasına geçilmiş ve döviz kurları merkez bankası tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlanmıştır. Bu kur ayarlamaları döviz arz ve talebine göre oluşan değere göre değil, Merkez Bankası tarafından belli formüllere bağlı olarak yapılan kur fiyatları biçiminde olmuştur.³⁴ Bu hesaplamada ülkenin döviz rezervleri, döviz giriş ve çıkışları, ihracat-ithalat durumu, yurt içi ve diğer önemli ülkelerdeki enflasyonist durumlar önemli etkenler arasında yer almaktadır.³⁵

Yeni istikrar programının bir başka özelliği de liranın konvertibl yapılması doğrultusunda sistemin libere edilmesi idi. Katlı kur sistemi paralel döviz kuru piyasalarında karışıklığa ve anti-ihracat eğilimine neden olduğundan 1982 yılına kadar bu uygulamaya son verilmiştir. Daha da ötesi, ticari bankalara döviz alımı ve satımı yapabilme, mevduat hesabı açabilme gibi yetkiler de verilmiştir.³⁶ Bu bağlamda 1983 yılında yürürlüğe giren TPKK (Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu) hakkındaki 28 sayılı karar ve bunun devamında 1984 yılında çıkarılan 30 sayılı karar ile ticari bankalara döviz işlemlerinde Merkez Bankası'nın ilan etmiş olduğu kurların dışına çıkma hakkı tanınmıştır. 30 sayılı karara göre de, Türkiye'ye Türk Lirası'yla yapılan ödemeyi sağlayan belgelerle her türlü döviz ithali serbest bırakılmıştır. Buna ilave olarak dışarıda yerleşmiş olan bireylerin yurt içinde Türk parasıyla tahsilat ve ödemede bulunmaları serbest bırakılmasının yanı sıra, Türkiye'de bulunanların da beraberinde döviz bulundurmaları ve bu dövizleri herhangi bir bankada döviz hesabı açtırarak tutmaları gibi her türlü tasarruf yapma hakları verilmiştir. Öte yandan Merkez Bankası'nın belirlemiş olduğu günlük kurlardan esas kur dövizler için $\pm$ %6, efektif dövizler için de $\pm$ %8 düzeyini

³³ Aşıkoğlu, a.g.e., pp. 68-69.

³⁴ Kalaycıoğlu, a.g.e., s. 124.

³⁵ M. Erol İyiboğurt, *Küreselleşme ve Ekonomimiz*, Bursa, Ezgi Kitabevi Yay., 1990, s. 51.

³⁶ Aşıkoğlu, a.g.e., p. 70.

geçmeyecek şekilde alış ve satış yapma imkanı bankalara tanınmıştır.³⁷ Bu şekilde bankalara %2 oranını geçmeyecek şekilde alış ve satış kur marjları sağlanmış oluyordu. Bu durum ticari bankalar ile resmi kurlar arasındaki düzenlemeler için yeterli iken, piyasa kurları ile resmi kurlar arasındaki büyük problemler (merkez bankasının piyasaya müdahale etme aracı olmadığı zamanı düşündüğümüz zaman) ciddiyetini korumayı devam ettirmiştir. Önemli oranlarda piyasa kurlarının resmi kurları geçmesi halinde, görünmez kazanç (indirimleri) satışları bankacılık sisteminden ziyade piyasaya yönelecektir. Bu durum merkez bankasına, düzenli sermaye akımları açısından zarar verecektir. Burada temel nokta, reel değer kaybı politikası döviz kazançlarının artmasında bir araç olurken, dış finansal transfer problemleri için zarar verici niteliktedir.³⁸ Türkiye’de daha önceden %2-3 civarında bir fark bulunan resmi ve karaborsa kur farkı 1982 yılının sonlarına doğru %10-15 civarlarına çıkmıştır. Bu durum daha sonraki yıllarda da devam etmiştir. Bu bağlamda kurların gerçekçi olarak uygulanıp uygulanmaması siyasi iradenin yönetim biçimine ve onlara olan güvene bağlı bulunmaktadır.³⁹

Aralık 1983’te kabul edilen $\pm$ %6’lık döviz kuru dalgalanması Mart 1986’da $\pm$ %1 düzeyine indirilmiştir. Ancak uygulamada bazı sakıncalı durumların ortaya çıkması üzerine 30 Ekim 1986 tarihinde bu sistemde tekrar değişim yapılmıştır. Yeni uygulamaya göre bankaların ticari ve diğer işlemleri için döviz ve efektif satış kurları Merkez Bankası tarafından belirlenen satış kurlarını geçemeyecek, alış kurları da yine Merkez Bankası’nca belirlenen alış kurunu aşmamak üzere bankalar tarafından serbest olarak belirlenebilecektir.⁴⁰

Döviz kuru politikalarında liberalleşme eğilimleri çerçevesinde özellikle 1984 yılında kısmi döviz serbestliğinin ardından yurt içinde artan enflasyonist eğilimle birlikte ulusal paradan kaçışların hız kazanmaya başlaması ve kamunun ihtiyacı olan dövizlerin TL cinsi getiri oranlarından daha cazip kılınması, faiz politikalarının döviz politikalarından bağımsız olmadığını ifade etmektedir. 1985’ten 1987 yılına kadar yurt içi faiz oranları ile kurlar arasında paralellik gözlemlenirken 1987 yılından sonra

³⁷ Velioglu, a.g.e., s.22.

³⁸ Nazım Kadri Ekinci, “Financial Liberalization Under External Debt Constraint, The Case of Turkey”, *Experiences With Financial Liberalization*, Ed. By. Kanhaya L. Gupta, Boston, Kluwer Academic Pub., 1997, p. 252.

³⁹ Emin Çarıkçı, *Türkiye’de İç ve Dış Ekonomik Gelişmeler*, Ankara, Adım Yayıncılık, 1996, s.279.

⁴⁰ Velioglu, a.g.e., s. 23.

kurların hareket yönü kur-faiz makasının açılması biçiminde olmuştur. Açılan kur-faiz makasının Şubat 1988’de spekülâtif hareketleri ortaya çıkarmasının ardından döviz hareketlerine bazı sınırlamaların getirilmesi yönünde kararlar alınmış, fakat bu sınırlamalar kısa vadeli olmuştur. Ekonomide istikrarsızlığın artmasına destek sağlayan kamu açıklarının finansmanında iç borçlanma ile birlikte dış tasarrufların da ulusal ekonomiye dahil edilmesini sağlamak amacıyla çıkarılan 32 sayılı karar kur-faiz makasının açılmasına katkı yapan önemli faktörlerden birisidir.⁴¹

1.2.2. 1989-1994 Dönemi Kur Politikaları

Türkiye’nin liberalleşme sürecindeki son uygulaması Ağustos 1989 tarihinde almış olduğu 32 sayılı karardır. Bu kararı takip eden birkaç aylık süre zarfında da bazı düzenlemelerin yapıldığı gözlemlenmektedir. Bu düzenlemelerle sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamalar kaldırılmıştır. Nisan 1990’da Türkiye parasının konvertibilitesi ile ilgili sorumlulukları kabul ettiğini ilan etmiştir.⁴² Fakat TL’nin gerçekte konvertibl olabilmesi; uluslararası alanda tüm alım ve satım işlemlerinde kabul görmesi ve TL’nin ulusal döviz piyasasındaki değeri ile uluslar arası döviz piyasası arasındaki değerinde değişikliğin olmamasına bağlı bulunmaktadır. Ekonomide enflasyonist eğilimlerin, istikrarsızlığın ve güvensizliğin mevcut olduğu bir ortamda tam olarak konvertibilitenin sağlandığını ifade etmek gerçekçi bir değerlendirme olmayacaktır.⁴³

32 sayılı karar ile Türkiye’de liberalleşme alt yapısı büyük ölçüde tamamlanmıştır. Bu uygulamanın ardından pozitif faiz uygulaması ile birlikte hem yabancı sermaye girişlerinin cazip kılınması hem de para ikamesi olayının azaltılması amaçlamıştır. Fakat, enflasyonist ortam ve kamu dengesizliğinin bulunduğu ekonomik koşullarda Türkiye kısa vadeli sıcak para akımlarına bağımlı hale gelmiştir. Bu tür sermayelerin ülke içerisinde kalışının devam ettirilmesi reel faiz oranlarının yüksek tutulmasıyla mümkündür. Bu durum kamu dengesizliğinde dış tasarrufların payında artışlara neden olurken, aşırı değerlenen ulusal para

⁴¹ Semra Pekkaya, Sinan Kesici, “Türkiye Örneğinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Dengeler Üzerinde Reel Kesim Mali Kesim Ayrımıyla Etkileri” *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 167, Şubat, 2000, s. 61.

⁴² Ekinci, a.g.e., s.255.

⁴³ Hüseyin Şahin, *Türkiye Ekonomisi*, Bursa, Ezgi Kitabevi Yay., 1995, s. 327.

ihracatın azalmasına ve ithalatın artmasına yol açmaktadır. Bunun neticesinde cari işlemler dengesinde sıkıntılar meydana gelmektedir.⁴⁴

Bu tür uygulamalar sonucunda hükümetin makro ekonomik politika araçlarını kullanarak ekonomiye yön vermesi zorlaşmaya başlamıştır. Hükümetin para arzını, faiz haddini ve döviz kurlarını belirlemedeki yetkileri azalmıştır. Bu yetkiler büyük oranda Türkiye ile uluslararası mali piyasalar arasındaki fon akımlarına devredilmiştir.⁴⁵

Türkiye'nin büyüme sürecinde 1970'li yıllar ile 1989 yılı sonrasında farklılık gözlemlenmektedir. Birinci dönemde TL'nin değerli olmasındaki nedensellik bağlantısı ele alındığında, genişleyici para, faiz ve döviz politikaları $\Rightarrow$ büyüme ve cari açık $\Rightarrow$ cari açığı destekleyen sermaye girişleri ve dış borçlanma biçiminde şekillenirken, 1989 yılı sonrasında ulusal makro politikalar ve büyüme süreci doğrudan sermaye girişleri $\Rightarrow$ büyüme $\Rightarrow$ cari açık ilişkisi içinde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda ülkemizdeki büyüme süreci genelde dış sermaye hareketlerine bağımlı bir hal almıştır.⁴⁶

1990 yılından itibaren de özel finans kurumlarına ve yetkili kılınan müesseselere döviz kurlarını Merkez Bankası'ndan bağımsız olarak tespit edebilme hakları verilmiştir.⁴⁷

1990'lı yılların birinci yarısında yükselerek artan kamu finansman açıkları ve bu açıkları finanse edecek özel tasarrufların bulunmaması, ikinci bir açık olan dışsal açıkların doğmasına neden olmuştur. Bu dengesizlikler uygun olmayan politikalar ile birleşince fiyat artışları kaçınılmaz olmuştur. Liberalleşme hareketleri doğrultusunda alınan kararlar ile birlikte yüksek reel faizler sermaye girişini cazip hale getirmiş ve TL aşırı değerli hale gelmiştir. Bunun sonucunda bankacılık sisteminin açık pozisyonları artmıştır. 1993 yılında siyasi otoritenin faizleri aşağı çekme uğraşına girmesi spekülasyon hareketlerin başlamasına neden olmuştur. Bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için TL'den çıkarak döviz hücüm etmeleri, döviz kurlarını artırmıştır. Merkez Bankası'nın mevcut kurları savunmak için yaptığı müdahaleler de sonuçsuz kalmıştır. Neticede Merkez Bankası rezervlerinin yarısını kaybetmiş ve

⁴⁴ Pekkaya, Kesici, a.g.e., s. 61.

⁴⁵ Şahin, a.g.e., s.219.

⁴⁶ Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İstanbul, İletişim Yay, 2003, s.37.

⁴⁷ Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, s.527.

gecelik faizler rekor seviyeye ulaşmıştır. Bankaların açık pozisyonları da Ocak 1994'te 1.1 milyon dolar seviyesine ulaşmıştır. Ekonomideki bu gelişmelerin yanında Ocak 1994'te 15 000 TL olan ABD doları Nisan ayının ilk gününde 38 000 TL'ye sıçramıştır.⁴⁸

1994 yılının başlarında öncelikli olarak finansal kesimde başlayan ve daha sonra da reel kesime sirayet ederek yayılan ekonomik kriz 5 Nisan kararlarının alınmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler kısa vadeli sermaye girişlerinin sağlanmasına yönelik döviz kuru politikalarının sonuçları açısından oldukça önemlidir.⁴⁹

5 Nisan 1994 tarihinden itibaren uygulamaya konulan ekonomik program çerçevesinde kurların merkez bankası tarafından her ayda belirlenecek bir band içerisinde serbest olarak dalgalanmasına izin verilmesi benimsenmiştir.⁵⁰

1.2.3. 1995-2000 Dönemi Kur Politikaları

1995 yılında 1 ABD Doları ve 1,5 Alman Markı olarak tanımlanan kur sepetinde IMF ile yapılan anlaşmaya paralel olarak tespit edilen hedefler aşmayacak biçimde bir kur politikası benimsenmiştir. 1995 yılı için öngörülen enflasyon oranına göre kur sepetinde artış oranları belirlenmiş ve bu oranlar piyasaya duyurulmuştur.⁵¹ Döviz kurlarının istikrarlı bir piyasada öngörülebilir şekilde gerçekleşmesi için Kasım 1995'te ilk defa Merkez Bankası vadeli döviz işlemlerine başlamış ve ABD dolarının yıl sonu hedefi açıklanmıştır.⁵²

1996 ve 1997 yıllarında uygulanan politikalar genel olarak piyasalarda belirsizliğin önlenmesine yönelik olmuştur. Bu doğrultuda döviz kurlarının enflasyon beklentilerine göre hareket etmesi ve bankalar arası faiz oranlarının referans faiz oranları olarak piyasalarda kabul edilmesi yönünde çaba sarf edilmiştir.⁵³

⁴⁸ Bengi Kibritçioğlu, Bülent Köse, Gamze Uğur, "A Leading Indicators Approach to The Predictability of Currency Crises: The Case of Turkey", *Hazine Dergisi*, Sayı: 12, Temmuz, 1998, p.8.

⁴⁹ İzmir Ticaret Borsası, *Kur Politikaları ve Ekonomik Kriz (Uzakdoğu ve Rusya Krizinden Dersler)*, İzmir, Eylül 1998, s.13.

⁵⁰ Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, s.529.

⁵¹ Velioğlu, a.g.e., s.26.

⁵² Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, s.529.

⁵³ Mehmet Günel, "Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 180, Mart, 2001, s.35.

Genel olarak Türkiye’de 1994 yılından 1999 yılına kadar yönetilen serbest kur sisteminin uyguladığı söylenebilir. Döviz sepetinin baz alındığı bu sistemde Merkez Bankası dış ticaret dengesini ayarlamak için devalüasyonu yaklaşık olarak özel imalat sektörü fiyat indeksi ile ölçülen enflasyona paralel götürmeye çalışmıştır. Bu durumda reel döviz kurları sabit olarak değerini korumuş olmaktadır. Ancak bu uygulama üretim maliyetleri üzerinde olumsuz etki yaptığından enflasyonist baskıyı da beraberinde getirmiştir.⁵⁴

Ekonomideki yapısal sorunlar ile birlikte önce Asya’da başlayan ve daha sonra da küreselleşen krizin meydana getirdiği olumsuzluların azaltılması için Haziran 1998’de IMF ile yakın izleme anlaşması yapılmıştır. 1998 yılının ikinci yarısı ve 1999 yılına ilişkin hedeflerin belirlendiği bu anlaşma, esasında IMF kaynaklarını kullanmadan bu kuruluşun üç ayda bir programın uygulama sonuçlarını gözlemlediği düzenlemedir. 1999 yılına gelindiğinde uygulama sonuçları birçok açıdan başarılı bulunmuştur. Enflasyon artış hızı düşmüş, bütçe ve para politikasında hedeflere ulaşılmıştır. Bununla birlikte özellikle dünya konjonktürünün durgunlukta olması büyüme oranları üzerinde olumsuz etki yapmıştır. Ayrıca reel faizlerin yüksek düzeyde olması kamu finansmanı üzerindeki baskıyı artırmıştır. Bu baskının artmasında yapısal reformlarda isteksiz davranılması ve siyasi belirsizliğin hakim olması önemli etkenler arasında yer almaktadır.⁵⁵

Yakın izleme anlaşmasında bazı olumlu gelişmeler elde edilmiş olmasına karşın, genel seçimin ardından enflasyon yine tırmanmaya başlamıştır. Artan enflasyon ile birlikte büyüme oranı da düşmüştür. 1999 yılı sonuna doğru Türkiye’de ekonomik büyüme -% 6.1, enflasyon oranı ise (TEFE) % 70 olarak gerçekleşmiştir. Bütçe açıkları önceki yıllara oranla daha da artmış ve bileşik faizler ortalama %106 seviyesine çıkmıştır.⁵⁶

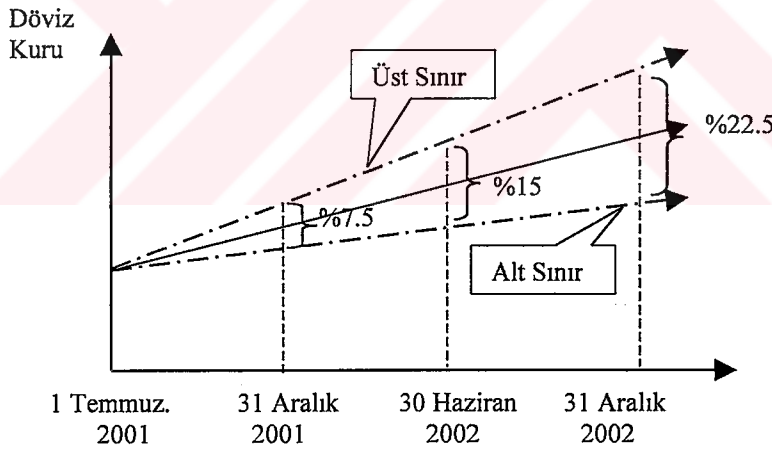
Ekonomideki kötü tablonun düzeltilmesi amacıyla Türkiye Aralık 1999’da IMF’e yeni bir istikrar programı sunmuştur. Bu programda ekonomik hedefler doğrultusunda uygulanacak döviz kuru politikası tespit edilmiştir. Bu bağlamda geleceğe dönük beklentilerin ve enflasyonist baskıların azaltılması hedefi

⁵⁴ Saruhan Özel, *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, İstanbul, Alkım Yayıncılık, 2000, s.100.

⁵⁵ Seyhun Doğan, “Yakın İzleme Programı (Staff Monitored Program)’ının 1999 Yılı Hedefleri-Sonuçlar ve Beklentiler”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 36, Sayı:11, Kasım, 1999, s.3

⁵⁶ Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası*, İstanbul, OM Yay., 2002, s.265.

doğrultusunda döviz kuru “çapa” olarak benimsenmiştir.⁵⁷ 1 ABD Doları +0.77 EURO olarak tespit edilen kur sepetinden oluşacak kurların bir yıllık zamanı kapsayan bölümünün önceden ilan edilmesi kararlaştırılmıştır. “Enflasyon Hedefine Yönelik Kur Rejimi” olarak ifade edilen bu dönem Ocak 2000-Haziran 2001 arasını kapsıyordu. İkinci 18 aylık dönem ise “Kademeli Olarak Genişleyen Band Rejimi” şeklinde tanımlanmıştır. Temmuz 2001 - Aralık 2002 arasında merkezi parite etrafında simetrik biçimde giderek genişleyen bir band uygulaması yapılacak ve sonuçta daha esnek kur uygulamasına doğru hareket edilmiş olacaktır. Döviz kuru sepetine bağlı olarak oluşturulan kurların 2000 yılının ilk üç ayında %2.1, ikinci üç ayında %1.7, üçüncü üç ayında %1.3 ve son üç ayında ise %1 oranında artış göstermesi öngörülmüştür. İkinci dönemde ise kademeli band uygulanacaktı. Band aralığı Aralık 2001 sonunda %7.5 düzeyine, 2002 Haziran ayı sonunda %15 ve aynı yılın Aralık ayı bitiminde %22.5 seviyesine çıkarılacaktı. Ayrıca Merkez Bankası kurların band içerisindeki hareketlerine müdahale etmeyecekti.⁵⁸



Şekil : 24
Temmuz 2001-Aralık 2002 Döneminde Uygulanacak Kademeli Band

Kaynak: Gazi Erçel, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, 9 Aralık 1999, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 26.01.2000, s.10.

⁵⁷ Gülsün Gürkan Yay, “Enflasyonu Düşürme Politikalarının Maliyetleri: Teori, Uygulama ve Türkiye”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 184, Temmuz, 2001, s.77.

⁵⁸ Seyhun Doğan, “2000-2002 Dönemi Stand-by Programı’nın Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 37, Sayı:5, Mayıs, 2000, s.8.

Para, maliye ve kur politikalarının birlikte uygulandığı 2000 yılının sonunda TÜFE'nin %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılı sonunda %7 düzeyine düşürülmesi hedeflenmiştir.⁵⁹ Ayrıca TEFE oranları da 2000 yılı sonunda %20, 2001 ve 2002 yılı sonlarında ise %10 ve %5 düzeyinde gerçekleşmesi hedeflenmiştir. Bu doğrultuda Merkez Bankası döviz kuru hedefleri doğrultusunda uygulayacağı para politikasında net iç varlık göstergesini takip edecek ve belirlenen sınırların dışına çıkmayacaktı. Net iç varlıklar, Merkez Bankası'nın TL yükümlülükleri (para arzı) ile net döviz varlıkları arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Bu durumda Merkez Bankası karşılığında döviz alımı gerçekleştirdiği zaman piyasaya ulusal para sunumunu gerçekleştirebilmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken bir unsur da Merkez Bankası'nın döviz pozisyonunun TL yükümlülüklerinden daha fazla olursa o zaman net iç varlıklar negatif değer almaktadır. Bu da merkez bankasının yükümlülüklerinden daha fazla döviz bulundurduğunu ifade etmektedir.⁶⁰

Aslında Türkiye'de uygulanmaya başlanan program ilan edilmeden para kuruluna geçildiğini ifade etmekteydi. Tek fark, iç borçlanmayı sürdürebilmek için API yapılmasıdır. Nitekim bu durumu Merkez Bankası başkanı kendisi de ifade etmiş ve likiditenin döviz varlığı karşılığında sağlandığını, içeriye verilen kredilerin de net iç varlık tavanı vasıtasıyla sabit tutulmaya çalışıldığı ifade etmiştir. Dört yıldan beri bankacılık sistemine API vasıtasıyla fonlama yapıldığı, fakat Stand-by anlaşması doğrultusunda kamu hesaplarındaki değişimi kapatacak şekilde olduğu, yani piyasaya çıkan paranın ters repo ile piyasadan geri çekildiği ifade edilmiştir.⁶¹

Programın uygulama sürecinde enflasyon hedefi ve cari açıklarda hedeflerden sapmalar meydana gelmiştir. Program hedefinde GSMH'nin % 1,8 kadar olması (8,2 milyar dolar) düşünülen cari açıklar 2000 yılı sonunda 10 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. İstikrar programında gözden kaçırılan bir husus da programın uygulanmaya başlanmasıyla birlikte hızlı bir şekilde düşüş eğilimine giren faizlerden dolayı artan talep yapısının anti-enflasyonist politikaları sıkıntıya sokacağı

⁵⁹ Engin Erdoğan, Meliha Ener, "Türkiye'de Enflasyonla Mücadele Sürecinde Son Dönem Uygulamalar ve Değerlendirmesi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 176, Aralık, 2000, s.22.

⁶⁰ Özel, a.g.e., s.70.

⁶¹ Hüsnü Kızılyallı, "Ekonomik Krizler ve Derviş Programı", *Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Aralık, 2001, s.25.

konusudur.⁶² Enflasyon hedefi %25 olarak tespit edilmiş olmasına karşılık yıl sonu enflasyon oranı 38 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte ekonomide yapısal reformların (Özelleştirme, finansal düzenlemeler v.b...) gecikmiş olması da krizin oluşmasına zemin hazırlamıştır. Nominal faizlerdeki aşırı düşüşler ekonomik birimlerin tüketim kalıplarında artışlara neden olmuştur. Özellikle bu tüketim kalıplarının ithalata yönelik olması 2000 yılında ithalatı %39 oranında artırırken ihracatın da %0.8 düzeyinde artış kaydetmiştir. Bunun doğal sonucu olarak dış ticaret açıkları %110 düzeyine çıkmıştır.

Öte yandan ithalatın artmasında TL'nin aşırı değerlenmesinin de etkisi bulunmaktadır. 1 Ocak - 31 Aralık arasında sepete bağlı olarak gerçekleşen devalüasyon oranı %17 dolayındadır. Buna mukabil yıl sonunda reel değerlenme oranı TÜFE'ye göre %15, TEFE'ye göre de %13 seviyelerinde olmuştur. Programın başlangıcında da %10 civarında bir reel değerlenmenin olduğunu göz önüne aldığımız zaman TEFE cinsinden %23 ulusal paranın değerlendirildiği görülmektedir.⁶³

2000 yılının Kasım ayından itibaren bankalar açık pozisyonlarını kapatmak, yabancılar da yıl sonu hesaplarını kapatmak için yavaş yavaş döviz talebinde bulunuyorlardı. Bu süreçte bankacılık sektöründe yeni düzenlemelerin de hız kazanması, bankaların açık pozisyonlarını kapatma arzularının hızlanmasına neden olmuştur. Bankaların döviz alabilmek için likidite durumuna geçmek istemeleri faiz oranlarını yukarıya doğru hareketlendirmiştir. Faiz oranlarının artması, ellerinde yüksek oranlarda kamu kağıtları bulunan finans kuruluşlarının likidite durumuna geçmek için bu kağıtları fonlama isteklerinde büyük sorunlarla karşılaşmaları önemli kayıplar meydana getirmiştir. Bu aşamada bazı bankalar Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir. Likidite sıkıntısının yaşandığı süreçte Merkez Bankası'nın net iç varlık tavanı hedefi nedeniyle son borç verme makamı özelliğini kaybetmesi krizi körükleyici etki yapmıştır. Net iç varlık hedefine kilitlenen Merkez Bankası faizlerin yükselmesine seyirci kalmıştır. Faiz oranlarının aşırı yükselmesi kamu kağıtlarından çıkışlarda ve dövize olan taleplerde artış meydana getirmiştir.⁶⁴ Bu süreçte Merkez Bankası'nın bankalara vermiş olduğu kredilerin de döviz talebine

⁶² Eğilmez, Kumcu, a.g.e., s.266.

⁶³ Kemal Çakman, Umut Çakmak, "Krizin Oluşumu Üzerine Yorumlar ve Prognoz", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 185, Ağustos, 2001, s.57.

⁶⁴ Eğilmez, Kumcu, a.g.e., s.268-274.

dönüşmesi Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini azaltmıştır. 2000 Kasım ayında yaşanan kriz IMF'den alınan 10,5 milyar dolarlık kredi desteği ve mevduat ve yabancı fon sahiplerine bazı ek garantilerin verilmesiyle ancak Şubat ayına kadar ertelenebilmiştir. Şubat ayında yaşanan politik kriz ise bardağı taşıran son damla olmuştur. Neticede uygulanan ekonomik program çökmüş, kurlar piyasada serbest dalgalanmaya bırakılmıştır.

Bu şekilde zayıf döviz kuru sabitlemelerinin olduğu ekonomik programlarda vaatlerden birisinin yerine getirilmemesi parasal programlarda güven kaybına ve ödemeler dengesinin kötüleşmesine neden olmaktadır. Genel olarak bu tip durumlarda IMF sürü halinde para çıkışlarını önlemek için yüksek faiz oranı uygulamasını desteklemektedir. Bu durumda ise ekonomi resesyona girmekte, borçlanma yüklerinde artış yaşanmaktadır. Bir sabitlemede yabancı para ile borçlanılarak yüksek faizli yurt içi varlıkların alınması daha cazip gelebilir. Uygulanan programın başarısız olması durumunda ise, birçok banka kendisini riskler karşısında korumaya almadığından sıkıntı yaşamaktadırlar. Çünkü, sabitleme ile birlikte yönetim açıkça veya imalı biçimde kurlara garanti vermiş bulunmaktadır. Bu tip ülkelerde yapılan yanlışlıklar ile birlikte hükümete olan güvenin kaybolması, sabitleme ile elde edilen politik güvenin baltalanmasına neden olmaktadır.⁶⁵

Türkiye'de, İsrail ve Polonya örneği doğrultusunda döviz kuru çapası yöntemi kullanılarak istikrarın sağlanması için, hem politikacıları kontrol ederek hem de piyasa güvenini oluşturarak politikalarda bazı değişim sinyallerinin oluşturulacağına inanılıyordu. Ancak döviz kontrollerinin olmadığı bir ortamda döviz çapasına dayalı istikrar programlarının başarılı olması için şans, disiplin ve zamanlamanın uygun olması gerekmektedir. Türkiye'de bu üçünden hiçbirisinde uygunluk yoktu. Türkiye önemli bir şok ile karşılaşmış, enerji fiyatlarındaki artış önemli oranlara çıkmış ve borçlanma faiz oranları da yüksek seviye de gerçekleşmiştir. Ayrıca politikacıların kendileri de programa tam olarak inanmıyorlardı (cumhurbaşkanı ve başbakanın tartışması). Bunun yanında karışık sürünen kur rejiminden çıkış yapısı, ekonomistlerin "zaman uyumsuzluğu" olarak ifade etmiş oldukları yapıya uygundu. Başlangıçta kurların aşırı değerlendirilmesi göz

⁶⁵ Martin Wolf, "Exchange Rates in A World of Capital Mobility", *Annals*, Volume; 579, January 2002, p.42.

önünde bulundurulmuş, dalgalanmaya geçiş sonrasında ulusal parada değer kaybı olacağı bekleniyordu. Fakat bu süreç daha önce ulusal paranın değer kaybetmesi yönünde baskıyı artırarak TL'nin devalüasyon sürecini öne almıştır.⁶⁶

1.2.4. Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programları

Geçmişte 35 yıllık süre içerisinde önemli 13 tane döviz kuru temeline dayalı istikrar programı uygulanmıştır. Brezilya, Şili, İsrail, Meksika ve Uruguay bu programı uygulayan ülkelerden bazılarıdır. Ancak bu ülkelerde uygulanan programların yarısı heterodoks nitelik taşımaktaydı. Yani, döviz kurlarının sabitlenmesi ile birlikte ücret ve fiyat kontrolleri de yapılmıştır.⁶⁷

Temeli ortodoks istikrar programına bağlı olan döviz kuruna dayalı istikrar programları, 1970'li yılların sonlarına doğru Şili ve Arjantin gibi ülkelerde uygulanmıştır. Programın özünü, ulusal paranın ABD dolarına karşı değişim değerinin önceden ilan edilmesi oluşturmıştır. Buna "tablita" denilmektedir. Eğer her şey planlanmış olduğu gibi gitmiş olsaydı, programı uygulayan ülkedeki enflasyon oranı hızlı bir şekilde dünya enflasyonuna yaklaşmış olacaktı. Ancak, Bu ülkelerde enflasyon oranları devalüasyon oranından daha düşük oranda azalma göstermiştir. Arjantin'deki uygulamada enflasyonun düşmesinde başarı kazanılmış, fakat enflasyon oranındaki yavaşlama önceden ilan edilmiş devalüasyon oranından daha düşük seviyede olmadığından ulusal parada meydana gelen peş peşe reel değerlenmeler cari işlemlerde istenmeyen sonuçlar ortaya çıkmıştır. Şili'de ise 1970'li yılların sonunda ulusal paranın 1975 yılına göre %30 oranından daha fazla değerlenmiş ve cari işlemler açıkları 1980 yılında GSYİH'nin %14,5 seviyesine çıkması üzerine uygulanan kur rejimi çökmüştür.⁶⁸

Programın olumlu ve olumsuz belirtilerini şu şekilde ifade edilmektedir:⁶⁹

-Enflasyon oranının devalüasyon oranına yavaş yaklaşması; Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının tavsiye edilmemesinin ana nedeni, döviz kurlarının ticaret malları enflasyonu üzerine etki etmesidir. Döviz kurlarının önceden ilan edilen

⁶⁶ A.e., pp. 39-42.

⁶⁷ Sergio Rebelo and Carlos A. Végh, "Real Effects of Exchange Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories", **NBER Working Paper No. 5197**, July 1995, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5197.pdf>, 08.10.2003, p.5.

⁶⁸ **Exchange-Rate-Based Stabilization Policy**, (Çevrimiçi) http://webdoc.gwdg.de/diss/2000/koenigsberg/p6_intro.pdf, 08.10.2003, p.94.

⁶⁹ Rebelo and Végh, a.g.e., pp.5-7.

kur politikası ile enflasyon oranları devalüasyon oranına hızlı bir şekilde yaklaşacaktır. Bu şekilde programın sonuna kadar enflasyonun belirlenen devalüasyon oranına düşmesi amaçlanır. Bununla birlikte ekonomilerin üçer aylık değişimleri göz önüne alındığında özellikle ortodoks programlarda döviz kurlarındaki değişim oralarına karşılık enflasyon oranlarındaki değişimin cevabı daha yavaş olmaktadır.

-Başlangıçtaki ekonomik gelişmeyi daha sonra gerileme takip etmektedir; geleneksel phillips eğrisinde ifade edilen durumun aksine ekonomik aktiviteler (GSYİH, istihdam, özel tüketim ve yatırım) programın uygulamaya başlanmasıyla genişlemektedir. Özel tüketimde dayanıklı tüketim malları (araba satışları) satışlarında artış olmaktadır. İsrail, Meksika ve Uruguay'daki programlarda başlangıçta meydana gelen genişlemeyi takiben resesyona girdikleri gözlemlenmiştir. Geçmişte yaşanan resesyonların yanında İsrail'de program başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Sağlam kanıtlar olmamakla birlikte, ticareti yapılmayan sektörlerdeki üretim değişmesi ticareti yapılan sektörlerden daha fazla olmaktadır. Neticede oluşan talep fazlalıkları ithalat ile giderilmektedir.

-Ticareti yapılmayan mallarda nispi fiyat artışları (Reel kurların değerlendirilmesi); ticareti yapılmayan malların fiyatlarındaki nispi artışlar önemlidir. İstikrar programlarında ticareti yapılmayan malların nispi fiyatları programda takip edilen yolu tersine çevirebilir.

-Reel ücret artışları; reel ücretler ticareti yapılan malların birimleriyle ölçülmektedir. Reel ücret artışları, istikrar programını takiben uygulanan ücret çapalarına rağmen artabilmektedir.

-Reel faiz oranları; reel faiz oranları programın ortodoks ve heterodoks olmasına bağlı olarak değişebilmektedir. Ortodoks programlarda reel faiz oranlarının aşağı doğru eğilimli olduğu gözlemlenirken, heterodoks programlarda ise reel faiz oranlarının arttığı gözlemlenmiştir.

-Ekonominin Parasallaşması; M1'in GSYİH'ye oranı istikrar programı sonrasında hızlı bir şekilde artmaktadır.

-Ticaret ve cari işlemlerde kötüleşme; dayanıklı tüketim malları ve sermaye mallarının ithalatındaki büyük artışların yansıması olarak dış hesaplar kötüleşmektedir.

-Büyük kamu maliyesi düzenlemeleri; kamu sektörünün artan açıkları kapatması, dezenflasyon için kesinlikle olması gereken durumu ifade etmektedir.

Ancak bazı uygulamalarda kamusal düzenlemeler ya hiç yapılmamış veya kısmi düzeyde kalmıştır. 1985 Avustralya planında, 1978 Arjantin tablitasında ve 1986 Brezilya programlarında kamusal düzenlemeler yapılmadığı için program uygulamalarında sapmalar meydana gelmiştir. Başarılı biçimde uygulanmış Uruguay 1978, İsrail 1985 ve Arjantin 1991 programlarında kamusal düzenlemeler ya başlangıçta veya programın uygulamaya başlamasından kısa bir süre sonra yapılmıştır. Kamusal düzenlemeler vergi artışlarıyla veya kamu harcamalarının kısılmasıyla yapılmaktadır.

-*Reel mal piyasasında patlama*; programın uygulanmaya başlanmasıyla birlikte konut ve ticari malların fiyatlarında artış meydana gelmektedir. Uruguay'daki uygulamada ilk iki yılı takiben arsa ve konut fiyatlarında %212 ve %181 oranında yükselme olmuştur. Programın sona ermesiyle birlikte fiyatlar program öncesi seviyesine inmiştir. Şili'de ise ev fiyatları %135 oranında artış göstermiştir. Üç yıllık uygulama sonunda 1982 yılında programın terk edilmesiyle birlikte fiyatlar da eski seviyesine geri dönmüştür.

Döviz kuruna dayalı istikrar programının başarılı bir şekilde uygulanması için şu şartları sağlaması gerekmektedir:⁷⁰

-Döviz kuru rejiminin döviz piyasasında kredibiliteye sahip olması gerekmektedir. Bu da piyasada disiplin oluştuğuna dair güvenin verilmesiyle mümkün olabilmektedir.

-İş gücü piyasasında nominal ücret ile ilgili katılıklar, diğer gerekli reel düzenlemelere engel olmamalıdır.

-Döviz kuru programının iş gücü piyasasında da inanılrlık tesis etmesi gerekmektedir. Bunun sağlanamaması durumunda ulusal para reel olarak değer kazanacak ve ülkenin diğer ülkelerle rekabet durumu kötüleşecektir.

Bunların yanında bu tür programların uzun süreli olarak sürdürülmesi oldukça zordur. Uygun bir süre içerisinde programda başarı sağlanamaz ve dengesizliklerin önüne geçilemez ise özellikle dış borçlanması yüksek olan ülkelerde risklerde artış meydana gelir. Öte yandan sabitlenmiş kurların ülkenin rekabetini olumsuz

⁷⁰ Ünal Çağlar, **Döviz Kurları: Uluslar arası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2003, ss. 116-117.

etkilememesi için programın uygulama evresinden önce ulusal paranın reel olarak değer kaybettirilmesi uygun bir politika olacaktır.⁷¹

Türkiye’de uygulanan programa kısa bir göz atıldığında geleneksel olarak döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerin karşılaştıkları durum ile örtüşen tablo sergilediği gözlemlenmektedir. Finansal piyasaların ülkemizde derinliği fazla değildir. Tipik döviz kuruna dayalı programlarda olduğu gibi ülkemizde de programın başlangıcında ekonomide patlama meydana gelmiş, konut ve araba fiyatlarında artış yaşanmış, faizlerde düşüş gözlenmiştir. Siyasi çekişmeler nedeniyle kamusal düzenlemelerin yapılmaması zamanla Türkiye’nin güvenilirliğini olumsuz yönde etkilemiş ve enflasyon oranında da beklenen seviyeden daha düşük düzeyde gerilemenin olması zaten değerli olan ulusal parayı daha da değerli hale getirmiştir. Faizlerin düşmesi de tüketici kredilerinde patlama meydana getirmiştir. TL’nin aşırı değerli hale gelmesi ve düşen kredi faizleriyle birlikte artan ithalat dış ticaret açıklarının artmasına neden olmuştur. 2000 yılı sonuna doğru önce bir sarsıntı geçiren istikrar programı 2001 yılı Şubat ayında tamamen çökmüştür.

1.2.5. 2001 Yılı Sonrası Kur Politikaları

2001 yılı Şubat ayında yaşanan krize gelinceye kadar mali piyasalarda yaşanan iç ve dış zorluklar karşısında ekonomik programın dayanma gücü azalmıştır. Şubat ayında yaşanan krizde yabancı paraya hücum sadece yurt dışındakilerden gelmemiş, yurt içinden de dövize yoğun talep olmuştur. Gecelik faiz oranları % 6000 seviyesinin üzerine çıkmış olmasına karşılık dövize olan talepte durulma olmamıştır. Neticede 21 Şubat gecesi Merkez Bankası kurları dalgalanmaya bıraktığını açıklamak zorunda kalmıştır. Kriz öncesinde yaklaşık olarak 680 000 TL olan dolar kuru kısa süre içerisinde 1 milyon liranın üzerine çıkmıştır. Kriz içerisinde bulunan mali piyasaların sakinleştirilmesi, enflasyonla mücadeleden daha önemli hale gelmiştir. Çünkü, mali piyasalar hem kamu hem de özel sektörün ayakta kalması açısından hayati öneme sahiptir.⁷²

⁷¹ A.e., s.158.

⁷² Rıza Kandiller, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi”, *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı: 22, Temmuz 2001, s.56.

Dalgalı döviz kuru politikasına geçilmesinin ardından kurlarda meydana gelen sıçrama ile ithalat ürünlerinin fiyatlarının yükselmesi, döviz kurları ile enflasyon arasında sıkı ilişkinin olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde fiyat artışlarına neden olmaktadır. Nitekim kurların serbest bırakıldığı ayı takip eden süreçteki mart, nisan ve mayıs aylarında sırasıyla TÜFE’de %6.1, %10.3 ve %5.1, TEFİ’de ise %10.1, %14.4 ve %6.3 oranında artış meydana gelmiştir.⁷³

İMF ile imzalanan yeni anlaşma doğrultusunda Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu programda esnek kur uygulaması altında enflasyon hedeflemesine geçilmesi yönünde politika benimsenmiştir. Bu bağlamda enflasyon hedefi 2001 yılı için 52,5 ve daha sonraki 2002, 2003 ve 2004 yılları için %35, %20 ve %12 seviyesi ile sınırlı tutulacak şekilde para politikası izlenmesi kararlaştırılmıştır. Tespit edilen bu hedeflere dalgalı döviz kuru uygulaması altında ulaşılacaktı. Bu doğrultuda döviz kuruna müdahale etmekten kaçınarak, döviz satışları günlük olarak düzenlenen önceden ilan edilmiş satış ihaleleri ile sınırlı tutulmuştur. Ancak, 2002 yılında bütçeye belirgin ölçüde dış yardım sağlanmasına devam edilecek olup, söz konusu finansman iç ödemelerde kullanılmak üzere Türk Lirası’na çevrilmesi amacıyla, zaman zaman döviz satışlarının devam edilmesine ihtiyaç duyulacağı ifade edilmiştir. 2001 yılında olduğu gibi, bütün bu satışlar (ya da rezervlerin desteklenmesi maksatlı gerek duyulabilecek alımlar) düzenli ve öngörülebilir bir biçimde düzenlenecek olup, belli bir döviz kuru seviyesini savunma amacıyla gerçekleştirilmeyecektir. Daha açık ifade ile, bu tür satışlar önceden duyurulmuş ihaleler biçiminde yapılması kararlaştırılmıştır. Hedefler doğrultusunda Hükümetin ücret ve fiyatları geçmiş döneme endekslenmesi uygulamasının kaldırılması için kararlı adımlar atacağı ifade edilmiştir.⁷⁴

Programda ayrıca artan kamu borçlanma gereği nedeniyle sürdürülemez hale gelen borçlanma dinamiklerinin çözülmesi için sıkı maliye politikası uygulanacağı ifade edilmiş ve bu doğrultuda 2001 yılı için kamu sektörü faiz dışı fazlasının GSMH’nin %5.5 oranında olması, 2002 ve 2003 yılı için de %6.5 oranında gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir.

⁷³ İlker Parasız, *Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar*, s.502.

⁷⁴ 18 Ocak 2002 Tarihli Niyet Mektubu, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 20.05.2002, ss.2-8.

2001 yılı için programda %3 oranında küçülme beklenirken, yıl sonunda ekonomide % 9.4 oranında küçülme meydana gelmiştir. Aynı şekilde enflasyon hedeflerinde de sapmalar meydana gelmiştir. Programda 2001 yılı sonunda TÜFE’de %52,5 ve TEFE’de %57.6’lık bir artış öngörülürken, fiyat artışları 2001 yılı sonunda TÜFE’de %88,6 ve TEFE’de %68.5 düzeyinde gerçekleşmiştir.

2002 yılında da mali disiplinden ödün verilmeyeceği yolunda hükümetin verdiği güvenceye bağlı olarak uluslararası kuruluşlardan sağlanan güçlü destek ile iddialı ve tutarlı bir ekonomik programın uygulanacağına yönelik bekleyişlerin oluşmaya başlamasıyla, 2001 yılındaki krizden sonra kurların aşırı yükselmesi sonucunda meydana gelen köpük azalmıştır. Döviz kurlarında 2002 Nisan ayına kadar nominal ve reel olarak gerileme meydana gelmiştir. Sıkı maliye ve para politikalarının tutarlı bir şekilde uygulanması ile yapısal reformların kesintisiz devamı, toplumun bir çok kesiminde programa olan güvenin artmasını sağlamıştır. İç talep yetersizliği, kurlardaki gerileme ve programa olan güvenin artması sonucunda enflasyonist eğilimler de azalmıştır. 2002 yılı Haziran ayı başında, bir anlamda Merkez Bankası kredibilitesinin ölçüsü olan yıl sonu enflasyon bekleyişi ile yıl sonu enflasyon hedefi arasındaki fark yıl başındaki 13 puan düzeyinden (eksi) – 0,6 puan düzeyine düşmüştür. Bu uzun yıllardan beri ilk defa gerçekleşen bir durumdur. Enflasyonda ve enflasyonist bekleyişlerde görülen iyileşmeye paralel olarak belirgin bir ters para ikamesi süreci başlamış, diğer bir ifade ile, yurtiçi yerleşikler döviz cinsi varlıklarını bozdurarak Türk Lirası cinsi yatırım araçlarına yönelmişlerdir. Bu nedenle, Merkez Bankası Nisan ayından itibaren döviz alım ihaleleri ile döviz rezervi biriktirmeye başlamıştır. Diğer yandan, bekleyişlerdeki iyileşmeye paralel olarak, beklenen reel faizler de yüzde 15 düzeyine kadar gerilemiştir.⁷⁵

Merkez Bankası 2003 yılında uygulayacağı kur politikasını da şu şekilde açıklamıştır:⁷⁶

“Dalgalı kur rejimine 2003 yılında da devam edilecek, kurlar piyasa koşullarına göre oluşacaktır. Merkez Bankası hiç bir şekilde kurların düzeyini ya da yönünü belirleme amaçlı döviz alım ya da satım işlemi yapmayacaktır. Merkez Bankası, şimdiye kadar

⁷⁵ TCMB Basın Duyurusu, 2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi, Sayı:2003-23, Ocak 2003, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 09.12.2003, s.4.

⁷⁶ A.e., s.12.

olduğu gibi, sınırlı kalmak kaydıyla, kurlarda aşırı dalgalanma görüldüğünde alış ya da satış yönünde müdahalelerde bulunabilecektir. Öte yandan dalgalı kur rejiminde mümkün olduğu kadar az Merkez Bankası müdahalesi ile kur istikrarı, Merkez Bankası'nın evvelden beri muhtelif vesilelerle belirttiği gibi, 2003 yılında geçilecek enflasyon hedeflemesi rejimi için son derece önemlidir. Dalgalı kur rejiminde kurlar 2001 Şubat öncesi uygulanan sabit/öngörülebilir kur rejiminin aksine ekonominin temellerindeki değişimlere paralel olarak ve uygulanan ekonomi politikasının bir sonucu olarak piyasada oluşmaktadır. Dolayısı ile kur istikrarı ekonominin temellerindeki düzelme ve istikrar programının kararlılıkla uygulanması ile sağlanacaktır.

Ters para ikamesi ve güçlü ödemeler dengesi gelişmeleri sonucu piyasada döviz arz fazlası oluşması halinde, dalgalı kur rejimi ile çelişmeyecek, döviz kurumun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini bozmayacak şekilde döviz rezervlerini artırmaya yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları gerçekleştirilebilecektir.

Bu noktada, dalgalı kur rejiminde açık ya da fazla pozisyon taşıma risklerini bir defa daha vurgulamakta fayda bulunmaktadır. Dalgalı kur rejiminde, kurlar 34. paragrafta belirtilen nedenlerin yanı sıra, dışsal şoklar ya da beklentileri önemli ölçüde ve süratle değiştirebilecek ekonomik ya da siyasi gelişmeler sonucu önemli ölçüde ve ani yükselişler ya da düşüşler gösterebilmektedir. Bu çerçevede, döviz açık ya da fazlası taşıyan finans kesimi kuruluşları ve reel kesim şirketleri önemli risklerle karşı karşıya kalabilmektedirler. Bu tür pozisyonlar, ayrıca, yukarıda belirtilen nedenlerle kurlarda meydana gelebilecek dalgalanmaların şiddetini artırıcı bir rol oynamaktadır."

Seçimler sonrasında oluşan yeni hükümetin bazı uygulamaları sonucunda başlangıçta programa olan güvende gerileme meydana gelmiştir. 2003 yılının ilk aylarında kurlarda hareketlenme yaşanmış ve faiz oranları yükselmiştir. Ancak bu durum hükümetin istikrar programını devam ettireceğini açıklaması ve politikalarını da bu doğrultuda oluşturmasıyla tekrar kazanılan güven ortamının ardından Türk Lirası'ndaki değer artışları 2003 yılında da devam etmiştir. Ayrıca Türkiye'de uzun yıllar sonrasında 2003 yılı içerisinde eksi enflasyon değerlerine ulaşılmıştır. Önceki yıllarda döviz kurlarında meydana gelen yükselmenin durdurulması yönünde adımlar atan Merkez Bankası, 2003 yılı içerisinde kurlarda aşağı yönde oluşan baskının kırılması için döviz alım ihaleleri düzenleyerek kurlara müdahale etmiştir.

Merkez Bankası'nın 2004 yılı kur politikası hakkında yaptığı açıklamada dalgalı rejim uygulamasına 2004 yılında da devam edileceğini, bugüne kadar olduğu gibi kurlarda aşırı dalgalanmalar karşısında müdahalede bulunulabileceğini, ayrıca ters dolarizasyon gelişim sürecinin uygun olduğu takdirde döviz rezervlerinde artış yapacağı ifade edilmiştir. Döviz rezervi artışları şeffaf ve piyasa katılımcıları ile görüşülerek oluşturulan mekanizma aracılığıyla döviz alım ihalesi yapılacak, tersi durumda ise alımlara ara verilebileceği dile getirilmiştir. Öte yandan dalgalı kurlardaki aşağı veya yukarı doğru hareketlenmelerden ekonomik birimlerin daha az etkilenmeleri için risk almamaları ve döviz pozisyonlarını vadeli işlemlerle dengelemeleri tavsiyesinde de bulunulmuştur.⁷⁷

⁷⁷ TCMB Basın Duyurusu, **2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi**, Sayı:2004-1, 02, 01, 2004, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 02.02.2004, s.13.

Tablo: 5

Türkiye’de Uygulanan Kur Rejimleri (1930-2003)

<i>Tarih</i>	<i>Döviz Kuru Rejimi Sınıflandırması</i>	<i>Değerlendirmeler</i>
Eylül 1930-Ağustos 1931	İngiliz Sterlini’ne Sabitleme	
Eylül 1931-26 Eylül 1936	Fransız Frangı’na Sabitleme	
26 Eylül 1936-28 Kasım 1939	İngiliz Sterlini’ne Sabitleme	
28 Kasım 1939-Şubat 1941	Paralel Piyasalar	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
Mart 1941-Ağustos 1943	Serbest Düşen / Paralel Piyasalar	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
Eylül 1943-9 Eylül 1946	Paralel Piyasalar	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
9 Eylül 1946-3 Eylül 1953	Fiili olarak ABD Doları Çevresinde Sürünen Band / Paralel Piyasalar	Resmi olarak kurlar ABD Doları’na sabitlenmiştir. Band genişliği $\pm\%5$ olarak tespit edilmiştir.
3 Eylül 1953 - 20 Ağustos 1960	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasalar	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Paralel piyasa primi sürekli olarak üç rakamlı olup, Temmuz 1958 tarihinde $\%537$ oranıyla zirveye çıkmıştır.
20 Ağustos 1960-6 Haziran 1961	ABD Doları’na Sabitleme	
6 Haziran 1961 -9 Ağustos 1970	Fiili olarak ABD Doları Çevresinde Sürünen Band / İkili Kur	Band aralığı $\pm\%5$ civarında ve paralel piyasa primi $\%30-60$ aralığında salınım göstermektedir.
9 Ağustos 1970-22 Aralık 1971	ABD Doları’na Sabitleme	
22 Aralık 1971 - Ağustos 1976	Fiili olarak ABD Doları Çevresinde Sürünen Band / Paralel Piyasalar	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Band aralığı $\pm\%5$ olarak tespit edilmiş ve kurlar sabitlenmiş olmasına rağmen kısa aralıklarla kur ayarlaması yapılmaktadır. Resmi yatay band $\pm\%4,5$ aralığındadır.
Eylül 1976-Mart 1981	Serbest Düşen / Fiili olarak ABD Doları Çevresinde Sürünen Band / Paralel Piyasalar	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Band aralığı $\pm\%5$ olarak tespit edilmiş ve kurlar sabitlenmiş olmasına rağmen kısa aralıklarla kur ayarlaması yapılmaktadır.
Nisan 1981-22 Mart 1983	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru bulunmaktadır. 1 Mayıs 1981’den itibaren TL’nin ABD Doları’na karşı sabitlenmesi resmi olarak iptal edilmiştir.
22 Mart 1983-Nisan 1984	Yönetimli Dalgalı	1984 yılından itibaren piyasa primi büyük oranda tek rakam içerisinde kalmıştır.
Mayıs 1984-Ocak 1998	Serbest Düşen / Yönetimli Dalgalı	
Şubat 1998-1 Ocak 1999	Serbest Düşen / Alman Markı Çevresinde Sürünen Band	Band genişliği $\pm\%5$ olarak belirlenmiş, sürünen band 23 aylık dönem için belirlenmiştir.
1 Ocak 1999-Ocak 2001	Serbest Düşen / Sürünen Band	Band genişliği $\pm\%5$ olarak belirlenmiştir.
Şubat 2001- Ekim 2001	Serbest Düşen / Serbest Dalgalı	
Ekim 2001-Aralık 2003**	Serbest Dalgalı	

* Serbest Düşen= Yıllık enflasyon $\%40$ oranına eşit veya bu seviyenin üzerinde ise serbest düşen şeklinde ifade edilmektedir.

** Bu tarihler ilgili kaynakta olmayıp, tarafımdan ilave edilmiştir.

Kaynak: Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, “The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation” NBER Working Paper 8963, June, 2002, (Çevrimiçi)
<http://www.nber.org/papers/w8963.pdf>, 01.09.2003, p.100.

Genel olarak, Türkiye’de uygulanan döviz kuru sistemleri tablo:5’te ifade edilmeye çalışılmıştır. Bu tablodan da görüleceği gibi 1980 öncesinde sabit kur politikası sistemi benimsenmiş olmasına rağmen, içsel ve dışsal etkenler ulusal parayı kısa süre içerisinde aşırı değerli hale getirmiştir. Ulusal parada meydana gelen aşırı değerlenmelerin meydana getirdiği sıkıntıların önüne geçmek amacıyla zaman zaman devalüasyonlar yapılmıştır. Bu açıdan 1980 öncesinde ayarlanabilir sabit kur sisteminin uygulandığı ifade edilebilir. 1980 sonrasında ise uygulanan ekonomik program doğrultusunda esnekliğe doğru adım atılmıştır. 1980’li yıllarda yönetimli dalgalı kur rejimi benimsenmiş, 1990’lı yılların sonunda sürünen çapa sistemi benimsenmiş ve 2001 yılı başlarında yaşanan ekonomik kriz sonrasında esnek kur sisteminin uygulandığı gözlemlenmektedir.



2. DÖVİZ KURLARININ EKONOMİK ETKİLERİ

Döviz kurlarının ekonomik etkilerini döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon arasındaki ilişkiler ve döviz kurlarının ekonominin değer kesimleriyle ilişkileri şeklinde incelenmiştir.

2.1. FİYAT OLUŞUM MEKANİZMALARI: DÖVİZ KURU, FAİZ ORANLARI VE ENFLASYON ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1.1. Fiyatlama Mekanizmaları

Fiyat mekanizması piyasa mekanizmasının en önemli parçasıdır. Fiyat mekanizması iyi çalışan bir rekabet piyasasında fiyatlar; arz ve talep durumunu, malların kıtlık derecesini, ekonomik krizi belirleme eğilimini gösterir. Bu nedenle fiyatlar, ekonominin işleyişini ve ekonomik işleyiştten doğan neticeleri açıklayıcı bir gösterge olarak kabul edilir. Fiyatın oluşmasında ve bunun sonuçları ile ilgili önemli olan husus, fiyatın arz ve talep tarafından belirlenmesinin yanında, fiyatında talep ve arza etki etmesidir.⁷⁸

Genel olarak mal veya hizmet alımları karşılığında ödenen parasal miktar olarak akla gelen fiyat kavramı, finansal ve mal piyasalarının beraber çalıştığı ekonomilerde paranın da bir mal olarak görülmesi ve değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Uluslararası sermayenin giriş ve çıkışının bulunduğu ekonomilerde ulusal para ile birlikte yabancı paralar da alış verişlerde kullanılmaktadır. Ulusal paranın değeri merkez bankasının üzerinde beyan ettiği rakamsal değeri olurken, yabancı paranın fiyatı ise döviz kuru olarak ifade edilmektedir.⁷⁹

Bu bağlamda ekonomilerde mal ve hizmet fiyatlarındaki genel değişimler enflasyon oranı, döviz kurundaki değişimler devalüasyon/depreciation (ulusal paranın diğer paralar karşısında değer kaybetmesi) veya revalüasyon/appreciation (ulusal paranın diğer paralar karşısında değer kazanması) ve ulusal paranın yurt içi değeri ise faiz oranı şeklinde ifade edilebilir.

⁷⁸ Ahmet Kılıçbay, *Her Yönüyle Enflasyon*, İstanbul, Boğaziçi Yayınları, 1991, s.100

⁷⁹ Özel, a.g.e., s.6.

2.1.1.1. Döviz Kuru

Döviz kuru, yerli paranın yabancı para türünden değerine denir. Döviz kurunun yükselmesi bir birim yabancı para ile değiştirilen ulusal para miktarının arttığını, döviz kurunun düşmesi ise yabancı paranın değer kaybettiğini ifade etmektedir. Döviz kuru ile ilgili olarak önceki bölümde geniş açıklamalar yapıldığından burada da sadece tanımını yapılmıştır.

2.1.1.2. Enflasyon Oranı

Klasiklere göre, para arzındaki artışlar ile fiyatlar arasında doğrudan bir ilişki vardır. Toplam arzın kısa dönemde talep artışlarına cevap verememesinden dolayı fiyatlar genel seviyesinde yükselme meydana gelir.⁸⁰

Keynes'e göre, enflasyon tamamen talep baskısından kaynaklanmaktadır. Talep enflasyonu, toplam harcamaların tam istihdamı sağlayan toplam arzı aşması halinde ortaya çıkar. Toplam harcamaların tam istihdam gelir seviyesinin yukarısında kalan kısmına enflasyonist açık denir. Fiyat artışlarının durdurulması için toplam harcamaların kısılarak açığın kapatılması gerekmektedir.⁸¹

Monetaristler, talep enflasyonunun kaynağının tamamen parasal bir olay olduğunu ifade etmişlerdir. Para arzının artırılması bankalardaki likit değerleri artıracak, düşen faizler sonucunda bankalar tahvil ve hisse senedi alımına yöneleceklerdir. Faizlerin düşmesi, bankaların yatırımcılara kredi açmasına yol açar. Nakit değerleri çoğalan özel kişiler tüketim mallarına yönelirler. Ekonomide artan talebi karşılayacak arz kapasitesi yoksa fiyat artışları meydana gelir.⁸²

Rasyonel beklentiler teorisine göre, ekonomide bireyler uyumcu değil rasyonel beklenti içerisindeyler. Özellikle bilgilenmeye sahip olan bireyler ekonomide uygulanacak politikaların etkilerini önceden tahmin etmektedirler. Tahminleri doğrultuda hareketlerini devam ettiren bireyler, politika uygulamalarını etkisiz hale getirebilmektedirler. Bu teoriye göre para ve maliye politikaları ile ekonomideki bazı makro değişkenler üzerine etki edilmesi biçiminde olan sistematik

⁸⁰ Osman Z. Orhan, **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1995, ss. 45-46.

⁸¹ Aytaç Eker, **Kamu Maliyesi**. 2. Baskı. İzmir: Anadolu Matbaacılık, 1997, s. 329.

⁸² Merih Paya, **Para Teorisi ve Politikası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994, s. 283.

politikaların uygulanması bireylerin bilinçli davranış sergilemelerinden dolayı mümkün gözükmemektedir.⁸³

Fiyat mekanizması iyi çalıştığında talep arzı aşıyorsa fiyatlar yükselir, arzın talebi aşması durumunda ise fiyatlarda düşme meydana gelir. Piyasa ekonomisinin tam olarak oluşmadığı gelişmekte olan ülkelerde bazı faktörlerden dolayı fiyatların yükselmesi oldukça elastik bir konumda iken, fiyatların düşmesi durumu ise elastik değildir. Bu nedenle fiyat mekanizmasının işlemesi konusunda meydana gelen olumsuzluklar enflasyonun oluşup gelişmesinde önemli bir yere sahiptir. Gelişmiş bir ülkede meydana gelen talep artışlarına karşı arz kapasitesi yeterli olduğundan herhangi bir fiyat yükselmesi olmadan bu ihtiyaca cevap verilmiş olur. Gelişmekte olan bir ülkede ise arz kapasitesi sınırlı olduğundan talepte meydana gelen artışa arz cephesi aynı yönde cevap verememekte ve fiyat artışları meydana gelmektedir.⁸⁴

Bir ülkenin ekonomisinin sağlıklı olup olmadığının en önemli göstergelerinden bir tanesi enflasyon oranıdır. Fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli artışlar şeklinde tanımlanan enflasyonun hesaplanması genel olarak üç yoldan yapılmaktadır. Bunlar; TEFE (Toptan eşya fiyat endeksi), TÜFE (Tüketici fiyatları endeksi) ve GSMH deflatörü dür. Ancak bu yöntemlerin hepsinde fiyat artışları konusundaki hesaplamalardan farklı sonuçlar çıkabilmektedir. Birisi dikkate alındığında ekonomide belirgin bir fiyat artışı olmazken, diğer bir yöneme göre ekonomide enflasyon söz konusu olabilmektedir.

Fiyat artışlarının ne oranda gerçekleştiğinin hesabı endeksleme yoluyla bulunur. Ekonomideki tüm mal ve hizmetlerin fiyatlarını izlemememiz oldukça zor bir olaydır. Bu açıdan günümüzde belli sayıdaki mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimler izlenerek fiyat artış oranları hesaplanmaya çalışılır.

Türkiye’de Devlet İstatistik Enstitüsü 347 malın fiyatını belirleyerek endeksi oluşturmaktadır. Bu sayı ABD’ de 800, Almanya’da 755 ve Fransa’da 296 olarak tespit edilmiştir. Ürün sayısı ne kadar çok olursa enflasyon oranının tespitinde daha

⁸³ Muhammed Akdiş, **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, Ankara, Yimder Yayınları, 1995, s.87.

⁸⁴ Kılıçbay, **a.g.e.**, s.101.

gerçekçi sonuçlar elde edilir. Modelde yer alan her malın ağırlıklı ortalamaları esas alınarak enflasyon oranı hesaplanır.⁸⁵

Toptan eşya fiyat endeksi ve tüketici fiyatları endeksi mevsimsel olarak değişim gösterebilmektedir. Ekonomide fiyatların seyrinde mevsimsel dalgalanmalardan en az etkilenen sektör imalat sanayi fiyat endeksidir. Çekirdek enflasyon olarak da ifade edilen bu sektördeki fiyat endeksi ekonomide enflasyonist eğilimler hakkında daha sağlıklı değerlendirme yapılmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca kamunun çekirdek enflasyonu etkileme oranı diğer alanlara göre en az seviyededir. Öte yandan TÜFE değerlerinin TEFE değerinden yüksek çıkmış olması ülkedeki fiyat artışlarının talep artışlarından kaynaklandığını ifade edebilmektedir. Aynı şekilde TEFE değerinin TÜFE değerinden fazla çıkmış olması üreticilerin imal etmiş oldukları ürünlerdeki maliyet artışlarından doğan fiyat artışlarının talepteki daralma nedeniyle tüketicilere yansıtamadıkları anlamına gelebilmektedir.

İktisatçılar, gelişmiş ekonomilerde yılda %2-3, gelişmekte olan ekonomilerde ise yılda %5-6 olan enflasyona yani, toplum tarafından adeta hissedilmeyen fiyat artışlarına ılımlı enflasyon demişlerdir. Bazı iktisatçılara göre ise yılda %10 seviyesine varan fiyat artışları normal kabul edilmektedir. Bu oranların üzerinde meydana gelen fiyat artışları tehlikeli görülmüştür⁸⁶. Yıllık %10'a kadar olan enflasyona sürünen enflasyon, %10-1000 arasındaki enflasyona latin enflasyonu ve %1000 ve daha yüksek oranda gerçekleşen enflasyona da hiperenflasyon denir.⁸⁷

İnsanlar gelecekte fiyat artışlarının ne oranda olacağı konusunda bilgi sahibi iseler veya her yıl ortalama olarak fiyat artışları aynı seviyede gerçekleşiyorsa böyle durumlarda bireyler veya firmalar bu şekilde meydana gelen enflasyondan fazla etkilenmeyeceklerdir. Fakat fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen ani ve beklenmedik değişikliklerden büyük oranda etkilenirler.

Genel olarak para miktarındaki artışlar ile enflasyon arasında doğrusal bir ilişki vardır. Para miktarı ile desteklenmeyen bir enflasyondan bahsetmemiz de

⁸⁵ Cafer Unay, **Genel İktisat**. 2. Baskı. Bursa. Ekin Kitabevi, 2000, s. 241-242.

⁸⁶ Tevfik Pekin, **Makro Ekonomi**. İzmir, Bilgehan Basımevi Yayınları, 1988, s.49.

⁸⁷ İlker Parasız, **Kriz Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1995, s.6.

mümkün değildir. Para miktarındaki artışların mal hizmet üretimindeki artışlardan daha fazla olması enflasyonun en önemli nedenlerinden birisini oluşturmaktadır⁸⁸.

Enflasyonun meydana geliş sürecindeki etkenleri genel olarak şu şekilde sınıflandırılmaktadır:

Talep artışlarından doğan Enflasyon: Ekonomide global veya sektörel olarak mal ve hizmet talebinin ekonominin arz cephesi tarafından karşılanamaması sonucunda meydana gelen enflasyona talep enflasyonu denir.⁸⁹

Atıl (yastık altı) fonların ekonomiye geri dönmesi sonucunda, toplam arz toplam talebi karşılayamaz, denge, toplam arzın artırılmasıyla sağlanabilir. Ancak, bunu yapabilmek için de milli gelir seviyesini artırmak gerekmektedir. Toplam talebin karşılanamaması durumu ekonomide talep yönlü enflasyonist baskının olduğunu ifade etmektedir.

Ekonomide kredi hacminde meydana gelen artışlar da fiyat istikrarını olumsuz yönde etkiler. Kredi hacminin genişlemesi para arzını artırabilir. Devletin para piyasasına borçlanması ve para arzını artırması, parasal akım ile reel akımlar arası dengesizlikle sonuçlanacaktır. Bu durum, fiyatlar genel seviyesini artırıcı yönde etki yapmaktadır.⁹⁰

Nüfus artış oranının yüksek olduğu ülkelerde üreticiler tüketicilere oranla daha düşük kalmaktadır. Bu nedenle toplam talep toplam arzdan fazla olmaktadır. Meydana gelen bu durum talep enflasyonuna neden olabilmektedir.

Maliyet Artışlarından Kaynaklanan Enflasyon: Toplam talep fazlalığı olmadan maliyetlerdeki artışlar nedeniyle fiyatlarda meydana gelen yükselmeye maliyet enflasyonu denir.⁹¹ Ekonomide fiyatların oluşmasında etkili olan işgücü ve mamul fiyatlarının yükseltilmesi şeklindeki talepler, maliyet enflasyonunun başlangıç sürecini oluşturmaktadır.⁹²

Bir ekonomide, ücretlerin verimlilikten daha fazla yükselmesi, devalüasyon sonucunda veya diğer nedenlerden dolayı ithal mallarının fiyatlarının artması, vergilerin artması gibi nedenlerle maliyetlerde artışlar meydana gelebilmektedir. Bu

⁸⁸ C.Necat Berberoğlu, **Makro Ekonomi Teorisi**, Eskişehir, Birlik Yay. 1997, s.214.

⁸⁹ Unay, a.g.e., s.379.

⁹⁰ İsmail Türk, **Maliye Politikası**, Gözden Geçirilmiş 9. Baskı. Ankara, Turhan Kitabevi, 1992, s.79.

⁹¹ Unay, a.g.e., s.381.

⁹² Richard A. Musgrave, **Maliye Politikası**, Çev. Orhan Şener, Ankara, Alkım Yayınları, s. 89.

durumda üreticiler kâr marjlarını korumak maksadıyla maliyet artışlarını fiyatlara yansıtırlar. Fiyat yükselmelerine maliyet girdileri sebep olduğundan ekonomide maliyet enflasyonu oluşur.⁹³

Öte yandan maliyet enflasyonunun görülmesi ekonominin piyasa yapısı ile de yakından alakalıdır. Piyasada tek el bir yapı söz konusu ise üreticiler maliyet artışlarını kolaylıkla fiyatlara yansıtabileceklerdir. Rekabetçi bir piyasanın olması durumunda ise maliyet artışlarını fiyatlara yansıtmak o kadar kolay olmayacaktır.⁹⁴

Fiyat Uygulamalarından Kaynaklanan Enflasyon: Ekonomik hayatta fiyatlar her zaman arz ve talep dengesine göre oluşmazlar. Gelir dağılımı ve sosyal politika gibi nedenlerden dolayı ülkeler tarımsal ürünlerin ve diğer stratejik ürünlerin temel fiyatlarını piyasa fiyatlarının üzerinde bir fiyattan satın alırlar. Taban fiyat politikası dediğimiz bu uygulamalar, ekonomide enflasyonist konjonktürden kaynaklanan etkenlerden dolayı enflasyon beklentileri fiyat artışlarını yükseltmektedir.

Piyasada herhangi bir malın fiyatının yükselmesi diğer malların fiyatlarının da yükselmesine neden oluyorsa, fiyat enflasyonu oluşmaktadır.

Beklentilerden Kaynaklanan Enflasyon: Enflasyonun artmasında psikolojik etkenlerin etkisi büyüktür. Önceki yıllarda meydana gelen enflasyon ücret pazarlıklarında ve fiyat beklentilerinde sürekli yukarıya doğru bir baskı oluşturmaktadır.⁹⁵ Enflasyon ekonomideki yapısal bozukluklardan kaynaklanmaktadır, ancak halkın enflasyon konusunda beklentileri çok önemlidir.⁹⁶

Bir ülkede enflasyon, uzun süre devam etmiş ve fiyatlar genel düzeyindeki artışlar kontrol edilemiyorsa toplumda enflasyonun yok edileceğine dair beklentiler tükenecektir. Bu toplumda bireyler enflasyonun uzun yıllar devam edeceği beklentisi içerisinde olurlar. Böylece toplumdaki bireyler ellerinde para tutmaktan kaçınacaklar ve bu paraları kısa zamanda harcama yoluna gideceklerdir.⁹⁷ Bu durumda halk enflasyonu adeta kaderinin bir parçası olarak görmeye başlamaktadır. Bu kabullenme sonucunda kim iktidara gelirse gelsin “enflasyonu önleyemez” anlayışı insanların kafalarında yer edinmektedir. Böyle bir inancın hakim olması, enflasyonla mücadele

⁹³ İlhan Yücel, *Makro Ekonomi*. Adana, Ad.İkt.ve Tic. İlimler Akad. Yay. 1978. s. 313.

⁹⁴ Berberoğlu, a.g.e., s.219.

⁹⁵ Zeyyat Hatiboğlu, “4 Şubat Kararlarının Türk Ekonomisine Olabilecek Etkileri ve Bankacılık Kesimindeki Bazı Sorunlar”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayı:3, Mart 1988, s.8.

⁹⁶ Eren, a.g.e., s.123.

⁹⁷ Berberoğlu, a.g.e., s.223.

yapacak siyasi iradenin de başarısını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu ortamda hükümetlerin ekonomi politika önlemlerinin uyumlu bir şekilde uygulanması ve enflasyonla ilgili belirlenen hedeflerin inandırıcı boyutlarda olması gerekmektedir.⁹⁸

2.1.1.3. Faiz Oranı

Para genel anlamda ödeme vasıtası olarak işlem görmekte ve insanların ihtiyacı olan malların elde edilmesinde direkt olarak değişim görevini yerine getirmektedir. Para sahiplerinin mal veya hizmet talebinden vazgeçmeleri onların varlık kabul etmeleri için ikna edilmesi ile sağlanmaktadır. Bu güdüler onlara getiri veya faiz biçiminde geri döner. Başka bir ifade ile faiz parayı bir başkasına kiraya vermenin bedeli olarak ta tanımlanmaktadır. Nasıl ki ev sahipleri sahip oldukları gayri menkulü kiralama bedeli olarak kira bedeli alıyorlar veya yatırımcılar yaptıkları faaliyet sonucunda kazanç elde ediyorlarsa faiz oranları da bunlara benzemektedir. Tasarruf sahiplerinin bugünkü tüketimden vazgeçmelerinin karşılığında aldıkları bedeldir.⁹⁹ Faiz haddi ise ekonomide para talebi ile para arzını birbirine eşitleyen fiyattır. Faiz haddinin belirlenmesinde bireylerin varlıklarını para veya diğer aktiflerde tutma istekleri önemli bir yere sahiptir.¹⁰⁰

Klasiklere göre faiz oranları tasarruf ve yatırımlara bağlı olarak tespit edilmektedir. Faiz oranları arttıkça ekonomik birimlerin tasarruf yapma eğilimlerinde artış meydana gelir, yatırımlarda azalma olur. Yani faiz oranları ile yatırım düzeyleri arasında ters bir orantı bulunmaktadır.

Ödünç verilebilir fonlar teorisine (Neo-Klasikler) göre fon arzı ve fon taleplerinde meydana gelen dalgalanmalar faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olmaktadır. Bunun yanında faiz oranlarını değiştirerek gömülemenin çözülmesine yönelik tedbirler ve banka sistemine yeni kredilerin açılmasına imkan tanıyacak uygulamalar da fon arzını genişletici etki yapar. Artan fon arzı nedeniyle düşen faiz oranları tüketici kredilerini artırır ve yeni yatırımların yapılması yönündeki eğilimleri artırır. Bu şekilde düşük faiz oranları ekonomide genişleyici etki meydana getirirken yüksek faiz oranları daraltıcı etki yapar.¹⁰¹

⁹⁸ Eren, a.g.e., s.123.

⁹⁹ Herbert M. Kaufman, *Money and Banking*, Lexington, Heath and Company Pub., 1994, p. 67.

¹⁰⁰ Özhan Uluatam, *Makro İktisat*, 7. Baskı. Ankara, Savaş Yayınları, 1993, s.302.

¹⁰¹ Akdiş, a.g.e., s.48.

Ödünç verilebilir fon arzında faiz artışıyla birlikte yükselme meydana gelir. Çünkü hane halklarının harcamalarının yüksek faizle birlikte fırsat maliyeleri de artmaktadır. İşletme ve kamu tasarrufları nispi olarak faiz oranlarına karşı daha duyarsızdırlar. Çünkü işletme kârları genelde kazançlardan ve kar payı kararlarından meydana gelmektedir. Kamu tasarrufları ise vergi gelirleri ve harcamaları daraltıcı kararlardan oluşmaktadır. Para arzının artması ile fon arzı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Para arzının azalması aynı şekilde fon arzının da azaldığını ifade etmektedir. Kamu tasarruflarının pozitif olduğu varsayımı pek gerçekçi görülmeyebilir. Çünkü, II. Dünya Savaşı sonrasında çoğu ülkede genellikle kamu açıkları meydana gelmiştir. Çıkan negatif sonuç pozitif değer alan hane halkı ve işletme tasarruflarıyla dengelenmeye çalışılmıştır.¹⁰²

Keynes, klasiklerin tasarruflar arttığı zaman yatırımlarında artacağı yönündeki iddialarının tasarruf ve yatırım kararı alan bireylerin aynı kişilerden teşekkül etmemesi ve tasarruf - yatırım kararı alan birimlerin motivasyonlarının farklı olmasından dolayı yanlış olacağını ifade etmiştir. Keynes'e göre faiz oranları para arzı ve para talebine bağlı olarak belirlenmektedir. Para arzının artması faiz oranlarını aşağı doğru çekerken, para arzı sabit iken para talebinin artması faiz oranlarını artırmaktadır. Ayrıca Keynes spekülâtif para taleplerinin faiz oranlarıyla ters yönlü ilişkili olduğunu ifade etmiştir. Faiz oranları yükseldiğinde spekülâtif para taleplerinde azalma meydana gelirken, faiz oranlarının düşmesi spekülâtif para taleplerinde artış meydana getirmektedir.

Keynes'in geleneksel faiz teorisine bir başka suçlaması da belirsizlik ile ilgilidir. Gelirin bir fonksiyonu olan tasarruf eğrisi gelir bilinmeden, gelir düzeyleri de yatırımlar bilinmeden elde edilemez. Yatırımlar ise kapitalin marjinal verimi ve faiz oranına bağlı bulunmaktadır. Bu nedenle yatırım talebi ve tasarruf arasındaki bu bağımlılık geleneksel teoriye göre faiz haddinin belirlenmesini sağlar.¹⁰³

Monetaristler ise keynesyen teoride yer alan para arzının faiz oranlarını düşürdüğü yönündeki yaklaşıma karşı çıkarlar. Friedman'a göre, diğer şeylerin değişmediği varsayımında para arzının artması faiz oranlarını aşağı düşürdüğü

¹⁰² Kaufman, a.g.e., p.80.

¹⁰³ Gülten Kazgan, *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*, İstanbul, Remzi Kitabevi, 1982, s.265.

görüşüne dayanan likidite teorisi hikayenin sadece bir kısmını oluşturmaktadır. Para arzındaki artışlar diğer şeyleri aynı bırakmamakta ve ekonomide diğer kesimlere etkiye bulunmaktadır. Ekonomide para arzının artması genel olarak faiz oranları üzerinde etki yapmaktadır.¹⁰⁴ Para arzında meydana gelen artışlar hem ödünç verilebilir fonlarda hem de Keynes'in likidite tercihi teorisinde aynı sonucu vermektedir. Yani para arzında meydana gelen artışlar faiz oranları üzerinde düşürücü etkiye sahiptir. Aynı şekilde para arzının daraltılması da faiz oranlarını artırır.¹⁰⁵

Ekonomilerde faiz oranları sermaye maliyetinin bir unsuru olarak yatırım talebi ve yatırımlara ayrılacak fonların alternatif yatırım alanları arasındaki dağılımı konusundaki kararlarında etkili olmaktadır. Mali liberalleşmenin yapılmadığı süreçte gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları genelde beklenen enflasyon oranının altında tutulmuştur. Burada amaç ekonomik kalkınmanın sağlanması konusunda yatırımların finansmanın daha ucuz maliyetle elde edilmesidir. Ancak, söz konusu etki hem negatif faizler nedeniyle tasarruf yapma eğilimlerini azaltırken, tüketim talebiyle enflasyonist etki meydana getirmiştir. Ayrıca ucuz yollu elde edilen kredilerden sonucunda yatırımlarda verimlilik kıstasları göz ardı edilmiştir.¹⁰⁶

1970'li yılların başlarına kadar tüm ekonomistler için tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişkinin ters yönde olduğu genel kabul gören bir düşünce olmuştur. Bu doğrultuda keynesyen ve neo-klasik düşünce genelde düşük faiz oranlarının ekonomide büyümeyi teşvik edeceği, tasarrufların ise büyük ölçüde gelir düzeyine bağlı olarak değişeceği varsayılmıştır. Yatırımlarda meydana gelen artışlar ile birlikte meydana gelen gelir artışlarının tasarruf oranlarını artıracığı kabul edilmiştir. Mc Kinnon ve Shaw bu görüşün aksine gelişmekte olan piyasalarda dış kaynak ve borçlanma imkanlarının sınırlı olması, yatırım ve tasarruf arasında anlamlı bir ayrımın bulunmaması, ayrıca sermaye piyasalarının tam olarak çalışmadığı bir ekonomik yapıda tasarrufların yükseltilmesi için reel faiz oranlarının yükseltilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Onlara göre bu ülkelerde ekonomik gelişmeyi sınırlayan

¹⁰⁴ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fourth Edition, New York, Harper Collins College Publishers, 1995, p.132.

¹⁰⁵ Kaufman, a.g.e., p.81.

¹⁰⁶ Adnan Büyükdeniz, *Türkiye'de Faiz Oranları*, İstanbul, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, 1991, s.27.

asıl etken kârlı yatırım alanlarının kısıtlı olması değil, tasarruf ve yatırılabilir fonların yetersiz olmasıdır.¹⁰⁷

Serbest piyasada fon arzı ve fon talebinin karşı karşıya gelmesiyle faiz oranları belirlenir. Eğer faiz oranları denge oranından daha düşük ise borçlanma maliyetinin düşük olmasından dolayı daha fazla yatırım yapılması beklenebilir. Bunun yanında daha düşük oranlardaki faiz oranları ekonomi için gerekli olan borçlanma ihtiyacını karşılayacak düzeyde tasarrufun oluşmasını engelleyebilir. Neticede meydana gelen tasarruf yatırım boşluğu faiz oranlarının yukarı doğru hareket etmesiyle dengelenir.¹⁰⁸

Mali liberalleşmenin yaşanmasıyla birlikte faiz oranlarının serbest bırakılması tasarruf artışlarına ve yatırımları daha fazla verimli alanlara yönlendirerek büyümenin daha hızlı sağlanacağı ortodoks düşüncüyü savunan kurumların görüşünü oluşturmuştur. Ancak, daha yüksek kredi faizleri daha yüksek riskli konuma sahip olan projeleri gerekli kılmıştır. Bu durumda banka kredileri kredi taleplerinde daha verimli kullanacak yatırımcılara değil, müşteri kredibilitesine dayalı alanlara doğru yönelmiştir.¹⁰⁹

Faiz oranları önce parasal sermayeyi sonra da reel sermayeyi ölçmektedir. Pay senedi fiyatları beklenen iş kazançları açısından önem taşımaktadır. Yüksek faiz oranı ve buna bağlı olarak düşen pay senedi fiyatları, ekonomide bir rahatsızlık olacağını ifade etmektedir. Bu durum iş adamlarını, yatırımcıları ve tüketicileri ekonomik harcamalarını kısımları için uyarıcı bir mekanizma oluşturmaktadır. Yükselen pay senedi fiyatlarına düşük yada istikrarlı faiz oranları eşlik ediyorsa, ekonomide girişimciler açısından yatırımlara uygun bir ortam oluşacaktır.¹¹⁰

Faiz oranlarında bir artış meydana geldiğinde borçlanmanın maliyetleri artmaktadır. Yükselen faizler nedeniyle kredi maliyetlerinin artması sonucunda müteşebbisler yatırım kararlarında bulunurken çekingen davranmaya başlarlar. Yüksek faizler yatırımlarını öz kaynakları ile gerçekleştirmeye çalışan girişimciler üzerinde de olumsuz bir etki yapar. Çünkü, yatırım kararlarında üzerinde durulan en

¹⁰⁷ A.e., s.22.

¹⁰⁸ Rupa Dheerasinghe, *The Impact of Public Debt on Interest Rates in Sri Lanka*, (Çevrimiçi) http://www.lanka.net/centralbank/staff_studies_vol_25-26d.PDF, 30.12.2003, p.108.

¹⁰⁹ Büyükdenez, a.g.e., s.30.

¹¹⁰ İlker Parasız, Kemal Yıldırım, *Uluslararası Finansman*, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1994, s.7.

önemli konulardan birisi de yatırımlardan beklenen karın faiz oranlarından büyük veya hiç olmazsa ona eşit olmasıdır. Aksi takdirde elinde yatırımlarda kullanılmak üzere kaynağı bulunan müteşebbis bunu riskli yatırımlarda kullanma yerine riskli olmayan banka mevduatı veya devlet tahvili şeklinde değerlendirme yolunu seçecektir. Faiz oranının hangi orandan seyrettiği ve ne yönde değiştiği kısa ve uzun dönemde faiz hadlerini belirleyen faktörlerin neler olduğu makro ekonomik analiz bakımından büyük önem arz etmektedir.¹¹¹

Makro analizlerde reel faiz ile nominal faiz ayrımı büyük önem taşımaktadır. Reel faiz fiyat değişmelerinden arındırılmış faizdir. Örneğin; reel faizin %10 olması, alım gücünü başkasına kiralayan tasarruf sahibinin alım gücünün %10'u kadar bir menfaat sağlaması anlamına gelir. Piyasa ifade edilen faizler nominal faizlerdir. Bunlar fiyat hareketlerinden arındırılmamışlardır. Enflasyon oranının %40 olduğu bir ekonomide piyasa faiz oranı %30 ise bu durumda reel faizler %10 olarak gerçekleşmiştir.¹¹²

Batı ülkelerinde yüksek reel faizler ile istikrarlı büyüme ortamını yakalayan ülkelere rastlanmamıştır. Reel faizler maliyet enflasyonlarını körükleyici etki meydana getiren ve stagflasyona neden olan en önemli unsurlardan birisidir. Bu nedenlerle reel faiz oranlarının yükselmesi, işsizliğin artmasına, yatırımların azalmasına, piyasa çözümünün zorlaşmasına ve para sıkıntılarının artmasına yol açmaktadır.¹¹³ Bu bağlamda faiz oralarının çok yüksek oranlarda veya çok düşük oranlarda seyretmesi ekonomi üzerindeki olumlu etkilerinin olumsuz etkilerinden daha düşük olduğu söylenebilir.

2.1.2. Faiz Oranı– Enflasyon İlişkisi

Piyasa ekonomisinin en önemli unsurlarında olan faiz ekonominin tüm kesimleriyle olduğu gibi, özellikle ekonomideki arz ve talep kesiminin yakından ilgili olduğu enflasyonla, aynı zamanda enflasyonun da faiz ile arasında kuvvetli etkileşim bulunmaktadır. Fakat kimilerine göre bu ilişki faiz oranından enflasyona doğru iken kimilerine göre de enflasyondan faiz oranına doğrudur. İlişkinin yönü

¹¹¹ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makro Ekonomi**. Eskişehir, Eğt. Sağ. ve Bil. Arş. Çalış. Vakfı, 1999, s.76.

¹¹² Paya, **a.g.e.**, s.150.

¹¹³ Akdiş, **a.g.e.**, s.66.

konusunda değişik fikirler bulunmasına karşın ilişkinin olduğu yönünde ortak bir görüş bulunmaktadır.

Modern teoriye göre enflasyonist baskının olduğu dönemlerde paranın satın alma gücü her geçen gün azalmaktadır. Bugünkü vazgeçtiğimiz likit değerin kıymeti gelecekte daha fazla düştüğünden, aktifin bugün kullanılmamasının bedeli olan faiz oranlarının da yüksek olması gerekmektedir. Aynı zamanda enflasyonist ortamda fiyat artışları sermaye talebini uyararak faiz hadlerine doğru yukarı yönde baskı da yapabilmektedir.¹¹⁴

Faiz talep enflasyonunu iki noktadan etkilemektedir. Enflasyonist ortamda yüksek faiz oranlarının ikame etkisiyle tasarrufları teşvik edip tüketim harcamalarını kısacağı varsayılmaktadır. Bu şekilde talep baskısı ile oluşacak enflasyon önlenmiş olur. Öte yandan yüksek faiz oranları gelir etkisini harekete geçirip tasarruf artışlarına engel olabilir. Tüketim harcamasına doğru eğilimlerin artması da talep enflasyonunu hızlandırıcı etki meydana getirir. Özellikle enflasyonist baskının yoğun olduğu dönemlerde gelecek hakkında bazı enflasyonist beklentilerin oluşması, faiz oranlarının da yükselmesine neden olabilmektedir. Miktar teorisine göre $MV=PT$ biçiminde olan ekonominin genel dengesinde, faizi para kullanımı karşılığında alınan bedel olarak düşünürsek veya başlangıçta verilen paranın vade sonunda getirdiği fazlalık olarak ele alırsak, bunun teoriye eklenmesi daha uygun olacaktır. Bu durumda sol taraf $(M+i)V$ şeklini alır. Ekonomide paranın dolanım hızının sabit ve tam istihdamın olması durumunda faiz oranı kadar fiyatlar genel seviyesinde değişim meydana gelir $(M+i)V=(P+i)T$. Ancak bu durum tam istihdam için geçerlidir. Eksik istihdam olması halinde para miktarındaki artışlar fiyatları etkilemeden üretimi artırabilmektedir. Yani denklem $(M+i)V=P(T+i)$ şekline dönüşür.¹¹⁵

Keynese göre ekonomide toplam talep, marjinal tüketim eğilimi, sermayenin marjinal etkinliği ve likidite tercihine bağlı bulunmaktadır. Likidite fonksiyonunda değişim yok ise ekonomide para arzındaki artışlar faiz oranlarında düşüş meydana getirir. Bu durumda bireylerin spekülatif nedenle para tutmaları artırırken, düşen faizler müteşebbislerin yatırım harcamalarını genişletir ve efektif talepte artış meydana gelecektir. Efektif talepteki artışlar üretimde dolayısıyla da gelir düzeyinde

¹¹⁴ Akdiş, a.g.e.,s.61.

¹¹⁵ A.e., s.69.

artış meydana getirir. İkinci olarak para arzı bireylerin ellerine daha fazla para geçmesini sağlamaktadır. Elde edilen bu paraların bir kısmı ile alış-veriş yapılması toplam talep düzeyini etkilemektedir. Ancak buradaki talep artışlarının reel gelir düzeyine etki edebilmesi için ekonomide atıl kapasitenin bulunması gerekmektedir. Bu şekilde talep artışları reel gelirden artış meydana getirir, aksi durumda gelirin parasal ifadesindeki artışı temsil eden enflasyona neden olur.¹¹⁶

Milton Friedman para arzındaki artışların dinamik etkilerinin ihmal edilmesinden dolayı bu görüşü eleştirmiştir. Ona göre tahvil fiyatlarındaki artışlar kısa vadede faiz oranını aşağıya doğru çekmektedir. Bunun yanında uzun dönemde para arzı hem fiyat hem de gelir seviyeleri üzerinde etkili olmaktadır. Fiyat ve gelir etkileri daha sonra faiz oranlarındaki azalmayı tersine çevirmektedir. Daha da önemlisi para arzının artması enflasyonist beklentileri de artırmaktadır.¹¹⁷

Faiz oranları fiyat hareketlerinin yönü üzerinde iki şekilde etkili olmaktadır. Ekonomideki fiyat artışları toplam talebin toplam arzı geçmesi sonucunda toplam talebin sağa kayması fiyatları artırır. Genelde bu artışlar paranın ekonomiye enjekte edilmesiyle meydana gelmektedir. Faiz oranlarının artması hem hane halkının hem de firmaların borçlanma cesaretlerini kısıtlayıcı etki meydana getirir. Bu şekilde onların borçlanma cesaretleri azalır. Öte yandan yüksek faiz oranları tasarrufları canlandırıcı etki de meydana getirmektedir. Çünkü, harcamaların fırsat maliyetlerinde artış olması, toplam talep üzerinde tüketim elementlerini azaltıcı etki meydana getirir.¹¹⁸

Faiz oranlarında bir artış meydana geldiğinde borçlanmanın maliyetleri artmaktadır. Yükselen faizler nedeniyle kredi maliyetlerinin artmasından dolayı müteşebbisler de yatırım kararlarında çekingen davranmaya başlarlar. Yüksek faizler yatırımları öz kaynakları ile gerçekleştirmeye çalışan girişimciler üzerinde de olumsuz bir etki yapar. Çünkü, yatırım kararlarında üzerinde durulan en önemli konulardan birisi de yatırımlardan beklenen kârın faiz oranlarından büyük veya hiç olmazsa ona eşit olmasıdır. Aksi takdirde elinde yatırımlarda kullanılmak üzere kaynağı bulunan müteşebbis bunu riskli yatırımlarda kullanma yerine riskli olmayan

¹¹⁶ Üstünel, a.g.e., s.136.

¹¹⁷ Frederic S. Mishkin, *Money, Interest Rate and Inflation*, Brookfield, Edward Elgar Pub. Com., 1993. p. 4.

¹¹⁸ *How do interest rates influence the rate of inflation*, (Çevrimiçi)
http://www.courseworkbank.co.uk/coursework/do_interest_rates_influence_rate_inflation_2269/,
16.12.2003, p. 2.

banka mevduatı veya devlet tahvili şeklinde değerlendirme yolunu seçecektir. Faiz oranının hangi orandan seyrettiği ve ne yönde değiştiği kısa ve uzun dönemde faiz hadlerini belirleyen faktörlerin neler olduğu makro ekonomik analiz bakımından büyük önem arz etmektedir.¹¹⁹

Yüksek faiz oranları ekonomilerde yatırım eğilimlerini de azaltır. Çünkü; sermayenin marjinal getirisi yükselen faizler sonucunda azalacak ve işletmeler risk unsuru taşıyan yatırımların yapılması yerine diğer alanlarda faaliyet göstermeyi tercih edeceklerdir. Kredi kullanımını seçen yatırımcılar ise faizlerden kaynaklanan maliyet artışlarını ürün fiyatlarına yansıtmaya çalışacaklardır. Sonuçta hem üretimdeki düşüşler nedeniyle doğan talep fazlalığı hem de artan maliyetler fiyat artışlarına neden olabilmektedir.

Yüksek faiz oranlarının ekonomiye hangi yönde etki ettiği önemlidir. Yüksek faiz katı parasal politikaların yansımaları olabileceği gibi, enflasyonist beklentilerin yansımaları da olabilmektedir. Aynı zamanda bunların kısa dönem veya uzun dönem olarak ele alınmasına da bağlıdır. Kısa dönem için yüksek faizler enflasyonu düşürücü etki meydana getirirken uzun dönemde bu etki ortadan kalkmaktadır.¹²⁰ Geçmiş yıllarda faiz oranı politikaları kullanılarak enflasyonun kontrol edilmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Bunlardan en önemlisi Taylor kuralıdır. Bu kurala göre, enflasyon hedefi doğrultusunda merkez bankası uzun dönemli faiz oranlarını tespit etmelidir. Eğer beklenen enflasyon oranı hedeflenen oranın üzerine çıkarsa merkez bankası nominal faiz oranlarını uzun dönem hedeflerin üzerine çıkarmalıdır. Nominal faiz oranındaki artışlar tüketim harcamaları üzerinde etkili olan reel faiz oranlarını da artırır. Faiz oranlarındaki artışlardan dolayı tüketimin daralması, enflasyon oranı üzerinde düşürücü etki meydana getirir. Bu teoremin olumlu yanı enflasyonun neden kaynaklandığı sorusunun incelenmesine gerek bırakmamasıdır.

Faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiler Irwing Fisher varsayımına göre de ele alınmıştır. Fisher bir ülkede nominal faiz oranının reel faiz oranı ve beklenen enflasyon oranına eşit olduğu ifade edilmiştir. Buna göre; $i=r+p^e$ eşitliği vardır. Ülkeler arasında enflasyon beklentilerinin değişmesi faiz oranlarına yansımaktadır.

¹¹⁹ Yıldırım, Karaman, a.g.e., s.76.

¹²⁰ Gunter Dufey, Ian H. Giddy, *International Money Markets*, New Jersey, Prentice Hall International Inc., 1994, p.131.

Örneğin, borç verenler reel olarak bir yıllığına %4 oranında getiri elde etmek istemiş olsunlar. Eğer ekonomide enflasyon yok ise 100\$ borç vermenin karşılığı dönem sonunda 4\$ gelir elde edilir. Eğer enflasyon oranı %10 ise bu durumda önceki yıla göre satın alma gücünün %10 düştüğünü ifade etmektedir. Borç para verenlerin yine %4 oranında getiri elde etmeleri için %14 oranında getiriye sahip olmaları gerekmektedir.

Ekonomistler fiyat beklentilerinin oluşumu konusunda tam olarak belirlenmiş yapının olmadığını ifade etmektedirler. Son zamanlara kadar cari enflasyon oranlarının gelecekteki enflasyonun tespit edilmesinde iyi bir yaklaşım olduğu kabul edilmiştir. Bunun yanında 70'li yılların sonunda ve 80'li yıllarda rasyonel beklentiler üzerine yapılan çalışmalarda, piyasa beklentilerinin tüm ekonomik aktivitelerdeki bilgiler ele alınarak beklentilerin olduğu yönündeki düşünciyi savunma biçiminde gelişmiştir. Para politikalarında gevşeklik, kısıtlamalar veya diğer ekonomik aktiviteler bilinmeden basit olarak geçmişteki enflasyon ile gelecekteki enflasyon bilinemez. Fisher eşitliğinde reel faiz oranı nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon oranından düşülmesiyle ulaşılır. Fiili enflasyonun gelecekteki enflasyonu tayin ettiği varsayılırsa, fiili enflasyonun nominal faiz oranını aşması durumunda reel faiz oranları negatif değer almaktadır.¹²¹

Reel faiz oranının düşük seviyede olması borçlanmanın reel maliyetinin düştüğünü ifade etmektedir. Düşen reel faizler borçlanma eğilimlerini artırırken, borç verme eğilimlerini azaltmaktadır. 1970'li yıllarda nominal faiz oranları çok yüksek düzeyde iken reel faiz oranları oldukça düşük seviyede kalmış hatta bazı yıllarda negatif değer almıştır.¹²²

Reel faiz oranlarının değişmediği varsayımı altında ekonomistler yapmış oldukları çalışmalarda faiz oranlarının gelecekteki enflasyon üzerine yaptığı etkiler ele alınmıştır. Sargent (1972) faiz oranı ile beklentiler arasında bire bir ilişkinin olduğunu bulmuştur. Fama (1975) ABD hazine bonolar piyasasını 1953-1971 dönemi için araştırmıştır. O da bir aylık nominal faiz oranlarındaki artışların satın alma gücünde beklenen değişimi artırdığını bulmuştur. Mandelker ve Tandom(1981),

¹²¹ Kaufman, a.g.e., p.83.

¹²² Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fourth Edition, New York, Haper Collins College Publishers, 1995, p. 93.

Fama'nın kullandığı verileri geliştirerek 1966-1979 arasındaki dataları kullandılar ve benzer sonuçları elde etmişlerdir. Bu belirtiler reel faiz oranlarının fiyat değişmelerinden bağımsız olduğunu ifade etmektedir. Ancak daha sonra yapılan bazı çalışmalarda Fisher hipotezinin belirli zamanlar dışında geçerliliğini yitirdiği tespit edilmiştir. Gültekin (1983), Sheehan (1996), Nils (1996), Lee, Clark ve Skihn (1998) ve Koustas, Serktis (1999) bu uygunluk durumunun ABD dışında diğer ülkelerde uygulandığında aynı sonuçların elde edilemediği yönünde görüş ifade eden ekonomistlerden bazılarıdır.¹²³

Son zamanlardaki ampirik çalışmalarda Fisher ilişkisinin geçerli olup olmadığının araştırmalarında zaman serisi analizlerinde durağanlık testinin yapılması gerektiği ön plana çıkarılmıştır. Bu doğrultuda Rose (1988), Mishkin (1992) ve Evants ve Lewis (1995), Crowde ve Hoffman (1996), Ghafar ve Sekharan (1997) ve son dönemlerde Malliaropulos (2000) çalışma yapmıştır.

Mishkin (1992) Engle-Granger nedensellik testi tekniği ile Fisheriyen ilişkinin durağan olmayan enflasyon ve nominal faiz oranları ilişkisine odaklanmış ve buradaki birim kök analizinde nominal faiz oranları arasındaki ilişkinin uzun dönemde olduğunu tespit etmiştir. Evans ve Lewis savaş sonrası datalar ile enflasyon ve nominal faiz oranları arasındaki bağlantıyı gözlemlemiş ve uzun dönemde nominal faiz oranları ve enflasyon arasındaki ilişkilerin savaş sonrası verilere uygun olduğu görülmüştür. Crowde ve Hoffman (1996) 1952:1 ve 1991:4 periyodunda 3 aylık datalar ile nominal faiz oranları ve enflasyon arasında durağanlık bulamamışlardır. Daha ileri bir test ile Johansen (1988) nominal faiz oranları ile enflasyon arasında uzun dönemde ilişkinin olduğunu bulmuştur. Öte yandan Ghafar ve Secharan (1996) Malezya üzerinde Fisher etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. Malliaropulos (2000) Fisher etkisi ile ilgili olarak alternatif bir test önerisi yapmış ve değişkenlerin uygun zaman içerisinde bir dönemden diğerine ortaya çıkan değişmelerin giderilmesi ile VAR (Vektör Auto Regressive) analizi yapmış ve Fisher etkisinin hem uzun hem de orta dönemde mevcut olduğunu bulmuştur. Mishkin ve Simon (1995) Fisher etkisinin Avusturya için olup olmadığını ele almışlar ve daha

¹²³ Rasidah Mohd Said, Hawati Janor, "The Long-Run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation of the Asian Developing Countries" *Journal Economy Malaysia* 35, 2001, Çevrimiçi) <http://www.penerbit.ukm.my/FULLTEXT/jem35-01.pdf>, 05.01.2004, p.4.

sonra da Monte Carlo için simülasyon uygulaması yapmışlardır. Elde edilen sonuçlar uzun dönemde Fisher etkisinin daha yüksek olduğu şeklindedir. Fakat Said, Janor'un (2001) yaptığı inceleme sonuçlarına göre, bu etkinin gelişmiş ülkeler için olduğu gelişmekte olan ülkelerde Fisher etkisinin bulunmadığı Malezya, Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Filipinlerin dahil olduğu beş Asya ülkesindeki datalardan ortaya çıkmıştır. Bu incelemede Augmented-Dickey Fuller ve Engle – Granger testiyle durağanlık ve diğer değişkenler arasında ilişkinin durumu ele alınmıştır. Elde edilen sonuçlara göre Endonezya hariç diğer ülkelerde iki değişken arasında eş bütünleşmeye ulaşamamıştır.¹²⁴

Savaş sonrası periyotta ABD ve diğer ülkelerde para miktarı teorisi uzun dönemde faiz oranları, enflasyon ve parasal büyüme arasındaki ilişkilere makul bir tanımlama yaptığı gözlemlenmektedir. Özellikle 1970 ve 1980'li yıllarda ABD 'deki enflasyon ile M2 (veya M1) deki büyüme birbirlerine uyumludur. 1990'lı yıllarda nispi olarak düşük enflasyon ortalama parasal genişlemenin düşük seviyede tutulması ile açıklanabilir. 1970 ve 80'li yıllar ile 90'lı yıllarda enflasyon oranları % 2.5 düzeyinden daha düşük seviyede tutulmuştur. Yine bu dönemlerde M2'deki artış oranı da % 5 düzeyinden daha düşük seviyede gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre de ABD ve diğer ülkeler için Fisher'in enflasyon yaklaşımına uygun olduğu anlaşılmaktadır.¹²⁵

Piyasa ekonomilerinde fiyatlama mekanizmalarından faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olan unsurlar şu şekilde ifade edilmektedir:¹²⁶

$$\text{Piyasa faiz oranı} = r = r^* + IP + DRP + LP + MRP \text{ dir.}$$

Burada r nominal faiz oranı, r^* enflasyon oranının sıfır olduğu risk unsuru bulunmayan faiz oranıdır. Bu oranın literatürde uzun dönemde ortalama büyüme oranına eşit olduğu varsayılır. IP enflasyon primidir. Bu da paranın gelecekteki satın alma gücünün koruması açısından yatırımcıların talep ettikleri getiri değeridir. DRP ödeme riski primi, ana para ve gerçekleşen faizin vadesi dolduğundaki ödenmeme riskidir. Genel olarak hazine bonoları ile şirket bonosu arasındaki faiz farkı olarak

¹²⁴ A.e, p.10.

¹²⁵ Fernando Alvarez, Robert E. Lucas, and Warren E. Weber, "Interest Rates and Inflation", **Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper 609**, January 2001, (Çevrimiçi) <http://woodrow.mpls.frb.fed.us/research/wp/wp609.pdf>, 23.12.2003. p.1.

¹²⁶ Suat Teker, **Faiz Oranı ve Döviz Kuru Riski Yönetimi**, Ankara, Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, 1999, ss. 9-10.

düşünüldür. LP bir menkul kıymetin belirli bir fiyattan nakde dönüştürülmesi için ödenen primdir. Hazine bonoları ikincil piyasada yoğun işlem gördüğünden likidite primi düşüktür. MRP vade risk primi, faizlerin değişmesiyle ilerleyen dönemde yapılan yatırım döneminde daha düşük faiz oranı üzerinden tekrar yatırıma dönüştürülme riskidir. Bu risk senedin vadesi arttıkça yükselmektedir. $r_{RF}=r^*+IP$ olarak gösterilirse o zaman yukarıdaki denklem

Piyasa faiz oranı $=r=r_{RF}+DRP+LP+MRP$ şeklini alır.

Dışa açık ekonomilerde her ulusun borçlanma faiz oranları uluslar arası piyasalarda bu kıstaslar ölçüsünde oluşmaktadır. Enflasyonist eğilimlerin ve borçluluk oranlarının yüksek olduğu ülkelerde reel faiz oranları daha yüksek düzeyde gerçekleşmektedir.

Kanada için yapılan regresyon analizinde 1 yıllık ve 10 yıllık tahvillerin enflasyon beklentileri ve reel faiz oranları üzerindeki durumları ele alınmıştır. 1970 ve 1980 öncesi yıllarda genel olarak daha yüksek enflasyonist beklentileri yansıtmaktadır. Ayrıca 1994-95 dalgalanması reel faiz oranlarındaki beklenti değişimlerini yansıtmaktadır.¹²⁷

Reel faiz oranlarının artış kaydetmesi yurt dışına taşınmakta ve diğer endüstrileşmiş ülkelerin reel faizlerini arttırmalarına da neden olabilmektedir. ABD ile diğer ülkelerdeki faiz oranları arasında pozitif nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. ekonometrik çalışmalarda endüstrileşmiş ülkeler arasında son on yıldaki kısa dönem reel faiz oranlarının eşit olduğu yönünde kanıtlara rastlanmıştır.¹²⁸

2.1.3. Türkiye’de Faiz Oranları ve Enflasyon

Faiz oranlarında tavan sınırın devlet tarafından belirlenmesi 1980 öncesinde izlenen temel faiz politikasıdır. 1970’li yılların ortalarında bu tavanlar zaman zaman aşılmış olsa da genelde merkezi otoritenin faiz tavanının aşılmasına izin vermediği gözlemlenmektedir. Bu dönemde mevduat faizlerinde tasarruf sahiplerini koruyacak pozitif faiz uygulamasına izin verilmemiştir. Aynı şekilde kullanılan kredilerden de

¹²⁷ Pierre St-Amant, “Decomposing U.S. Nominal Interest Rates into Expected Inflation and Ex Ante Real Interest Rates Using Structural VAR Methodology”, **Bank of Canada Working Paper 96-2**, January 1996, (Çevrimiçi) http://www.bank-banque-canada.ca/publications/working_papers/1996/wp96-2.pdf, 05.12.2004, p.16.

¹²⁸ Robert E. Cumby, Frederic S. Mishkin, “The International Linkage of Real Interest Rates: The European-US Connection”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 5, 1986, p. 6.

pozitif reel faiz alınmamıştır. Bununla birlikte bankaların aldıkları faiz ve komisyonlar ile mevduata verdikleri faizler arasındaki marjlar da geniş tutulmuştur.¹²⁹

Düşük faiz politikalarının yurt içi tasarrufları artırmadığı sürece yatırımlar için teşvik unsuru olması beklenemez. Düşük faizler yatırım talebini ve buna bağlı olarak kredi ihtiyacını karşılayabilir. Fakat tasarruf miktarında artışın beklenmediği bir durumda yatırım miktarında da artış beklenemez.¹³⁰ Nitekim negatif faizlerin uygulandığı dönemlerde reel mevduatlarda azalmalar meydana gelmiştir. Çünkü uygulanan faiz politikası küçük tasarruf sahiplerinin zarar etmesine yol açmıştır. Bu nedenle tasarruflar bankalara mevduat kazandırma yerine daha yüksek getiri sağlayan altın gayrimenkul gibi alanlara yönelmiştir. Bu arada artan tüketim sonucunda yükselen fiyatlar enflasyonist eğilimleri artırmıştır.¹³¹

Öte yandan negatif faiz uygulaması sermayeyi aşırı kullandırıcı hale getirmiştir. Bu dönemde firmaların kredi kullanımlarıyla finansal kaldıraç etkisi meydana gelmiş ve firmaların karları genişlemiştir. Yine bu dönemde firmalar öz sermayelerini güçlendirmeyi göz ardı etmişlerdir. Onları bu uygulamaya iten neden ise kâr oranlarının faiz oranlarından daha ileri düzeyde seyir göstermesidir.¹³²

1980 sonrasında faiz politikalarında zihniyet değişikliğine gidildiği gözlemlenmektedir. Uygulamaya konulan ekonomik program çerçevesinde pozitif reel faiz uygulaması yönünde tavır sergilenmiştir. Faiz oranlarındaki artış ile ekonomide toplam talep ve toplam arzın olumlu yönde etkileneceği ve fiyat istikrarına destek sağlayacağı düşünülmüştür. Toplam talep açısından faiz oranları kısa vadede tasarrufları teşvik ederek ulusal yatırım araçlarına olan talebi canlandırır. Öte yandan da mal ve hizmet piyasalarına olan talepte daralma meydana getirir. Toplam arz yönünden ise, firmaların yatırımlarda ihtiyaç duydukları kredileri bulmalarında karşılaştıkları sıkıntıları ortadan kaldıracak ve üretim hacminde artış meydana gelecektir. Ancak gelişmekte olan ekonomilerde yüksek faiz uygulamaları maliyet artışı etkisi meydana getireceğinden arz yönünde olumsuz etki de meydana

¹²⁹ Targan Ünal, Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin, *Enflasyonist Ortamda Faiz Oranları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri*, İstanbul, İTO yay., 1990, s.47.

¹³⁰ İzzet Aydın, *Faiz Politikası; Gelişmeler ve Değerlendirmeler*, Ankara, TOBB Yay., 1987, s.20.

¹³¹ Ünal, Uzunoğlu, Alkin, a.g.e., s.50.

¹³² A.e., s.51.

getirmektedir. Bu bakımdan faiz artışlarının talepte meydana getirdiği daralmaların fiyat artışlarına yaptığı olumlu etkinin maliyet artışları sonucunda ortaya çıkan fiyatları artırıcı etkisinden az olması durumunda faiz oranlarının yüksek olması enflasyonun hızını azaltma etkisini ortadan kaldıracaktır.¹³³

Bu dönemde uygulanan pozitif reel faiz uygulaması işletmelerin sermayelerini finanse etmeye dönük kredi hacimlerinde önemli derecede reel artışlar meydana getirmiştir. Buna bağlı olarak işletmelerin fonlarındaki artışlar üretime katkı yapmıştır. Burada üretim artışlarının fiyatlar genel seviyesi üzerine olan talep baskısını azaltan etki yaptığı da söylenebilir.¹³⁴ Ancak 1980’li yılların sonlarına doğru banka kredilerindeki reel mevduat artışlarında meydana gelen yavaşlama ve banka kaynaklarının artan oranlarda kamu kesimi finansmanına yönelmesi sonucunda artan faiz oranları özel kesimin finansman maliyetlerini artırmış ve finansman ihtiyaçlarını daraltmıştır.¹³⁵

Türkiye’de Tablo: 6 ve grafik: 1 üzerinden de izleneceği üzere 1980 sonrasında ekonomik aktivitelerde piyasa güçlerinin etkin kılınmasına yönelik uygulamaların başlamasıyla birlikte faiz oranlarının da arttığı gözlemlenmektedir. Tasarruf ve DİBS faiz oranlarının 1984- 1988 yılları arasında enflasyon oranından daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Ancak bu farklılık çok yüksek seviyelerde olmamıştır. DİBS ile enflasyon oranı arasındaki makasın 1990 yılından itibaren açıldı görülmektedir.

DİBS faiz oranlarının bu şekilde artış göstermesinde kamu kesimi borçlanma gereğinde meydana gelen artışlar etkili olmuştur. İç borç faiz ödemelerinin GSMH’ya oranı 1990’lı yıllardan itibaren artmaya başlamıştır. 1990 yılının başında iç borç faiz ödemelerinin GSMH’ya oranı % 2 dolayında iken 1993 yılında bu oran % 4,6 seviyesine ulaşmıştır. 1998 sonrasında da bu artış devam etmiş ve 2000 yılında GSMH’nın % 12’sini geçmiştir.¹³⁶

¹³³ Büyükdeniz, a.g.e., s.76.

¹³⁴ A.e., s.79.

¹³⁵ Ünal, Uzunoğlu, Alkin, a.g.e., s.119.

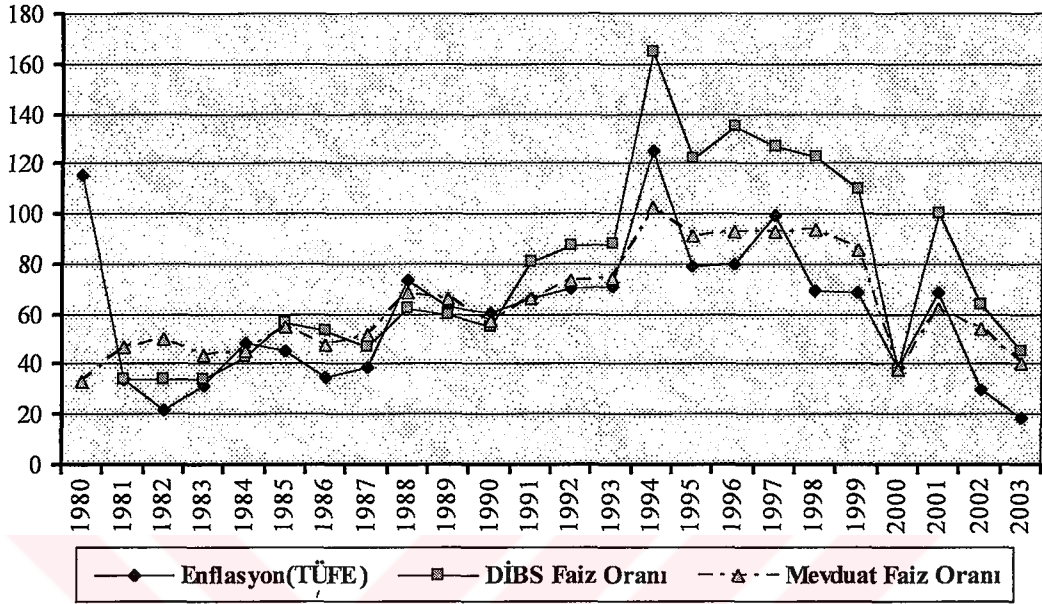
¹³⁶ Yeldan, a.g.e., s.118.

Tablo: 6
Türkiye’de Enflasyon ve Faiz Oranları

Yıllar	Enflasyon Oranları		Bir Yıllık Ortalama Faiz Oranları		
	TÜFE	TEFE	Mevduat	DİBS	Reeskont
1980	115,6	98,8	33,0	-	17,4
1981	33,9	35,5	35,0	34,0	30,7
1982	21,9	26,5	50,0	34,0	31,5
1983	31,4	29,7	45,0	34,0	48,5
1984	48,4	49,5	45,0	43,7	50,5
1985	45,0	41,6	55,0	56,2	52,0
1986	34,6	27,9	48,0	53,1	51,3
1987	38,9	36,8	52,0	47,1	45,0
1988	73,7	64,6	68,6	62,3	52,5
1989	63,3	67,3	66,2	59,9	54,0
1990	60,3	52,3	57,2	54,9	51,0
1991	66,0	54,0	66,1	80,5	53,4
1992	70,1	61,4	73,6	87,7	54,5
1993	71,1	60,3	74,4	87,6	54,5
1994	125,5	149,6	102,6	164,4	75,5
1995	78,9	64,9	91,6	121,9	60,4
1996	79,8	84,9	92,8	135,0	57,0
1997	99,1	91,0	93,0	127,2	66,5
1998	69,7	54,3	93,3	122,5	80,0
1999	68,8	62,9	85,5	109,5	80,0
2000	39,0	32,7	38,2	38,0	70,0
2001	68,5	88,6	62,2	99,7	70,0
2002	29,7	30,8	53,9	63,8	66,5
2003	18,4	13,9	40,27	45,0	57,6

Kaynaklar: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Raporları, 1981-83-85-88-90-93-98-03 Yılları; DPT, Temel Ekonomik Göstergeler 1987, DPT, 1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, (Çevrimiçi) http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03_02.03.2004; TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 12.02.2004’den alınarak hazırlanmıştır.

Grafik: 1
Türkiye’de Enflasyon ve Faiz Oranları



Kamu açıklarına paralel olarak 1994 yılından itibaren kamunun net borç ödeyici konuma geçmesi sonucunda derinliği fazla olmayan yurt içi mali piyasalar üzerindeki baskıyı artırması reel faizlerin yüksek düzeyde kalmasını sağlamıştır. Buna ilave olarak artan enflasyonist eğilimlerden dolayı risk priminin yükselmesi de reel faiz oranlarının yüksek olmasında etkili olmuştur. 1992-1999 döneminde iç borçlanmalarda reel faiz oranı %32 düzeylerine kadar çıkmıştır. Yükselen faizler kamunun borçlanma ihtiyacını daha da artırmış ve ülke borç-faiz kısır döngüsüne girmiştir.¹³⁷

Hükümetler açısından politik olarak faiz oranları ile oynama şeklinde açıkların finanse edilmesi, vergi veya kamu harcamaları yöntemiyle finanse edilmesinden daha kolaydır. Toplum nazarında faiz oranlarındaki değişimin etkileri dolaylı biçimde olmaktadır. Diğer yöntemlerde ise yapılan değişimin etkileri halk tarafından hemen hissedilmektedir. Sağlam maliye politikası uygulayacak gücü kendisinde bulamayan iktidarlar büyük ölçüde bu tür uygulamalara çaresiz kaldıkları için gitmektedirler.¹³⁸

¹³⁷ Parasız, Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar, s.444.

¹³⁸ Asaf Savaş Akat, "Kronik Enflasyon ile Mücadele: Sorunlar, Çözümler, Tereddütler", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı: 2, Şubat, 1992, s.7.

Grafik: 1'den de izleneceği üzere 2000 yılında uygulamaya başlanılan istikrar programı ile birlikte reel faiz oranlarında azalma meydana gelmiş, programın çözülmesiyle birlikte faiz oranları yine artış göstermiştir. 2001 yılında hayata geçirilen yeni istikrar programının uygulanması sürecinde enflasyon oranında ve faiz oranlarında düşüşler meydana gelmiştir. Ancak reel faiz oranlarındaki yükseklik günümüzde de devam etmektedir.

Faiz oranlarında bir artış meydana geldiğinde borçlanmanın maliyetleri de artmaktadır. Yükselen faizler nedeniyle kredi maliyetlerinin artması müteşebbislerin yatırım kararlarında çekingen davranmaya başlamalarına neden olmaktadır. Yüksek faizler yatırımlarını öz kaynakları ile gerçekleştirmeye çalışan girişimciler üzerinde de olumsuz bir etki yapar. Çünkü; yatırım kararlarında üzerinde durulan en önemli konulardan birisi de yatırımlardan beklenen kârın faiz oranlarından büyük veya hiç olmazsa ona eşit olmasıdır. Aksi takdirde elinde yatırımlarda kullanılmak üzere kaynağı bulunan müteşebbis bunu riskli yatırımlarda kullanma yerine riskli olmayan banka mevduatı veya devlet tahvili şeklinde değerlendirme yolunu seçecektir.¹³⁹ Özellikle 1990 yılı sonrasında büyük sanayi işletmelerinde faaliyet dışı gelirler üretim gelirlerini besleyen ek bir kaynak olmaktan çıkmış ve bu şirketlerin kârlarının olmazsa olmaz koşulu haline gelmiştir. 1994 krizi sonrasında özel büyük sanayi kuruluşlarının faaliyet dışı gelirleri % 43,9 seviyelerine çıkmıştır. Bu artış süreci izleyen yıllarda da devam etmiştir. 1999 yılında bu şirketlerin net bilanço kârlılıkları sabit fiyatlar ile % 42,5 oranında azalırken faaliyet dışı gelirleri % 43,5 artış göstermiştir. Bu şekilde sanayi sektörü kârlılığını korumuştur.¹⁴⁰ Bu bakımdan Faiz oranının hangi orandan seyrettiği ve ne yönde değiştiği kısa ve uzun dönemde faiz hadlerini belirleyen faktörlerin neler olduğu makro ekonomik analiz açısından büyük önem arz etmektedir.¹⁴¹

Kredi faizlerinin yapılan teşvik ve indirimlere rağmen maliyetler içerisindeki payının büyük olduğu ve bunların fiyatlara yansıtılarak enflasyonu itici yönde etki yaptığını söylemek Türkiye'de yaşanan süreci en iyi şekilde ifade etmektedir. Ekonomilerde firmaların maliyetlerinin fiyatlara ne oranda yansıtıktıkları büyük

¹³⁹ Yıldırım, Karaman, a.g.e., s.76.

¹⁴⁰ Yeldan, a.g.e., s.157.

¹⁴¹ Yıldırım, Karaman, a.g.e., s.76.

oranda cari talep ve piyasa yapısına bağlıdır. Türkiye'deki ekonomik yapı giderlerin fiyatlara kolaylıkla yansıtılabildiği niteliğe sahiptir. Çünkü, Türk imalat sanayiindeki firmalar tekelci veya oligopolistik görünüm arz ettiklerinden fiyat yapıcı özelliğe sahiptirler. Yapılan araştırmalarda imalat sanayiindeki fiyatların değişken fiyat artımı yoluyla belirlendiği ve buradaki firmaların maliyet ve talep yapısındaki değişimleri birkaç ay içerisinde fiyatlara yansıtılabildikleri ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda faiz oranlarındaki değişimler fiyatlara kolaylıkla yansıtılabilmektedir.¹⁴² Ayrıca bu araştırmada faiz oranlarındaki artışın dinamik etkileri ele alınmış ve mevduat ve kredi faizlerindeki %10 oranında meydana gelen artışlar, imalat sanayi toptan eşya fiyatları üzerinde 6 ay sonra %2.16, 9 ay sonra 3.63 ve bir yıl sonra %4.07 oranında etki meydana getirdiği sonucuna ulaşılmıştır.¹⁴³

Neticede reel faiz oranları ekonomilerde hem olumlu hem de olumsuz yönde etkide bulunmaktadır. Daha öncede ifade edildiği üzere düşük faiz oranları tasarrufların oluşmasını engellerken yüksek faizler de maliyet artırıcı etki yapmaktadır. Türkiye'de pozitif reel faiz uygulaması da kendisinden beklenen işlevi yerine getirmekte yetersiz kalmıştır. Fiyat istikrarının oluşmamasından dolayı faiz mekanizmasının tam çalışmaması bu sonucun elde edilmesinde önemli etkenlerden biridir. Bu aşamada reel faiz politikasından da vazgeçilmesi imkansız olduğundan faiz politikasına makro dengeler açısından bakılmalıdır. Sonuç olarak Türkiye'de bütçe açıklarının daraltılması, iç borçlanmaların düşürülmesi gerekir. Ayrıca enflasyonun kontrol altına alınmalı ve sermaye piyasası da daha etkin olmalıdır.¹⁴⁴

2.1.4. Döviz Kuru - Enflasyon İlişkisi

Döviz kurunda meydana gelen bir değişme yurt içi fiyatlar üzerinde etkili olmaktadır. Hatta bu durum kapalı ekonomik yapı görüntüsü veren ülkeler için de geçerlidir. Kapalı ekonomik görünümdeki ABD'de 1977-78 döneminde kur değişimleri enflasyonda artış meydana getirmiştir. Bazı durumlarda ulusal fiyat değişimleri de döviz kurlarını değiştirebilmektedir. Eğer bir ülkede enflasyon oranı

¹⁴² Akdiş, a.g.e., s.149.

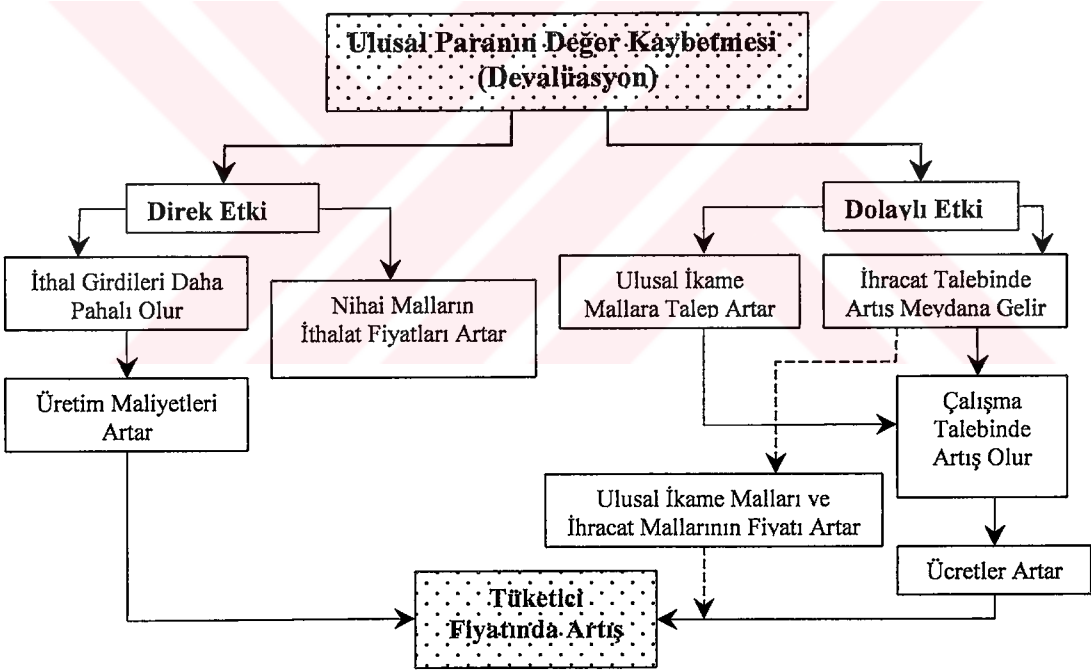
¹⁴³ Büyükdeniz, a.g.e., s.83.

¹⁴⁴ Orhan Morgil, Faiz Politikası; Gelişmeler ve Değerlendirmeler, Ankara, TOBB Yay., 1987, ss.17-18.

diğer başka bir ülkeden daha fazla ise doğal olarak enflasyon oranı yüksek olan ülkenin ulusal parasında değer kaybı yaşaması beklenebilir.¹⁴⁵

Döviz kurlarındaki değişimlerin ihracat ve ithalat fiyatlarını değiştirerek yurt içi fiyatlara yansımaları “*pass-through*” olarak ifade edilmektedir.¹⁴⁶ Ulusal paranın değer kaybının etkileri direk ve indirek yol olmak üzere iki şekilde meydana gelmektedir.

Şekil: 25 üzerinde ayrıntılı biçimde izleneceği gibi, ekonomilerde ulusal paranın değer kaybetmesi başlangıçta ithalat girdileri kullanan firmaların girdi maliyetlerinde artış meydana getirmektedir. Girdi maliyetlerinin artması üretilen malların fiyatlarının yükseleceğini ifade etmektedir. İkinci olarak tüketim kalıpları üzerinde etkili olmaktadır. Yurt dışından ithal edilen mal fiyatlarının ulusal para cinsinden pahalı hale gelmesi yine tüketici fiyatlarına yansımaktadır.



Sekil: 25

Ulusal Paradaki Değer Kaybının Etkileri

¹⁴⁵ Peter B. Kenen, Clare Pack “Exchange Rates, Domestic Prices, and Adjustment Process”, *Exchange Rates and The Monetary System*, Ed. By. Peter B. Kenen, Brookfield, Edward Elgar Pub., Com., 1994. p.275.

¹⁴⁶ A.e., p.279.

Döviz kurlarında meydana gelen değişmelerin fiyatlara yansması dolaylı şekilde de olabilmektedir. Döviz kurlarında meydana gelen değişmeler ulusal malların hem yurt içi hem de yurt dışı talep kompozisyonlarında değişim meydana getirir. İthal mallarının artan fiyatlarından dolayı ithal ikameci mal üretimlerine olan talep artışları bu tip ürünlerin fiyatlarında yukarı yönde baskı meydana getirir. Öte yandan ulusal malların dış fiyatlarının nispi olarak düşmüş olması ihraç ürünlerinin dış rekabetini de artırmaktadır. Artan rekabet ticareti yapılan ürünlerin fiyatlarında yukarı yönde hareket meydana getirebilir. Bu ürünlerin fiyat artışlarında daha pahalı hale gelen ithalat girdileri de etkili olmaktadır. Bu şekilde ulusal üretimdeki mallara olan talep genişlemesi daha fazla çalışma ihtiyacını gündeme getirmektedir. Potansiyel olarak ücret artışları da fiyatları artırmaktadır.¹⁴⁷

Döviz kurundaki değişmelerde kurların düşmesiyle fiyatlarda aşağıya doğru esneklik çok düşük değerde iken, ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte fiyatlar bu değişime karşı esnek olmaktadır. Ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte meydana gelecek “*pass-through*” etkisi bazı etkenlere bağlı bulunmaktadır:

-*Arz ve talebin esnekliği*: İthalat girdilerinde oransal olarak ne kadar yurt dışına bağımlılık var ise maliyet yapıları da kurlara karşı daha hassas hale gelir. Bu şekilde fiyatlar ve üretim hacmi üzerinde döviz kurlarındaki değişimin etkisi de o nispette artış yapar. Dış şartlarda değişim meydana gelmeden de ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda eğer tüm girdiler ithal ediliyor ve talep eğrisi tam olarak inelastik veya arz eğrisi tam inelastik ise fiyatlara tam olarak yansır.¹⁴⁸ Yani, talep esnekliği ne kadar yüksek ise ithalat fiyatlarındaki artış devalüasyona göre nispi olarak daha düşük olur. Küçük bir ülkede ithalatın yurt içi arz esnekliği ve talep esnekliği düşüktür. Çünkü, bu ülkeler yabancı malları yurt içindeki üretim ile ikame edemezler. Bu nedenle büyük ülkeler ile kıyaslandığında *pass-through*'un daha yüksek olması beklenir.¹⁴⁹

¹⁴⁷ “The impact of Exchange Rate Movements on Consumer Prices”, **Bank of Canada Review Winter 1996-1997**, (Çevrimiçi) <http://www.bank-banque-canada.ca/publications/review/r971a.pdf>, 19.10.2002, p.22.

¹⁴⁸ A.e., p.26.

¹⁴⁹ Kenen, Pack, a.g.e., p. 279.

-*Ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte yabancı üreticilerin ulusal ekonomideki piyasa payında istikrarı sağlamak için fiyat ayarlamasına girmeleri.* Firmaların bu şekilde stratejik davranış içerisinde girmeleri pass-through etkisini sıfır noktasına bile götürebilmektedir.¹⁵⁰

-*Ulusal paranın değer kaybındaki oran:* Ulusal paranın değer kaybındaki oranın büyüklüğü fiyat ayarlamaları üzerinde etkili olmaktadır. Firmaların üretim ve fiyat ayarlamalarında katalog, güncelleme, yeniden etiketleme gibi işlemler bazı durumlarda maliyetli olabilmektedir. Bu yüzden firmalar küçük değer kayıplarındaki azalan karlarını ulusal paranın değer kaybetmesiyle doğacak olan talep artışı ve kataloglama veya etiket yenileme maliyetlerinden elde ettikleri kazançlar ile gidermeye çalışırlar.

-*Enflasyon Beklentileri:* John Taylor enflasyonist ortamın olmadığı ekonomilerde pass-through olayının fazla olmadığını tespit etmiştir. Taylor'un modeli monopolistik piyasa ve değişen fiyatlara bağlı olarak firma davranışlarına dayanmıştır. Monopolistik ve enflasyonist eğilimlerin yüksek olduğu piyasalarda ne kadar enflasyonist eğilimlerde artış var ise maliyet artışları da o oranda süreklilik kazanmaktadır.¹⁵¹

Öte yandan enflasyonist beklentilerin bulunmadığı ortamlarda firmaların ulusal paranın değer kaybetmesini algılama biçimleri de onların uyum stratejilerine yansımaktadır. Eğer ulusal paranın değer kaybının geçici olduğuna inanılıyor ise ne üretim ne de fiyatlarda dengelenme yapılmayacaktır. Çünkü, ilerleyen dönemlerde ulusal paranın değer kazanması maliyetleri tekrar eski konumuna getirecektir. Bu karar kâr marjları üzerinde geçici sıkışık olduğunu ifade ederken, oluşan yeni duruma karşı yapılacak düzenleme maliyetlerinden (etiketleme, kataloglama) uzak kalınarak elde edilen tasarruflar ile dengelenir.¹⁵²

-*Piyasa payı stratejisi:* Piyasa payını kaybetmek istemeyen firmalar fiyat artışı yapmazlar. Firmalarda piyasa payı kâr marjlarının belirlenmesinde oldukça önemlidir. Piyasadaki paylarını genişletmek için büyük çabalar sarf etmişlerdir.

¹⁵⁰ Sebastian Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention" **NBER Working Paper 8529**, October 2001 (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w8529.pdf>, 19.10.2002. p.10.

¹⁵¹ Ehsan U. Choudhri, Daila S. Hakura, "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does The Inflationary Environment Matter?", **IMF Working Paper 194**, December 2001, p.3.

¹⁵² "The impact of Exchange Rate Movements on Consumer Prices", p.27.

Sonuç olarak bir firma piyasadaki eski payını sürdürebilmek için kazançlarındaki payları geçici olarak daraltmayı kabul eder. Bunu yaparken ya daha az miktarda ithal girdisi kullanır veya ürünlere daha düşük kâr marjı koyarlar. Firma satış fiyatlarını paranın değer kaybına göre ayarlar ise rekabette piyasa payını kaybetme riski ile karşılaşabilir. Eğer bir firma fiyat artışı yapar ve daha sonra da piyasadaki payında azalma olursa, o zaman düşünülenenden daha az miktarda kazanç elde edecektir. Bu durumda firma daha yüksek maliyetlere rağmen fiyatların değiştirilmediği durumdaki kazançlarından daha düşük seviyede kazanç elde edebilir.

Piyasa payı stratejisine ihracatçılar da başvurabilmektedirler. Bunun en açık örneğini 1995 yılında Japon otomobil üreticilerinin davranışları oluşturmaktadır. Japon Yeni'nin dış piyasada değerlendirilmesi karşısında ihracat yapılan araçların fiyatları düşük tutularak Japon üreticiler piyasadaki paylarını korumuşlardır. Bu uygulama ile kurların değişiminden doğan olumsuzluklar azaltılmıştır. Bu uygulamada ithalatçının payından ziyade ihracatçının kazanç marjlarında azalma meydana gelmiştir.¹⁵³

Döviz kurlarındaki değişimin fiyatlar üzerinde meydana getirdiği etkinin boyutu uygun parasal ve döviz kuru politikalarının oluşturulması açısından tartışılmaktadır. Düşük döviz kuru enflasyon hedefi açısından daha kolaylaştırıcı etki meydana getirmekte, parasal politikadaki hedeflere ulaşma açısından serbestlik kazandırmaktadır.¹⁵⁴

Dornbush & Krugman (1976) ve Spittaller (1978)'in yaptıkları çalışmalarda ithalat fiyatlarındaki değişimler tüketici fiyatlarına yansımaktadır. Bir yıllık çalışmada elde edilen bulgular düşük ve bazı anormallikler bulunmaktadır. Japonya daha açık ülke olmasına karşılık yansımalar oldukça yüksek oranlarda çıkmaktadır. Almanya ise oldukça düşük oranlarda değişim göstermektedir. Son incelemelerde döviz kurundaki değişimlerin fiyatlara yansımaları iki veya üç çeyrek sonra ortaya çıktığı gözlenmiştir.¹⁵⁵

Eğer döviz kurundaki değişimler ile fiyatlar az yada çok birbirlerine simetrik iseler bu durum kısır döngüye de yol açabilmektedir. Ulusal paranın değer

¹⁵³ A.e., p.27.

¹⁵⁴ Choudhri, Hakura, a.g.e., p.3.

¹⁵⁵ Kenen, Pack, a.g.e., pp.280-282.

kaybetmesi ile fiyat artışları meydana gelmektedir. Düşük enflasyona sahip olan ülke ile yüksek enflasyona sahip ülke arasındaki enflasyon farkı yüksek enflasyona sahip olan ülkenin parasının tekrar değer kaybetmesine neden olmakta, bu durumda paranın değer kaybettiği ülkede tekrar fiyat artışları kaçınılmaz olmaktadır. Bu hareket patlayıcı etki yapmamakla birlikte maliyetli içeriğe sahiptir.¹⁵⁶

Tüm ampirik çalışmalar nominal kurlarda meydana gelen değişmelerin mal fiyatlarına tamamen yansımadığını göstermektedir. Bunlardan bazılarında nominal kurlardaki değişmelerin harcama değiştirici etkilerinin fazla olmadığı ortaya çıkmıştır. Yani, nominal döviz kurundaki değişmeler karşısında yerli üretim malları ile yurt dışından ithal edilen mallar arasında ikame durumu yüksek oranlarda değildir.¹⁵⁷ Deverux ve Engel'in çalışmalarında kur değişmelerinin harcama değiştirici yanı olmadığı ortaya çıkmış olmasına rağmen, diğer daha gerçekçi modellerde bazı ikame durumlarının bulunduğu tespit edilmiştir.¹⁵⁸

Döviz kurlarının ulusal fiyatlar ve enflasyon üzerine yaptığı etkiler sayısal olarak farklı ekonomik modeller yardımıyla bulunmaya çalışılmıştır. Geleneksel en küçük kareler yöntemi ile Woo (1984), Gagnon ve Ihring (2001), ağırlıklı en küçük kareler ile Choudri ve Hakura (2001), panel dataları ile De Gregori ve Borensztein (1999), Golfajn ve Werlang (2000), VAR analizi ile Mc Carty (1999), hata düzeltme modeli ile Beaumont (1994), Garcia ve Resterto (2001) araştırma yapmıştır. Yapılan çalışmalar sonucunda gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kurlarındaki değişmelerin enflasyon ve fiyatlar üzerine etkilerinin gelişmiş ve OECD ülkelerine göre daha fazla olduğu gözlemlenmiştir. Buna göre düşük enflasyonlu güvenilir ekonomilerde firmalar girdi fiyatlarındaki değişmelere bağlı olarak sık sık fiyat değişimleri konusunda gönülsüz davranmaktadırlar. Çünkü, maliyetlerdeki değişmelerin geçici olduğuna inanılmaktadır.¹⁵⁹

Goldfajn ve Werlang'ın (2000) yapmış oldukları çalışmada panel dataları ile ekonominin konjonktür durumundaki pass-through etkisi incelenmiştir. Döviz

¹⁵⁶ A.e., p.276.

¹⁵⁷ Michael B. Devereux, Charles Engel, "Exchange Rate Pass-Through, Exchange Rate Volatility, and Exchange Rate Disconnect" **NBER Working Paper 8858**, April, 2002, <http://www.nber.org/papers/w8858.pdf>, 11.12.2003. p.1.

¹⁵⁸ A.e., p.33.

¹⁵⁹ Tsesliuk Siarhei, **Exchange Rate and Prices in An Economy With Currency Substitution: The Case of Belarus**, 2002, (Çevrimiçi) http://eerc.kiev.ua/research/matheses/2002/Tsesliuk_Siarhei/body.pdf, 31.10.2003. p.8.

kurlarındaki değişimin ardından 20 ay sonra pass-through etkisinin doruk noktasına çıktığı hesaplanmıştır. Mc Carty döviz kurundaki değişimlerin tüketici fiyatlarına yansımalarını 9 gelişmiş ülke örneği alınarak incelemiş ve kurlardaki değişimlerin ithalat fiyatları üzerinde etkili olmakla birlikte tüketici fiyatlarına yaptığı etkinin oldukça sınırlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.¹⁶⁰

Campa ve Goldberg 1975 ve 1999 yılları arasındaki verilere göre döviz kurundaki değişimlerin pass-through etkisini gösteren katsayı 25 OECD ülkesi için dört periyodik süreçte 0.61, 1975-99 arasını kapsayan dönemde ise 0.77 olarak hesaplanmıştır. 1990'lı yıllarda pass-through etkisinin giderek düştüğü tespit edilmiştir. Campa ve Goldberg'e göre bunun birinci nedeni dünya çapında döviz kuru ve enflasyondaki dalgalanmaların azalması, ikincisi ise dünya ticaret yapısındaki değişimdir. Dünyada hammadde ve metal ticareti azalmış buna karşılık fabrika üretimi ürünlerin ticaretinde artış meydana gelmiştir.¹⁶¹

Sonuç olarak ekonomilerin gelişim sürecinde döviz kurlarında meydana gelen değişimlerin etkilerinin önceki yıllara göre azaldığı, ancak bu etkinin devam ettiğini söylemek yanlış bir değerlendirme olmayacaktır. Döviz kurlarındaki değişimlerin fiyatlara yansımaları gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ülkelere göre daha yüksek oranda olduğu genel kabul gören yaklaşım olarak ortaya çıkmaktadır.

2.1.5. Türkiye'de Döviz Kuru ve Enflasyon

Döviz kurundaki değişimlerin yurt içi fiyatlar üzerine yaptığı etki yurt içi ve yurt dışı faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir. Daha önce de ifade edildiği üzere ülkelerin ithal ettiği ürünlerin fiyatlarında meydana gelen değişimlerin yurt içi piyasaya yansımada ithalatın talep esnekliği önem arz etmektedir. İthalat talep esnekliği ne kadar düşük ise o oranda maliyetlerde artış meydana getirmektedir. Bu

¹⁶⁰ Andreas Billmeier, Leo Bonato, "Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy in Croatia", **IMF Working Paper 109**, June, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp00109.pdf>, 23.06.2003. p.10.

¹⁶¹ Akira Otani, Shigenori Shiratsuka, and Toyoichiro Shirota, "The Decline in the Exchange Rate Pass-Through: Evidence from Japanese Import Prices", **IMES Discussion Paper No. 2003-E-1**, May, 2003, (Çevrimiçi) http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/fedps2003_index.html, 11.12.2003, pp.1-7.

şekilde olduğu zaman yerli üretim mallarının fiyatları da yüksek oranda ithal edilen ürünlerin fiyatlarına uyumlu bir şekilde artacaktır.¹⁶²

Gelişmekte olan ülkelerde genel olarak ithalatın talep esnekliği ve yurt içi arz esneklikleri düşük olarak tespit edilmiştir. Bu bağlamda ülkemizde de döviz kurlarında meydana gelen değişimler yurt içi fiyat düzeylerine etki etmektedir. Türkiye’de 2001 yılındaki çıkan kriz bağlamında Leigh ve Rossi’nin yaptığı çalışmada döviz kurlarındaki meydana gelen değişimlerin fiyatlar üzerinde yaptığı etkilerin oldukça yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Araştırma sonucuna göre döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkileri yaklaşık bir yıl sonrasında tamamlanmaktadır. Kurların değişimi sonrasında geçen 11 aylık süre sonunda toptan eşya fiyatları üzerinde %60, tüketici fiyatları üzerinde %45 oranında etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Kurlardaki değişimin dördüncü ayı sonrası ise toptan eşya fiyatlarında %50 tüketici fiyatlarında ise %40 oranında etkisini hissettirmiştir. TÜFE’de etkisinin düşük olması, 1999 ve 2001 yılında yaşanan ekonomik daralma nedeniyle ertelenen talebin sonucudur. Türkiye’de döviz kurlarındaki değişimlerin sonuçları bütün gelişmekte olan ülkeler baz alındığında hem oran yüksek hem de etkileme hızının çabuk olduğu görülmektedir.¹⁶³

Yapılan araştırma sonucuna göre, gelişmekte olan ülkelere Brezilya’da döviz kurlarındaki sıçramanın ardından yirmi ay sonra ekonomide TÜFE üzerine %22, TEFE üzerine ise %66 oranında etki yapmıştır. Kore’de Eylül 1997’den itibaren bir yıllık süreçte TÜFE’de %6,6 oranında değişim meydana getirmiştir. Tayland’da ise Haziran 1997’den Haziran 1998’e kadar geçen sürede ulusal paranın dolar karşısında %49,7 oranında değer kaybının tüketici fiyatlarında yaptığı değişikliğin sadece %10,1 olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹⁶⁴

¹⁶² Mohamed Abdul Hafez Ghars El-Din, Yousuf Hasan Jawad Mohammad, “Exchange Rate and Domestic Prices in The Gcc Countries”, **ERF Working Paper 0105**, August, 1998, p.10.

¹⁶³ Daniel Leigh, Marco Rossi, “Exchange Rate Pass-Through in Turkey”, **IMF Working Paper 204**, November, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02204.pdf>, 27.02.2004, p.10.

¹⁶⁴ A.e., p.11.

Tablo: 7

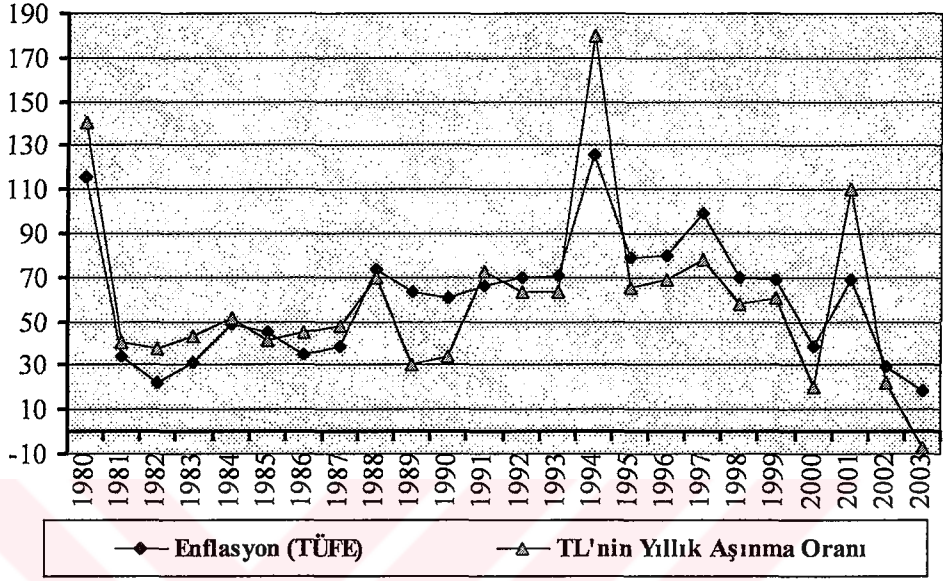
Türkiye’de Enflasyon ve TL’deki Aşınma Oranları

Yıllar	Enflasyon Oranları		TL’deki Yıllık Aşınma Oranı (Kur sepeti 1\$+1,5DM; 2001 sonrası 1\$+0,77Euro)	
	TÜFE	TEFE	Yıl Sonuna Göre	Yıllık Ortalamaya Göre
1980	115,6	98,8	140,2	134,3
1981	33,9	35,5	40,0	45,3
1982	21,9	26,5	37,5	35,0
1983	31,4	29,7	43,2	36,0
1984	48,4	49,5	51,2	57
1985	45,0	41,6	41,2	41,3
1986	34,6	27,9	44,8	44,1
1987	38,9	36,8	47,7	38,7
1988	73,7	64,6	69,4	68,1
1989	63,3	67,3	30,2	44,0
1990	60,3	52,3	34,2	32,0
1991	66,0	54,0	72,4	57,8
1992	70,1	61,4	63,7	70,0
1993	71,1	60,3	63,4	55,5
1994	125,5	149,6	179,6	174,1
1995	78,9	64,9	65,6	62,5
1996	79,8	84,9	68,9	73,3
1997	99,1	91,0	78,1	74,4
1998	69,7	54,3	57,8	71,2
1999	68,8	62,9	61	57,2
2000	39,0	32,7	19,9	39,6
2001	68,5	88,6	110,5	93,6
2002	29,7	30,8	21,9	20,5
2003	18,4	13,9	-7,3	7,3

Kaynaklar: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Raporları, 1981-83-85-88-90-93-98-03 Yılları; DPT, Temel Ekonomik Göstergeler 1987, DPT, 1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, (Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03>, 02.03.2004; TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 12.02.2004’den alınarak hazırlanmıştır.

Tablo: 7 ve grafik: 2’den de izleneceği üzere, döviz kurlarında artışın olduğu yıllarda enflasyon oranlarında da yükselme gözlemlenmektedir. Özellikle 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan kriz sonrasında döviz kurlarındaki sıçramaların bu yıllarda enflasyon oranlarının yüksek seviyelere ulaşmasındaki en önemli faktörlerden biri olduğunu göstermektedir.

Grafik: 2
Türkiye’de Enflasyon ve TL’nin Aşınma Oranları



Türkiye’de döviz kurlarında meydana gelen değişmelerin fiyatlara yansımada grafik ten’de izleneceği üzere 1980 yılındaki istikrar programının ardından kurlardaki gerileme ile takip eden süreçte ki enflasyon oranlarında meydana gelen düşüşler arasında paralellik görülmektedir. 1980 yılı istikrar programı sonrası azalan enflasyon ilerleyen yıllarda oluşan makro ekonomik dengesizliklerin de etkisiyle yine artış eğilimi göstermiştir. Enflasyonist süreç ile birlikte 1989 yılında sermaye piyasalarında tam liberalleşmenin sağlanması için alınan 32 sayılı karar para ikamesi olgusunu gündeme getirmiştir. İlerleyen süreçte artan enflasyon, para ikamesindeki artışları körükleyici etki yapmıştır. Türkiye’de para ikamesinin yüksek düzeylere ulaşması fiyatları resmi veya gayri resmi biçimde dövize endeksli hale getirmiştir. Bu yüzden Türkiye’de döviz kurlarındaki artış ile birlikte yurt içi fiyat seviyelerinde artış meydana gelmektedir. Öte yandan üretimde bulunan firmaların oligopolistik yapıya sahip olmaları da döviz kurundaki değişmelerden doğan fiyat yükselmelerinin yurt içi piyasaya yansıtılmasını kolaylaştırmaktadır.¹⁶⁵

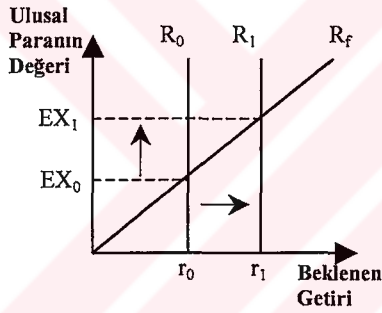
Döviz kurunda meydana gelen yükselmeler karşısında fiyatlar hızlı bir şekilde cevap verirken, kurların artış hızının düştüğü dönemlerde ise fiyat artışlarındaki

¹⁶⁵ Leigh, Rossi, a.g.e., p. 10.

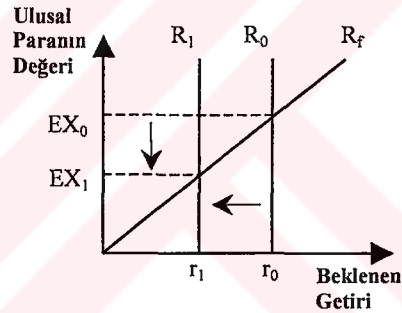
düşüş oranının buna paralel düzeyde olmadığı görülmektedir. Burada az önce de ifade edildiği gibi oligopolistik yapının ve enflasyonist beklentilerin yüksek olmasının önemi bulunmaktadır.

2.1.6. Faiz Oranları - Döviz Kuru İlişkisi

Ulusal ekonomilerde bonolardan beklenen getiri oranları faiz oranlarına bağlı olarak değişmektedir. Genel olarak faiz oranları reel faiz oranı ile beklenen enflasyon oranının toplanmasıyla elde edilmektedir. Yurt içi faiz oranlarındaki artışlar yurt içi varlıkların beklenen getiri oranlarındaki artışı ifade etmektedir. Şekil: 26'da R eğrisi R_0 'dan R_1 konumuna geçer. Çünkü, yurt içi varlıklar üzerindeki daha yüksek getirilerden dolayı ulusal varlıkları satın almak isteyen yatırımcıların taleplerinde artış meydana gelir. Bu nedenle ulusal paraya daha fazla talep duyulması ulusal paranın değerlenmesine neden olur.



Sekil: 26



Sekil: 27

Yurt İçi Faiz Oranındaki Değişmelerin Kurlara Etkisi

Şekil: 26'da görüldüğü üzere yurt içi faiz oranlarındaki artış reel faiz oranları eğrisini sağa doğru (R_0 ' dan R_1 ' e) kaydırır. Aynı şekilde ulusal reel faiz oranlarının düşmesi nedeniyle getirilerin azalması da yatırımcı taleplerinin yabancı varlıklara yönelmesine ve ulusal paranın değer kaybetmesine neden olur. Faiz oranlarındaki azalma Şekil: 27'de eğrinin R_0 'dan R_1 konumuna geçmesiyle ifade edilmiştir. bu durumda ulusal paranın değeri de EX_0 'dan EX_1 'e kayar. Özetlemek gerekirse değeri şeylerin değişmediği varsayımında yurt içi reel faiz oranlarında meydana gelen artışlar ulusal paranın değerinde de artış meydana getirir.¹⁶⁶

¹⁶⁶ R. Glenn Hubbard, *Money, The Financial System and The Economy*, New-York, Addison-Wesley Pub. Comp., 1995, p.190.

Faiz oranlarının yükselmesi ekonomiler üzerinde iki türlü düşünceyi meydana getirmektedir. Faiz oranlarındaki yükselme ulusal para da güçlenme olacağını gösterebileceği gibi, zayıflayacağı fikrini de ortaya çıkarabilmektedir. Enflasyonist beklentilerin bulunmadığı ülkelerde faiz oranlarının yükselmesi bu ülkelerde paraya olan talebi artırır ve ulusal paranın değerinde yükseliş meydana gelir. Diğer yandan faizlerin yükselmesi daha zayıf parayı da ifade edebilmektedir. Beklenen enflasyon oranının yüksek olmasından dolayı ulusal paranın değer kaybedeceği yönünde beklentiler oluşur. Satın alma gücü paritesine göre ortalama enflasyon oranı kadar ulusal paranın değer kaybetmesi hesaplanır. Bu şekilde daha yüksek faiz oranından doğan kazançlar, ulusal paranın değer kaybetmesiyle dengelenebilir.

Amerika ve Arjantin faiz oranlarının döviz kurları ile ilişkisi bakımından iki zıt örneği oluşturmaktadır. 1980'li yıllar öncesinde Amerika'daki yüksek faizler doların diğer paralar karşısında gücünü artırmıştır. Arjantin'de ise daha yüksek faiz oranları (%100'den daha fazla) ulusal paranın diğer paralar karşısında zayıflamasına neden olmuştur. Bu iki aşırı uç örnek faiz oranları ile döviz kurlarının ters yönde ilişkisinin olabileceğini göstermektedir. Ancak her iki ülkede de döviz kurları reel faiz oranlarındaki artışlara pozitif reaksiyon göstermiştir. Burada asıl sorun para arzında meydana gelen bir genişleme nedeniyle enflasyonun artış göstermesidir.¹⁶⁷

Faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişkiler Fisher etkisine göre de açıklanabilmektedir. Bu ilişki nominal faiz oranları reel faiz oranları ve enflasyon birleşimi ile ifade edilir eğer ülkeler üzerindeki reel faiz oranları yaklaşık olarak dengede ise nominal faiz oranları beklenen enflasyondan kaynaklanan farklılık kadar değişim kaydedecektir. Sözelimi A ülkesindeki enflasyon oranı B ülkesinden daha fazla ise A ülkesindeki enflasyon farkı kadar bu ülkenin parasında değer kaybı beklenir. Dolayısıyla bu ülkede nominal faiz oranları da bu oranda değişim gösterir. Bu ifadeye piyasaların tam çalışmadığından dolayı bire bir uyum sağladığını söylemek oldukça güçtür.¹⁶⁸

Ekonomilerde mal fiyatları döviz kurları gibi sürekli değişim içerisinde değildir. Bu itibarla ulusal paranın değerli hale gelmiş olması reel kurların da değiştiğini ifade etmektedir. Ulusal para fiyatları açısından döviz kurlarındaki

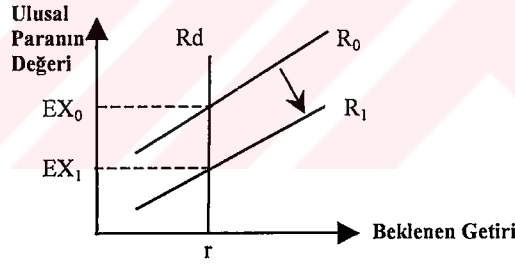
¹⁶⁷ Dufey, Giddy, a.g.e., p.131.

¹⁶⁸ Cooper, a.g.e., p.478.

dalgalanma basit bir şekilde satın alma gücünden uzaklaştığını ifade etmektedir. Çünkü, ithal mallarının yurt içi fiyatları yurt içi para birimi açısından değişmeden kalmaktadır. Oysa yurt içi ulusal paranın fiyatları aşağı veya yukarı doğru değişebilmektedir.¹⁶⁹

Reel döviz kurları ve reel faiz oranları farklılığı arasındaki ilişkileri açıklamada Mees ve Rogoff (1988), Edison ve Pauls (1993) ve diğer bazı ekonmistler Engle-Granger nedensellik testiyle uzun dönem ilişkileri açıklamakta yetersiz kalmışlardır. Bazı şekillerde Edison ve Melick (1999) ve Macdonald (1997) Johansen'in (1988) metodunu kullanarak daha güçlü kanıtlara ulaşılmıştır.¹⁷⁰ Aynı şekilde Baxter (1994) band spektrum metoduyla reel döviz kurları ve reel faiz oranları farklılığı arasında güçlü korelasyon bulmuştur.¹⁷¹

Yurt dışı reel faiz oranlarındaki değişimler de ulusal paranın değeri üzerinde etkili olmaktadır. Şekilde yurt dışı faiz oranlarının sağa doğru hareket etmesi ulusal paranın yurt dışı değerinin de EX_0 'dan EX_1 konumuna geçmesini sağlar. Ters durumda ise ulusal paranın yurt dışı değerinde artış meydana gelir.¹⁷²



Şekil: 28
Yurt Dışı Faiz Oranı Artışının Kurlara Etkisi

19. Yüzyılın sonuna kadarki altın standardı döneminde parasal politikalarda faiz oranı politikaları ile döviz kurlarının birbirleriyle ilişkisinin olduğu genel olarak kabul edilmiştir. Yurt dışı faiz oranları artırılarak ulusal paranın bir biriminin diğer paralar karşısındaki değişim değeri güçlendirilmiştir. Aynı şekilde faiz oranları düşürülerek ulusal para istenmeyen değer artışlarına karşı da korunmuştur. 19.

¹⁶⁹ Siarhei, a.g.e., p.6.

¹⁷⁰ Ronald Macdonald and Jun Nagayasu, "The Long-Run Relationship Between Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: A Panel Study", *IMF Staff Papers*, Vol., 47, No:1, 2000, p.117.

¹⁷¹ Marianne Baxter, "Real Exchange Rate and Real Interest Rate Differential: Have We Missed The Business-Cycle Relationship?", *Journal Monetary Economics*, Vol. 32, 1994, p.5.

¹⁷² Hubbard, a.g.e., s.193.

yüzyılın ikinci yarısı boyunca gelecekteki değişim piyasası bilgisine bağlı olarak banka işlemleri yapılmıştır. Vadeli değişimin temel prensibi geçmiş dönemdeki yurt içi ve yurt dışı faiz oranları farklılığına dayalı olarak spot ve vadeli kurlar arasındaki değişimin belirlenmesidir. Faiz oranları paritesinin sistematik olarak sunumu Keynes (1923) tarafından yapılmıştır. Faiz oranları paritesi de güvenceli ve güvencesiz olmak üzere iki çeşittir.¹⁷³ Güvenceli faiz oranlarında mevduat sahipleri garanti altına alınmıştır. Yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarından ulusal paranın vade indirimine (veya primine) eşitleyen miktar kadar olmalıdır. Yani, $i=i^*+f$ dir. Güvencesiz faiz oranlarında ise yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarından ulusal para beklenen değer kaybını eşitleyecek miktar kadar yüksek olmalıdır. Bunun anlamı $i=i^*+\Delta S^e$ dir. Bu ifade iki ülke arasındaki beklenen kur değişimlerinin faiz oranları arasındaki farklılık kadar olacağı biçiminde yorumlanabilir. Bu durumda ifade $i-i^*=F-E/E$ şeklini almaktadır.¹⁷⁴

Bu teori, bütün varlıklarda risk derecelerinin eşit, enflasyonist beklentilerin aynı derecede ve nominal faiz oranlarının enflasyon beklentilerini isabetli biçimde yansıtıldığı varsayımı ile birlikte finansal piyasaların da tam bütünleştiği durumda geçerlidir. Öte yandan teorinin etkin olabilmesinin diğer bir önkoşulu da piyasada işlem yapan ekonomik birimlerin rasyonel beklentilere sahip olduklarının kabul edilmesidir. Buna göre, ekonomik birimler piyasa bilgilerini etkin bir şekilde kullanırlar ve buna bağlı olarak öngörülerde bulunurlar.¹⁷⁵ Bu durumda resmi otoritelerin kurlara müdahaleleri etkin olmaktan çıkacaktır. Öte yandan politikacıların amaçları doğrultusunda faiz oranlarını ayarlamaları veya diğer politika araçlarını kullanma niyetlerindeki bilgi işaretlerinin olması da, etkinsiz müdahaleleri etkin hale getirebilir.¹⁷⁶

Ekonometrik tahmin modellerindeki test sonuçlarının çoğunda, çeşitli ulusların varlıklarının risk primlerinin aynı olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu bakımdan tam ikamenin olmaması faiz paritesinde etkinliğin bulunmadığını ortaya koymaktadır. Bir ulusun parasının diğer ulusların paraları karşısındaki değişim değerleri artıkça risk primi de artış kaydetmektedir. Neticede teorik bazda geçerli

¹⁷³ Peter Isard, *Exchange Rate Economics*, New York, Cambridge University Press. 1995, p.74.

¹⁷⁴ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.455.

¹⁷⁵ Çağlar, a.g.e., s.104.

¹⁷⁶ Isard, a.g.e., p.77.

olan varsayım uygulamada uzun dönem sürecinde reel faiz oranları arasında farklılık meydana gelebilmektedir. Enflasyonist eğilim olmadan faiz oranlarında meydana gelen bu artışlar reel faiz oranlarını artırır ve yurt içine sermaye akımları meydana getirebilir.¹⁷⁷

Sıcak para hareketleri olarak tanımlanan bu fonlar, fon talebi bulunan ülkelerde normalde yurt içi kaynaklardan gerekli olan fon temini sağlanamadığından finansal ihtiyacın giderilmesi ve yatırımlarda kullanılmaktadır. Bu durumlarda yatırımcılar için bu fonlar gelişmiş ülkelerdekinden daha fazla risk unsuru taşıdığı için daha çok getiri elde edilmektedir.¹⁷⁸ Fakat özellikle uluslararası sermaye akımlarına karşı liberalleşme hareketleriyle birlikte sabit kur uygulamalarının da krizlerin oluşmasına önemli katkılarının olduğu son deneyimlerde ortaya çıkmıştır.¹⁷⁹

Son on yıl içerisinde az gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarını kurma ve geliştirme sürecine bağlı olarak dünyadaki sermaye piyasalarında gelişmekte olan piyasaların paylarında artış meydana gelmiştir. 1986 yılında bu ülkelerin adlıları pay % 3.7 iken bu oran 1995 yılında % 10.7 seviyesine çıkmıştır. Aynı zaman süresinde ABD'deki yatırımcılar da bu ülkelerin kağıtlarının cazip olduklarını gözlemlemişlerdir. Çünkü bu kağıtların getirileri daha yüksek seviyelerde olmuştur. Bu yüzden ABD'deki yabancı kağıtların üçte birisi az gelişmiş ülkelere ait olan varlıklardır.¹⁸⁰

Öte yandan, yüksek enflasyonist eğilimlerin olduğu gelişmekte olan piyasa ve ekonomilerde ekonomik istikrarın sağlanması için döviz kurları çapa olarak kullanılmaktadır. Bu şekilde elde edilecek güven ortamı ile hem enflasyonist beklentiler hem de yüksek reel faiz oranlarının düşürülmesi amaçlanmaktadır.

Dünya üzerinde 1990'lı yıllarda da sermaye akımları kırılgan ve dalgalı olarak hareketlerini devam ettirmiştir. 90'lı yıllardaki ilk sermaye akımı kabarcığı

¹⁷⁷ Çağlar, a.g.e., ss.105-106.

¹⁷⁸ Lucio Sarno a, Mark P. Taylor, "Hot Money, Accounting Labels and The Permanence of Capital Flows to Developing Countries: an Empirical Investigation", **Journal of Development Economics**, Vol. 59, 1999, 1, September, 1998, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 21.01.2004, , p.339.

¹⁷⁹ Reuven Glick, Michael Hutchison, **Stopping "Hot Money" or Signaling Bad Policy? Capital Controls and the Onset of Currency Crises**, 4, August, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.econ.ku.dk/epru/files/wp/00-14.pdf>, 26.01.2004, p.1.

¹⁸⁰ John Pea, **U.S. Emerging Market Funds: Hot Money Or Stable Source Of Investment Capital?**, (Çevrimiçi) <http://www.itcilo.it/english/actrav/telearn/global/ilo/equity/icihotus.htm>, 25.01.2004, p.2.

Aralık 1994'te Meksika'da kendini göstermiştir. 1997 yılının ortalarında Asya'da, 1998 yılında Rusya'da kriz meydana gelmiş ve uzun dönemli sermaye yönetimlerinde iflaslar olmuştur.¹⁸¹ Bu ülkelerde meydana gelen herhangi bir olumsuzluk, krizlerin derinleşmesine neden olmuştur. Dünya piyasalarında son dönemlerde özellikle gelişmekte olan ekonomilerin aşırı miktarlarda türbülansa girmelerinde sıcak para hareketlerinin önemli rolü bulunmaktadır. Piyasaların 1999 yılında genel olarak düzelmeye başlamasıyla birlikte ABD ekonomisi ve EURO alanında piyasaların derinlikleri artmıştır. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerin yapmış oldukları düzenlemeler ile birlikte global varlık fiyatlarında artış yaşanmıştır.¹⁸²

Bu bağlamda uluslararası sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına yönelik önemler alınmasının gerekli olduğu üzerinde durulmuş ve ülkelerin kısa vadeli sermaye akımlarına engel olmaları amacıyla bazı vergi uygulamalarına gidilmesi gündeme gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketliliğinde para değişimleri üzerinden vergi alınması (Tobin vergisi), reel faiz oranları eşitliği vergisi (Haviatan, 1980; Dornbush, 1986), ve yabancı para ile ticaret yapan kuruluşlar için zorunlu mevduat oranı (Eichengreen ve Wyplosz, 1993) getirilmesi bu önerilerden bazılarıdır. Bu vergilerin tamamında işlem maliyetlerini artırarak kısa dönemli sermaye hareketlerindeki dalgalanmanın azaltılması düşünülmüştür.¹⁸³

Fernandez, Arias ve Montiel (1996) büyük miktardaki sermaye akımlarının politika önlemleriyle nötrleştirilmemeleri durumunda bu piyasaların kötü sonuçlarla karşılaşmalarının kaçınılmaz olduğunu ifade etmişlerdir. Bu doğrultuda sermaye akımlarının ölçeğinin ayarlanması gerekmektedir. Çünkü, sıcak paranın ülkeden çıkışları sonrasında kaynak dağılımı yeniden düzenlenmesinden dolayı yüksek dengelenme ve çöküş maliyeleri ortaya çıkmakta, ayrıca hysteresiz etkisi de diğer piyasalarda belirsizlik oluşturmaktadır.¹⁸⁴

¹⁸¹ Hali Edison, Carmen M. Reinhart, "Stopping Hot Money", *Journal of Development Economics*, Vol. 66, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 21.01.2004, p.533.

¹⁸² Ashoka Modya, Mark P. Taylorb, and Jung Yeon Kim, "Modelling Fundamentals For Forecasting Capital Flows To Emerging Markets", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 6, 2001, (Çevrimiçi) <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/85004534/PDF>, 24.01.2004, p.201.

¹⁸³ Rodney Schmidt, *Taxing International Short Term Capital Flows*, 17, August, 1994 (Çevrimiçi) <http://www.globalpolicy.org/finance/alternat/schmidt1.htm>, 26.01.2004. p.2.

¹⁸⁴ Sarno, Taylor, a.g.e., p.339.

Bunun yanında bazı ekonomistlere göre de sermaye hareketlerinin kısıtlanması paranın istikrarsızlığını daha çok artırmakta veya en azından kriz süreci başladığında uygulanan kur rejimin daha dramatik biçimde çökmesine neden olmaktadır. Kısıtlamalar yurt içindekilerin ve firmaların kolaylıkla hareket etmelerine imkan tanımaktadır. Bunun sonucunda kamusal ve ekonomik dengesizlikler istikrarsızlığa neden olmaktadır. Başka bir görüşe göre de sermaye kontrolleri ekonomik politikaların zayıf olarak düzenlendiğinin işareti olabilmektedir.¹⁸⁵

2.1.7. Türkiye’de Döviz Kurları ve Faiz Oranları

Türkiye’de 1980 yılı sonrasında serbest piyasa ekonomisini etkin kılma uygulamaları çerçevesinde faiz oranlarının ve döviz kurlarının piyasada belirlenmesine yönelik adımlar atılmıştır. Tesadüfi veya bilinçli olarak sermaye hareketliliğinin serbest bırakılması yönündeki karar ile kamu açıklarını iç piyasadan borçlanılarak kapatılmasının zorlaştığı döneme denk gelmesi, kamu açıklarının finansmanında uluslararası finansman araçlarının kullanılmasını sağlamıştır.¹⁸⁶

Uluslararası sermaye hareketliliğinin serbest bırakılmasıyla artan sıcak para girişleri ülke içerisinde likiditeyi genişletmiştir. Kısa vadede sermaye girişlerinin iki önemli etkisi olabilmektedir. Bunlardan birincisi kamu otoritesinin popülizm uğruna yapmış olduğu borçlarını, ikincisi de ulusal paranın değer kazanması sonucunda ucuzlayan ithal ürün taleplerini finanse etmesidir.¹⁸⁷

Genel olarak bir ekonomide reel faiz oranı büyüme performansından daha düşük seviyede ise borçlanma ile bu açıkların finanse edilmesi uygun bir seçim değildir. Borçlanmanın bu şekilde süreklilik kazanması durumunda borç yükü GSMH’nın daha yüksek bir kısmını oluşturacak ve faiz ödemeleri de giderek artacaktır.¹⁸⁸ Grafik: 3 üzerinde de görüleceği üzere özellikle DİBS faiz oranlarının 1989-1994 ve 1995-2000 yılları arasında hem seviye hem de reel getiri açısından yüksek oranda seyretmesi sıcak para girişlerini artırmıştır. Sıcak para girişlerinde en

¹⁸⁵ Glick, Hutchison, a.g.e., p.1.

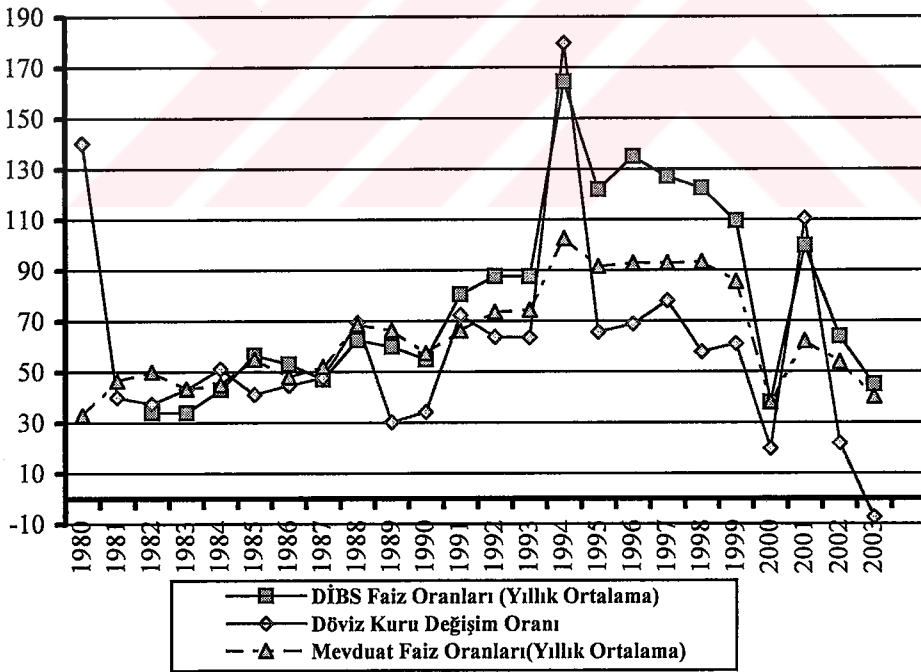
¹⁸⁶ Yeldan, a.g.e., s.127.

¹⁸⁷ Ebru Voyvoda, Erinc Yeldan, *Patterns of Productivity Growth and The Wage Cycle in Turkish Manufacturing*, October, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.econturk.org/yeldan6.pdf>, 12.01.2004, p.6.

¹⁸⁸ Parasız, *Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar*, s.391.

önemli faktörlerden birisi kamu açıklarının finansman ihtiyacıdır. Kamu borçlanma gereğinin finansmanından doğan yüksek reel faiz oranından dolayı meydana gelen sermaye girişleri ulusal paranın dış değerini yükseltmektedir. Bu şekilde daralan ihracat ve genişleyen ithalat talebi dış ticaret açıklarını artırmaktadır. Neticede ülke dışarıdan gelecek sıcak paraya bağımlı hale gelmektedir. Öte yandan sermaye girişlerinin artmasında yurt içerisindeki bankaların dış piyasalardan aldıkları krediler de sermaye girişlerinde etkili olmaktadır. Bu uygulama düşük veya belirli bir kur güvencesinin verilmesi durumunda ulusal bankaların likiditelerini yurt dışından genişletme arzularını daha da artırmaktadır. Nitekim ülkemizde 2000 yılında uygulanan politikalara bağlı olarak yurt dışı kredilerde artış meydana gelmiştir. Bu gibi durumlarda kur ve faiz politikalarında etkinliğin azalmasıyla ortaya çıkan finansal krizlerin maliyetleri de yüksek olmaktadır.¹⁸⁹

Grafik: 3
Türkiye’de Döviz Kurları ve Faiz Oranları



¹⁸⁹ Semih Güven, “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 185, Ağustos, 2001, s.83.

Grafik: 3'ten ayrıntılı olarak görüleceği gibi 1981-1988 yılları arasında bazı yıllarda küçük oranlı sapmalar olmasına rağmen döviz kurlarındaki değişim oranı ile faiz oranları yakın değerler almıştır. 1989 yılından itibaren faiz oranları döviz kurundaki değişim oranından daha yüksek seviyeye ulaşmıştır. Bu şekilde açılan kur-faiz makası ilerleyen süreçte ülkeyi ekonomiyi kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı daha duyarlı hale getirmiştir. Faiz oranlarının bu derece yükselmesinde kamu finansman ihtiyacının giderilmesinde çoğunlukla borçlanma yönteminin seçilmesi en önemli etkenler arasında bulunmaktadır.

Kamu açıkları ve dış ticaret dengesizliğinin artmasıyla birlikte yatırımcıların risk algılamalarında artış meydana gelmesinin sonucunda ülkeye giren sermaye akımlarının tersine hareket etmesi Türkiye'nin 1994 yılında krize girmesine neden olmuştur. Kriz nedeniyle uygulamaya konulan 5 Nisan istikrar programından da siyasi gerekçelerle kısa sürede vazgeçilmesi Türkiye'de kamu borç yükündeki artışı devam ettirmiştir. Artan kamu borçlanma gereği ve yükselen reel faizler kamunun borçlanma maliyetlerini de artırmıştır. 1990 yılında toplanan her 100 TL değerindeki verginin 32 TL'si faiz ödemesine kullanılırken, 1999 yılında bu rakam 72 TL düzeyine çıkmıştır. Bu nedenle devlet kendi vatandaşlarına sunması gereken hizmetleri sunamaz hale gelmiştir. Öte yandan kamu dengesizlikleri özel bankaların da reel ekonomiye kaynak sağlama görevini bırakarak DİBS'ye yönelmelerine ortam hazırlamaktadır. 1990 yılında kamu senetlerinin bankaların toplam aktifleri içerisindeki payı %10 iken bu oran 1999 yılında %23 seviyesine ulaşmıştır.¹⁹⁰

2002 ve 2003 yıllarında faiz oranlarında ve döviz kurlarındaki artış oranları gerilemiş olmasına rağmen reel faizler yüksek seviyede kalmayı sürdürmektedir. Ankara Ticaret Odası'nın yapmış olduğu bir incelemeye göre 1 yıl önce bir milyon doları olan bir yatırımcının bu parayı bozdurarak piyasaya girmesi halinde bir yıl sonra bu aktifi ikiye katlayabilecektir. Halbuki aynı yatırımcı bir milyon dolar para ile Japonya'da 68, AB'de 56, ABD'de 46, yılda bu kazancı sağlayabilmektedir.¹⁹¹

¹⁹⁰ Parasız, Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar, ss.447-448.

¹⁹¹ Ankara Ticaret Odası, Sıcak Para - 2003 Raporu, (Çevrimiçi)

<http://www.atonet.org.tr/turkce/gunluk/bulten.asp?sira=171>, 25.01.2004, s.1.

Sermaye hareketliliğinin serbest olduğu ekonomilerde bozulan dengelerin yeniden oluşturulması için yapılan kamu borçlanma eğilimlerini kısıtlama ve faizlerin düşürülmesine yönelik uygulama, ulusal paranın değer kaybetmesi gerektiği sonucunu doğurmaktadır. Ulusal paranın değer kaybını aşan bir faiz indirimi para ikamesini artırmakta ve sermaye çıkışları tehlikesiyle ülkeyi karşı karşıya bırakmaktadır. Sermaye çıkışlarının harekete geçmesi döviz rezervlerinde erimenin yanında ulusal para da daha yüksek oranlı değer kayıpları meydana getirmektedir. Bu bakımdan ekonomik dengesizliğin olduğu gelişmekte olan Türkiye gibi ülkelerin kur-faiz kısıkları altında kalmaları kamu yönetimini ve para idaresini zor durumda bırakmaktadır.¹⁹²

2.1.8. Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki İlişkiler

Ekonomik büyümenin sağlıklı bir şekilde yapılması için mal ve hizmet piyasaları ile finansal piyasanın birbirleriyle uyumlu biçimde hareket etmeleri gerekmektedir. Burada, üretimde elde edilen ulusal gelir, direk yoldan tüketim veya dolaylı biçimde ise tasarruflar şeklinde mal piyasasına yönelmektedir. Ekonomide bu olay dengeli şekilde yapıldığı sürece üretimde istikrar sağlanmış olmaktadır. Piyasalarda karışıklığa meydan vermeden ekonomik büyümenin sağlanması, mal ve hizmetler için fiyat düzeyi, yabancı para için döviz kuru ve yerli paranın banknot değeri olan faiz oranlarının birbirleriyle yakın değerlerde bulunmalarını gerekli kılmaktadır. Burada faiz oranları gelecek ile ilgili beklentilerden oluşurken, döviz kurundaki değişim ve enflasyon oranları geçmiş değerleri ifade etmektedir. Bu nedenle üçlü fiyat dengesi oluşumunda enflasyon ve devalüasyon oranları esasında beklentileri yansıtmaktadır.¹⁹³

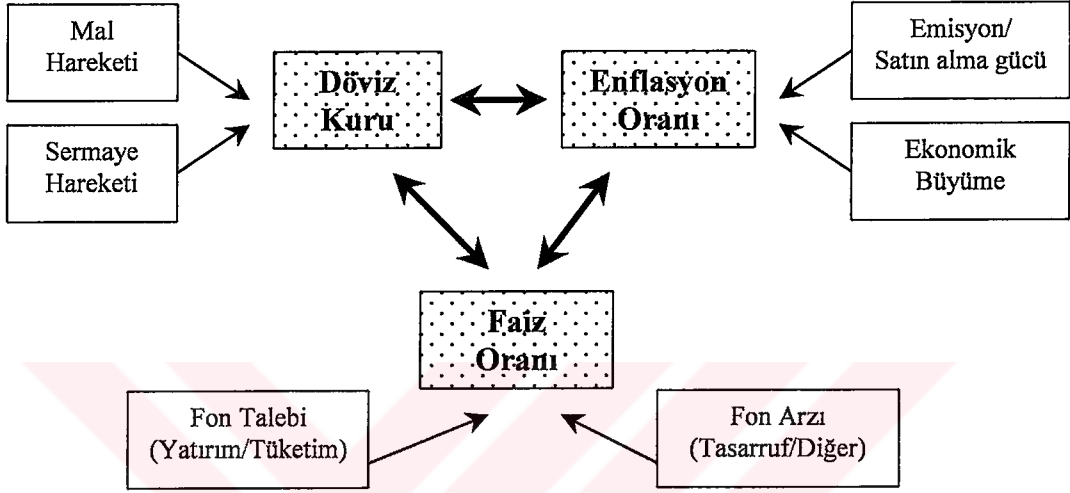
Bu değişkenlerde meydana gelen olumsuzluklar ekonominin iç ve dış dengeleri arasındaki nispi denge ilişkilerinde bozulmalara ve alternatif maliyetleri etkileyerek genel ekonomik yapıyı olumsuz yönde etkileyebilmektedir.¹⁹⁴ Üçlü dengenin düşük oranlarda tutulması ülkedeki makro ekonomik performansı daha

¹⁹² Taner Berksoy, "Kur-Faiz Kısıkları", *Görüş Dergisi*, Mayıs, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.tusiad.org/yayin/gorus/47/12.pdf>, 14. 10. 2003, s.54.

¹⁹³ Özel, a.g.e., s.7.

¹⁹⁴ Nazım Ekren, "Ekonomi Yönetiminin Performansı: Stratejik değişim ve Yenilenme İhtiyacı", *Aktive Bankacılık ve Finans Makaleleri-II*, Aktive Line Gazetesi Eki, Yıl: 1, Sayı:8, Kasım, 2000, s.10.

yüksek seviyeye ulaştırırken, yüksek seviyede seyretmesi ekonomik büyümenin ve dünya nimetlerinden alınan payların daha düşük kalmasına neden olmaktadır. Bu bakımdan döviz kuru, enflasyon ve faiz oranlarının yüksek oranlarda bulunması ekonomik krizin olacağını göstermemekle birlikte, refah düzeylerinde azalmalara ve gelir dağılımında bozulmalara yol açabilmektedir.¹⁹⁵



Şekil: 29

Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiler

Döviz kuru, enflasyon ve faiz oranlarının oluşumu ve bunlar arasındaki ilişkiler şekil: 29 üzerinden de izlenebilir. Dikkate alınan üç parasal değişken ekonominin farklı sektörlerinde etkili olan farklı değişkenlerin mevcut durumundan veya değişiminden etkilenmektedir. Ayrıca söz konusu üç değişken aynı zamanda birbirleri ile karşılıklı etkileşim içinde de bulunmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, ekonominin iç dengesi (reel ve finansal kesimler itibariyle) ve dış dengesi arasında nispi denge ilişkisi bulunmaktadır. Bunun tabii bir sonucu olarak da her üç değişken arasında ekonominin yapısı ve özelliklerine bağlı bir nispi dengenin bulunduğu ya da bulunması gerektiği ihmal edilmemelidir. Bu dengelerin bozulması, alternatif maliyetleri etkileyerek genel ekonomik performansı olumsuz yönde etkileyebilmektedir.¹⁹⁶

¹⁹⁵ Özel, a.g.e., ss.7-8.

¹⁹⁶ Ekren, a.g.e., s.10.

Bazı durumlarda döviz kurlarındaki değişimler sürecin başlangıcını oluştururken, bazı durumlarda ise enflasyon oranı sürecin başlangıcı olabilmektedir. Genel olarak enflasyonun başlangıç sürecini kamu açıkları oluşturmaktadır. Toplumlar da siyasi iradenin gelir artırıcı (vergi, resim, harç vb) uygulamaları hoş karşılanmaz iken gider arttırıcı uygulamalarına karşı fazla tepki gösterilmemektedir. Hal böyle olunca siyasi otoriteler artan kamu harcamalarını karşılamak için ya emisyon a giderler, yada borçlanma yolunu tercih ederler. Emisyon a gidilmesi durumunda, ekonomik büyümeden daha fazla oranda para basılmasından dolayı ekonomide enflasyonist baskılar daha da artacaktır. Borçlanma ise iki yoldan gerçekleşmektedir. Bunlardan birincisi yurt içi kaynaklara başvurulması diğeri ise yurt dışından bu ihtiyacın karşılanması biçimindedir. Kamu otoritesi yurt içi fonları talep etmesi durumunda faiz oranları da bu ihtiyaca göre artmaya başlayacaktır.

Kamu açıklarının faiz oranları üzerine etkileri konusunda bir çok çalışma yapılmış ve bu çalışmalarda değişik sonuçlara ulaşılmıştır. Mascaro ve Meltzer ABD için kamu açıklarının kısa dönemde faiz oranları üzerine yaptığı etkiler hakkında üçer aylık veriler ile 1969-1981 yıllarını kapsayan süreçte kamu açıklarının faiz oranları üzerine etki etmediğini bulmuş olmalarına rağmen, son dönemlerde yapılan çalışmalarda kamu açıklarının faiz oranlarını artırdığı yönünde bulgular elde edilmiştir. Bu çalışmalardan birisi de Srilanka üzerine olmuştur. Buradan elde edilen sonuca göre özellikle 80’li yıllardan itibaren kamu borçlanmalarının faiz oranları ile pozitif ilişki içerisinde olduğu tespit edilmiştir.¹⁹⁷

Faiz oranlarının yükselmesi özel sektörün dışsal finansman ihtiyacını karşılamasını daha pahalı hale getirecektir. Bu durumda fon talebinin faiz esnekliğine bağlı olarak özel kesimin fon talebinde belirli bir gerileme olacaktır. Yani, kamu kesiminin fon aktarma amacıyla mali kesime girmesi özel kesime aktarılan fonlarda bir azalma meydana getirecektir. Bu hem faizleri yükselten bir unsur, hem de özel kesimin mali piyasalardan dışlanmasını ifade etmektedir.¹⁹⁸ Ayrıca yurt içi kaynakların büyük bir bölümünün özel kesim tarafından değil kamu otoritesi

¹⁹⁷ Dheerasinghe, a.g.e., p.110.

¹⁹⁸ Erdem İ. Sofracı, “Bütçe Açığı Finansman Yöntemleri ve Enflasyonist Etkileri” Prof. Dr. Adnan Tezel’e Armağan, İstanbul, Marmara Ün v. Yay., 2000, s.447.

tarafından kullanılmasının yanında yükselen faiz oranları da özel kesim yatırımlarının azalmasına ve üretimin düşmesine neden olmaktadır.

Öte yandan gelişmekte olan ülkeler kalkınmalarını hızlandırabilmek için milli gelirlerinin önemli bir bölümünü yatırımlara kanalize etmek durumundadırlar. Yatırımların özünü ise iç tasarruflar oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından bir tanesi de yeterli miktarda iç tasarruflarının olmamasıdır. Bu olumsuzluğun giderilmesi için gelişmekte olan ülkeler dış kaynaklara ihtiyaç duyarlar. Alınan bu borçlar verimli alanlarda kullanılmamış olması halinde fon ihtiyacını karşılamak için tekrar dış borçlanma yoluna gidecektir. Ancak bu borçlanmalar öncekine oranla daha yüksek miktara ulaşacak ve faiz oranlarında artış olacaktır. Böylece ülkenin dövizle olan ihtiyacı azalan ihracat nedeniyle günden güne artmaya devam edecektir. Borçlanma ihtiyacı ile ödemeler dengesi açıkları arasında doğru yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Mili gelir hesaplarında $Y=C+S+T=C+I+G+(X-M)$ dir. Bu durumda $(M-X)=(I-S)+(G-T)$ biçiminde yazılabilir. Bu eşitlik sonucuna göre dış ticaret dengesizliği ya yatırım artışları veya kamu harcamasının kamu gelirlerinden fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Aynı şekilde kamu dengesizliği de ya dış borçlanma veya tasarruf artışlarıyla ortadan kaldırılabilir. Az önce de ifade edildiği üzere gelişmekte olan ekonomilerde tasarrufların yeterince olmamasından dolayı kalkınma için gerekli olan fonlar yurt dışı kaynaklar ile giderilmeye çalışılmaktadır.¹⁹⁹ Bu durumda ekonomilerde hem dış açıkların, hem de kamu açıklarının birlikte meydana geldiği ikiz açıklar ortaya çıkmaktadır.

Dış borçlanmanın enflasyonist etki meydana getirmesi bu borçlanmanın şekline ve kullanım biçimine bağlıdır. Yurt dışı fonlara ihtiyaç duyulması durumunda ise alınan bu borçların vadesi gelinceye kadar verimli bir şekilde kullanılması ve ödenecek olan reel faizin ekonominin reel büyümesinden daha az olması gerekmektedir.²⁰⁰

Ekonomide bu üç parasal değişken arasında bu sıkı ilişki sağlıklı ekonomik performansın gösterilmesi açısından önemlidir. Bu ilişkiyi teorik olarak Fisher denklemi ile de gözlemlemek mümkündür.

¹⁹⁹ A.e., s.451.

²⁰⁰ Deniz Gökçe, "Paranın Politikası", *Görüş Dergisi*. Sayı: 6, Kasım 1992, s.47.

Ülkeler arasındaki nominal faiz oranları farkının bu ülkelerin ulusal paraları arasındaki değişim oranları üzerindeki etkisini Fisher şu şekilde ifade etmiştir.

$i_{TR} - i_{US} = p_{TR} - p_{US} = \frac{F - E}{E}$ Eşitlikte i faiz oranlarını, p fiyatlar genel seviyesini, F beklenen kuru, E bugünkü kuru ifade etmektedir.²⁰¹ Türkiye ile ABD arasındaki nominal faiz oranları arasındaki farklılık bu ülkelerin döviz kurlarında beklenen değişmelere ve fiyat artışlarındaki nispi farklılıklara eşit olmalıdır.

Yukarıdaki açıklamalardan çıkarılabilecek en önemli sonuç enflasyon oranı yüksek olan ülkede faiz oranları da yüksek olmalı ve vadeli kur enflasyon oranı farkı kadar prim yapmalıdır. Bazı ülkelerde, yüksek enflasyon oranlarına rağmen merkez bankası piyasaya müdahale ederek döviz kurlarının yeterince yükselmesini engelleyebilir. Bu durumda ulusal para aşırı miktarda değerlenmiş olmaktadır. Böyle bir uygulamada yukarıdaki formüle göre dövizin gelecekteki olması gereken değeri, enflasyon oranları ve faiz oranları farkından daha küçük olacaktır. Bu da uluslar arası alanda oldukça akıcı bir niteliğe sahip olan kısa vadeli fonların (sıcak para) ülkeye girişlerini özendirecektir. Bu durum döviz sıkıntısı içerisinde bulunan ülkeler için geçici bir rahatlık vermiş olmasına rağmen, daha sonra bu ülkelerin kaynak dengelerini bozarak, ekonomik krizle karşı karşıya gelmelerine neden olmaktadır.²⁰²

2.1.9. Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları

Globalleşen dünya ekonomisinde Türkiye’nin de makro istikrarı koruması açısından döviz kuru, faiz ve enflasyon oranlarındaki değişim seviyelerinin birbirine yakın ve bunlardaki değişimlerin de düşük seviyelerde tutulması iç ve dış ekonomik istikrarın korunması açısından önem kazanmaktadır.

²⁰¹ Michael Melvin, *International Money and Finance*, New York, Addison-Wesley Pub., 1997, p.95

²⁰² Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.455.

Tablo: 8
Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları

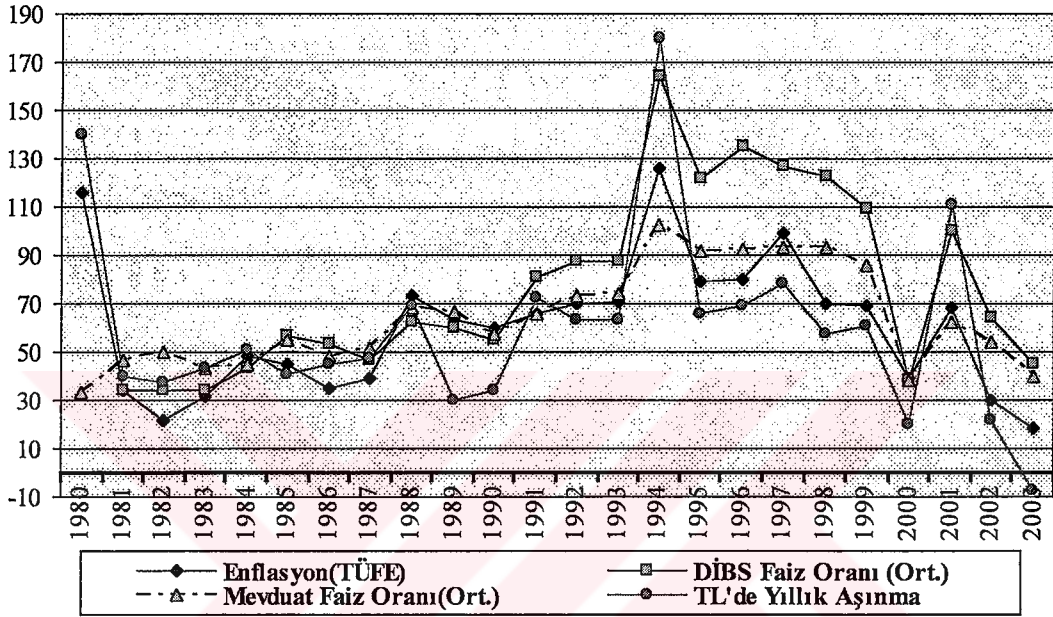
Yıllar	Enflasyon Oranı	Faiz Oranları		TL’nin Yıllık Aşınma Oranı
	TÜFE	Mevduat	DİBS(Ort.)	Kur Sepeti (1\$+1,5DM) 2001 sonrası için (1\$+0,77Euro)
1980	115,6	33,0	-	140,2
1981	33,9	35,0	34,0	40,0
1982	21,9	50,0	34,0	37,5
1983	31,4	45,0	34,0	43,2
1984	48,4	45,0	43,7	51,2
1985	45,0	55,0	56,2	41,2
1986	34,6	48,0	53,1	44,8
1987	38,9	52,0	47,1	47,7
1988	73,7	68,6	62,3	69,4
1989	63,3	66,2	59,9	30,2
1990	60,3	57,2	54,9	34,2
1991	66,0	66,1	80,5	72,4
1992	70,1	73,6	87,7	63,7
1993	71,1	74,4	87,6	63,4
1994	125,5	102,6	164,4	179,6
1995	78,9	91,6	121,9	65,6
1996	79,8	92,8	135,0	68,9
1997	99,1	93,0	127,2	78,1
1998	69,7	93,3	122,5	57,8
1999	68,8	85,5	109,5	61
2000	39,0	38,2	38,0	19,9
2001	68,5	62,2	99,7	110,5
2002	29,7	53,9	63,8	21,9
2003	18,4	40,27	45,0	-7,3

Kaynaklar: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Raporları, 1981-83-85-88-90-93-98-03 Yılları; DPT, Temel Ekonomik Göstergeler 1987, DPT, 1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, (Çevrimiçi) http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03_02.03.2004; TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi) <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 12.02.2004’den alınarak hazırlanmıştır.

Grafik: 4 üzerinde görüldüğü gibi döviz kurundaki değişim oranı ile faiz oranı ve enflasyon oranı 1980’den itibaren 1988 yılına kadar yakın oranlarda artış göstermiştir. Bu yıldan itibaren faiz oranlarındaki artış daha yüksek olmaya başlamıştır. Türkiye’de kamu gelir-gider dengesizliğinin yaşandığı ve dışa açık ekonomik yapının olduğu konumda, kamu finansman ihtiyacının giderilmesi için faiz oranlarının döviz kurundaki değişimin üzerinde seyretmesi eldeki fonları tüketim ve ithalata yöneltmiş ve dış ticaret dengelerini olumsuz yönde etkilemiştir. Özellikle bu durum 1989 yılından sonraki süreçte daha belirgin hale gelmiştir. 1994 ve 2001

yılında yaşanan krizler ile birlikte döviz kurlarında meydana gelen sıçramalar dışında ortalama faizlerin sürekli olarak enflasyon ve döviz kurlarındaki değişim oranından daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir.

Grafik: 4
Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları



Yükselen reel faiz oranlarına bağlı olarak kur-faiz farklılığından para kazanmayı amaçlayan spekülâtif sermaye hareketleri kazanç elde ederlerken ülkenin ihtiyaç duyduğu finansman ihtiyacı da karşılanmış olmaktadır. Bu şekilde giderek ne zaman gideceği belli olmayan sıcak paranın ülke içerisindeki miktarında görülen artışa bağlı olarak yaşanan ani ve toplu para çıkışlarının ekonomiler üzerinde meydana getirdiği etkinin boyutu da artmaktadır. Bu bağlamda kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişleri yavaş olmasına karşın ülkedeki ekonomik durum hakkında olumsuz kanaatin uyanmasını takiben para çıkışları toplu olduğundan ülkelerin krize girmeleri kaçınılmaz hale gelmektedir.

Türkiye’de 2000 yılında döviz kuruna dayalı istikrar programının uygulanmaya başlanmasıyla oluşan iyimser hava doğrultusunda faiz, döviz kuru ve enflasyon oranlarında gerilemeler olduğu görülmektedir. Ancak programın uygulama sürecinde ortaya konulan döviz kuru hedefi ve enflasyon hedeflerinde sapmalar olmuştur. Enflasyon hedefi %25 olarak tespit edilmesine karşılık uygulama sürecinde

enflasyon oranı arzu edilenden daha yüksek seviyede olmuştur. Yüksek değerde seyreden enflasyon ile birlikte daha önceden de %10 değerli konumda bulunan ulusal paranın %20'den daha fazla değerlenmesine neden olmuştur. Bunla birlikte ekonomide yapısal reformların gecikmiş olması da krizin oluşmasına zemin hazırlamıştır. Nominal faizlerdeki aşırı düşüşler ekonomik birimlerin tüketim kalıplarında artışlar meydana getirmiştir. Özellikle bu tüketim kalıplarının ithalata yönelik olmasıyla 2000 yılında ithalat %39 oranında artarken ihracatın %0.8 düzeyinde artış kaydetmesi dış ticaret açıklarını %110 düzeyine çıkarmıştır.

Bununla birlikte bir programın uygulanmasında siyasi iradenin kararlı tutum sergileyerek programa sahip çıkması ve taahhütlerini yerine getirmesi programın güvenilirliğini artırmaktadır. Bu bakımdan 2000 yılındaki programın siyasi destekten yoksun olduğu söylemek yanlış bir değerlendirme olmayacaktır.

2001 yılından itibaren uygulamaya konulan yeni istikrar programı çerçevesinde faiz, döviz kuru ve enflasyon oranlarında düşme olmasına rağmen reel faizler hala yüksek oranlarda bulunmaktadır. Faiz oranlarının yüksek düzeyde olmasında kamu kesiminin borç yükünün fazla olmasından dolayı risk priminin yüksek olması etkili olmaktadır. Reel faizlerin bu derece yüksek olmasına karşılık kriz eğiliminin oluşmamasında herhangi bir kur garantisinin bulunmamasının yanında, siyasi iktidarın ekonomik programda öngörüldüğü biçimde ekonomi yönetimini sürdüreceği biçiminde tavır sergilemesi ve popülist uygulamalardan kaçınması etkili olmaktadır.

2.2. DÖVİZ KURLARI VE EKONOMİNİN DİĞER KESİMLERİYLE İLİŞKİLERİ

Döviz kurlarının ekonominin diğer kesimleriyle ilişkileri dış ticaret, büyüme ve dış borçlanma olarak üç başlıkta ele alınmıştır.

2.2.1. Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi

Döviz kurunda meydana gelen bir artış iç ve dış piyasalar arasında nispi fiyatlarda değişim meydana getirir. Bu değişim ile ülkedeki ihracatçı açısından dış fiyat seviyelerinde yeni ayarlamalar yaparak nispi olarak daha pahalı durumdaki malların fiyatlarını daha makul düzeye getirir ve ihracat hacmini genişletmesinin

yanında daha önce ihraç edilmeyen herhangi bir ürünü de artan kârlılık nedeniyle ihracat yapılabilecek konuma getirebilmektedir.²⁰³

Daha önceden nispi olarak ucuzlamış olan ithal ürünlerinin fiyatlarından dolayı artan ithalat talebi döviz kurundaki değişim sonucunda yükselen fiyatlar talebi yurt içine kaydırır ve üretimde artış meydana gelir. Bunun yanında yurt dışından ithal edilen ürünlerin yurt içi arz ve yurt talep esnekliğinin durumu, ülkenin bulunduğu ekonomik şartlar (tam kapasite veya atıl kapasite) ve sermaye hareketliliğinin derecesi ülkelerin dış ticaretinde etkili olmaktadır. Bu bakımdan, ulusal paranın değer kaybetmesi teorik olarak elastikiyet, massetme ve parasal yaklaşım olarak üç başlık altında incelenmektedir.

Elastikiyet yaklaşımı; Ulusal paranın diğer paralar karşısında değişim değerinin düşmesinin ticaret dengeleri üzerine yapmış olduğu etki arz ve talep esnekliğine bağlı olarak değişecektir. Yurt dışı talep esnekliği veya arz esnekliği yüksek ise döviz kurundaki değişimlere karşı ulusal ekonomi açısından daha duyarlı davranılacaktır. Arz veya talep esnek değilse fiyat değişimleri karşısında duyarsız kalınacaktır. Bu yaklaşım cari işlemlerde meydana gelen açıkların ticareti yapılabilen ürünlerin elastikiyetlerine bağlı olarak düzelebileceği düşüncesi üzerinde yoğunlaşmıştır.²⁰⁴

Ekonominin gelişim sürecinde elastikiyet yaklaşımı üzerine eleştiriler artmıştır. Çünkü, ekonomide tam kapasite ile üretim var ise arz ve talep esnekliği yüksek düzeyde bulunsu bile yapılan nispi fiyat ayarlamaları ile cari işlemlerdeki açıklar kapatılamayacaktır. Bu bağlamda elastikiyet yaklaşımının sınırlı olduğu fark edilmiştir. Robinson (1947), Harberger (1950), Meade (1951), Alexander (1951) ve diğer bazı iktisatçılar tarafından “*massetme yaklaşımı*” olarak ifade edilen yeni bir görüşü ileri sürmüşlerdir. Bu yaklaşım esneklik yaklaşımını reddetmiyor, elastikiyet yaklaşımı ile keynesyen gelir yaklaşımını birlikte ele alıyordu. Buna göre eğer ekonomi tam istihdam konumunda değilse, ulusal üretim düzeyinde artış meydana

²⁰³ Ömer Abuşoğlu, *Döviz Kuru Politikası ve İhracat Üzerine Etkisi 1980-1988 Dönemi*, Ankara, TOBB Yayınları, 1990, s.69.

²⁰⁴ Orhan Tur, “The Effects of Devaluation on The Trade Balance and The Balance of Payments The Case of Turkey 1957-1983”, *Yapı Kredi Economic Review*, Vol. V, No: 1, June, 1991, p.6.

gelebilmektedir. Bir ülkenin dış ticarete açık vermesinin nedeni, kendi imkanlarından daha fazla tüketim, yatırım veya kamu harcamasıdır.²⁰⁵

Ekonomide toplam üretim $Y=C+I+G+(X-M)$ şeklinde ifade edilmektedir. Yurt içi toplam harcama seviyesi olan $C+I+G$ 'nin yerine A yazılırsa eşitlik $(Y-A) = (X-M)$ biçimini almaktadır. Eğer dış ticarete açık meydana gelmiş ise bunun nedeni yurt dışı alırların satılardan daha fazla olmasıdır. Tersi durumda ise fazlalık oluşacaktır. Dış ticaretteki açıkların giderilmesi ekonominin tam istihdam durumuna bağlı olmaktadır. Eğer ekonomi tam istihdamda ise ulusal paranın değer kaybetmesi dış denge üzerinde herhangi bir değişim meydana getirmeyecektir. Bu yaklaşım şüphesiz ki sermaye akımlarının olmadığı durumu ele almıştır. Uluslararası sermaye akımlarının da bu analize dahil edildiği durumda yeni görüş ile karşılaşmaktayız. Bu yaklaşıma "*parasal yaklaşım*" denilmektedir.²⁰⁶

Parasal yaklaşım merkez bankasının cari işlemler dengesi üzerine yaptığı etkiler üzerinde durmuştur. Parasal bazda meydana gelen değişimler arz ve talep dengelerini etkilemektedir. Para arzının artması cari işlemler dengesini olumsuz biçimde etkileyecektir.²⁰⁷ Parasal yaklaşımda, ekonomide fiyat artışları meydana geldiğinde para miktarının reel değerinin korunmak istenmesine bağlı olarak para talebi artışları emisyon hacminde artış ile karşılanmaz ise yurt dışından yurt içine doğru para hareketi olur ve döviz girişlerine bağlı olarak ulusal para arzında artışlar meydana gelir. Bu yaklaşıma göre, yabancı paranın ülkeye girişi ihracatın ithalattan fazla olmasının yanında eldeki yabancı tahvillerin satılarak paraya dönüştürülmesiyle de meydana gelebilir. Bunun yanında yeni tahvillerin de dış piyasaya sunulması şeklinde olan sermaye işlemleri de dış dengeyi olumlu yönde etkilemektedir. Böylece yurt dışından gelen fonlara bağlı olarak merkez bankasının para arzını artırması, para arzı ve talebi arasındaki dengesizliği ortadan kaldırır.²⁰⁸

Arz yönlü yaklaşıma göre, ulusal paranın nispi olarak değer kaybetmesi ekonomide kaynakların ihracat sektörüne yönelmesine imkan tanımaktadır. Bu

²⁰⁵ Isard, a.g.e., p. 95.

²⁰⁶ Melvin, a.g.e., pp. 170-172.

²⁰⁷ Isard, a.g.e., p.103.

²⁰⁸ Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, s.386.

bağlamda devalüasyon sadece ihracat ve ithalat üzerine etkili olmakla kalmaz, aynı zamanda ihracatın arz esnekliği üzerinde de artırıcı etki meydana getirir.²⁰⁹

Genellikle ulusal paranın değer kaybetmesi yönünde bir hareket dış ticarete ihracatın artırılmasında bir araç olarak görülmektedir. Ancak bazı durumlarda üretim hacminde ve etkinlikte olumsuz etki meydana getirdiğinden eleştirilmiştir. Bu eleştirilerden birincisi, ulusal paranın değer kaybetmesiyle ortaya çıkan fiyat artışlarının negatif reel balans etkisinin toplam talepte daralma meydana getirmesidir. İkincisi, marjinal tasarruf eğilimi yüksek olan kesimden düşük olan kesime doğru gelirin kaymasına ortam hazırlamasıdır. Bu durumda gelir dağılımındaki bozulmalar daha düşük talep ve üretimin habercisidir. Üçüncüsü ise, ihracatın ve ithalatın fiyat esnekliğinin düşük olması durumunda ulusal paranın değer kaybetmesiyle ticaret dengesindeki kötüleşmeler ekonomiyi durgunluk devresine sokmasıdır.²¹⁰

Brezilya’da 1999 yılında yapılan devalüasyonun ardından üretim ve ihracatta artış yaşanmıştır. Diğer taraftan Meksika, Doğu Asya ve diğer bazı ülkelerdeki deneyimler bu ülkelerin oldukça sıkıntılı dönem geçirdiklerini ve ciddi oranda üretim kayıplarının yaşandığını göstermektedir. Özellikle ihracat eğiliminin fiyat değişimleri karşısında yeterli derecede karşılık bulmaması, ulusal paranın değer kaybının daraltıcı etki yapacağını hemen hemen garanti etmektedir. Endonezya’da ki 1997-1998 döneminde yaşanan kriz ile birlikte ülkede ihracat en dip seviyeye düşmüştür.²¹¹

Bununla birlikte malların fiyatlarında yapılan düzenlemeler ile ihracat artışları veya rekabet ortamının elde edilmesi bazı durumlarda yeterli gelmemektedir. Bazen malların ihracatını engelleyen unsur fiyat olmaktan öte, çarpık üretim yapısından doğan yüksek maliyetler de olabilmektedir. Fiyat ve maliyetlerdeki olumsuz şartların düzeltilmeden sadece kurlardaki ayarlamalar ile kısa süreli rekabet artırıcı etki meydana gelmektedir. Uzun dönemde bu durum yine değişime uğramaktadır.²¹²

²⁰⁹ Abuşoğlu, a.g.e., s.74.

²¹⁰ Emine Bilgili “Reel döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 176, Kasım, 2000, s.61.

²¹¹ Reza Siregar, Ramkishan S. Rajan, “Impact of Exchange Rate Volatility on Indonesia’s Trade Performance in the 1990s” *CIES Discussion Paper No. 0205*, March, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.adelaide.edu.au/cies/0205.pdf>, 31.12.2003, p.5.

²¹² Abuşoğlu, a.g.e., s.90.

Döviz kuru sistemlerinin Dünya ölçeğinde ticaret hacmi üzerinde meydana getirdiği etkiler hakkında da araştırmalar yapılmıştır. Bu araştırmalardan elde edilen sonuçlarda ortak görüş birliğine varıldığı söylenemez. Genel olarak sabit kur sisteminin benimsendiği dönemlerdeki dünya ölçeğinde ticaret hacminin artış hızının esnek kur sisteminin uygulandığı dönemden daha yüksek olmasından, sabit kur sisteminin dünya ticareti açısından daha uygun bir sistem olduğu görüşü ağırlık kazanmıştır. Esnek kur sisteminde döviz kurlarındaki oynaklığın fazla olması belirsizliği artırmaktadır. Bu durum dünya ticaretini olumsuz biçimde etkilemektedir. Öte yandan belirsizlik risklerine karşı bazı uygulamalar yapılmış olsa da bu önlemlerin de maliyetleri artırıcı etkilerinden dolayı dünya ticaretini olumsuz etkilemektedir.²¹³

Mc Kenzie (1999), Calvo ve Reinhard (2000), Daly (1998), Wei (1999) ve Chou (2000) gibi iktisatçıların araştırmalarından çıkan sonuç kurlardaki dalgalanmanın dünya ticaretini hem negatif hem de pozitif yönde etkilediği şeklindedir. Öte yandan diğer bazı araştırmalarda ise döviz kurlarındaki dalgalanmaların ticaret üzerinde herhangi bir etki etmediği şeklinde sonuçlar elde edilmiştir. Aristotetous (2001) 1989-1999 yılları arasında İngiltere ile ABD arasındaki ticaret hacminde kur değişikliklerinin önemli bir etki yapmadığını tespit etmiştir.²¹⁴ Ayrıca Japonya'nın ulusal parasını dalgalanmaya bırakmasıyla Japonya'nın dış ticaretinde de bir azalma meydana gelmemiştir.²¹⁵

Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerde kurların dalgalanmaya bırakılması ekonomiyi olumsuz etkilemekle birlikte gelişmiş ülkelerde ulusal paranın dalgalanmaya bırakılması ticaret hacminde önemli bir değişim meydana getirmemektedir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde kurlardaki dalgalanma sonucunda meydana gelen olumsuz etkiyi “*dalgalanma korkusu*” ifadesiyle açıklamak mümkündür.²¹⁶

²¹³ Çağlar, a.g.e., s.70.

²¹⁴ Siregar, Rajan, a.g.e., p.10.

²¹⁵ Çağlar, a.g.e., s.71.

²¹⁶ Siregar, Rajan, a.g.e., p.20.

2.2.2. Türkiye’de Döviz Kurları ve Dış Ticaret

Türkiye’de 1980 yılına gelinceye kadar sabit kur politikası benimsenmiştir. Bu uygulamaya bağlı olarak artan enflasyon zamanla ulusal parayı aşırı değerli hale getirmiştir. İhracatın cezalandırılması ve ithalatın özendirilmesi sonucunda ödemeler dengesi sıkıntıları yaşanmıştır. Meydana gelen olumsuzluğun giderilmesi için kısa aralıklarla ulusal paranın dış değerinde yeni ayarlamalar yapılmıştır. Bu arada yüksek gümrük uygulamaları ve bazı malların ithalatının yasak olmasından dolayı ithalat hacminde yüksek oranlı artışların olmaması dış ticaret hacminin düşük seviyede kalmasını sağlamıştır. 1980 sonrasında uygulamaya konulan ekonomik program çerçevesinde dış ticaret hacminde artış meydana gelmiştir. Tablo: 9’ dan görüleceği gibi 1980 yılında ihracat 2910 \$ ithalat 7909 \$ iken, ihracat 1982, 84, 87 yıllarında sırasıyla 5746, 7 134, 10 190 \$ düzeylerine çıkmıştır. İthalat miktarı da aynı yıllarda artış göstermiş ve 1982’de 8 843, 1984’te 10 757 ve 1987 yılında ise 14 158 \$ düzeyine ulaşmıştır. grafik üzerinden de izleneceği üzere ulusal paranın değerli hale geldiği yıllarda ithalat eğilimlerinin arttığı, ihracatın ise azaldığı görülmektedir.

Bununla birlikte üzerinde durulması gereken bir başka konu da ihracat ve ithalattaki değişim oralarının sürekli olarak iniş çıkışlı bir eğilim göstermesidir. Bu değişimler 1994 ve 2001 yıllarındaki krizlerle birlikte daha yüksek seviyelere ulaşmıştır. Özellikle bu yıllarda ithalatta ciddi manada değişim meydana gelmiştir. İhracat ise bir önceki yıla göre oransal olarak artış kaydetmiştir.

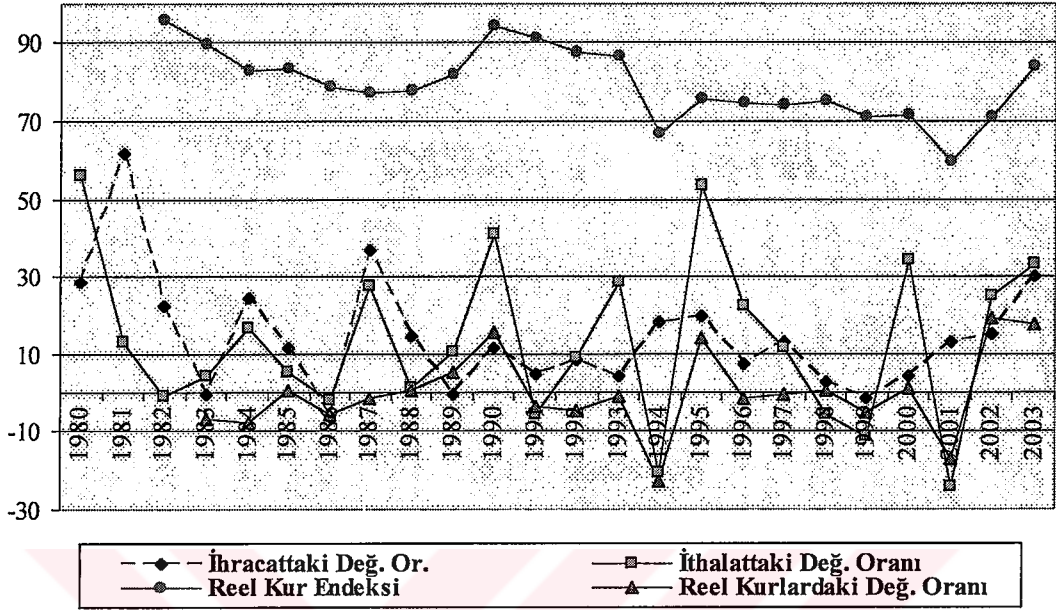
Tablo: 9
Türkiye’de Dış Ticaret ve Döviz Kuru

Yıllar	İhracat		İthalat		TL’nin aşınma oranı	Reel Kur End.
	Milyon \$	% Değişme	Milyon \$	% Değişme	(Yıl Sonuna Göre)	1982=100
1980	2 910	28,7	7 909	56,0	140,2	-
1981	4 703	61,6	8 933	12,9	40,0	-
1982	5 746	22,1	8 843	-1,0	37,5	95,8
1983	5 728	-0,3	9 235	4,4	43,2	89,6
1984	7 134	24,5	10 757	16,5	51,2	82,8
1985	7 958	11,5	11 334	5,3	41,2	83,2
1986	7 457	-6,3	11 105	-2,0	44,8	78,6
1987	10 190	36,6	14 158	27,5	47,7	77,2
1988	11 662	14,4	14 335	1,2	69,4	77,7
1989	11 625	-0,3	15 792	10,1	30,2	81,8
1990	12 959	11,5	22 302	41,2	34,2	94,5
1991	13 593	4,9	21 047	-5,6	72,4	91,4
1992	14 715	8,2	22 870	8,6	63,7	87,4
1993	15 345	4,3	29 428	28,6	63,4	86,6
1994	18 406	18,0	23 270	-20,9	179,6	66,7
1995	21 636	19,5	35 709	53,4	65,6	75,9
1996	23 225	7,3	43 627	22,1	68,9	74,4
1997	26 261	13,1	48 559	11,3	78,1	74,0
1998	26 974	2,7	45 921	-5,4	57,8	74,9
1999	26 587	-1,4	40 671	-11,4	61	71,2
2000	27 775	4,4	54 503	34,0	19,9	71,5
2001	31 334	12,8	41 339	-24,1	110,5	59,4
2002	36 059	15,1	51 554	24,7	21,9	71,1
2003	46 877	30,0	68 734	33,3	-7,3	84,0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, **Ekonomik Göstergeler**, (Çevrimiçi)
<http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/EkonomikGostergeler.zip>, 28.02.2004; DPT, **1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler**, (Çevrimiçi)
<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03>, 02.03.2004’ den alınmıştır.

İhracat ve ithalat üzerinde ulusal ekonomi politikalarının yanında yurt dışı konjonktür hareketlerindeki değişmelerin etkileri de bulunmaktadır. 1997 yılından itibaren Asya ülkelerinde yaşanan ve önemli ticaret ortaklarımızdan olan Rusya’nın 1998 yılında karşı karşıya ekonomik kriz bu ülkeler ile olan dış ticaretimizi olumsuz yönde etkilemiştir.

Grafik: 5
Türkiye’de Dış Ticaret ve Döviz Kuru İlişkisi



Ulusal paranın aşırı değerlendirildiği yıllarda ithalat seviyelerinde artış meydana geldiği görülmektedir. Genel eğilim olarak 1980 sonrası ithalattaki liberalleşme uygulamaları çerçevesinde tüketim malları ithalatında artış olmuştur. 1984 yılında ithalat ürünleri içerisinde %4,4 olan payı 1992 yılında %13 seviyesine çıkmıştır. Bununla birlikte Türkiye’nin ithalatı içerisinde imalat sanayi ithalatının payı %60 seviyesine çıkmıştır. Bu göstergeler Türkiye’nin gelişme yolunda bir ülke olduğunu ifade etmektedir.²¹⁷

Türkiye’de 2003 yılında reel kurların değerlendirilmesine karşılık ithalata yaşanan artış yanında ihracatta da yükselme olduğu görülmektedir. İhracatın reel değerlendirilmeye rağmen artış kaydetmesinde Euro’nun dolar karşısında 2001 yılından itibaren değer kazanmasının da etkisi bulunmaktadır. 2001 yılı sonunda 0,88 olan euro/dolar paritesi 2003 yılı sonunda 1,25 seviyesine çıkmıştır. Bu bakımdan dış ticaretin büyük bölümünün Euro bölgesine olması, ihracatta reel kurların aşırı değerlendirilmesinin meydana getirdiği olumsuzlukları hafifletmiştir. Ayrıca Türkiye’de dış ticaret rakamları ABD doları üzerinden hesaplanmaktadır. Doların Euro

²¹⁷ Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, s.502.

karşısında değer kaybetmesi doğal olarak Türkiye'deki ihracat ve ithalat rakamlarının dolar bazında yüksek olmasını sağlamıştır.

Aslında ulusal paranın dış değerinin düşmesiyle bir yandan yurt dışı piyasalarda mutlak ve mukayeseli üstünlüğe sahip olunan ürünlerde daha yüksek kârlılık seviyesine ulaşılırken, diğer yandan da dış piyasada yüksek fiyat düzeyinden dolayı rekabet imkanı bulamayan ürünlerin fiyatlarının aşağı çekilerek bu ürünlerin de ihracatının yapılmasına imkan sağlayan ortamın meydana getirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda döviz kurlarında meydana gelen değişimler Türkiye'de ihracat için teşvik unsuru olmuş ve ihracattaki kârlılık yurt içi piyasalara göre daha yüksek seviyeye ulaşmıştır. Ancak kârlılık artışları sadece bir kesime değil, ihracat ile ilgili diğer kesimlere de yansıdığı zaman ihracat artışları daha hızlı ve daha kolay elde edilebilir.²¹⁸

Türkiye'de reel döviz kuru hareketlerinin dış ticaret dengesini hangi yönde etkilediği konusunda yapılan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Kumcu ve Kumcu'nun (1991) yapmış oldukları araştırmada Türkiye'deki liberalizasyon uygulamaları çerçevesinde gerçekçi kur politikalarının uygulanması ihracat arzı ile birlikte fiyat ve gelir esnekliğini de artırıcı etki meydana getirdiği sonucuna ulaşılmıştır. Durusoy ve Tokatlıoğlu'nun (1997) analizinde devalüasyonların dış ticaret dengesine 1 yıl sonra iyileştirici etki meydana getirdiği görülmüştür. Öte yandan Zengin ve Terzi (1995) 1950-1994 arasını 1950-1979 ve 1980-1994 olarak iki döneme ayırıştırarak döviz kurları ile ihracat, ithalat ve dış denge arasındaki ilişkinin analizini yapmışlar ve anlamlı bir ilişki elde edememişlerdir. Terzi ve Zengin (1999) ile Sivri ve Usta (2001) reel döviz kurları ile ihracat ve ithalat arasındaki ilişkiyi VAR analiziyle incelemişler ve dış ticaret dengesinin elde edilmesinde reel kurların etkin biçimde kullanılmasının doğru olmayacağı sonucuna ulaşmışlardır.²¹⁹

²¹⁸ Abuşoğlu, a.g.e., ss.114-120.

²¹⁹ Uğur Sivri, Can Usta, "Reel Döviz Kuru, İhracat ve İthalat Arasındaki İlişki", **Uludağ Üniversitesi, İİBF Dergisi**, Cilt: 19 Sayı: 4, Aralık 2001, (Çevrimiçi) <http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/>, 26.06.2003.

2.2.3. D v z Kurları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Bir ekonomide reel d v z kurunda sapmanın olması, nominal kurlar ile denge reel d v z kurları arasındaki farklılık meydana geldiğini ifade etmektedir. Nominal kurların denge kurdan daha fazla değer kaybetmesi ulusal paranın eksik değerli, daha fazla değer kazanması ise ulusal paranın fazla değerli olduğunu gösterir. Reel d v z kurlarına bu denli önem verilmesi, dış ticaretteki rekabet gücüne bağlı olarak ülkedeki ekonomik performansı etkilemesi sebebiyledir.²²⁰ Ulusal paranın değerli hale gelmesi reel kur endeksinde değişim meydana getirmektedir. Endekste değişim olmasının etkileri şunlardır.²²¹

-Ulusal paranın aşırı değerlenmesinden dolayı ucuzlayan ithalat tüketiminde artış olurken dışsal rekabet ve ihracat üretimi geriler. Bu yüzden ortaya çıkan ticaret açıkları geçici olarak yardım, rezerv veya borçlanma ile karşılanmış olsa da bu borçlanmalar gelecekte ticaret fazlalıklarıyla giderilmesi gerekir.

-Yurt içi üretim, istihdam ve kamu gelirlerinde azalış olur. Çünkü, firmaların rekabeti sürdüremez hale gelmeleriyle üretimlerini durdurmaları neticesinde üretim kayıpları, iş kayıpları ve vergi gelirlerinde azalma meydana gelir.

-Yurt içi finansal piyasalar olumsuz etkilenirler. Ticaret yapanlar ithalatı finanse etmek veya ihraç malları stoklarını devam ettirmek için ulusal para ile yurt içi piyasadan borçlanmayı tercih ederler. Borçlanmalar karşılığında faiz oranlarının artmasıyla diğer sektörlerin sıkıntıda kalmalarından doğan spe  latif hareketler finansal sistemi kaosa sürükler ve siyasi idare ortaya çıkan olumsuz tabloyu düzenlemek için yüksek maliyetlere katlanır.

-Yukarıdaki gerekçelere bağlı olarak devalüasyonun yapılması  demeler dengesi krizine yol açar. Ulusal paranın diğer paralar karşısında değerini koruyamayacağına inanan spe  lat rler döviz veya ithal mallarının fiyatlarındaki artışlardan aşırı kazanç elde ederler.

Bazı durumlarda ülkeler dış rekabet gücünü artırmak için reel kur endeksini bilerek değiştirirler. Bu uygulama ile ekonomik performans ve istihdam düzeyinde

²²⁰ Bilgili, a.g.e., s.60.

²²¹ Millie H. Luong, **Real Exchange Rate Analysis of Vanuatu**, ( evrimi i) <http://www-mcnair.berkeley.edu/97journal/Luong.html>, 10. 03.2004, p.8.

artış hedeflenir. Ancak bu uygulamada da bazı sakıncalı taraflar bulunmaktadır.²²² Çünkü, döviz kuru, enflasyon ve ücretler arasındaki ilişkinin yüksek olmasından dolayı reel döviz kuru politikaları ile içsel politikalar çelişebilmektedir. Reel kurların aşırı yükselmesi enflasyonu besleyici etkiye de sahiptir. Özellikle sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu ekonomilerde para otoritesi herhangi bir döviz kuru hedefi belirlediği zaman para arzını kontrol etme yeteneği kısıtlanmaktadır.²²³

Öte yandan reel döviz kurlarındaki yüksek oranlı dalgalanmalar hem kazançları hem de maliyetleri büyük oranda belirsiz hale getirmektedir. Dalgalanmalar sonucunda ticarete tabi olan sektör ile ticareti yapılmayan ürünlerin sektörlerindeki kazançlarda kararsız salınımlar meydana gelmekte, yeni sermaye mallarının maliyetleri de belirsizleşmektedir. Bu bakımdan reel kurların belirsiz hale gelmesi büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Bu etki finansal zayıflığın arttığı ve gelişmişlik durumunun düşük olduğu dışa açık ekonomilerde daha yüksek olmaktadır.²²⁴

Makro ekonomik dengelerin gelişmiş ülkelerden daha fazla salınım gösterdiği gelişmekte olan ülkelerde reel kurlarda dengenin korunması, ekonomik performansın iyileştirilmesi bakımından önemlidir. Reel kurların dengeden ayrılması sermaye hareketliliğinin gerilemesine, kaynak dağılımının bozulmasına ve ekonomik etkinliğin azalmasına neden olabilmektedir. Yapılan inceleme sonucunda Latin Amerika, Asya ve Afrika ülkelerindeki reel kurlar ile ekonomik performans arasındaki ilişkinin yüksek oranda çıkması bu yöndeki görüşleri doğrulamaktadır.²²⁵ Kore ve Tayvan gibi bazı Asya ülkelerinin yüksek ekonomik performans göstermelerinde de gerçekçi kur politika uygulamalarının katkısı olmuştur.²²⁶ Bununla birlikte çok az çalışmada reel kurlar ile ekonomik performans arasında ilişkinin olmadığı yönünde bulgulara rastlanmıştır.²²⁷

²²² Bilgili, a.g.e., s.60.

²²³ Turan Erol, Sweder Van Wijnbergen, "Real Exchange Rate Targeting and Inflation in Turkey: An Empirical Analysis with Policy Credibility, *World Development*, Vol. 25, No. 10, 1997, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 15.10.2002, p.1717.

²²⁴ Luis Servén, "Real Exchange Rate Uncertainty and Private Investment in Developing Countries", *Forthcoming Review of Economics and Statistics*, April, 2002, (Çevrimiçi) http://econ.worldbank.org/files/14453_wps2823.pdf, 23.06.2003, p.15.

²²⁵ İlker Domaç, Ghiath Shabsigh, "Real Exchange Rate Behaviour and Economic Growth: Evidence from Egypt, Jordan, Morocco, and Tunisia", *IMF Working Paper*, March, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9940.pdf>, 08.10.2002, p.3.

²²⁶ Ensar Yılmaz, "Impact of Persistent Devaluation on Growth: The Case of Turkey During The Post-1980 Period", *Yapı Kredi Economic Review*, Vol.11, Num. 1, June, 2000, p.36.

²²⁷ Domaç, Shabsigh, a.g.e., p.3.

Burada döviz kurlarındaki dengesizliğin düzeltilmesi ekonomik büyümenin şüphesiz tek nedeni değildir. Büyümeyi etkileyen diğer faktörlerin durumu da yüksek büyüme performansının yakalanması için gereklidir. Bununla birlikte uygun ve reel döviz kuru politikası sürdürülebilir ekonomik büyümenin oluşmasına katkı sağlamaktadır. Özellikle de daha düşük ithalat eğilimleri ekonomilerin ihracat gelirlerini artırdığından dolayı daha fazla ekonomik fırsatlara imkan tanımaktadır. Aynı zamanda ödemeler dengesi açıklarının makul seviyede tutulması da ekonomik istikrarın sağlanmasında önemli destek unsuru olmaktadır.²²⁸

2.2.4. Türkiye’de Döviz Kurları ve Ekonomik Büyüme

Türkiye’de 1980 yılından itibaren hem dış ticaret hem de sermaye hareketlerinin liberalleşmesi yönünde adımlar atılmış ve 1989 yılındaki sermaye hareketlerinin de liberalleşmesiyle birlikte ulusal piyasa uluslararası piyasalarla bütünleşmiştir. Dövizin Türkiye ekonomisinde büyüme performansı üzerinde meydana getirdiği etkiler değişim göstermektedir. Özellikle 1990 sonrasında döviz girişi sadece dış ticaret açığını finanse etmekle kalmamış ülke içerisindeki finansal piyasaları da büyüten mekanizma haline gelmiştir. Özellikle 1990’lı yıllarda artan kamu açıklarını karşılayacak tasarrufların ülke içerisinde bulunmaması ülkemizi dış tasarruflara bağımlı hale getirmiştir.²²⁹ Bu tasarrufların kısa vadeli spekülatif karakterli olması da ülke ekonomisini bir ikilem içine sürüklemiştir. Bir taraftan yüksek reel faizler TL’nin diğer paralar karşısındaki değer kaybının üzerinde tutulması, diğer taraftan da yüksek reel faizlerden dolayı ulusal ekonomideki kullanılabilir fonların yatırım yerine tüketim ve ithalatta meydana getirdiği artışların cari işlemlerde açıklar meydana getirmesidir. Bu açıkların sürdürülemez hale geldiğine kanaatin getirilmesiyle kriz kaçınılmaz hale gelmektedir. Mali piyasaların sık olduğu gelişmekte olan ülkelerde bu krizler daha da maliyetli olmaktadır. Sıcak para girişlerinin artmış olduğu dönemlerde ulusal ekonomide büyüme meydana gelmiştir. Ancak bu büyümenin etkisin oldukça kısa sürdüğü ve sürdürülebilirlikten uzak olduğu görülmektedir. Çünkü, yurt dışından borçlanma ile yapılmış olan açık finansmanları daha sonra turizm veya ihracat gibi döviz

²²⁸ Luong, a.g.e., p.9.

²²⁹ Ercan Kumcu, *İstikrar Arayışları*, İstanbul, Doğan Kitapçılık, 2000, ss. 26-31.

kazandırıcı işlemlerle finanse edilmesi gerekmektedir. Yüksek faizlerle açıkların finanse edilmesi gelecekte daha fazla borç ödemesini gerekli kıldığından gelecekte ekonomi üzerindeki daraltıcı etkisi daha yüksek olmaktadır.

Türkiye’de 1980 yılından itibaren enflasyondaki artışlar karşısında reel kurların sabit değerini sürdürmesi amacıyla nominal kurlar sürekli değişim göstermiştir. Uygulanan kur politikasına paralel ihracatı özendirici teşviklerin de etkisiyle dünya konjonktüründe durgunluğun yaşandığı dönemde büyüme performansının tatmin edici düzeyde olduğu söylenebilir. 1981 ile 1987 yılları arasında yıllık ortalama %5,7 oranında büyüme olmuştur. Ancak bu artışın 1990’lı yıllarda devam etmediği görülmektedir.

Tablo: 10

Türkiye’de Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme

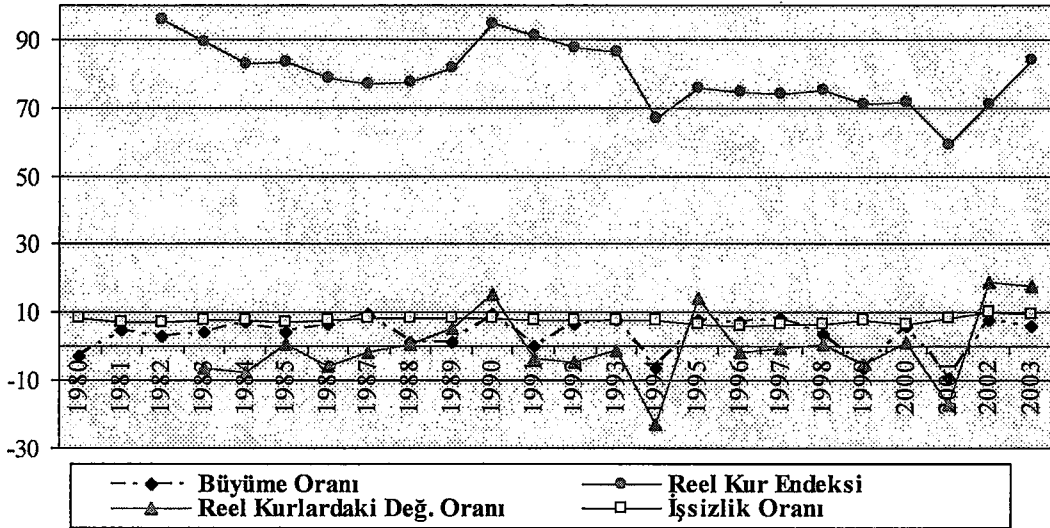
	Büyüme Oranı	Reel Kur End.	İşsizlik Oranı
Yıllar	%	1982=100	%
1980	-2,8	-	8,3
1981	4,8	-	7,3
1982	3,1	95,8	7,2
1983	4,2	89,6	7,9
1984	7,1	82,8	7,8
1985	4,3	83,2	7,3
1986	6,8	78,6	8,1
1987	9,8	77,2	8,5
1988	1,5	77,7	8,7
1989	1,6	81,8	8,7
1990	9,4	94,5	8,2
1991	0,3	91,4	7,8
1992	6,4	87,4	8,0
1993	8,1	86,6	7,7
1994	-6,1	66,7	8,1
1995	8,0	75,9	6,9
1996	7,1	74,4	6,0
1997	8,3	74,0	6,7
1998	3,9	74,9	6,8
1999	-6,1	71,2	7,6
2000	6,3	71,5	6,6
2001	-9,5	59,4	8,4
2002	7,8	71,1	10,3
2003	5,9	84,0	9,4

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/EkonomikGostergeler.zip>, 28.02.2004;
DPT, 1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, (Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03>, 02.03.2004’ den alınmıştır.

Ülkemizde 1990'lı yıllardan itibaren genel olarak büyüme oranlarında istikrarsızlık yaşanmıştır. Bir veya iki yıl yüksek oranlı büyümenin ardından büyüme performansında gerilemeler olmuştur. Hatta 1994, 1999, ve 2001 yıllarında ekonomide küçülmeler meydana gelmiştir. 1994 ve 2001 yıllarında meydana gelen ekonomik daralmaların yurt içi ekonomik konjonktürden kaynaklandığı söylenebilir. Fakat 1999 yılındaki ekonomik küçülmeye yurt dışı konjonktürün (Asya ve Rusya krizleri) daha çok etkili olduğunu ifade etmek gerekmektedir. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz ile birlikte nominal kurlardaki sıçrama ile reel kurlarda değer kaybı meydana gelmiştir. 1994 yılındaki ekonomik daralmanın ardından artan dış rekabet ile birlikte artan ihracat ekonomideki büyümeyi artırmıştır. Birkaç yıllık büyümenin ardından tekrar 1999 ve 2001 yıllarında ekonomide küçülme yaşanmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında Türkiye'de tekrar büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılında büyüme oranı %7,8 ve 2003 yılında %4,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2002 yılı Türkiye ekonomisi için toparlanmanın başladığı yıl olmuştur. Kriz sonrası uygulanan para ve maliye politikalarının mal ve finans piyasalarına istikrar getirmesi ve bazı yapısal düzenlemelerin piyasalarda olumlu beklentilere sebep olması, başta sanayi sektörü olmak üzere ekonominin tüm sektörlerinde büyüme sürecinin başlamasına katkı yapmıştır. Öte yandan, 2002 yılındaki büyüme artışında devalüasyon sonrasında yurt dışı talep artışlarına bağlı olarak artan ihracat ve kriz süresince ertelenen yurt içi talep artışlarının da etkisi olmuştur.

Grafik: 6

Türkiye'de Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme İlişkisi



Türkiye’de özellikle 1990 yılından itibaren büyümenin sürekli iniş çıkışlı olmasının ardında sermaye girişlerinin serbest bırakıldığı 1989 yılından itibaren artan reel faizler nedeniyle yurt içine giriş yapan kısa vadeli sermaye akımları ekonominin kısa süreli ısınması neden olarak gösterilebilir. Bu kısa vadeli sermaye akımları küçük bir risk algılaması olduğunda, paralarını hızlı ve toplu şekilde ülkeden çıkarmışlardır. Özellikle sermaye çıkışlarının yaşandığı yıllarda ekonomi üzerinde yüksek oranlı daraltıcı etki meydana gelmiştir. Bu bakımdan Türkiye’nin kendi iç dinamiklerine dayalı olan büyüme sürecini elde edemediği sürece sağlıklı büyüme trendini de yakalaması mümkün görünmemektedir.

Önceki kısımda da ifade edildiği üzere reel döviz kurlarında dengenin korunması, Türkiye’nin ihracata dayalı büyüme sürecinde istikrar sağlaması ve ihracat yapılabilen ürünlere diğer rakip ülkeler karşısında rekabet gücü kazandırması doğrultusunda önem kazanmaktadır.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin çoğunda olduğu gibi Türkiye ekonomisinde yaşanan istikrarsızlığa paralel olarak işsizlik sorunu da güncelliğini korumuştur. Büyüme oranlarındaki artışlara bağlı olarak küçük değişim göstermiş olsa da ülkemizde ortalama işsizlik oranının %7 civarında olduğu söylenebilir. Ekonomide küçülmelerin yaşandığı yıllarda işsizlik oranlarında artış olduğu görülmektedir. 1980 yılında -2,8 ekonomik küçülmenin sonucunda işsizlik oranı % 8,3 seviyesine çıkmıştır. Ekonomide küçülmelerin yaşandığı 1994, 1999 ve 2001 yıllarında ise işsizlik oranı 8.1, 7.6 ve 8.4 seviyelerine çıkmıştır. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin daraltıcı etkisi 2002 yılında işsizlik oranlarını %10.3 seviyesine yükseltmiştir. 2003 yılında ekonomideki iyimser havaya paralel olarak işsizlik yaklaşık bir puan düşerek % 9.4 seviyesine inmiştir. Türkiye’de makro dengelerin bozuk olmasının sonucunda büyüme performansının da yeterli düzeyde olamaması, zaten yüksek oranlı nüfus artışından kaynaklanan işgücü arzının kabul edilemeyecek oranda üretim dışında kalmasına neden olmuştur.

2.2.5. Döviz Kurları ve Dış Borçlanma İlişkisi

Dış borçlanma, fonlarında fazlalık bulunan ülkelerden fon ihtiyacı olan ekonomilere doğru meydana gelen para hareketi olarak ifade edilebilir. Borçlanmalar genel olarak devletler arası, uluslar arası kuruluşlar (IMF, Dünya Bankası, v.b.), piyasalara tahvil ihracı ve yabancı bankalardan borçlanma şeklinde gerçekleşmektedir.²³⁰

Borçlanma biçimi iki şekilde olabilmektedir. Bunlardan birincisi kendi parası cinsinden, ikincisi de başka ülke parası cinsindendir. ABD, Almanya, Japonya, İngiltere gibi ülkeler kendi paraları cinsinden borçlanma yapabilirken, Türkiye, Arjantin, Kore, Rusya gibi ülkelerde yabancı para türünden dış borçlanmalarını yaparlar. Birinci gruptaki ülkeler iç ve dış borçlanmalarını kendi paraları ile gerçekleştirdiklerinden, borçlanmanın ne kadarı iç ve ne kadarı dış piyasadandır olduğunun önemi yoktur. Döviz endeksli veya döviz cinsinden iç borçlanmaları hariç tutulduğunda ikinci gruptaki ülkeler için iç ve dış borçlanma oranları önemlidir.²³¹

Birinci grup ülkelerde borç ödeme sıkıntısı ortaya çıktığında bu sorun üç şekilde çözüme ulaştırılır. Bunlar; yeni vergi koymak, emisyonu gitmek ve yeni dış borçlanma yapma biçimindedir. Bu seçeneklerden teorik olarak üçünü de yapmak mümkün görünse de pratikte ilk ikisini yapmak üçüncüye göre daha zordur. İkinci gruptaki ülkeler için iç borç ödemeleri vergiler, para basımı veya yeni borçlanma ile yapılırken, dış borçlanmanın finansmanı birinci grup ülkeler kadar kolay değildir. Çünkü, yeni vergi veya emisyonu başvurmak dış borcun karşılanmasında yeterli değildir. Dış borçların ödenmesini sağlayacak dövizin elde edilmesi gerekmektedir. Bu bakımdan bu ülkeler bir taraftan emisyon veya ek vergiler ile finans kaynağını elde ederken diğer taraftan da ülkeye döviz kazandı getirecek uygulamalara gitmek zorundadır. Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin yeni dış borç bulmaları da gelişmiş ülkelerden daha zor ve daha yüksek maliyetlidir.²³²

²³⁰ Mahfi Eğilmez, **Kur Rejimiyle Dış Borçlanma İlişkisi**, Aralık, 2001, (Çevrimiçi) http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_6.htm, 26.10.2002, s.1

²³¹ Eğilmez, Kumcu, a.g.e., s.306.

²³² Eğilmez, a.g.e., ss, 1-2.

Kendi parası ile dış borçlanmasını gerçekleştiren döviz kurlarının düşmesi veya yükselmesi dış borç ödemelerinde herhangi bir değişim meydana getirmemektedir. Fakat dış borçlanmasını yabancı para cinsinden yapan gelişmekte olan ülkeler için döviz kurlarındaki değişimle bağlantılı olarak ulusal para cinsinden borç miktarları sürekli değişim gösterir. Döviz kurlarının düşmesi ulusal para cinsinden ödenecek borç miktarını düşürürken yükselmesi ise borç miktarını artırır.

2.2.6. Türkiye’de Döviz Kurları ve Dış Borçlanma

Türkiye’ dış borçlanma biçimi olarak ikinci gruptaki ülkeler içerisinde bulunmaktadır. Birinci gruptaki ülkeler için döviz kurlarının düşmesi veya yükselmesi dış borçların GSMH’ya oranında herhangi bir değişim meydana getirmemektedir. Oysa ikinci gruptaki ülkelerde döviz kurlarında yükselme meydana geldiğinde dış borçların mili gelir üzerindeki yükünde artış olmakta, kurlar gevşediği zaman da borç yükünde hafifleme yaşanmaktadır. Toplam dış borç miktarı artarken borç yükünde oransal biçimde azalma meydana gelmektedir. Türkiye’de toplam dışlar 2000 yılında 114 milyar dolar iken 2001’de 173, 2002’de 180 ve 2003 yılında 206 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Dış borçlanma miktarındaki bu artışa karşılık, 2000 yılında borç yükü %59 iken 2001 yılında yaşanan kriz ile birlikte borç yükü %79 seviyesine çıkmıştır. Bu oran kurlardaki gevşeme ile birlikte 2002 yılında %72, 2003 yılında ise %54,6 seviyesine inmiştir.

Döviz kurlarının düşmesi ülkenin dış borçları bakımından hoş karşılanırken, kurların yükselmesi durumunda sorun yaşanmaktadır. Çünkü, dış borçlanma karşılığı olan TL miktarının artması daha fazla vergi geliri veya yurt içi kaynağın borç ödemelerinde kullanılacağını göstermektedir. Dış borç yükümlülüğünün fazla olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarında yükselme eğilimlerinin ortaya çıkmasıyla borçları finanse edecek kredi bulmaları da ya çok zor veya maliyeti yüksek olmaktadır. Bunun yanında dış ticaretlerini genelde yabancı paralar üzerinden gerçekleştiren firmalar da döviz kurların da yükselme veya gevşemeler meydana gelmesinden olumsuz etkilenmektedirler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÖVİZ KURLARININ EKONOMİK ETKİLERİNİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

1. METODOLOJİ: VEKTÖR OTOREGRESİF (VEKTOR AUTO REGRESSİVE) MODELİ

C.A. Sims tarafından geliştirilmiş olan bu model Granger nedensellik testi modeli esas alınarak oluşturulmuştur.¹ Ancak Granger testinde ilişkinin yönü ile ilgilenilirken VAR (Vektör Auto Regressive-Vektör Otoregresif) modelinde ilişkinin yönüyle ilgilenilmez. Sims VAR modelini politik müdahalelerin sonuçlarını değerlendirme aracı olarak kullanmıştır. Bu müdahaleler öngörülerin tersine beklenmedik durumları ve etki tepki fonksiyonu çerçevesinde sonuçlarını içermektedir.²

Ekonometrik modellerde en fazla sıkıntının yaşandığı konulardan birisi tahmin edilmeye çalışılan değişkeni etkileyen ancak ondan aynı zamanda etkilenmeyen bağımsız değişkenlerin elde edilmesidir. Eğer bağımlı değişken hem bağımsız değişkenlerden birisinden etkilenir hem de bu değişkeni etkiler ise kurulan denklem anlamsız olur. Ayrıca bazı durumlarda teoriler de bağımsız değişkenleri göstermede yeterli olmayabilmektedir. VAR modelinde bu sorunlar giderilmektedir. Bu modele göre tüm değişkenler birbirlerini bir önceki veya daha önceki dönemlerdeki değeriyle etkileyebilmektedirler.³ VAR kriz ekonomilerinde daha çok kullanılır. Değişkenlerde meydana gelen şokların diğer değişkenlere etkisi ölçülür. Şoklarla ilgilenildiği için değişkenlerin durağanlık mertebelerinin eşit olması önem arz etmez. Şokların net görünmesi ve serinin kendi özelliklerinin çok bozulmaması için durağanlık sağlanırken detrending yapılmamasını söyleyenler de vardır ama teori durağan serilerin kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. Stokastik (olasılıklı) bir sürecin

¹ Tümay Ertek, *Ekonometriye Giriş*, İstanbul, Beta Yayınları, 2000, s.404

² Frank Schorfheide, *Learning and Monetary Policy Shifts*, March 20, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.ssc.upenn.edu/~schorf/papers/lp.pdf>, 10.06.2004, p.1

³ Saruhan Özel, *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, İstanbul, Alkım Yayıncılık, 2000, s.125.

ortalaması ve varyansının ele alınan dönemde sistematik değişim göstermemesi, incelenen serinin durağan olduğunu gösterir.

VAR analizi için ilgili değişkenlerin dışsaldan içsele doğru sıralanması gerekmektedir. Sonuçların sağlıklı olması açısından sıralama önemlidir. Modelde öncelikli olarak gecikme uzunluklarının (likelihood ratio) tahmini yapıldıktan sonra etki-tepki analizine (impulse-response analysis) geçilir. VAR modelinde gecikme uzunluklarının doğru tespit edilmiş olması etki-tepki ve varyans ayrışımının tutarlılığı açısından önemlidir.⁴ Etki tepki analizi ile modelde bulunan değişkenlerden birine bir birimlik şok uygulandığında hem kendisi hem de diğer değişkenlerin bu değişime vermiş olduğu tepkiler gözlemlenir. Son olarak varyans ayrıştırması (variance decomposition) uygulaması ile değişkenlerin her birinin varyansında meydana gelen değişimlerin % kaçının kendi gecikmesi, % kaçının diğer değişkenler tarafından açıklandığı belirlenir. Bu şekilde şoklar karşısında etki tepki fonksiyonu ile endojen değişkenlerin reaksiyonları; varyans ayrımı ile de şokların nispi önemliliği ortaya çıkmaktadır.⁵

Bu bölümde döviz kurlarındaki değişimlerin ekonomiye yaptığı etkiler VAR yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada iki model kullanılmıştır. Birinci modelde aylık seriler yardımıyla nominal kurlar ile enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişki incelenirken; ikinci modelde ise üçer aylık seriler ile döviz kurları ile ihracat, ithalat ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin analizi yapılmıştır.

1.1. DÖVİZ KURLARININ, ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ

Modelde nominal döviz kurları, DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) faiz oranları, TEFE ve TÜFE olmak üzere dört değişken kullanılmıştır. Bu değişkenlerin verileri aylık olarak 1987:1-2003:12 arasını kapsamaktadır.

⁴ Ömer Özçiçek, W. Douglas Mc Millin, **Lag Length Selection in Vector Autoregressive Models: Symmetric and Asymmetric Lags**, (Çevrimiçi)

http://www.bus.lsu.edu/economics/papers/pap97_27.pdf, 10.06.2004, p.2

⁵ Anders Warne, **Lecture Notes on Structural Vector Autoregression**, (Çevrimiçi)

http://texlips.hypermart.net/download/lecture_notes.pdf, 15.06.2004, p.5

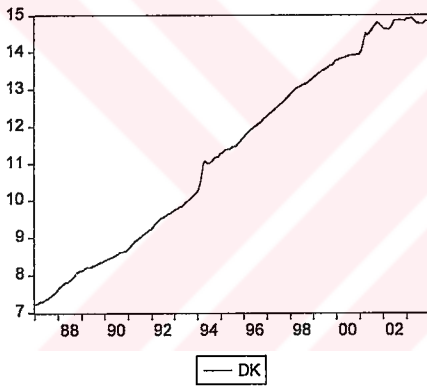
Döviz Kuru (DK): Çapraz kurlarda meydana gelen değişmelerin etkisini düşürmek için 2001 yılına kadar $1\$+1,5DM$ 'den oluşturulan döviz sepeti, 2001 yılından itibaren de $1\$+0,77\text{€}$ 'dan elde edilen döviz sepeti kullanılmıştır.

DİBS Faiz Oranı (FO): Devlet iç borçlanma faiz oranları aylık ortalama faiz oranlarıdır.

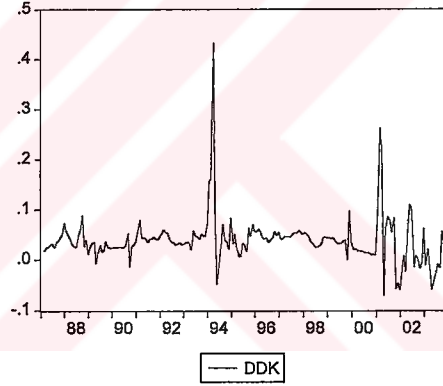
TEFE: Toptan eşya fiyat endeksini ifade etmektedir (1987 = 100).

TÜFE: Tüketici fiyat endeksini ifade etmektedir (1987 = 100)

Çalışmada değişkenlerin logaritması alındıktan sonra döviz kuru serisi için birim kök denkleminde trend ve sabit koşulluğu testi yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda döviz kuru serisinin trend eğilimi gösterdiğinden dolayı (Bkz grafik: 7-a) serinin birinci farkı alınmıştır. Serinin Birinci farkı serinin sabit etrafında durağan olduğunu göstermektedir (Bkz. Grafik:7-b).



Grafik:7-a

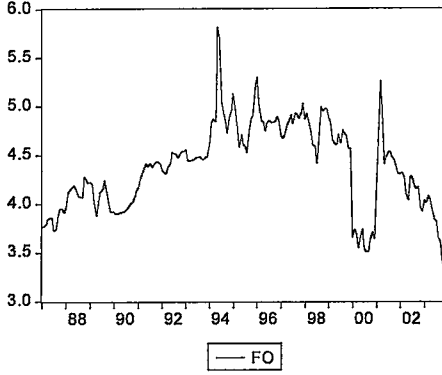


Grafik:7-b

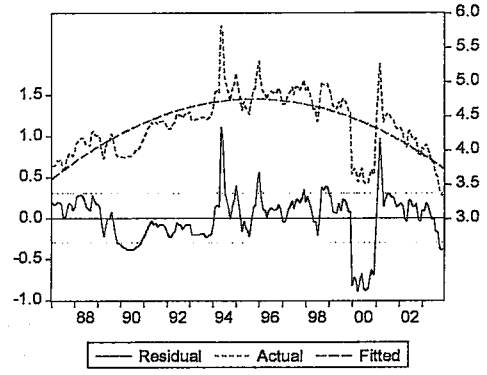
Grafik:7

Döviz Kuru Serisi Grafikleri

Faiz oranı serisinde ise eğrisel ve kuadratik trendin varlığı tespit edilmiştir. Katsayı değerleri tablo:13'den de görüleceği üzere artık değerlerin birim kök testine tabi tutulması ile seri durağan hale gelmiştir. Faiz oranı ile ilgili test grafikleri aşağıda sunulmuştur.



Grafik:8-a



Grafik:8-b

Grafik: 8

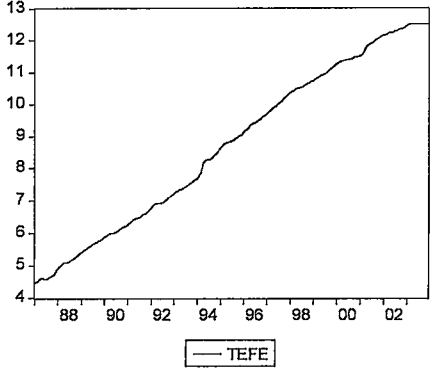
DİBS Faiz Oranı Serisi Grafikleri

Tablo:11

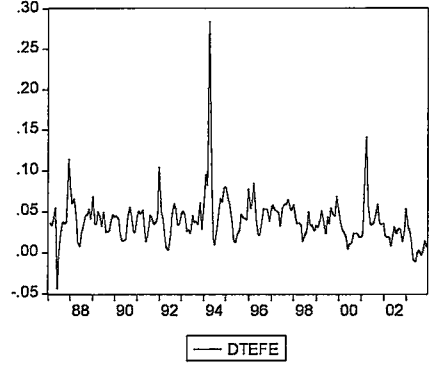
Kuadratik Trendli Faiz Oranı Model Tablosu

Bağımlı Değişken: Faiz Oranı				
Method: Least Squares				
Sample: 1987:01 2003:12				
Included observations: 204				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.578607	0.063456	56.39502	0.0000
@TREND	0.022268	0.001444	15.41832	0.0000
@TREND^2	-0.000106	6.89E-06	-15.40561	0.0000
R-squared	0.545660	Mean dependent var		4.377908
Adjusted R-squared	0.541139	S.D. dependent var		0.450371
S.E. of regression	0.305078	Akaike info criterion		0.478099
Sum squared resid	18.70760	Schwarz criterion		0.526894
Log likelihood	-45.76605	F-statistic		120.6998
Durbin-Watson stat	0.285166	Prob(F-statistic)		0.000000

TEFE değişkeni de döviz kuru gibi doğrusal trend eğilimi göstermektedir. bu nedenle trend etrafında durağan olmadığı görülmektedir. Serinin birinci farkının alınmasının ardından birim kök sınavında serinin durağanlaştığı tablo:13 de elde edilen değerlerde görülmektedir.



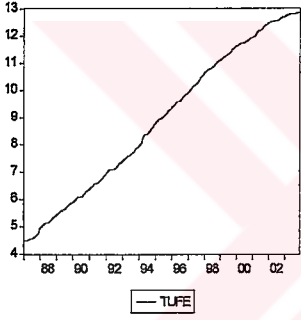
Grafik:9-a



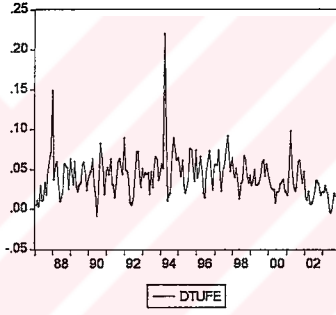
Grafik:9-b

Grafik: 9

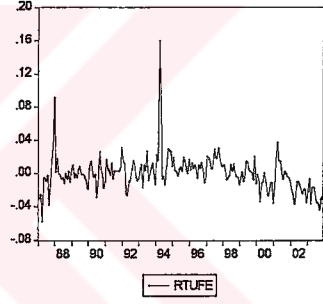
TEFE Serisi Grafikleri



Grafik:10-a



Grafik:10-b



Grafik:10-c

Grafik: 10

TÜFE Serisi Grafikleri

TÜFE serisinin de grafik: 10-a'da görüldüğü üzere döviz kuru ve TEFE gibi doğrusal trend eğilim gösterdiği tespit edilmiştir. Fakat birim kök testi regresyon denklemlerinde her gecikme miktarında 12. mertebeden otokorelasyondan kurtarılamadığından deterministik mevsimselliği sınamak için mevsimsel kuklalar ile regresyona tabi tutulmuştur. Mevsimsel kukla katsayıların anlamsız ve R^2 'nin de sıfıra yakın değer alması, deterministik mevsimselliğin olmadığını ortaya çıkarmıştır.

Tablo: 12

LRDTÜFE Serisinin Birim Kök Sınaması

Bağımlı Değişken: DTUFE				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 1987:02 2003:12				
Included observations: 203 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.035466	0.002357	15.04978	0.0000
@SEAS(1)	0.021980	0.005921	3.712239	0.0003
@SEAS(4)	0.024975	0.005772	4.326504	0.0000
@SEAS(6)	-0.020113	0.005772	-3.484334	0.0006
@SEAS(7)	-0.015140	0.005772	-2.622806	0.0094
@SEAS(9)	0.020724	0.005772	3.590108	0.0004
@SEAS(10)	0.025324	0.005772	4.386987	0.0000
@SEAS(11)	0.013388	0.005772	2.319242	0.0214
R ²	0.320475			

Fark serisi alındığında birim kök sınaması sonucunda bu sefer de yarı yıllık dönemlerde mevsimsellik olduğundan şüphe etmemizi sağlayacak 6. ve diğer mertebelerde otokorelasyon meydana gelmiştir. Bu yüzden fark serisine de deterministik mevsimsellik sınaması yapılmıştır. Anlamsız katsayıya sahip mevsimsel kuklalar modelden çıkartıldıktan sonra kalan mevsimsel kuklaların anlamlılıkları bozulmamış, R²'nin %50'den büyük olduğu görülmüş ve ilgili katsayılar tablo:12'de sunulmuştur. Fark serisini mevsimsellikten arındırdıktan sonra yapılan birim kök sınamasında seri durağan hale gelmiş ve herhangi bir mertebede otokorelasyon meydana gelmemiştir.

Tablo:13

Durağanlık Testi Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Gecikme Uzunlukları	Değişkenler	Katsayılar	Gecikme Uzunlukları	Karar
LDK	-0,965160= τ_{t+c}	ADF(1)	LDDK	-8,964649= τ_c	DF	I (1)
LTEFE	-0,340946= τ_{t+c}	ADF(1)	LDTEFE	-8,192778= τ_c	DF	I (1)
LTÜFE	1,062236 = τ_{t+c}	ADF(2)	LRDTÜFE	-8,206246= τ	DF	I (1)
LRFO	-4,570861= τ	ADF(1)				I (0)

t= trend c=sabit

* %5 düzeyinde $\tau = -1,9424$; $\tau_c = -2,8756$; $\tau_{t+c} = -3,4323$ olarak Mac Kinnon kritik değerleri kullanılmıştır.

Değişkenlerin durağan hale getirilmesinin ardından Var analizinde değişkenlerin sıralamasının yapılması gerekmektedir. Bu sıralamanın yapılması için Granger nedensellik testi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo: 14'te verilmiştir.

Tablo:14
Granger Nedensellik Testi Sonuçları *

H₀ Hipotezleri:	Gözlem	F-İstatistiği	Kuyruk olasılığı
RFO DDK'nın Granger nedeni değildir	201	2.45510	0.08849
DDK RFO'nun Granger nedeni değildir.		4.91077	0.00830
DTEFE DDK'nın Granger nedeni değildir.	201	1.70040	0.18529
DDK DTEFE'nin Granger nedeni değildir.		6.18855	0.00248
RTUFE DDK'nın Granger nedeni değildir.	201	1.07388	0.34368
DDK RDTUFE'nin Granger nedeni değildir.		7.08428	0.00107
DTEFE RFO'nun Granger nedeni değildir.	201	9.68809	0.000097
RFO DTEFE'nin Granger nedeni değildir.		2.97722	0.05324
RDTUFE RFO'nun Granger nedeni değildir.	201	7.65634	0.00063
RFO RDTUFE'nin Granger nedeni değildir.		1.07695	0.34264
RDTUFE DTEFE'nin Granger nedeni değildir.	201	1.27208	0.28255
DTEFE RDTUFE' nin Granger nedeni değildir.		6.87890	0.00130

* Gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.

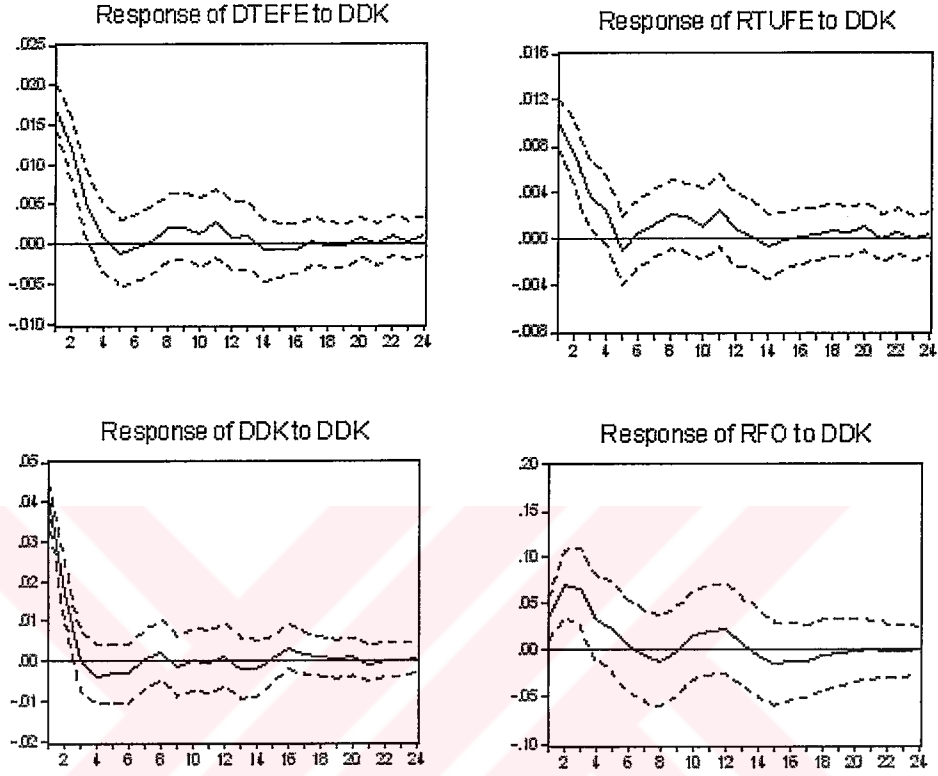
Nedensellik testi sonuçlarına göre VAR analizi için değişkenlerin dışsaldan içsele sıralaması; DDK, DTEFE, RDTUFE ve RFO biçiminde olmaktadır.

Gecikme uzunluğu seçimi kriteri olan FPE (Final Prediction Error - Nihai tahmin hatası), AIC (Akaike Information Criterion - Akaike Bilgi Kriteri), SC (Schwarz Information Criterion- Schwarz Bilgi Kriteri) ve HQ (Hannan-Quinn Information Criterion- Hannan-Quinn Bilgi Kriteri) kriterlerine göre Var(1) modeli uygun görülmektedir. Fakat 12. mertebede otokorelasyon olduğundan, otokorelasyondan kurtulan en küçük gecikme uzunluğuna sahip olan Var(12) modeli ile çalışılmıştır. Aynı zamanda etki-tepki analizini görünmez sağlayan Var modelinin kökleri birim çember içerisinde yer almakta ve farklı varyanslara rastlanmamaktadır. Oto korelasyon için LM testi yapılmış ve farklı varyans için çapraz terimler kullanılmayan white farklı varyans testi yapılmıştır.

Grafik:11

TEFE, TÜFE ve Faiz Oranının Döviz Kurlarına Tepki Grafikleri

(± 2 Standard Hata Düzeyinde)



Grafik: 11 döviz kurlarında meydana gelen şoklara TEFE, TÜFE ve Faiz oranlarının tepkilerini göstermektedirler. Bir birim standart sapma şokun ardından TEFE ilk dönemde 0,017157'lik tepki vermekte ve ikinci dönemde bu etki 0,011934 değerine gelmektedir. Bu şekilde gerileyen tepkiler 4. dönemde bitmektedir. 4. dönem sonrası bu tepkiler sıfır etrafında önemsiz bir seyir izlemektedir. TÜFE'nin şoklar karşısında gösterdiği tepkinin görünümü TEFE serisine benzemekle birlikte tepkinin şiddeti TEFE'ye göre daha düşük seviyede olmaktadır. Şokun meydana geldiği ilk ayda TÜFE 0,009901'lik bir tepki vermektedir. Bu tepki ikinci ay 0,007346 seviyesine gerilemektedir. Dördüncü dönemden sonraki aylarda bu tepkinin durağanlaştığı görülmektedir. Faiz oranlarının döviz kurunda meydana gelen şoklar karşısında göstermiş olduğu tepki TEFE ve TÜFE'nin göstermiş olduğu tepkiden daha farklıdır. Faiz oranları en şiddetli tepkiyi iki gecikme sonrasında vermektedir. Kur değişimleri karşısında kendisi de tepki göstermektedir. Döviz kurlarında meydana gelen değişmelere kendi değerleri üç ay pozitif tepki verirken

daha sonraki dönemlerde bu etki giderek durağanlaşmakta ve sıfır seviyesinde salınım göstermektedir.

Tablo:15

Döviz Kurlarının Varyans Ayrışım Tablosu

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata.</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>TEFE</i>	<i>TÜFE</i>	<i>Faiz Oranı</i>
1	0.040943	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.045816	94.11150	3.642961	0.191374	2.054168
3	0.046205	92.53501	4.079525	0.608292	2.777168
4	0.046654	91.34208	4.429653	0.604928	3.623339
5	0.047153	89.85907	4.507622	2.038312	3.594996
6	0.048303	86.01129	6.940741	3.166206	3.881766
7	0.048509	85.29976	7.693941	3.150966	3.855336
8	0.048666	85.03776	7.694379	3.405280	3.862577
9	0.049055	83.78148	7.688423	3.988111	4.541987
10	0.050512	79.01960	7.977550	8.118955	4.883895
11	0.050829	78.04193	7.878406	8.245446	5.834219
12	0.051234	76.87628	8.470400	8.152151	6.501169

Tablo: 15 döviz kurlarındaki değişmelerin dönemler itibariyle hangi değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Bu tabloya göre, döviz kurlarını 1. dönemde %100 oranında kendi gecikmesi açıklamaktadır. Dönemler ilerledikçe döviz kurlarındaki değişmeleri açıklamada TEFE, TÜFE ve faiz oranlarının etkileri bulunmaktadır. Genellikle döviz kurlarının kendi kendini açıkladığı, dolayısıyla döviz kurunun diğer değişkenlere göre daha dışsal bir değişken olduğu ve bu sonucun granger nedensellik testleri ile de uyumlu olduğu açık bir şekilde görülmektedir. Kurlardaki değişmeler genel olarak %80 üzerinde kendi gecikmesi tarafından açıklanmaktadır. Örneğin; 8. ayda TEFE değişimin %7,6'sını TÜFE %3,4'sını ve TEFE oranları da değişimin %7,6'sını açıklamaktadır.

Tablo:16
TEFE'nin Varyans Ayrışım Tablosu

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata.</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>TEFE</i>	<i>TÜFE</i>	<i>Faiz Oranı</i>
1	0.022861	56.32257	43.67743	0.000000	0.000000
2	0.025955	64.83673	34.13054	0.828629	0.204100
3	0.026616	64.59797	32.51753	0.791684	2.092812
4	0.027136	62.23298	31.87643	0.913939	4.976656
5	0.027676	60.01965	33.51842	1.573355	4.888572
6	0.027804	59.49046	33.22458	2.292790	4.992164
7	0.027949	58.90347	33.18922	2.966552	4.940765
8	0.028126	58.70125	32.77467	3.631158	4.892916
9	0.028290	58.64383	32.39706	3.863531	5.095579
10	0.028691	57.26948	31.54023	5.895661	5.294629
11	0.028959	57.11495	31.02099	6.507241	5.356817
12	0.029180	56.36520	31.72219	6.626849	5.285768

Tablo: 16'dan izleneceği gibi TEFE değerlerindeki değişimleri açıklamada en önemli değişken döviz kurudur. 1. dönemde döviz kuru TEFE değerinin %56,3'ünü açıklamaktadır. Döviz kurlarının oranının bu derece yüksek olması, Türkiye'nin ithalat girdilerine bağımlılık oranının yüksek olduğunu ve kurlardaki değişimler karşısında ithalat mallarının fiyat artışlarının TEFE endeksine kolaylıkla yansıtıldığını göstermektedir. Ülkemizde rekabet piyasasının tam gelişmemiş olması da kurlardaki değişimlerin yurt içi piyasada fiyatlara yansımaları kolaylaştırıcı etki yaptığı da yukarıdaki sonuçlardan görülmektedir. TEFE'nin kendi gecikmeli değeri ise %43,6'sını açıklamaktadır. Gecikmeli değerlerin bu derece yüksek oranlı olması TEFE değerlerinde beklenti enflasyonunun önemli faktörlerden birisi olduğunu göstermektedir. Birinci dönemde TÜFE ve Faiz oranlarının açıklayıcı etkisi bulunmamaktadır. 3. dönemde döviz kurları TEFE'nin %64'ünü açıklamaktadır. İlerleyen dönemlerde ise bu etkinin biraz hafiflediği görülmektedir. 12. ayda döviz kurunun etkisi %56,4 oranında olmaktadır. Öte yandan dönem arttıkça yüksek oranda olmasa da TÜFE ve faiz oranlarının etkilerinin de TEFE üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Faiz oranlarının etkisi TÜFE'ye göre daha yüksek seviyededir. 10. dönemde TEFE üzerinde faiz oranları %5,29, TÜFE ise %5,89 oranında açıklayıcı etkiye sahiptir.

Tablo: 17
TÜFE'nin Varyans Ayrışım Tablosu

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>TEFE</i>	<i>TUFE</i>	<i>Faiz Oranı</i>
1	0.016159	37.54050	25.32018	37.13932	0.000000
2	0.018075	46.52555	23.72001	29.73377	0.020669
3	0.018594	48.03929	22.53335	28.09864	1.328721
4	0.018980	47.81967	21.70040	27.10823	3.371704
5	0.019215	46.92803	22.69943	27.06092	3.311623
6	0.019342	46.39653	22.75817	27.52471	3.320586
7	0.019480	46.25047	22.82716	27.63001	3.292361
8	0.019681	46.46842	22.48212	27.47211	3.577342
9	0.019861	46.53489	22.45480	27.18457	3.825750
10	0.020327	44.78211	21.53124	30.00920	3.677445
11	0.020580	45.18555	21.04209	30.07011	3.702245
12	0.020783	44.48587	21.35760	30.49098	3.665553

TÜFE değerleri üzerinde döviz kurlarının açıklayıcı etkisinin TEFE oranları kadar olmadığı Tablo: 17'de görülmektedir. TÜFE üzerinde 1. dönemde döviz kurları %37,5, TÜFE gecikmeli değeri %37,1 oranında etkilidir. Daha sonraki aylarda dönemlerde zayıf oranda da olsa faiz oranlarının etkisi bulunmaktadır. Faiz oranları 12. dönemde %3,66 seviyesine çıkabilmektedir. Genel olarak TEFE oranları TÜFE üzerinde %20 civarında açıklayıcı etkiye sahip olmaktadır.

Tablo: 18
Faiz Oranı Varyans Ayrışım Tablosu

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>TEFE</i>	<i>TUFE</i>	<i>Faiz Oranı</i>
1	0.161293	4.297081	6.144785	0.540352	89.01778
2	0.238100	10.92581	3.249521	1.358578	84.46609
3	0.273435	14.10009	2.696401	1.684323	81.51919
4	0.296606	13.33035	2.392427	2.624391	81.65283
5	0.313632	12.50141	2.266000	3.203431	82.02916
6	0.320581	11.98846	2.435835	3.191260	82.38444
7	0.327263	11.54635	2.857154	3.216714	82.37979
8	0.331951	11.33905	2.844757	3.481212	82.33499
9	0.335572	11.09681	3.228095	3.739330	81.93577
10	0.337861	11.18372	3.449737	3.929619	81.43692
11	0.339573	11.45468	3.545387	4.189874	80.81006
12	0.340931	11.80858	3.574041	4.390973	80.22640

Faiz oranları varyans ayrışım tablosundan görüldüğü üzere 1. dönemde faiz oranının gecikmesi kendisini %89 oranında, döviz kuru %4,2 TEFE ise %6,1

oranında açıklamaktadır. 3. ayda döviz kuru %14,1, TEFE %2,69, TÜFE, %1,6 ve faiz oranlarının gecikmesi %81,6 açıklayıcı etkiye sahip olmaktadır. Dönem ilerledikçe döviz kurlarının etkisinde bir miktar artış olsa da faiz oranlarının kendi gecikmeleri faiz oranlarını açıklamada %80 civarında olmaktadır. Devlet iç borçlanma faiz oranlarının kendi gecikmelerinin yüksek oranlı açıklayıcı etkiye sahiptir. Bu analizde, Türkiye’de artan kamu borçlanma gereğine ve diğer etkenlere (siyasi istikrarsızlık, belirsizlik, v.b..) bağlı olarak artan risk priminin faiz oranlarına etkisinin olduğu gözlenmiştir.

1.2. DÖVİZ KURLARININ İHRACAT, İTHALAT VE BÜYÜME ORANINA YAPTIĞI ETKİNİN ANALİZİ

Çalışmada döviz kurları (nominal döviz kurları ve reel döviz kurları), İhracat, İthalat ve büyüme oranı değişkenleri kullanılmıştır. Diğer değişkenlerde herhangi bir değişiklik yapılmadan reel ve nominal döviz kurlarından birisi modele dahil edilerek iki ayrı çalışma yapılmıştır. Bazı dönemlerde değişkenlerin negatif değer almasından dolayı logaritmik yerine doğrusal kalıp kullanılmıştır. Değişkenlerin üçer aylık rakamsal değerlerinden faydalanılmış ve 1988:1-2003:4 dönemindeki % değişim oranları hesaplanarak modele dahil edilmiştir.

Nominal Döviz Kuru (NKUR): 2001 yılına kadar 1\$+1,5DM’den oluşturulan döviz sepeti, 2001 yılından itibaren de 1\$+0,77€’dan elde edilen döviz sepeti kullanılmıştır.

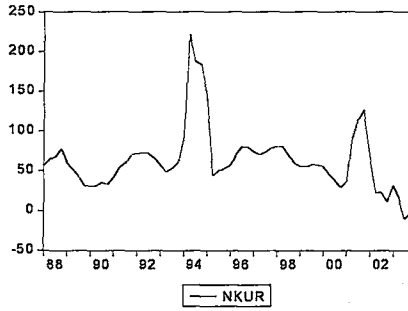
Reel Döviz Kuru (RKUR): DPT tarafından hesaplanan reel kur endeksidir (1982=100).

İhracat (İHR): İhracat miktarları ABD Doları üzerinden hesaplanan değerlerdir.

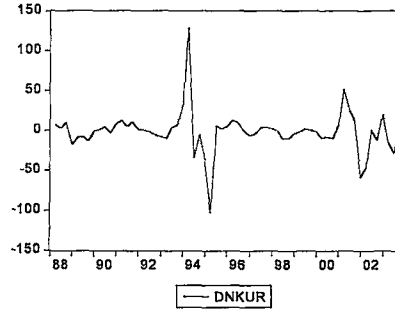
İthalat (İTH): İthalat miktarları ABD Doları üzerinden hesaplanan değerlerdir.

Büyüme Oranı (BO): Sabit fiyatlarla (1987=100) açıklanan GSMH büyüme oranları kullanılmıştır

Zaman serisi analizlerinde değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanmasına yönelik modellerde daha gerçekçi sonuçların elde edilmesi için verilerin durağanlık testine tabi tutulması gerekmektedir.



Grafik:12-a

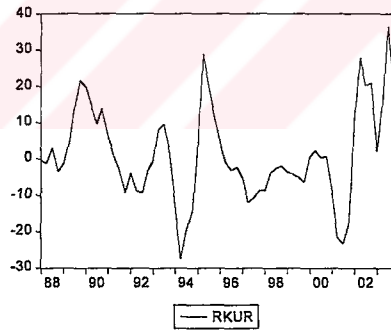


Grafik:12-b

Grafik :12

Nominal Döviz Kuru Serisi Grafikleri

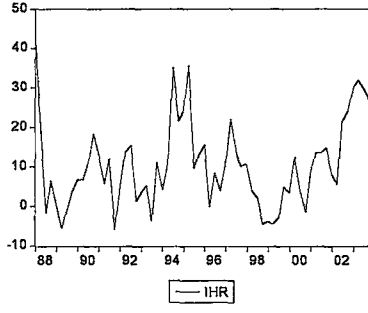
Nominal döviz kuru serisi için birim kök denkleminde trend ve sabit koşulluğu araştırmasında serinin sabit etrafında durağan olmadığı (Bkz. Grafik: 12-a) görülmüştür. Serinin birinci farkının alınmasıyla durağanlaştığı Tablo: 19'dan elde edilen değerlerden de anlaşılmaktadır.



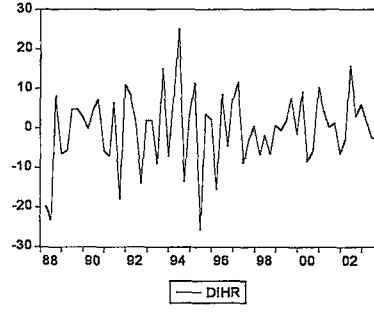
Grafik: 13

Reel Döviz Kuru Serisi Grafiği

Reel döviz kuru serisinin birim kök testi sınaması sonucunda (Bkz Tablo: 19) elde edilen değerlerden serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.



Grafik:14-a

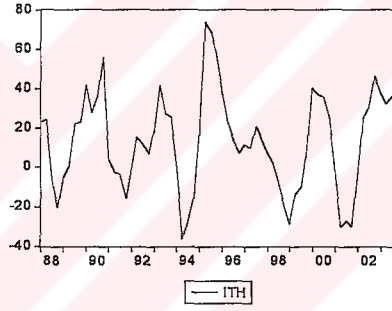


Grafik:14-b

Grafik: 14

İhracat Serisi Grafikleri

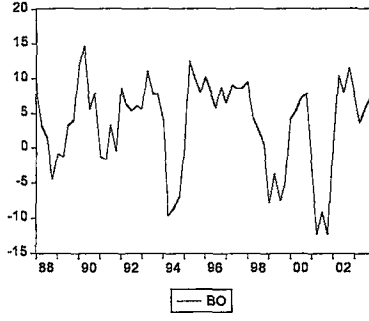
İhracat değerlerinin durağanlık testi sınaması sonucunda birim kök değerine sahip olduğundan dolayı H_0 hipotezi reddedilememiş ve serinin farkı alınmıştır. Seri birinci farkın alınmasıyla durağan hale gelmiştir.



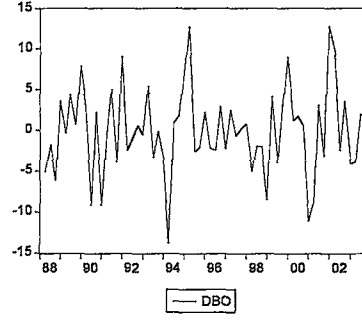
Grafik: 15

İthalat Serisi Grafiği

İthalat serisinin birim kök testi incelemesinde H_0 hipotezi reddedilmiş ve serinin durağan olduğuna karar verilmiştir. Büyüme oranı serisi ise birinci farkları alındıktan sonra durağan hale gelmiştir.



Grafik:16-a



Grafik:16-b

Grafik: 16

Büyüme Oranı Serisi Grafikleri

Tablo:19 modelde kullanılan değişkenlere ait test istatistiklerini göstermektedir. Bu veriler doğrultusunda Reel döviz kuru ve İthalat sıfır dereceden bütünleşirken diğer değişkenler birinci dereceden bütünleşmektedir.

Tablo:19

Durağanlık Testi Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Gecikme Uzunlukları	Değişkenler	Katsayılar	Gecikme Uzunlukları	Karar
NKUR	-2,034046= τ_c	ADF (5)	DNKUR	-7,002160= τ	ADF (3)	I (1)
RKUR	-3,359383= τ	ADF (5)				I (0)
İHR	-0,911768= τ	ADF (4)	DİHR	-4,947580= τ	ADF (3)	I (1)
İTH	-3,284196= τ_c	ADF (4)				I (0)
BO	-1,582380= τ	ADF (4)	DBO	-8,101332= τ	ADF (3)	I (1)

c=sabit

* %5 düzeyinde $\tau = -1,946447$; $\tau_c = -2,912631$; olarak Mac Kinnon kritik değerleri kullanılmıştır.

Değişkenler durağan hale geldikten sonra VAR analizinin yapılması için değişkenlerin dıştan içe doğru sıralamasının yapılmasında Granger nedensellik testinden faydalanılmaktadır.

Tablo: 20
Granger Nedensellik Testi Sonuçları*

Ho Hipotezleri	Gözlem	F-İstatistiği	Kuyruk Olasılığı
DNKUR ITH'ın Granger nedeni değildir.	61	1.21622	0.30405
ITH DNKUR'un Granger nedeni değildir.		4.19098	0.02013
DBO ITH'ın Granger nedeni değildir.	61	5.06535	0.00951
ITH DBO'nın Granger nedeni değildir.		7.60773	0.00119
DIHR ITH'ın Granger nedeni değildir.	61	0.28792	0.75093
ITH DIHR'ın Granger nedeni değildir.		0.47384	0.62508
DBO DNKUR'un Granger nedeni değildir.	61	0.57875	0.56392
DNKUR DBO'nın Granger nedeni değildir.		0.74883	0.47760
DIHR DNKUR'un Granger nedeni değildir.	61	1.01370	0.36943
DNKUR DIHR'un Granger nedeni değildir.		6.62810	0.00261
DIHR DBO'nın Granger nedeni değildir.	61	0.23925	0.78802
DBO DIHR'ın Granger nedeni değildir.		2.45203	0.09532
ITH RKUR'un Granger nedeni değildir	61	0.49814	0.61028
RKUR ITH'ın Granger nedeni değildir		1.31209	0.27727
DBO RKUR'un Granger nedeni değildir	61	1.72283	0.18789
RKUR DBO'nın Granger nedeni değildir		5.35834	0.00743
DIHR RKUR'un Granger nedeni değildir	61	0.01534	0.98478
RKUR DIHR'ın Granger nedeni değildir		1.28404	0.28494
DBO ITH'ın Granger nedeni değildir	61	5.06535	0.00951
ITH DBO'nın Granger nedeni değildir		7.60773	0.00119
DIHR ITH'ın Granger nedeni değildir	61	0.28792	0.75093
ITH DIHR'ın Granger nedeni değildir		0.47384	0.62508
DIHR DBO'nın Granger nedeni değildir	61	0.23925	0.78802
DBO DIHR'ın Granger nedeni değildir		2.45203	0.09532

* Gecikme uzunlukları 2 olarak alınmıştır.

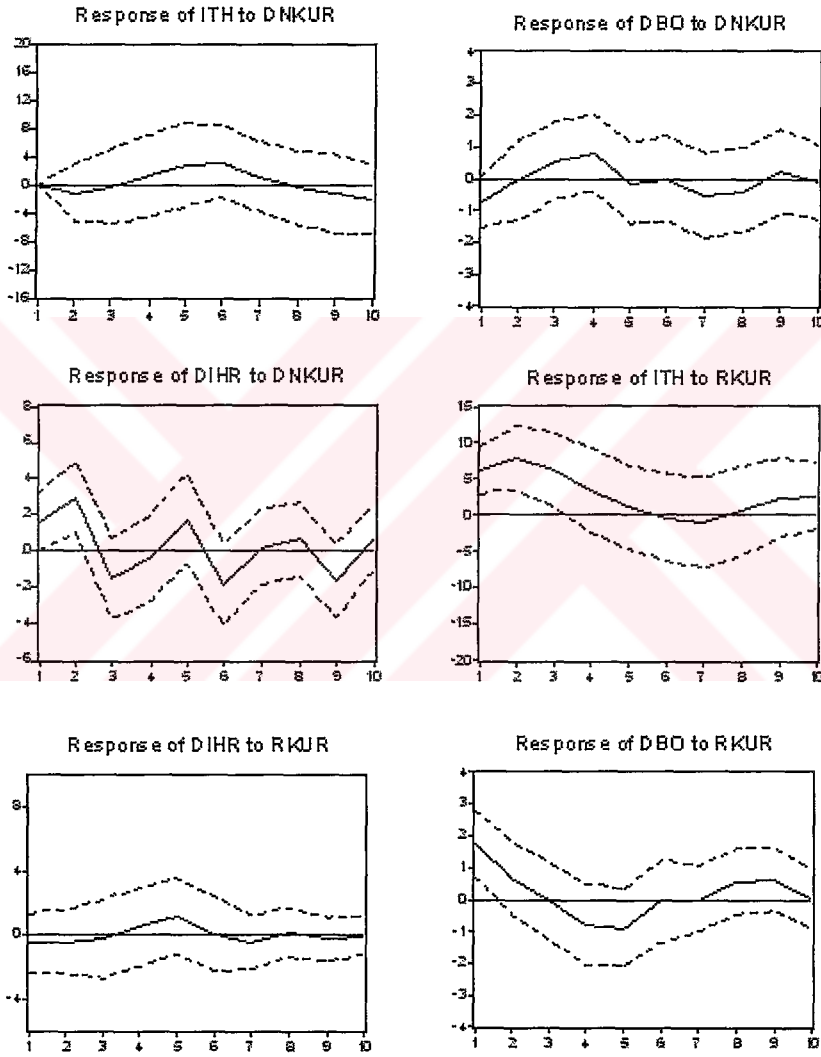
Yukarıda tablo:20'de elde edilen sonuçlara göre nominal döviz kurunun dahil olduğu analizde değişkenlerin Dışsaldan içsele doğru sıralaması ithalat, nominal döviz kuru, büyüme oranı ve ihracat biçimindedir. Aynı şekilde reel döviz kurunun dahil olduğu modelde ise dışsaldan içsele doğru sıralama reel döviz kuru, ithalat, büyüme oranı ve ihracat şeklinde olmaktadır.

Gecikme uzunluğu seçimi kriteri olan FPE (Final Prediction Error - Nihai tahmin hatası), AIC (Akaike Information Criterion - Akaike Bilgi Kriteri), SC (Schwarz Information Criterion- Schwarz Bilgi Kriteri) ve HQ (Hannan-Quinn Information Criterion- Hannan-Quinn Bilgi Kriteri) kriterlerine göre Var(1) modeli uygun görülmektedir. Fakat bu durumda otokorelasyon meydana gelmektedir. otokorelasyondan kurtulan en küçük gecikme uzunluğuna sahip olan Var(4) modeli ile çalışılmıştır. Aynı zamanda etki-tepki analizini görünmez sağlayan Var modelinin

kökleri birim çember içerisinde yer almakta ve farklı varyanslar görülmemektedir. Oto korelasyon için LM testi yapılmış ve farklı varyans için çapraz terimler kullanılmayan white farklı varyans testi yapılmıştır.

Grafik:17

İhracat, İthalat ve Büyüme Oranının Döviz Kurlarına Tepki Grafikleri
(± 2 Standard Hata Düzeyinde)



Grafik:17 nominal ve reel kurlarda meydana gelen değişimler karşısında ihracat, ithalat ve büyüme oranının vermiş olduğu tepkileri göstermektedir. İthalat nominal kurlarda meydana gelen bir ani değişimlerden 3 dönem negatif tepki göstermekte, daha sonraki dört dönem içerisinde ise pozitif tepki vermektedir. Fakat, Türkiye’de nominal kurlarda meydana gelen değişimler karşısında ithalatın

göstermiş olduğu negatif tepki oranı düşük seviyededir. Bu sonuç genel olarak şoklar karşısında ithal edilen lüks tüketim ürünlerine yapılan taleplerin bir süreliğine ertelenmesinden dolayı ithalatın bir miktar azaldığı, diğer ithal girdilerine karşı da talep esnekliğinin oldukça düşük olması nedeniyle ithalat miktarında fazla bir değişim meydana getirmediği şeklinde yorumlanabilir.

Büyüme oranı nominal kurlardaki değişimler karşısında iki dönem negatif tepki vermekte, 3. ve 4. dönemlerde ise bu tepkinin yönü pozitif olmaktadır. Büyüme oranının negatif değer almasıyla ithalatın azalmasının eş zamanlı olması, büyümeye kaynak sağlayan faktörlerin ithalat ile yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. Öte yandan şokların ardından ihracatta meydana gelen artışlar büyümeye 3. dönemden itibaren olumlu etki yapmaktadır.

İhracat ise nominal kurlara iki dönem vermiş olduğu pozitif tepkinin ardından 3. ve 4. dönemlerde negatif tepki vermektedir. Ancak negatif tepki pozitif tepkiye oranla daha düşük seviyededir.

Reel kur endeksinde meydana gelen yükselmeler (ulusal paranın değerlenmesi) karşısında ihracat üç dönem negatif tepki vermektedir. Ancak bu tepkinin şiddeti oldukça düşük seviyededir. 4. dönemden itibaren (yaklaşık bir yıl) bu tepkinin yönü pozitif olmaktadır. 6. dönemden sonra da tepkiler sıfır etrafında durağanlaşmaktadır.

Reel kurlarda meydana gelen değerlenmeye karşı en fazla tepkiyi ithalat vermektedir. Reel kur endeksinin yükselmesi ithalatı 5 dönem pozitif etkilemektedir. Daha sonraki dönemlerde bu tepkinin şiddeti azalmaktadır. Büyüme oranı ise iki dönem pozitif tepki verdikten sonra bu tepkinin yönü negatif yönde olmuştur.

Bu ifadelerden genel olarak nominal kurlarda meydana gelen ani sıçramaların ithalat düzeyine fazla oranda etki yapmadığı daha çok ihracatı uyarıcı yönünün olduğu söylenebilir. Reel döviz kuru endeksinde meydana gelen artışların da ihracata yüksek oranda tesir etmediği, ancak ithalatı artırıcı yönde etki yaptığını ifade edebiliriz.

Tablo: 21
İthalat Varyans Ayrışım Tabloları

Tablo: 21-a

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>İthalat</i>	<i>Nominal Kur</i>	<i>Büyüme</i>	<i>İhracat</i>
1	13.83480	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	19.21857	99.60166	0.331220	0.015999	0.051125
3	21.99976	98.22137	0.273858	1.142102	0.362672
4	23.64027	96.75727	0.559191	1.136874	1.546669
5	24.12155	92.96567	1.948606	2.418027	2.667696
6	25.07472	90.82819	3.465530	2.530383	3.175901
7	26.37556	90.62665	3.317748	3.031484	3.024123
8	27.70616	91.32487	3.025348	2.809163	2.840617
9	28.14227	90.31688	3.128549	3.317345	3.237226
10	28.33715	89.07992	3.591290	3.520730	3.808059

Tablo: 21-b

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>Reel Kur</i>	<i>İthalat</i>	<i>Büyüme</i>	<i>İhracat</i>
1	13.05187	23.02965	76.97035	0.000000	0.000000
2	17.72020	32.36011	67.60478	0.000740	0.034366
3	20.16649	34.70817	62.92037	2.275490	0.095977
4	21.38701	33.40557	62.64769	2.767555	1.179191
5	22.00777	31.78821	61.31892	4.088392	2.804476
6	23.44313	28.02672	64.25736	5.039316	2.676603
7	25.28978	24.26116	66.52705	6.898698	2.313095
8	27.15828	21.07987	69.43581	7.289897	2.194428
9	27.72280	20.96484	69.59663	7.092624	2.345906
10	27.87825	21.62791	68.87410	7.094689	2.403303

Nominal kurların ithalat üzerinde önemli sayılacak derecede belirleyici olmadığı tablo: 21-a da görülmektedir. Fakat tablo: 21-b'den izleneceği üzere ithalatın kendi gecikmeli değerlerini göz önünde bulundurmadığımızda reel döviz kurları ithalat üzerinde en yüksek oranlı etkiye sahiptir. Büyüme oranı ve ihracatın etkileri fazla yüksek değildir. İthalat 1. dönemde %76 oranında kendi gecikmesi %23 oranında da reel kurlar tarafından açıklanmaktadır. 4. dönemde büyümenin ithalatta %2,7, ihracatın %1,1 seviyesinde etki yaptığı görülmektedir. Bu dönemde reel kurlar ise ithalatta %33,4 oranında belirleyici olmaktadır.

Tablo: 22
İhracat Varyans Ayrışım Tabloları

Tablo:22-a

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>İthalat</i>	<i>Nominal Kur</i>	<i>Büyüme</i>	<i>İhracat</i>
<i>1</i>	6.364137	4.223491	6.212788	2.545655	87.01807
<i>2</i>	7.201387	4.877094	22.00391	2.185205	70.93379
<i>3</i>	8.286340	12.31497	19.96536	14.11191	53.60776
<i>4</i>	8.528303	14.85953	19.00872	14.67108	51.46068
<i>5</i>	9.167606	14.61449	20.21453	14.66501	50.50596
<i>6</i>	9.378809	13.98840	23.07691	14.45257	48.48212
<i>7</i>	9.601200	13.79113	22.06776	17.63708	46.50404
<i>8</i>	9.710932	14.19977	22.04650	17.51000	46.24373
<i>9</i>	9.896355	13.96079	23.93012	17.14590	44.96319
<i>10</i>	9.934525	13.85531	24.18443	17.33939	44.62087

Tablo:22-b

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>Reel Kur</i>	<i>İthalat</i>	<i>Büyüme</i>	<i>İhracat</i>
<i>1</i>	7.189199	0.568523	1.983877	3.959128	93.48847
<i>2</i>	7.506992	0.945857	3.423043	4.012669	91.61843
<i>3</i>	8.528880	0.843871	11.28162	16.66618	71.20832
<i>4</i>	8.906703	1.020664	11.04180	16.73866	71.19888
<i>5</i>	9.463456	2.311397	12.03031	14.84266	70.81563
<i>6</i>	9.509752	2.289581	11.92558	15.65423	70.13060
<i>7</i>	9.810431	2.396464	12.39991	18.68019	66.52344
<i>8</i>	9.890565	2.380413	12.81203	18.54741	66.26015
<i>9</i>	9.941902	2.469490	12.78374	18.35733	66.38945
<i>10</i>	9.961162	2.465572	12.73436	18.65625	66.14382

Tablo: 22 ihracat üzerinde dönemlere göre hangi değişkenlerin ne oranda etkili olduklarını göstermektedir. Tablo: 22-a'dan izleneceği gibi ihracat üzerinde birinci dönemde ithalat 4.2, Nominal döviz kurları %6.2, Büyüme oranı %2.5 ve ihracatın kendi gecikmeli değeri %87 oranında belirleyici olmaktadır. Dönemler ilerledikçe nominal döviz kurlarının büyüme ve ithalata oranla daha fazla etkisi olmaktadır. 4. dönemde ithalat %14.8, Büyüme oranı %14.6 seviyesinde etkili olmaktadır. Nominal döviz kurlarının ise aynı dönemde %19 oranında etki yaptığı görülmektedir. Bu bakımdan ihracatın, döviz kurları, büyüme ve ithalat ile yakın ilişkisi olduğu söylenebilir. İthalatın ihracat seviyesindeki belirleyici etkisinin önemli derecede olması, ihracat yapılan ürünlerin ithalata bağımlılık seviyesini göstermesi bakımından anlamlıdır. Öte yandan reel kurların dönemler itibariyle ihracat üzerinde

açıklayıcı rolünün bulunmadığı tablo:22-b’de elde edilen değerlerden de anlaşılmaktadır.

Tablo: 23

Büyüme Oranı Varyans Ayrışım Tabloları

Tablo:23-a

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>İthalat</i>	<i>Nominal Kur</i>	<i>Büyüme</i>	<i>İhracat</i>
<i>1</i>	4.181692	42.85063	3.283648	53.86572	0.000000
<i>2</i>	4.270854	43.43262	3.183019	53.29250	0.091863
<i>3</i>	4.321123	42.95431	4.708133	52.24697	0.090587
<i>4</i>	4.454227	40.97396	7.456274	50.03943	1.530333
<i>5</i>	5.381152	46.60555	5.193136	47.11167	1.089649
<i>6</i>	5.554329	48.21935	4.874998	45.86815	1.037493
<i>7</i>	5.603252	47.46698	5.831461	45.41821	1.283349
<i>8</i>	5.692382	47.15821	6.098506	44.51714	2.226144
<i>9</i>	5.979941	47.59529	5.643694	44.68157	2.079444
<i>10</i>	6.040130	47.93705	5.575589	44.44089	2.046463

Tablo:23-b

<i>Dönem</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>Reel Kur</i>	<i>İthalat</i>	<i>Büyüme</i>	<i>İhracat</i>
<i>1</i>	4.144546	17.18750	23.92556	58.88695	0.000000
<i>2</i>	4.233958	18.67251	22.98617	57.92862	0.412704
<i>3</i>	4.249565	18.57838	23.38038	57.61831	0.422927
<i>4</i>	4.435843	20.32034	25.87383	53.35074	0.455100
<i>5</i>	5.382508	16.66158	36.18783	46.75459	0.396013
<i>6</i>	5.527632	15.80942	38.80954	44.87150	0.509545
<i>7</i>	5.547304	15.69767	38.55388	44.96381	0.784648
<i>8</i>	5.640378	16.10592	39.12293	43.65471	1.116440
<i>9</i>	5.889761	15.83850	41.00620	42.13136	1.023935
<i>10</i>	5.969664	15.41735	41.97579	41.54876	1.058107

Büyüme oranı varyans ayrışım tablosu büyümenin kendi gecikmeli değerleri dışında en önemli etkinin ithalat tarafından yapıldığını göstermektedir. İhracat ise genel olarak düşük seviyede etki yapmaktadır. Tablo:23-a’da görüldüğü üzere birinci dönemde büyüme oranında ithalat %42, Nominal döviz kuru %3.3 ve büyümenin kendi gecikmesi %53.8 düzeyinde etkiye sahiptir. Birinci dönemde ihracatın herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. 4. dönemde (yaklaşık bir yıl) ithalat %41, nominal kurlar %7.4, ihracat %1.5 ve büyümenin kendi gecikmesi %50 etki yapmaktadır. Reel döviz kurlarının bulunduğu büyüme varyans ayrışım tablosunda (Tablo:23-b) büyüme oranının kendi gecikmeli değeri göz önünde bulundurmaz ise

ithalatın açıklayıcı etkisi yine en yüksek düzeydedir. İthalatı reel döviz kuru izlemektedir. İhracatın etkisi ise yine önemsiz düzeyde kalmaktadır. Birinci dönemde büyüme üzerinde ithalat %23.9, reel kurlar % 17.1 oranında açıklayıcı etkiye sahiptir. Reel kurların etkisi daha sonraki dönemlerde fazla değişim göstermezken, ithalatın etkisinin daha sonraki dönemlerde artış yaptığı gözlemlenmektedir. Büyüme oranı üzerinde ithalatın bu derece yüksek oranlı etkiye sahip olması, Türkiye'nin büyüme performansının ithalat girdilerine bağımlı olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca büyüme performansında ihracatın payının düşük olması, ülkemizde katma değeri yüksek olan üretim yapısına ulaşılmadığı şeklinde yorumlanabilir.



SONUÇ

Uluslararası mal ve hizmet alım-satım işlemleri alacaklı durumdaki ülkenin razı olduğu paradan ödeme yapılmasını gerekli kılmaktadır. Bir ekonomide ulusal ve uluslararası ödemelerdeki temel farklılık buradan başlamaktadır. Uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesi çeşitli ulusların paralarının alım ve satım işlemlerinin yapıldığı döviz piyasalarını meydana getirmiştir. Bu piyasalarda döviz arz ve talep edenlerin yanında arbitrajcular ve spekülâtörler de bulunmaktadır. Özellikle spekülâtörler ekonomilerin durumuna göre fiyatlardaki dalgalanmaları düşürücü veya tetikleyici yönde tavır sergileyebilmektedirler.

Döviz işlemleri sadece birkaç günlük kote işleminden ibaret olan spot kurlardan meydana gelmemektedir. Bazı durumlarda gelecek bir tarihte ödenecek döviz kurunun değeri bugünden de tespit edilebilmektedir. Özellikle son dönemlerde döviz piyasalarında dalgalanmanın artmasına bağlı olarak ekonomik birimler swap, opsiyon ve futures piyasaları gibi uygulamalarla önceden öngörülemeyen bazı faktörlerin etkisiyle döviz kurlarında meydana gelen değişimlerden doğacak riskleri azaltmaya çalışmaktadırlar.

Nominal döviz kurları ülkelerarasında ulusal paraların değişim oranını ifade ederken reel döviz kurları ulusal malların diğer ülke malları karşısında fiyatlarını mukayese etmeye yardımcı olmaktadır. Bu nedenle reel kurlar dış ticarete rekabet gücünün belirlenmesinde önemli bir gösterge durumundadır. Merkez bankaları açısından ise reel kurlar kısa süreli sermaye hareketlerine etki etmesi bakımından bir ölçü teşkil etmektedir. Reel kurların değerli hale gelmesi dış rekabeti olumsuz yönde etkilemektedir. Reel kurlarda değişimler belirli bir yıl temel alınarak yapılan endeks yardımıyla izlenir. Ancak baz olarak kabul edilen yılda makro ekonomik dengelerin sağlanması kriterinin göz önünde bulundurulması, bu konuda daha sağlıklı değerlendirmenin yapılması açısından önem arz etmektedir.

Genel prensipleri doğrultusunda klasik teori döviz kurlarının seviyesinin arz ve talep koşullarında oluşması gerektiğine inanmaktadır. Keynes, içsel ve dışsal denge modeline bağlı olarak gerçekleştirilmesi düşünülen hedeflere ulaşmada döviz kurlarının bir araç olarak kullanılabileceğini ifade etmiştir. Ayrıca bu hedeflere ulaşmada ihracat yapılan malların yurt dışı talep esnekliği ve yurt içi arz esnekliğinin

yanında ithal mallarının yurt içi talep elastikiyeti de önemlidir. Monetaristler ise döviz kurunda meydana gelen değişmelerde ülkelerdeki para arzı ve talebinin etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Onlara göre, para talebini etkileyen önemli faktörlerden gelir ve faiz oranları döviz kurlarının açıklanmasında da önemli faktörler arasında yer almaktadır.

Döviz kurlarının belirlenmesine yönelik çalışmaların yapıldığı ilk dönemlerde sermaye hareketlerinin sınırlı, döviz kuru sisteminin de sabit kurlar olduğu görülmektedir. Bu nedenle genelde döviz kurlarının tespit edilmesinde uluslararası ticaret temel değişken olarak ele alınmıştır. Bu doğrultuda Gustav Cassel döviz kurlarının belirlenmesinde satın alma gücü paritesi kavramını kullanmıştır. Bu yaklaşıma göre, iki ülkede üretilen ve birbirini tam olarak ikame edebilen malların bu ülkedeki değerlerini birbirine eşitleyen kur seviyesi denge döviz kurudur. Bu durumda ülkelerin para değeri ile fiyatlar genel seviyesi ters orantılı değişim göstermektedir.

Döviz kurları mal ve hizmet alım-satım işlemlerinin yanında turizm seyahatleri ve finansal hareketler sonucuna göre de değişim gösterebilmektedir. Mal ve hizmet alım-satım işlemlerine bağlı olarak meydana gelen fiyat değişimleri finansal piyasalara göre daha uzun zamanda gerçekleşmektedir. Özellikle finansal piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak bir ülkeye giriş-çıkış yapan döviz hacminde artış meydana gelmektedir. Bu yüzden genellikle kurların kısa süreli dalgalanmalarında temel değişkenin sermaye hareketliğinde meydana gelen artışlar olduğu ifade edilmiştir. Bu noktadan hareket ederek parasalcı yaklaşım faiz paritesini kullanarak döviz kurlarının tespitini yapmaya çalışmıştır. Bu yaklaşım, iki ülke arasındaki faiz farklılığı kadar enflasyonist beklentilerin oluşacağını ve döviz kurlarındaki değişmelerin de beklenen enflasyon oranına eşit olacağını varsaymaktadır. Portföy dengesi yaklaşımı ise parasalcı teorisine tersine ulusal varlıklar ile yabancı varlıklar arasında tam ikamenin bulunmadığı varsayımından yola çıkarak, para ve finansal piyasalardaki ekonomik birimlerin portföylerini getirileri maksimum kılacak şekilde ayarladıklarını ifade etmiştir. Temel denge varsayımına göre de iç ve dış dengenin eşanlı biçimde sağlandığı yerde denge döviz kuru meydana gelmektedir.

Dornbush 1970'li yıllarda döviz kurlarında meydana gelen değişimlerinin analizini ani sıçrama modeli ile ifade etmiştir. Bu modele göre, para arzında meydana gelen artış spot kurlarda ani sıçramalar meydana getirmektedir. Bu sıçramanın oluşturduğu köpüğün azalmasının ardından kurlarda gevşeme yaşanmaktadır. Ancak

fiyat artışları kurlara göre daha yavaş hareket etmekte, faiz oranları ise para arzındaki artışla birlikte başlangıçta azalmakta, ancak daha sonra eski haline geri dönmektedir.

Genel olarak dünya üzerinde birinci dünya savaşına kadar sabit döviz kuru sistemi tercih edilmiş, savaş sonrasında 1971 yılına gelinceye kadar ise sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemi uygulanmıştır. Teknolojik ilerlemeler ile birlikte finansal piyasaların da gelişmesinin ardından sermaye hareketliliğinde meydana gelen artışlar sabit döviz kuru uygulamasının sürdürülebilirliği konusundaki olumsuz kanaatleri artırmıştır. 1971 yılından itibaren ülkeler esnek kur uygulamasına doğru eğilim göstermişlerdir. Ancak bazı ülkeler ise değişken döviz kuru sistemi olarak ta ifade edilen ara rejim uygulamalarını tercih etmişlerdir.

Ulusal piyasaların uluslararası finansal piyasalarla bütünleşme çalışmalarına paralel olarak liberalleşme uygulamaları makro ekonomik dengesizliklerin olduğu gelişmekte olan ülkelerde ekonomi politikası araçlarının etkinliğine ve kullanımına kısıtlama getirmiştir. Özellikle kamusal dengesizlikleri finanse etmek için dış piyasalardan borçlanma ihtiyacı hisseden gelişmekte olan ekonomilerin yüksek risk primine sahip olmaları bu ülkelerin borçlanma faizlerinin yüksek düzeyde seyretmesine neden olmuştur. Yükselen faiz oranları bir taraftan kurları değerli hale getirirken diğer taraftan da ihracatı daraltıp ithalatı cazip hale getirmiştir. Bu şekilde giderek artan açıklarını kapatmak ve gelen kısa vadeli sermayenin yurt içinde kalmasını sağlamak amacıyla daha çok yükseltile faiz oranları borç yükünü artırmıştır. Neticede düşük kur-yüksek faiz kısılacına bağlı olarak spekülative sermaye hareketliliğine bağımlı hale gelen ekonomide beklentilerin olumsuz yönde gelişmesinin ardından başlayan sermaye çıkışları krizleri meydana getirmiştir. Bu süreçte döviz kurları ve faiz oranları ana fonksiyonlarından ayrılarak uluslar arası para hareketlerinin etki alanına girmiştir. Özellikle bu etki kur garantisinin verildiği ekonomilerde daha yüksek düzeyde olmuştur. Öte yandan gelişmekte olan ekonomilerin karşı karşıya kaldıkları bir başka sıkıntı da para ikamesidir. Ulusal para da meydana gelen değer kayıplarının etkisinden kurtulmak isteyen ekonomik birimler daha fazla yabancı para talebinde bulunmaktadırlar. Bunun sonucunda paranın dış değerinde meydana gelen büyük ölçekli değişimler karşısında enflasyonu kontrol altına alma çabalarında da sıkıntı meydana gelmektedir.

Yüksek oranlı seyreden enflasyonu engellemek için bir çok gelişmekte olan ülke parasını düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına veya birkaç ülke parasının bileşiminden oluşan döviz sepetine bağlayarak enflasyonist beklentileri kırmayı amaçlamıştır. Ancak 1990 yılından itibaren Meksika, Asya, Arjantin ve Türkiye ekonomilerinde meydana gelen döviz krizleri bu sistemin uygulamasının kolay olmadığının göstergeleri olmuştur. Geçen on yıllık süre içerisinde meydana gelen döviz krizleri sadece bu ülkeler ile sınırlı kalmamış diğer ülkeleri de etkilemiştir. Ekonomik krizler ile birlikte ülkelerin çoğu uyguladığı kur sisteminden vazgeçerek serbest döviz kuru sistemine geçiş yaptılar. Serbest döviz kuru sistemine geçişler genellikle önceden tasarlanma şeklinde olmayıp genelde krizlerin zorlamasıyla meydana gelmiştir. Aslında krize giren ülkelerin uluslararası kuruluşların finansal desteklerini kazanmaları için fazla bir seçim şansları da bulunmamaktaydı.

Dalgalı döviz kuru sistemi piyasa ekonomisini benimsemiş bir ülke için uygun döviz kuru politikası olarak görünse de uygulamadan elde edilen sonuçlar esnek kurları savunanların görüşleriyle paralellik göstermemektedir. Çünkü, bu sistemin uygulanmasıyla birlikte ülkeler dış gelişmeler karşısında tamamen tecrit olamadıkları gibi döviz kurlarındaki salınımlar da önceki sistemlere göre daha yüksek oranlarda seyretmiştir. Ayrıca merkez bankalarının rezerv ihtiyaçlarında söylenildiği gibi büyük oranlı düşüşler yaşanmamıştır. Bu bakımdan özellikle gelişmekte olan ülkelerde serbest kur politikası seçiminin isabetli karar olup olmadığı şeklindeki tartışmalar güncelliğini korumaya devam etmektedir. Bazı iktisatçılara göre gelişmekte olan ülkelerde uygulanan esnek kur sisteminin tam olarak tecrübe edinilmemiş olması da bu sisteme olan güvensizliğin devam etmesini sağlamaktadır. Bazı ekonomistlere göre de, özellikle son birkaç yıl içerisinde serbest kur sistemine geçen ülkeler tamamen serbest kur politikasını uygulamak yerine müdahaleyi tercih etmektedirler. Çünkü bu ülkeler bazı noktalarda gelişmiş ülkeler ile aynı konumda değildirler. Bunlardan birincisi; gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarındaki değişmelerin fiyatlara yansıtılmasının sonucunda enflasyonun artış göstermektedir. Bu neticenin ihracat ve ithalatta meydana getirdiği etki büyüme performansına yansımaktadır. İkincisi; finansal piyasaların sığ olmasından dolayı büyük oyuncuların bu ülkelerdeki piyasaları kolaylıkla etkileyebilmeleridir. Üçüncüsü; son dönemlerde yaşanan krizlerin reel gelir ve servette yapmış olduğu etkilerin iç talepte daralma meydana getirmesidir. Dördüncüsü ise,

kredi piyasalarının döviz cinsinden olması nedeniyle kurlarda meydana gelen yükselmelerin bu ülkelerin yabancı para cinsinden sorumluluklarını artırmasıdır. Ayrıca gelişmekte olan ekonomilerde dış ticaretin yabancı para üzerinden yapılmış olması da bu ülkelerin döviz kurlarındaki değişmelere karşı tahammüllerini kısıtlamaktadır.

Bu yüzden nasıl bir döviz kuru politikası geliştirmekte olan ülkeler için uygundur? sorusuna verilebilecek kesin bir cevap bulunmamaktadır. Ancak kesin olarak söylenebilecek şey ise, esnek kur sisteminin bu ülkeler için tek bir çözüm yöntemi olmadığıdır. Hong-Kong, Bulgaristan, Estonya ve Litvanya gibi ülkelerin para kuruluşunu uzun yıllar herhangi bir krizle karşılaşmadan başarıyla uygulamış olmaları buna en güzel kanıt olarak gösterilmektedir. Ayrıca Asya ülkelerinde kriz sonrası esnek kur sistemi seçilmiş olmasına rağmen gerçekte bu ülkelerde kurlara müdahale edilmektedir. Bu müdahalelere rağmen geçen zaman içerisinde söz konusu ülkelerde herhangi bir sıkıntı yaşanmamış olması da bir başka kanıt olarak sunulmaktadır. Bu bakımdan bir ülkede her zaman geçerli olan döviz kuru sisteminin olmadığı, her ülkenin kendine özgü bir döviz kuru politikası benimsemesi gerektiği şeklindeki görüşler ağırlık kazanmaktadır.

Türkiye’de 1980 sonrası daha çok ihracat yapabilmek için piyasa ekonomisini daha etkinleştirme uygulamaları çerçevesinde finansal piyasalarda serbestleşme çalışmaları ivme kazanmıştır. Ancak geçen zaman içerisindeki ihracat ve üretim artışları genellikle geniş ihracat teşvikleri altında kapasite kullanım oranlarının yükseltilmesi biçiminde olmuştur. İhracat teşvikleri finansman ihtiyacını gerektirdiğinden, yapılan bu teşvikler kamu açıklarını artırmıştır. Kamu açıklarının finansmanı borçlanma ve enflasyonu artırmıştır. Üretimden döviz kazanılamayan ülkemizde, yüksek faiz, düşük kur politikasının kısır döngüsü içerisinde, her an geri kaçabilecek kısa vadeli sermayeye güvenilmiştir. Bu şartlarda sağlanan ekonomik büyüme dışa bağımlı yapay bir nitelik kazanmış ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki dengelerin bozulmasıyla 1994 yılında ekonomik kriz meydana gelmiştir. Krizden çıkmak için uygulamaya konulan 5 Nisan istikrar programı kısa sürede etkisini hissettirmiş ve makro dengelerde düzelme olmuştur. Ancak ilerleyen süreçte program tam olarak uygulanmadığından temel ekonomik sorunlar daha sonraki yıllarda da devam etmiştir. 1994 krizinden itibaren 1999 yılına gelinceye kadar geçen sürede

uygulanan kur politikasının yönetilen serbest kur politikası olduğu görülmektedir. Merkez Bankası dış ticarete rekabetin olumsuz etkilenmesini engellemek maksadıyla döviz sepetine bağımlı olarak devalüasyon oranını imalat sektörü fiyat endeksine göre ölçülen enflasyona paralel olacak şekilde sürdürmeye çalışmıştır.

Türkiye hem kendi iç dinamikleri hem de özellikle Asya ülkeleri ve Rusya’da meydana gelen krizlerin etkisiyle sürdürülemeyecek konuma gelen makro dengesizlikleri ortadan kaldırmak için 2000 yılının başından itibaren döviz kurunu “çapa” olarak benimsediği bir istikrar programını uygulamaya başlamıştır. Bu program esasında gizli para kurulu uygulamasıydı. Para kurulundan ayrılan tarafı ise iç borçlanmanın devam etmesi için açık piyasa işlemlerinin devam ettirilmesidir.

Programın uygulama sürecinde hedeflenen enflasyon ve cari açıklar arzu edilen seviyelerden daha yüksek olmuştur. Program hedefinde GSMH’nin % 1,8 kadar olması (8,2 milyar dolar) düşünülen cari açıklar 2000 yılı sonunda 10 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Enflasyon hedefi %25 olarak tespit edilmiş olmasına karşılık yıl sonu enflasyon oranı 38 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte ekonomide yapısal reformların (Özelleştirme, finansal düzenlemeler v.b...) gecikmiş olması da programa olan güveni sarsmaya başlamıştır. Öte yandan nominal faiz oranlarının aşırı düşmesi ekonomik birimlerin tüketimlerini artırmıştır. Özellikle bu tüketim kalıplarının ithalata yönelik olması 2000 yılında ithalatı %39 oranında artırmıştır. İhracatın da % 0.8 düzeyinde artış kaydetmesi dış ticaret açıklarının %110 düzeyinde çıkmasına neden olmuştur.

2000 yılı sonlarına doğru açık pozisyonlarını kapatmak isteyen bankaların döviz alımı yapmak için likidite durumuna geçmek istemeleri karşılığında yükselen faizlere Merkez Bankası’nın net iç varlık tavanı hedefi nedeniyle seyirci kalması da krizi körükleyici etki yapmıştır. Kasım ayında yaşanan kriz IMF’den alınan destek ile Şubat ayına kadar ertelenebilmiştir. 2001 yılı Şubat ayında yaşanan siyasi bunalımın ardından meydana gelen ekonomik kriz ile birlikte döviz kuruna dayalı istikrar programı sona ermiştir. Bunu takip eden süreçte Türkiye döviz kuru seçimini dalgalı kurdan yana kullanmak zorunda kalmıştır. Bu sistemde Merkez Bankası döviz kurlarının düzeyini veya yönünü belirlemekten uzak durmakta, ancak döviz kurlarında aşırı dalgalanma meydana geldiği zaman alım ve satım ihaleleri ile bu dalgalanmayı engellemeye çalışmaktadır. Kurlara müdahaleden uzak durulması

enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında kurların istikrar kazanması açısından önemli olduğu Merkez Bankası tarafından ifade edilmiş olmasına rağmen geçen süre içerisinde döviz kurlarında istikrarın sağlandığı söylenemez. Gelişmekte olan ekonomilerin çoğunda olduğu gibi döviz kurlarında meydana gelen değişmeler ülkemizde tüm ekonomik kesimlerin kararları üzerinde etkili olmaktadır.

Döviz kurlarında meydana gelen değişmelerin ekonomiye etkilerinin analizi VAR yöntemi kullanılarak yapılmıştır. Bu bağlamda döviz kurlarında meydana gelen bir şok en fazla TEF E oranlarını etkilemekte ve bu etkinin şiddeti 4 dönem devam etmektedir. Döviz kurlarının TÜFE endeksine yapmış olduğu etki ise daha düşük seviyede olmaktadır. Kurlarda meydana gelen değişmeler faiz oranlarını da etkilemektedir. Ancak faiz oranları daha çok ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve siyasi şartların getirmiş olduğu risk primi ve beklentilerin etkisinde kalmaktadır. Döviz kurlarındaki dalgalanmaların ihracat, ithalat ve büyüme oranları ile de ilişkinin analizinden genel olarak nominal kurlarda meydana gelen ani sıçramaların ithalat düzeyine fazla oranda etki yapmadığı daha çok ihracatı uyarıcı yönünün olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Reel döviz kuru endeksinde meydana gelen artışların da ihracata yüksek oranda tesir etmediği, ancak ithalatı artırıcı yönde etki yaptığı görülmüştür. Ayrıca büyüme oranı üzerinde döviz kurlarının etkisinin olduğu tespit edilmiş, fakat büyüme oranının belirlenmesinde ithalat girdilerinin payının daha yüksek olduğu neticesine ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Abel, Andrew B. and Bernanke, Ben. S.: **Macroeconomics**, Second edition, Newyork, Addison-Wesley Publishing Company, 1994.
- Abuşoğlu, Ömer: **Döviz Kuru Politikası ve İhracat Üzerine Etkisi 1980-1988 Dönemi**, Ankara, TOBB Yayınları, 1990.
- Akdiş, Muhammed: **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, Ankara, Yimder Yayınları, 1995.
- Akgüç, Öztin: **Ekonomide Gerçeği Arayış**, Ankara, Bağlam Yayıncılık, 1991.
- Allen, Polly Reynolds: “Economic and Policy Implications of The Natrex Approach”, **Fundamental Determinants of Exchange Rates**, Ed: Jerome L. Stein, Polly Reynolds Allen and Associates, Oxford, Clarendon Pres., 1997.
- Appleyard, Dennis R. and Field, Alfred J.: **International Economics**, Third Edition, Boston, Irwin/Mc Graw Hill Com., 1998.
- Aren, Sadun: **İstihdam, Para ve İktisadi Politika**, Ankara, Savaş Yayınları, 1992.
- Argy, Victor: **International Macro Economics**, London, Routledge Pub., 1994.
- Aslan, M. Hanifi: **Enflasyonist Finansman Politikası**, Bursa, Ak-Bil Yay., 1997.
- Aşıkoğlu, Yaman, Uçtum, Melih: “A Critical Evaluation of Exchange Rate Policy in Turkey”, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, Collected Works of Yaman Aşıkoğlu, İstanbul, Capital Markets Board Pub., 1995.
- Aşıkoğlu, Yaman: “Strategic Issues in Exchange Rate Liberalization of The Turkish Experience”, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, Collected Works of Yaman Aşıkoğlu, İstanbul, Capital Markets Board Pub., 1995.
- Aydın, İzzet: **Faiz Politikası; Gelişmeler ve Değerlendirmeler**, Ankara, TOBB Yay., 1987.
- Başkaya, Fikret: **Türkiye Ekonomisinde İki Bunalım Dönemi, Devletçilikten 24 Ocak Kararlarına**, Ankara, Birlik Yayınları, 1986.

- Berberoğlu, C. Necat: **Makro Ekonomi Teorisi**, Eskişehir, Birlik Yay., 1997.
- Branson, William H.: “Intermediate Exchange-Rate Regimes for Groups of Developing Countries”, **Don’t Fix Don’t Float**, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001.
- Buckley, Adrian: **Multinational Finance**, Second Edition, New York, Printice Hall, 1992.
- Büyükdenez, Adnan: **Türkiye’de Faiz Oranları**, İstanbul, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, 1991.
- Cooper, Kerry S., Fraser, Donald R. and Uselton Gene C.: **Money, The Financial System, And Economic Policy**, California, Addison-Wesley Publishing Company, 1983.
- Copeland, Laurence S.: **Exchange Rates and International Finance**, Second Edition, New York, Addison-Wesley Publishing Comp., 2000.
- Çağlar, Ünal: **Döviz Kurları: Uluslar arası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2003.
- Çarıkçı, Emin: **Türkiye’de İç ve Dış Ekonomik Gelişmeler**, Ankara, Adım Yayıncılık, 1996.
- Çelebi, Işın: **Dışa Açık Büyüme ve Türkiye**, İstanbul, E Yayınları, 1991.
- De Macedo, Jorge Braga, Cohen, Daniel and Reisen, Helmut: “Monetary Integration for Sustained Convergence: Earning Rather Than Importing Credibility”, **Don’t Fix Don’t Float**, Ed. By Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001.
- Del Castillo, Graciana: “Determinants of nominal Exchange rates: A Survey of The Literatur”, **Macroeconomic Management Programs and Policies**, Ed: Mohsin S Khan, Saleh M. Nsouli, Chrong-Huev Wong, IMF Publishing, 2002.
- Demir, Gülten: **Asya Krizi ve IMF**, İstanbul, Der Yayınları, 1999
- Doğan, Seyhun: **IMF, İstikrar Programları ve Türkiye**. İstanbul, Işıklı Yayın, 1997.
- Doğukanlı, Hatice: **Uluslararası Finans**, Adana, Nobel Kitabevi, 2001.

- Dufey, Gunter, Giddy, Ian H.: **International Money Markets**, New Jersey, Prentice Hall International Inc., 1994.
- Eğilmez, Mahfi - Kumcu, Ercan: **Ekonomi Politikası**, İstanbul, OM Yay., 2002.
- Eğilmez, Mahfi- Kumcu Ercan: **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, İkinci Baskı, İstanbul, OM Yayınevi, 2002.
- Eker, Aytaç: **Kamu Maliyesi**. 2. Baskı. İzmir, Anadolu Matbaacılık, 1997.
- Ekinci, Nazım Kadri: "Financial Liberalization Under External Debt Constrain, The Case of Turkey"ş, **Experiences With Financial Liberalization**, Ed. By. Kanhaya L. Gupta, Boston, Kluwer Academic Pub., 1997.
- Eren, Aslan: **Türkiye'nin Ekonomik Yapısının Analizi**, İzmir, Bilgehan Basımevi, 1989.
- Ertek, Tümay: **Ekonometriye Giriş**, İstanbul, Beta Yayınları, 2000.
- Ertürk, Emin: **Döviz Ekonomisi**, İstanbul, Der Yayınları, 1994.
- Ertürk, Emin: **Makro İktisat**, İstanbul, Alfa yayınları, 1999.
- Flood, Robert P. and Taylor, Mark P.: "Exchange Rate Economics: What's Wrong With The Macro Approach?" **The Microstructure of Foreign Exchange Markets**, Ed., By., Jeffrey A. Frankel, Alberto Giovannini, Chicago, NBER Pub., 1996.
- Goldstein, Morris: **Managed Floating Plus**, Washington, Intitute for International Economics Pub., 2002.
- Granville, Brigitte: "Exchange Rate in Transition" **Don't Fix Don't Float**, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001.
- Güven, Nevzat: **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, İzmir, Dokuz Eylül Üniv. Yay, 1987.
- Hooperand, Peter and Marquez, Jaime: "Exchange Rates, and External Adjustment in The United States and Japan", **The Macroeconomics of The Open Economy**, Ed., By., Peter B. Kenen, New Jersey, Princeton University Pres., 1995.
- Hubbard, R. Glenn: **Money, The Financial System and The Economy**, New-York, Addison-Wesley Pub. Comp., 1995.

- Husted, Steven, Melvin, Michael: **International Economics**, New York, Harper & Row Pub., 1990.
- Isard, Peter: **Exchange Rate Economics**, New York, Cambridge University Press. 1995.
- Ishii, Shogo and Others: **Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets**, Washington, IMF Publishing, 2003.
- İyibozkurt, M. Erol: **Küreselleşme ve Ekonomimiz**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yay., 1990.
- Jacques Genereux, **Les Politiques Economiques**, Paris, memo, 1996.
- Kalaycıoğlu, Sema: **Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, Üçdal Neşriyat, 1983.
- Karluk, Rıdvan: **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, Beta yay., 1996.
- Karluk, Rıdvan: **Uluslararası Ekonomi**, İstanbul, Beta Yayınları, 1998.
- Kaufman, Herbert M.: **Money and Banking**, Lexington, Heath and Company Pub., 1994.
- Kazgan, Gülten: **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 1982.
- Kenen, Peter B., Pack, Clare: “Exchange Rates, Domestic Prices, and Adjustment Process”, **Exchange Rates and The Monetary System**, Ed. By. Peter B. Kenen, Brookfield, Edward Elgar Pub., Com., 1994.
- Kenen, Peter B.: “Financial Opening and The Exchange Rate Regime”, **Exchange Rates and Monetary System**, Brookfield, Edward Elgar Publishing Com. 1994.
- Kılıçbay, Ahmet: **Her Yönüyle Enflasyon**. İstanbul, Boğaziçi Yayınları, 1991.
- Kıpıcı, Ahmet N., Kesriyeli, Mehtap: **Reel Döviz Kuru Tanımlama ve Hesaplama Yöntemleri**, Ankara, TC Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Yay. No:97/1, 1997.
- Krugman, Paul: **Bunalm Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Çev., Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2001.
- Krugman, Paul R., Obstfeld, Maurice: **International economics Theory and Policy**, New York, Addison-Wesley Pub., 2000.

- Kumcu, Ercan: **İstikrar Arayışları**, İstanbul, Doğan Kitapçılık, 2000.
- Kurdaş, Kemal: **Ekonomik Politika Üzerine**. İstanbul, Beta Basım Yayım Dağ., 1994.
- Melvin, Michael: **International Money and Finance**, New York, Addison-Wesley Pub., 1997.
- Mishkin, Frederic S.: **Money, Interest Rate and Inflation**, Brookfield, Edward Elgar Pub. Com., 1993.
- Mishkin, Frederic S.: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Fourth Edition, New York, Harper Collins College Publishers, 1995.
- Modigliani, Franco, Askari, Hossein: “Exchange Rate and Economic Policy in Three Regional Blocs: The EU, The GCC and The CFA”, **Financial Crisis Management in Regional Bloks**, Ed., By, Scherazade S. Rehman, Boston, Kluwer Academic Pub., 1998.
- Montiel, Peter J.: “Long-run Equilibrium Real Exchange Rate: Conceptual Issues and Empirical Research”, **Exchange Rate Misalignment Concepts and Measurement for Developing Countries**, Ed. By., Lawrence E. Hincle, Peter J. Montiel, Washington, A World Bank Research Pub., 1999.
- Morgil, Orhan: **Faiz Politikası; Gelişmeler ve Değerlendirmeler**, Ankara, TOBB Yay., 1987.
- Mork, Knut Anton: **Macroeconomics for Managers**, California, Watsworth Publishing Com., 1992.
- Musgrave, Richard A.: **Maliye Politikası**, Çev. Orhan Şener, Ankara, Alkım Yayınları.
- Orhan, Osman Z.: **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1995.
- Özel, Saruhan: **Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz**, İstanbul, Alkım Yayıncılık, 2000.
- Parasız, İlker, Yıldırım: **Kemal Uluslar arası Finansman Teori ve Uygulama**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1994.
- Parasız, İlker: **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yay., 2002.

- Parasız, İlker: **Kriz Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1995.
- Parasız, İlker: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1997.
- Parasız, İlker: **Uluslararası Para Sistemi**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 1991.
- Paya, Merih: **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1994.
- Pekin, Tefik: **Makro Ekonomi**. İzmir, Bilgehan Basımevi Yayınları, 1988.
- Plihon, Dominique: **Döviz Kurları**, Çev., Mehmet Bolak, Haluk Levent, Ertuğrul Tokdemir, İstanbul, İletişim Yayınları, 1995.
- Rivera-Batiz, Francisko L. and Rivera-Batiz, Luis: **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, New York, Mac Millan Publishing Com., 1989.
- Ross, Anthony Clunies: **Economic Stabilization for Developing Countries**, Brookfield, Edward Elgar Publishing Com. 1991.
- Sadersten, Bøe: **International Economics, USA**, Mc Millan Pub., 1980.
- Samuelson, Paul A., Hancoock, Keith and Wallace, Robert: **Economics**, Sydney, Mc Graw-Hill Book Company, 1975.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası Finans.3.** Baskı. İstanbul, Güzem Yay., 2001.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat**, İstanbul, Güzem Yayınları, 1996.
- Snider, Delbert A.: **Introduction to International Economics**, Boston, Irwin Pub., 1967.
- Soenen, Luc: **Foreign Exchange Management, A Managerial Approach**, Newyork, Mc Graw-Hill Companies Primis Custom Publishing, 1999.
- Sofracı, Erdem İ.: “Bütçe Açığı Finansman Yöntemleri ve Enflasyonist Etkileri” **Prof. Dr. Adnan Tezel’e Armağan**, İstanbul, Marmara Üniv.Yay., 2000.
- Stevenson, Andrew, Muscatelli, Vitantonio and Gregory, Mary: **Macroeconomic Theory and Stabilization Policy**, New York, Phip Allan Pub., 1988.
- Şahin, Hüseyin: **Türkiye Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitabevi Yay., 1995.
- Teker, Suat: **Faiz Oranı ve Döviz Kuru Riski Yönetimi**, Ankara, Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, 1999.

- Tuna, Yusuf: **Sanayileşme Stratejileri ve Türkiye**, Tuzla-İstanbul, TC. Deniz Kuvvetleri Komutanlığı, Deniz Harp Okulu Kom., 1990.
- Türk, İsmail: **Maliye Politikası**, Gözden Geçirilmiş 9. Baskı. Ankara, Turhan Kitabevi, 1992.
- Ulagay, Osman: **24 Ocak Deneyimi Üzerine**, İstanbul, Hil Yayın, 1983.
- Uluatam, Özhan: **Makro İktisat**, 7. Baskı. Ankara, Savaş Yayınları, 1993.
- Unay, Cafer: **Genel İktisat**. 2. Baskı. Bursa. Ekin Kitabevi, 2000.
- Ünal, Targan, Uzunoğlu, Sadi, Alkin, Kerem: **Enflasyonist Ortamda Faiz Oranları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri**, İstanbul, İTO yay., 1990.
- Van Wijnbergen, Sweder: “Exchange Rate Management and Stabilization Policies in Developing Countries”, **Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries**, Ed. By., Sebastian Edwards and Liaquat Ahamed, Chicago, NBER Pub., 1986.
- Visser, Hans: **Modern Monetary Theory**, Brookfield, Edward Elgar Pub., 1993.
- Walther, Ted: **Dünya Ekonomisi**, Çev., Ünal Çağlar, İstanbul, Alfa Kitabevi Yay., 2002.
- Williamson, John: **Estimating Equilibrium Exchange Rate**, Institute for International Economics, 1994.
- Yaşa, Memduh ve Diğerleri: **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923-1978**, İstanbul, Akbank Kültür Yay., 1980.
- Yeager, Lenand B.: **Intenational Monetary Relations, Theory, History and Policy**, New York&London, Harper & Row Published, , 1996.
- Yeldan, Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İletişim Yay, 2003.
- Yıldırım, Kemal ve Karaman, Doğan: **Makro Ekonomi**. Eskişehir, Eğt. Sağ. ve Bil. Arş. Çalış. Vakfı. 1999.
- Yücel, İlhan: **Makro Ekonomi**. Adana, Ad.İkt.ve Tic. İlimler Akad. Yay., 1978.
- Zeytinoğlu, Erol: **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, Met/Er Yay., 1978.

MAKALELER

- Aghevli, Bijan B., Khan, Mohsin S. and Montiel, Peter J.: “Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues”, **IMF Occasional Paper 78**, 1991.
- Akalın, Gülsüm Özkan: “Döviz Kuru Rejimleri: Üç Büyükler ve Gelişen Piyasa Krizlerinden Çıkarılan Dersler Üzerine”, **Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Temmuz 2001, sayı. 7, ss. 23-40.
- Akat, Asaf Savaş: “Kronik Enflasyon ile Mücadele: Sorunlar, Çözümler, Tereddütler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 2, Şubat, 1992, ss. 5-25.
- Akyazı, Haydar: “Alternatif Parasal Rejimlerde Fiyat İstikrarı: Enflasyon hedeflemesi ve Para Kurulu Örnekleri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:17, Sayı:190, Ocak 2002, s.73-97.
- Alvarez, Fernando, Lucas, Robert E., and Weber, Warren E.: “Interest Rates and Inflation”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper 609**, January 2001, (Çevrimiçi) <http://woodrow.mpls.frb.fed.us/research/wp/wp609.pdf>, 23.12.2003.
- Bailliu, Jeannine and Murray, John: “Exchange Rate Regimes in Emerging Markets”, **Bank of Canada Review**, Winter 2002-2003, (Çevrimiçi) <http://www.banqueducanada.ca/publications/review/winter02-03/baillmure.pdf>, 31.08.2003.
- Bank of Canada: “The impact of Exchange Rate Movements on Consumer Prices”, **Bank of Canada Review Winter 1996-1997**, (Çevrimiçi) <http://www.bank-banque-canada.ca/publications/review/r971a.pdf>, 19.10.2002.
- Baxter, Marianne: “Real Exchange Rate and Real Interest Rate Differential: Have We Missed The Business –Cycle Relationship?”, **Journal Monetary Economics**, Vol. 32, 1994, pp. 5-37.
- Berksoy, Taner: “Kur-Faiz Kışkacı”, **Görüş Dergisi**, Mayıs, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.tusiad.org/yayin/gorus/47/12.pdf>, 14. 10. 2003.

- Bilgili, Emine: "Reel döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 176, Kasım, 2000, ss. 56-74.
- Billmeier, Andreas, Bonato, Leo: "Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy in Croatia", **IMF Working Paper 109**, June, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp00109.pdf>, 23.06.2003.
- Bordo, Michael D.: "Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective", **NBER Working Paper No. 9654**, April, 2003, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w9654>, 26.06.2003.
- Boughton, James M.: "From Suez to Tequila: The IMF As Crisis Manager", **Economic Journal**, Vol. 110, No.460, January 2000, pp. 273-291.
- Brash, Donald T.: "Future Exchange Rate Regime For Developing East Asia: Exposing The Policy Options", Comments on by Proffesor John Williamson, **Time Magazine**, February 15, 1999. (çevrimiçi) <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/0077761.html>, 16.09.2003.
- Bubula, Andrea and Ötker-Robe, İnci: "The Evoluotion of Exchange Rate Regimes Sinse 1990: Evidence From De Facto Policies", **IMF Working Paper**, September, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02155.pdf>, 30.09.2003.
- Burton, David and Gilman, Martin G.: "Exchange Rate Policy and The IMF", **Finance & Development**, Vol. 28, September 1991, pp. 18-22.
- Calvo, Guillermo A., and Vegh, Carlos A.: "Currency Substitution in Developing Countries", **IMF Working Paper 92/40**, May, 1992, (Çevrimiçi) [http://wbln0018.worldbank.org/lac/lacinfoclient.nsf/0/fc8f30777cb0300c85256888003ac142/\\$FILE/calvo-vegh-rae.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/lac/lacinfoclient.nsf/0/fc8f30777cb0300c85256888003ac142/$FILE/calvo-vegh-rae.pdf), 17.09.2003.
- Calvo, Guillermo A., Reinhart, Carmen M.: **Fear of Floating**, September 25, 2000 (Çevrimiçi) <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp11.pdf>, 20.10.2002.
- Calvo, Sara: **Exchange Rates: The Targeting Debate**, (Çevrimiçi) <http://www1.worldbank.org/devoutreach/winter01/article.asp?id=101>, 05.10.2003.

- Chinn, Menzie D. and Kletzer, Keneth M.: “International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation and Financial Crises Under Imperfect Information” **NBER Working Paper No 7902**, September, 2000, (Çevrimiçi)
<http://www.nber.org/papers/w7902.pdf>, 01.11.2003.
- Choudhri, Ehsan U and Hakura, Daila S.: “Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does The Inflationary Environment Matter?”, **IMF Working Paper 194**, December, 2001.
- Civcir, Irfan: “Dollarization and Its Long-run Determinants in Turkey”, **Forthcoming in Middle East Economics Series**, 2003, (Çevrimiçi)
http://www.econturk.org/Turkisheconomy/Dollarization_in_Turkey_MEP.pdf, 21.09.2003.
- Clark, Peter B., and MacDonald, Ronald: “Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs” **IMF Working Paper 98/67**, 1998.
- Cooper, Richard N.: **Exchange Rate Choices**, (Çevrimiçi)
<http://www.bos.frb.org/economic/conf.43/99p.pdf>, 09.12.2002.
- Cumby, Robert E., Mishkin, Frederic S.: “The International Linkage of Real Interest Rates: The European-US Connection”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 5, 1986, pp.5-23.
- Çakman, Kemal, Çakmak, Umut: “Krizin Oluşumu Üzerine Yorumlar ve Prognoz”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 185, Ağustos, 2001, ss.48-69
- De Freitas, Miguel Lebre: **EU-Wide Money and Currency Substitution**, May 21, 2001, (Çevrimiçi)
<http://www.econometricsociety.org/meetings/am01/content/presented/papers/defreitas.pdf>, 11.10.2003.

- Demirgüç-Kunt, Asli and Detragiache, Enrica: **Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation**, April, 2000, (Çevrimiçi) http://www.worldbank.org/research/interest/confs/upcoming/deposit_insurance/asli_enrica.pdf, 30.10.2003.
- Devereux, Michael B., Engel, Charles: “Exchange Rate Pass-Through, Exchange Rate Volatility, and Exchange Rate Disconnect” **NBER Working Paper 8858**, April, 2002. <http://www.nber.org/papers/w8858.pdf>, 11.12.2003.
- Dheerasinghe, Rupa: **The Impact of Public Debt on Interest Rates in Sri Lanka**, (Çevrimiçi) http://www.lanka.net/centralbank/staff_studies_vol_25-26d.PDF, 30.12.2003.
- Doğan, Seyhun: “2000-2002 Dönemi Stand-by Programı’nın Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 37, Sayı:5, Mayıs, 2000, ss. 3-24.
- Doğan, Seyhun: “Yakın İzleme Programı (Staff Monitored Program)’ının 1999 Yılı Hedefleri-Sonuçlar ve Beklentiler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 36, Sayı:11, Kasım, 1999, ss. 3-13.
- Domaç, İlker and Peria, Maria Soledad Martinez: “Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?”, **World Bank Working Papers**, Ağustos, 2000, (Çevrimiçi) http://www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/working_papers/BankingCrisesExchangeRateRegimes.pdf, 31.10.2003.
- Domaç, İlker, Shabsigh, Ghiath: “Real Exchange Rate Behaviour and Economic Growth: Evidence from Egypt, Jordan, Morocco, and Tunisia”, **IMF Working Paper**, Mart, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9940.pdf>, 08.10.2002.
- Edison, Hali, Reinhart, Carmen M.: “Stopping Hot Money”, **Journal of Development Economics**, Vol. 66, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 21.01.2004, pp. 533-553.

- Edwards, Sebastian - Miguel A.Savastano: **Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Known? What Do We Need To Known?**, May, 1999, (Çevrimiçi)
<http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/emerging.pdf>, 01.09.2003.
- Edwards, Sebastian: "Capital Mobility, Capital Controls and Globalization in Twenty-First Century", **Annals**, Volume 579, January 2002, pp. 260-270.
- Edwards, Sebastian: "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crises Prevention, **NBER Working Paper No: 8529**, October, 2001, (Çevrimiçi)
<http://papers.nber.org/papers/w8529>, 02.03.2002.
- Eğilmez, Mahfi: **Kur Rejimiyle Dış Borçlanma İlişkisi**, Aralık, 2001, (Çevrimiçi)
<http://www.mahviegilmez.nom.tr>, 26.10.2002.
- Eichengreen, Barry, Arteta, Carlos: "Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence", August, 2000, (Çevrimiçi)
<http://iber.berkeley.edu/wps/cider/c00-115.pdf>, 30.10.2003.
- Ekren, Nazım: "Ekonomi Yönetiminin Performansı: Stratejik değişim ve Yenilenme İhtiyacı", **Aktive Bankacılık ve Finans Makaleleri-II**, Aktive Line Gazetesi Eki, Yıl: 1, Sayı:8, Kasım, 2000, ss.7-13.
- El-Din, Mohamed Abdul Hafez Ghars- Mohammad, Yousuf Hasan Jawad: "Exchange Rate and Domestic Prices in The Gcc Countries", **ERF Working Paper 0105**, August, 1998.
- Erdoğan, Engin, Ener, Meliha: "Türkiye’de Enflasyonla Mücadele Sürecinde Son Dönem Uygulamalar ve Değerlendirmesi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 176, Aralık, 2000, ss. 18-31.
- Erol, Turan, Van Wijnbergen, Sweder: "Real Exchange Rate Targeting and Inflation in Turkey: An Empirical Analysis with Policy Credibility, **World Development**, Vol. 25, No. 10, 1997, (Çevrimiçi)
<http://www.sciencedirect.com>, 15.10.2002, pp. 1717-1730.
- Exchange-Rate-Based Stabilization Policy**, (Çevrimiçi)
http://webdoc.gwdg.de/diss/2000/koenigsberg/p6_intro.pdf, 08.10.2003.

- Feige, Edgar L.: “The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries” **Forthcoming in Comparative Economic Studies**, Fall, 2003. (Çevrimiçi)
<http://econwpa.wustl.edu/eps/mac/papers/0302/0302005.pdf>, 03.10.2003.
- Feldstein, Martin: “Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies Overview of Prevention and Management” **NBER Working Paper No: 8837**, Mart, 2002, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w8837>, 26.07.2003.
- Fischer, Stanley: **Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?**, January, 2001, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/fischer.html>, 02.04.2003.
- Flassbeck, Heiner: “The Exchange Rate: Economic Policy Tool or Market Price?”, **Unctad Discussion Papers No:157**, November, 2001 (Çevrimiçi)
http://www.unctad.org/en/docs//dp_157.en.pdf, 13.08.2003.
- Frankel, Jeffrey A.: “Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies”, **NBER Working Paper**, September 26, 2003, (Çevrimiçi)
<http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg/ADBpaperOnExRateRegimes.pdf>, 14.10.2003.
- Frankel, Jeffrey A.: **No Single Currency Regime Is Right For All Countries Testimony Before The Committee On Banking And Financial Services U.S. House Of Representatives**, May 21, 1999, (Çevrimiçi)
<http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg/TESTIMONY.HBC.PDF>, 23.10.2003.
- Frankel, Jeffrey E., and Others: **Verifying Exchange Rate Regimes**, May 17, 2000, (Çevrimiçi) <http://econ.woldbank.org/docs/1152.pdf>, 08.09.2003.
- Garamazza, Francesco and Aziz, Jahangir: “Fixed or Flexible Exchange Rate Right in The 1990s”, April, 1998, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/#5choosing>, 09.11.2002.

- Glick, Reuven, Hutchison, Michael: **Stopping “Hot Money” or Signaling Bad Policy? Capital Controls and the Onset of Currency Crises**, 4, August, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.econ.ku.dk/epru/files/wp/00-14.pdf>, 26.01.2004.
- Glick, Reuven: “Fixed or Floating: Is It Stil Possible to Manage In The Middle?”, **Pacific Basin Working Paper No.PB00-2**, October, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.frbsf.org/publications/economics/pbcpapers/2000/pb00-02.pdf>, 12.10. 2003.
- Goldfain, Ilan and Olivares, Gino: “Can Flexible Exchange Rates Still “Work” in Financially Open Economies?” **G-24 Discussion Paper No. 8**, January, 2001 (Çevrimiçi) <http://www.unctad.org/en/docs//pogdsmdpbpg24d8.en.pdf>, 09.10.2002.
- Gökçe, Deniz: “Paranın Politikası”, **Görüş Dergisi**. Sayı: 6, Kasım 1992, s.47.
- Grenville, Stephen: “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets”, **Reserve Bank of Australia Bulletin**, November, 2000, (Çevrimiçi) http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Bulletin/bu_nov00/bu_1100_2.pdf, 31.10.2002, pp.53-63
- Günel, Mehmet: “Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 180, Mart, 2001, s. 31-50
- Güven, Semih: “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 185, Ağustos 2001, ss.79-100.
- Gylfason, Thorvaldur: “Fix or Flex? Althervative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility”, **The North American Journal of Economics and Finance**, August, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 12.10.2002, pp. 173-189.
- Hanke, Steve H.: “Some Reflections on Monetary Institutions and Exchange-Rate Regimes” (Çevrimiçi) <http://www.geocities.com/Eureka/Concourse/8751/edisi04/hanke100.htm> , 18.05.2003.

Harvey, John T.: “Exchange Rate Theory and The Fundamentals”, **Journal of Post Keynesian Economics**, Fall 2001, Vol.24, pp. 3-15.

Hatiboğlu, Zeyyat: “4 Şubat Kararlarının Türk Ekonomisine Olabilecek Etkileri ve Bankacılık Kesimindeki Bazı Sorunlar”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:3, Mart 1988, ss.5-33

How do Interest Rates Influence The Rate of Inflation, (Çevrimiçi)

http://www.courseworkbank.co.uk/coursework/do_interest_rates_influence_rate_inflation_2269/, 16.12.2003.

“Indonesia’s Trade Performance in the 1990s” **CIES Discussion Paper No. 0205**, March, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.adelaide.edu.au/cies/0205.pdf>, 31.12.2003.

“Inflation and Ex Ante Real Interest Rates Using Structural VAR Methodology”,

Bank of Canada Working Paper 96-2, January 1996, (Çevrimiçi)

<http://www.bank-banque-canada.ca/publications/working.papers/1996/wp96-2.pdf>, 05.12.2004.

İnan, E. Alpar: “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, sayı:40, Yıl 2002, s. 36-49.

Jadresic, Esteban, Mason, Paul and Mauro, Paola: “Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context an Individual Choices”, **Journal of The Japanese and International Economies**, October, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 12.08.2003.

Kandiller, Rıza: “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı: 22, Temmuz 2001. ss.55-64

Kawalec, Stefan, Krzak, Maciej: **Exchange Rate Policy and Economic Growth**, February, 2002 (Çevrimiçi)

<http://eaces.gelso.unitn.it/Eaces/work/Papers/Exchange%20rate%20policy.pdf>, 09.10.2003.

Kızılyallı, Hüsnü: “Ekonomik Krizler ve Derviş Programı”, **Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Aralık, 2001, ss. 23-50.

- Kibritçioğlu, Bengi, Köse, Bülent, Uğur, Gamze: "A Leading Indicators Approach to The Predictability of Currency Crises: The Case of Turkey", **Hazine Dergisi**, Sayı: 12, Temmuz, 1998, pp. 1-27.
- Klau, Marc: "Exchange Rate Regimes and Inflation in Sub-Saharan Countries", **BIS Working Papers No 53**, March, 1998, (Çevrimiçi)
<http://www.bis.org/publ/work53.pdf>, 12.09.2002.
- Kopcke, Richard N.: "Currency Board: Once and Future Monetary Regimes", **New England Economic Review**, May-June 1999, pp. 21-37.
- Kural, Vural: **Para İkamesi Altında Enflasyonist Finansman**, (Çevrimiçi)
<http://www.treasury.gov.tr/makaleler/vkural.pdf>, 09.02.2003.
- Larraín, Felipe B and Velasco, Andrés: **Exchange Rate Policy in Emerging Markets: The Case for Floating**, April, 2001(Çevrimiçi)
<http://ksghome.harvard.edu/~AVelasco.Academic.Ksg/Files/Research/Princeton%20ERates%20April%202001.pdf>, 25.03.2003.
- Leblang, Pavid A.: "Domestic Political Institutions and Exchange Rate Commitments in The Developing World", **International Studies Quarterly**, 1999, Vol: 43, pp. 599-620.
- Leigh, Daniel, Rossi, Marco: "Exchange Rate Pass-Through in Turkey", **IMF Working Paper 204**, November, 2002, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02204.pdf>, 27.02.2004.
- Levy-Yeyati, Eduardo and Sturzenegger, Eduardo: "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", **IMF Staff Papers**, Vol. 47, 2001. pp. 62-98.
- Levy-Yeyati, Eduardo and Sturzenegger, Eduardo: "To Float or To Trail: Evidence on The Impact of Exchange Rate Regimes", March, 2002, (Çevrimiçi)
<http://www.utdt.edu/~ely/Marzo2002.pdf>, 09.06.2003.
- Luong, Millie H.: **Real Exchange Rate Analysis of Vanuatu**, (Çevrimiçi)
<http://www-mcnair.berkeley.edu/97journal/Luong.html>, 10. 03.2004.

- Macdonald, Ronald and Nagayasu, Jun: "The Long-Run Relationship Between Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: A Panel Study", **IMF Staff Papers**, Vol., 47, No:1, 2000, pp. 116-127.
- Maeso-Fernandes, Francisco, Osbat, Chiara, Schnatz, Bern: "Determinants of The Euro Real Effective Exchange Rate A BEER/PEER Approach" **European Central Bank Working Paper No: 85**, November, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.ecb.int/pub/wp/ecbwp085.pdf>, 28.04.2003.
- Mann, Catherine L.: **Exchange Rate Choices: Discussion**, (Çevrimiçi) <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf43/131p.pdf>, 14.10.2002.
- Mc Kinnon, Ronald I.: "Limiting Moral Hazard and Reducing Risk in International Capital Flows: The Choice of An Exchange Rate Regime", **Annals**, Volume 579, January 2002, pp. 206-218.
- Modya, Ashoka, Taylorb, Mark P. and Kim, Jung Yeon: "Modelling Fundamentals For Forecasting Capital Flows To Emerging Markets", **International Journal of Finance and Economics**, Vol. 6, 2001, (Çevrimiçi) <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/85004534/PDF> , 24.01.2004, pp. 201–216.
- Mussa, Michael and Others: "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", **IMF Occasional Paper No. 193**, August 2000.
- Ocampo, José Antonio: **Exchange Rate Regimes and Capital Account Regulations For Emerging Economies**, 2000 (Çevrimiçi) http://www.nsi-ins.ca/ensi/pdf/01_ocampo.pdf, 05.10.2003.
- Ortiz, Javier and Rodriguez, Carlos: "Country Risk and The Mundell-Fleming Model Applied to The 1999-2000 Argentina Experience", **Journal of Applied Economics**, Vol. 5, No.2, November 2002, pp. 327-344.
- Osler, L. L, Carlson A. John: "Rational Speculators and Exchange Rate Volatility", **Federal Reserve Bank of New-York Working Paper No. 13**, May 1996.

Otani, Akira, Shiratsuka, Shigenori and Shirota, Toyoichiro: “The Decline in the Exchange Rate Pass-Through: Evidence from Japanese Import Prices”, **IMES Discussion Paper No. 2003-E-1**, May, 2003, (Çevrimiçi)
http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/fedps2003_index.html, 11.12.2003.

Özçiçek, Ömer- McMillin, W. Douglas: **Lag Length Selection in Vector Autoregressive Models: Symmetric and Asymmetric Lags**, (Çevrimiçi)
http://www.bus.lsu.edu/economics/papers/pap97_27.pdf, 10.06.2004.

Paschke, Dennis: **Does The Phenomenon Of “Exchange Rate Overshooting” Imply That A Fixed Exchange Rate Regime Is Inherently More Stable Than A Floating Exchange Rate Regime?**, (Çevrimiçi)
<http://www.depaweb.de/StudiumDownloads/Essay3002.pdf>, 14.03.2002.

Pea, John: **U.S. Emerging Market Funds: Hot Money Or Stable Source Of Investment Capital?**, (Çevrimiçi)
<http://www.itcilo.it/english/actrav/telearn/global/ilo/equity/icihotus.htm>, 25.01.2004.

Pekkaya, Semra, Kesici, Sinan: “Türkiye Örneğinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Dengeler Üzerinde Reel Kesim Mali Kesim Ayrımıyla Etkileri”
İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 167, Şubat, 2000, ss. 58-83.

Rajan, Ramkishan S.: “Currency Basket Regimes for Southeast Asia: The Worst System With The Exception of All Others”, **Policy Discussion Paper No: 0028**, Jun, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.adelaide.edu.au/cies/0028.pdf>, 08.08.2003.

Ramkishan S. Rajan and Chung-Hua Shen, “Are Crisis-Induced Devaluations Contractionary?”, **CIES Discussion Paper 0135**, September, 2001, (Çevrimiçi)
http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID295499_code020108670.pdf?abstractid=295499, 21.10.2003.

Rebelo, Sergio and Végh, Carlos A.: “Real Effects of Exchange Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories”, **NBER Working Paper No. 5197**, July 1995, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5197.pdf>, 08.10.2003.

- Reinhart, Carmen M., Rogoff, Kenneth S: "The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation" **NBER Working Paper 8963**, June, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w8963.pdf>, 01.09.2003.
- Rodrik, Dani: "Exchange Rate Regimes and Institutional Arrangements in The Shadow of Capital Flows", September, 2000, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/Malaysia%20conference%20paper.PDF>, 12.11.2002.
- Said, Rasidah Mohd, Janor,Hawati: "The Long-Run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation of the Asian Developing Countries" **Journal Economy Malaysia 35**, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.penerbit.ukm.my/FULLTEXT/jem35-01.pdf>, 05.01.2004, pp.3-11
- Sarno, Lucio, Taylor, Mark P.: "Hot Money, Accounting Labels and The Permanence of Capital Flows to Developing Countries: an Empirical Investigation", **Journal of Development Economics**, Vol: 59, 1999, 1,September, 1998, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 21.01.2004, pp-337–364.
- Schmidt, Rodney: **Taxing International Short Term Capital Flows**, 17, August, 1994 (Çevrimiçi) <http://www.globalpolicy.org/finance/alternat/schmidt1.htm>, 26.01.2004.
- Schorfheide, Frank: **Learning and Monetary Policy Shifts**, March 20, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.ssc.upenn.edu/~schorf/papers/lp.pdf>, 10.06.2004.
- Selçuk, Faruk: "Currency Substitution New Evidence From Emerging Economies", **Economic Letters 78**, July 11, 2002, (Çevrimiçi) www.elsevier.com, 26.09.2003.
- Servén, Luis: "Real Exchange Rate Uncertainty and Private Investment in Developing Countries", **Forthcoming Review of Economics and Statistics**, April, 2002, (Çevrimiçi) http://econ.worldbank.org/files/14453_wps2823.pdf, 23.06.2003.

- Shambaugh, Jah C.: **The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy**, May, 2003, (Çevrimiçi)
<http://www.dartmouth.edu/~economic/faculty/Shambaugh/fixedEandMpolicy2003.pdf>, 14.10.2003.
- Siarhei, Tsesliuk: **Exchange Rate and Prices in An Economy With Currency Substitution: The Case of Belarus**, 2002, (Çevrimiçi)
http://eerc.kiev.ua/research/matheses/2002/Tsesliuk_Siarhei/body.pdf, 31.10.2003.
- Siregar, Reza, Rajan, Ramkishen S.: “Impact of Exchange Rate Volatility on Indonesia’s Trade Performance in the 1990s” **CIES Discussion Paper No. 0205**, March, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.adelaide.edu.au/cies/0205.pdf>, 31.12.200
- Sivri, Uğur, Usta, Can: “Reel Döviz Kuru, İhracat ve İthalat Arasındaki İlişki”, **Uludağ Üniversitesi, İİBF Dergisi**, Cilt: 19 Sayı: 4, Aralık 2001. (Çevrimiçi)
<http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/>, 26.06.2003.
- St-Amant, Pierre: “Decomposing U.S. Nominal Interest Rates into Expected Inflation and Ex Ante Real Interest Rates Using Structural VAR Methodology”, **Bank of Canada Working Paper 96-2**, January 1996, (Çevrimiçi) <http://www.bank-banque-canada.ca/publications/working.papers/1996/wp96-2.pdf>, 05.12.2004
- Stiglitz, Joseph E.: “Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk Without Reward”, **Annals**, Volume 579, January 2002, pp. 219-247.
- Tornell, Aaron and Velasco, Andrés: “Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline”, **NBER Working Paper No:5108**, May, 1995, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w5108>, 26.07.2003.
- Tunay, K. :Batu: “Para İkamesi, Ülkelerarası Enflasyon Transferi ve Uluslar arası Döviz Kuru Rejimi Tartışmaları”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 29, Yıl 1999, s. 60-77.

- Tur, Orhan: "The Effects of Devaluation on The Trade Balance and The Balance of Payments The Case of Turkey 1957-1983", **Yapı Kredi Economic Review**, Vol. V, No: 1, June, 1991, pp.3-34.
- Velasco, Andrés and Céspedes, Luis Felipe: "Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective," October, 1999, (Çevrimiçi)
[http://wbln0018.worldbank.org/LAC/LACInfoClient.nsf/8d6661f6799ea8a48525673900537f95/6b6e14b224b8d617852569540073478e/\\$FILE/velasco_fixed.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/LAC/LACInfoClient.nsf/8d6661f6799ea8a48525673900537f95/6b6e14b224b8d617852569540073478e/$FILE/velasco_fixed.pdf), 12.11.2002.
- Velasco, Andrés: "Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned?" What Do We Still Not Know?" **G-24 Discussion Paper No.5**, June, 2000, (Çevrimiçi)
<http://www.unctad.org/en/docs/pogdsmdpbg24d5.en.pdf>, 22.11.2002.
- Velasco, Andrés: **Exchange Rate in Emerging Markets: Floating Toward The Future**, 2000, (Çevrimiçi)
<http://www.banxico.org.mx/siteBanxicoINGLES/gPublicaciones/Seminarios/Ing/dgie/Inconfe2000/Andres%20Velasco.pdf>, 19.11.2002.
- Von Hagen, Jürgen and Zhou Jizhong: "The Choice of Exchange Rate Regimes: An Empirical Analysis for Transition Economies", **ZEI Working Paper**, February, 2002, (Çevrimiçi) http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-03.pdf, 12.11.2002.
- Voyvoda, Ebru, Yeldan, Erinc: **Patterns of Productivity Growth and The Wage Cycle in Turkish Manufacturing**, October, 1999, (Çevrimiçi)
<http://www.econturk.org/yeldan6.pdf>, 12.01.2004.
- Warne, Anders: **Lecture Notes on Stuructural Vector Autoregression**, (Çevrimiçi)
http://texlips.hypermart.net/download/lecture_notes.pdf, 15.06.2004.
- Williamson, John: "The Evolution of thought on Intermediate Exchange rate regimes", **Annals**, Volume;579, January 2002, pp.73-85.

- Williamson, John: **Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility**, February, 1999, (Çevrimiçi) <http://www.iie.com/publications/pb/pb99-3.htm>, 06.10.2003.
- Wolf, Martin: “Exchange Rates in A World of Capital Mobility”, **Annals**, Volume; 579, January 2002, pp.38-52
- Yağcı, Fahrettin: “Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries” **Africa Region Working Paper Series No.16**, April, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/afr/wps/wp16.pdf>, 16.05.2003.
- Yay, Gülsün Gürkan: “Enflasyonu Düşürme Politikalarının Maliyetleri: Teori, Uygulama ve Türkiye”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 184, Temmuz, 2001, s.66-83
- Yılmaz, Ensar: “Impact of Persistent Devaluation on Growth: The Case of Turkey During The Post-1980 Period”, **Yapı Kredi Economic Review**, Vol.11, Num. 1, June, 2000, pp.29-39.

DİĞER YAYINLAR

Ankara Ticaret Odası: **Sıcak Para - 2003 Raporu**, (Çevrimiçi)

<http://www.atonet.org.tr/turkce/gunluk/bulten.asp?sira=171>, 25.01.2004.

Denge Döviz Kuru: (Çevrimiçi) <http://www.albany.edu/~gi7989/dengekur.html>,
25.09.2002.

Dornbusch Model, (Çevrimiçi)

http://econ.lse.ac.uk/courses/ec315/G/ec315_LTlec7.pdf, 22.08.2003.

DPT, 1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 2003.

DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, 1987.

Erçel, Gazi: 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası

Uygulaması, 9 Aralık 1999, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 26.01.2000.

Hazine Müsteşarlığı: Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi)

<http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/EkonomikGostergeler.zip>, 28.02.2004

İzmir Ticaret Borsası: Kur Politikaları ve Ekonomik Kriz (Uzakdoğu ve Rusya
Krizinden Dersler), İzmir, Eylül 1998.

Maliye Bakanlığı: Yıllık Ekonomik Raporları, 1981-1983-1985-1988-1990-1993-
1998-2003

Niyet Mektubu: 18 Ocak 2002 Tarihli, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>,
20.05.2002.

TCMB Basın Duyurusu: 2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi, Sayı:

2003-23, Ocak 2003, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 09.12.2003.

TCMB: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi)

<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 12.02.2004.

**Velioglu, Cavidan: "Döviz Kuru, Türkiye'de Uygulanan Kur Politikaları ve Döviz
Piyasası"**, TBB Eğitim ve Tanıtım Grubu Seminer Notları, 8, Mayıs, 1997.

EKLER

EK-1

Döviz Kuru, TEFE, TÜFE ve DİBS Faiz Oranları VAR Modeli Sonuçları

Vector Autoregression Estimates				
Date: 06/02/04 Time: 22:06				
Sample(adjusted): 1988:02 2003:12				
Included observations: 191 after adjusting endpoints				
Standard errors in () & t-statistics in []				
	DDK	DTEFE	RTUFE	RFO
DDK(-1)	0.586069 (0.13088) [4.47785]	0.245041 (0.07308) [3.35313]	0.081975 (0.05166) [1.58692]	0.162102 (0.51560) [0.31439]
DDK(-2)	-0.203612 (0.13897) [-1.46511]	-0.099611 (0.07760) [-1.28370]	-0.054858 (0.05485) [-1.00014]	-0.106260 (0.54748) [-0.19409]
DDK(-3)	-0.161088 (0.13747) [-1.17183]	0.023355 (0.07676) [0.30428]	0.030783 (0.05426) [0.56738]	-0.570089 (0.54155) [-1.05271]
DDK(-4)	0.168572 (0.13653) [1.23465]	0.142598 (0.07623) [1.87051]	0.027112 (0.05389) [0.50313]	0.384618 (0.53787) [0.71508]
DDK(-5)	-0.308125 (0.13597) [-2.26619]	-0.028889 (0.07592) [-0.38053]	-0.022415 (0.05366) [-0.41770]	-0.246044 (0.53563) [-0.45935]
DDK(-6)	0.097866 (0.13955) [0.70128]	0.051926 (0.07792) [0.66640]	0.022155 (0.05508) [0.40224]	0.083040 (0.54976) [0.15105]
DDK(-7)	0.030271 (0.13556) [0.22330]	0.056223 (0.07569) [0.74280]	0.024148 (0.05350) [0.45134]	-0.257579 (0.53403) [-0.48233]
DDK(-8)	-0.006386 (0.12949) [-0.04932]	0.080543 (0.07230) [1.11404]	0.014894 (0.05111) [0.29143]	0.503620 (0.51010) [0.98729]
DDK(-9)	-0.044937 (0.13081) [-0.34353]	0.020276 (0.07304) [0.27762]	-0.034636 (0.05163) [-0.67089]	0.250260 (0.51531) [0.48565]
DDK(-10)	0.022520 (0.12958) [0.17379]	0.114115 (0.07235) [1.57725]	0.061025 (0.05114) [1.19325]	0.020758 (0.51047) [0.04066]

DDK(-11)	-0.045163 (0.12750) [-0.35422]	-0.096639 (0.07119) [-1.35749]	-0.084832 (0.05032) [-1.68581]	0.125705 (0.50228) [0.25027]
DDK(-12)	-0.109725 (0.11294) [-0.97155]	0.011151 (0.06306) [0.17684]	0.053498 (0.04457) [1.20021]	-0.128254 (0.44491) [-0.28827]
DTEFE(-1)	-0.327110 (0.27453) [-1.19151]	0.239597 (0.15329) [1.56306]	0.207105 (0.10835) [1.91140]	0.999673 (1.08151) [0.92433]
DTEFE(-2)	0.314852 (0.27949) [1.12652]	0.093663 (0.15606) [0.60019]	0.060801 (0.11031) [0.55119]	-1.096469 (1.10104) [-0.99585]
DTEFE(-3)	0.279808 (0.26876) [1.04111]	-0.056016 (0.15006) [-0.37329]	0.002912 (0.10607) [0.02745]	-0.182996 (1.05876) [-0.17284]
DTEFE(-4)	-0.767175 (0.27073) [-2.83370]	-0.470776 (0.15116) [-3.11433]	-0.251092 (0.10685) [-2.34990]	-0.793369 (1.06654) [-0.74387]
DTEFE(-5)	0.627279 (0.27423) [2.28746]	0.206786 (0.15311) [1.35053]	0.197035 (0.10823) [1.82051]	0.985837 (1.08030) [0.91256]
DTEFE(-6)	-0.269952 (0.27841) [-0.96963]	-0.116864 (0.15545) [-0.75178]	-0.065011 (0.10988) [-0.59165]	-0.730896 (1.09677) [-0.66641]
DTEFE(-7)	-0.165226 (0.27312) [-0.60496]	-0.202782 (0.15250) [-1.32974]	-0.051322 (0.10779) [-0.47611]	0.207621 (1.07594) [0.19297]
DTEFE(-8)	-0.266044 (0.25939) [-1.02565]	-0.093268 (0.14483) [-0.64397]	0.016583 (0.10238) [0.16198]	-1.183252 (1.02186) [-1.15794]
DTEFE(-9)	-0.119509 (0.25903) [-0.46138]	-0.098412 (0.14463) [-0.68044]	-0.104114 (0.10223) [-1.01840]	0.332577 (1.02043) [0.32592]
DTEFE(-10)	-0.342706 (0.25198) [-1.36003]	-0.202213 (0.14070) [-1.43724]	-0.081017 (0.09945) [-0.81463]	-0.056615 (0.99268) [-0.05703]
DTEFE(-11)	0.155469 (0.24934) [0.62353]	0.224786 (0.13922) [1.61464]	0.089599 (0.09841) [0.91049]	-0.252461 (0.98224) [-0.25703]
DTEFE(-12)	-0.032373 (0.23936) [-0.13525]	0.041799 (0.13365) [0.31275]	-0.276348 (0.09447) [-2.92521]	-0.971057 (0.94295) [-1.02980]

RTUFE(-1)	-0.255476 (0.29075) [-0.87868]	-0.249189 (0.16234) [-1.53497]	0.038353 (0.11475) [0.33422]	1.303937 (1.14539) [1.13842]
RTUFE(-2)	-0.314178 (0.29792) [-1.05455]	0.109240 (0.16635) [0.65670]	0.043347 (0.11758) [0.36865]	0.234638 (1.17366) [0.19992]
RTUFE(-3)	0.141492 (0.29442) [0.48058]	-0.087561 (0.16439) [-0.53264]	-0.075277 (0.11620) [-0.64781]	1.303915 (1.15986) [1.12420]
RTUFE(-4)	0.403119 (0.29430) [1.36975]	0.178854 (0.16432) [1.08842]	0.166762 (0.11615) [1.43569]	-0.187873 (1.15939) [-0.16205]
RTUFE(-5)	0.083701 (0.28619) [0.29246]	-0.002188 (0.15980) [-0.01369]	0.027972 (0.11295) [0.24764]	-1.912240 (1.12744) [-1.69610]
RTUFE(-6)	0.109163 (0.28955) [0.37700]	0.160628 (0.16167) [0.99353]	0.086852 (0.11428) [0.75999]	0.694310 (1.14068) [0.60868]
RTUFE(-7)	0.241414 (0.28877) [0.83600]	0.177754 (0.16124) [1.10243]	0.069319 (0.11397) [0.60820]	0.171691 (1.13761) [0.15092]
RTUFE(-8)	0.416444 (0.27968) [1.48900]	0.059369 (0.15616) [0.38018]	0.061311 (0.11038) [0.55543]	0.203527 (1.10179) [0.18472]
RTUFE(-9)	0.839485 (0.28405) [2.95538]	0.317765 (0.15860) [2.00353]	0.338166 (0.11211) [3.01638]	-0.324263 (1.11901) [-0.28978]
RTUFE(-10)	-0.016115 (0.28587) [-0.05637]	0.017214 (0.15962) [0.10785]	-0.050391 (0.11283) [-0.44662]	0.311651 (1.12616) [0.27674]
RTUFE(-11)	0.186657 (0.28433) [0.65649]	0.044936 (0.15876) [0.28305]	0.113220 (0.11222) [1.00892]	0.382288 (1.12010) [0.34130]
RTUFE(-12)	0.024607 (0.27115) [0.09075]	-0.191766 (0.15140) [-1.26664]	0.148351 (0.10702) [1.38624]	1.441629 (1.06818) [1.34962]
RFO(-1)	0.043150 (0.02243) [1.92406]	0.007705 (0.01252) [0.61533]	0.001708 (0.00885) [0.19292]	1.033307 (0.08835) [11.6959]
RFO(-2)	-0.040496 (0.03159) [-1.28203]	0.004144 (0.01764) [0.23495]	0.007017 (0.01247) [0.56289]	-0.333564 (0.12444) [-2.68062]

RFO(-3)	0.041375 (0.03285) [1.25957]	0.015251 (0.01834) [0.83153]	0.003657 (0.01296) [0.28207]	0.220171 (0.12940) [1.70142]
RFO(-4)	-0.044351 (0.03324) [-1.33417]	-0.029840 (0.01856) [-1.60765]	-0.019633 (0.01312) [-1.49638]	-0.076261 (0.13096) [-0.58233]
RFO(-5)	0.039052 (0.03324) [1.17475]	0.016710 (0.01856) [0.90025]	0.013439 (0.01312) [1.02430]	-0.065853 (0.13096) [-0.50285]
RFO(-6)	-0.032725 (0.03330) [-0.98260]	-0.011003 (0.01860) [-0.59171]	-0.009798 (0.01314) [-0.74540]	0.151906 (0.13120) [1.15779]
RFO(-7)	0.005566 (0.03314) [0.16795]	0.010496 (0.01850) [0.56722]	-0.000110 (0.01308) [-0.00839]	-0.096608 (0.13056) [-0.73996]
RFO(-8)	-0.026652 (0.03306) [-0.80615]	-0.020549 (0.01846) [-1.11317]	-0.007523 (0.01305) [-0.57651]	0.089178 (0.13024) [0.68471]
RFO(-9)	0.006600 (0.03301) [0.19995]	0.005400 (0.01843) [0.29300]	0.014563 (0.01303) [1.11790]	-0.105776 (0.13003) [-0.81348]
RFO(-10)	0.000635 (0.03293) [0.01927]	0.007962 (0.01839) [0.43303]	-0.006227 (0.01300) [-0.47918]	0.018396 (0.12972) [0.14181]
RFO(-11)	-0.001086 (0.03242) [-0.03350]	-0.000557 (0.01810) [-0.03078]	0.001762 (0.01280) [0.13767]	0.000122 (0.12772) [0.00096]
RFO(-12)	-0.022427 (0.02251) [-0.99645]	-0.006535 (0.01257) [-0.52006]	-0.005235 (0.00888) [-0.58935]	-0.049044 (0.08866) [-0.55315]
C	0.071414 (0.03221) [2.21708]	0.036865 (0.01799) [2.04975]	0.004886 (0.01271) [0.38436]	0.096384 (0.12689) [0.75957]
R-squared	0.449143	0.495158	0.506054	0.799122
Adj. R-squared	0.262937	0.324507	0.339086	0.731219
Sum sq. resids	0.238039	0.074211	0.037080	3.694192
S.E. equation	0.040943	0.022861	0.016159	0.161293
F-statistic	2.412082	2.901585	3.030851	11.76868
Log likelihood	367.6479	478.9553	545.2172	105.7791
Akaike AIC	-3.336627	-4.502150	-5.195991	-0.594546
Schwarz SC	-2.502274	-3.667797	-4.361639	0.239807
Mean dependent	0.037770	0.039915	0.000229	-0.009508
S.D. dependent	0.047690	0.027815	0.019877	0.311112
Determinant Residual Covariance	8.59E-13			
Log Likelihood (d.f. adjusted)	1569.165			
Akaike Information Criteria	-14.37869			
Schwarz Criteria	-11.04128			

EK-2

Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranı VAR Modeli Sonuçları

Vector Autoregression Estimates				
Date: 06/18/04 Time: 20:43				
Sample(adjusted): 1989:2 2003:4				
Included observations: 59 after adjusting endpoints				
Standard errors in () & t-statistics in []				
	ITH	DNKUR	DBO	DIHR
ITH(-1)	0.907886 (0.22221) [4.08574]	-0.609321 (0.37419) [-1.62837]	0.077927 (0.06716) [1.16024]	0.130478 (0.10222) [1.27647]
ITH(-2)	-0.304470 (0.26786) [-1.13667]	0.190645 (0.45107) [0.42265]	-0.066978 (0.08096) [-0.82726]	-0.374205 (0.12322) [-3.03693]
ITH(-3)	0.205785 (0.29230) [0.70402]	0.116689 (0.49222) [0.23707]	0.086652 (0.08835) [0.98079]	0.303103 (0.13446) [2.25423]
ITH(-4)	-0.256522 (0.21812) [-1.17607]	0.310539 (0.36730) [0.84545]	-0.114231 (0.06593) [-1.73266]	-0.148115 (0.10034) [-1.47619]
DNKUR(-1)	-0.063725 (0.10743) [-0.59317]	-0.062895 (0.18091) [-0.34765]	-0.009398 (0.03247) [-0.28940]	0.160485 (0.04942) [3.24739]
DNKUR(-2)	0.040389 (0.11712) [0.34485]	-0.230216 (0.19723) [-1.16726]	0.036144 (0.03540) [1.02100]	0.012042 (0.05388) [0.22350]
DNKUR(-3)	0.008790 (0.12064) [0.07287]	-0.237490 (0.20315) [-1.16905]	0.031795 (0.03646) [0.87196]	-0.012596 (0.05549) [-0.22699]
DNKUR(-4)	-0.027858 (0.11270) [-0.24719]	-0.214922 (0.18978) [-1.13247]	-0.035152 (0.03406) [-1.03194]	0.125525 (0.05184) [2.42127]
DBO(-1)	-0.054990 (0.62202) [-0.08840]	0.812546 (1.04747) [0.77572]	-0.186095 (0.18801) [-0.98980]	-0.173367 (0.28614) [-0.60589]
DBO(-2)	0.935864 (0.63270) [1.47916]	0.377241 (1.06544) [0.35407]	0.033724 (0.19124) [0.17634]	0.752958 (0.29105) [2.58706]
DBO(-3)	-0.213195 (0.70215) [-0.30363]	0.287285 (1.18240) [0.24297]	-0.166079 (0.21223) [-0.78253]	-0.117292 (0.32300) [-0.36314]
DBO(-4)	-1.115225 (0.54140) [-2.05989]	0.998919 (0.91170) [1.09567]	-0.663670 (0.16364) [-4.05560]	0.602311 (0.24905) [2.41844]

DIHR(-1)	0.073197	0.499100	-0.021804	-0.209168
	(0.31983)	(0.53858)	(0.09667)	(0.14712)
	[0.22886]	[0.92670]	[-0.22555]	[-1.42173]
DIHR(-2)	0.190284	0.697369	-0.011752	-0.162544
	(0.32781)	(0.55201)	(0.09908)	(0.15079)
	[0.58048]	[1.26332]	[-0.11861]	[-1.07792]
DIHR(-3)	0.346585	-0.389380	0.062649	0.023066
	(0.30540)	(0.51429)	(0.09231)	(0.14049)
	[1.13484]	[-0.75712]	[0.67867]	[0.16419]
DIHR(-4)	0.082712	-0.217352	-0.020969	-0.203595
	(0.24617)	(0.41454)	(0.07441)	(0.11324)
	[0.33600]	[-0.52432]	[-0.28182]	[-1.79791]
C	6.089117	-1.652925	0.313489	1.956016
	(2.63433)	(4.43612)	(0.79625)	(1.21182)
	[2.31145]	[-0.37261]	[0.39371]	[1.61412]
R-squared	0.784815	0.475937	0.563599	0.621630
Adj. R-squared	0.702840	0.276294	0.397352	0.477490
Sum sq. resids	8038.868	22796.14	734.4351	1701.094
S.E. equation	13.83480	23.29732	4.181692	6.364137
F-statistic	9.573822	2.383938	3.390116	4.312660
Log likelihood	-228.6953	-259.4432	-158.1035	-182.8813
Akaike AIC	8.328654	9.370957	5.935712	6.775638
Schwarz SC	8.927267	9.969570	6.534325	7.374250
Mean dependent	14.23051	-1.076271	0.137288	0.458814
S.D. dependent	25.37919	27.38576	5.386666	8.804243
Determinant Residual Covariance		24992845		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		-837.3754		
Akaike Information Criteria		30.69069		
Schwarz Criteria		33.08514		

EK-3

Reel Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranı VAR Modeli Sonuçları

Vector Autoregression Estimates				
Date: 06/18/04 Time: 20:55				
Sample(adjusted): 1989:2 2003:4				
Included observations: 59 after adjusting endpoints				
Standard errors in () & t-statistics in []				
	RKUR	ITH	DBO	DIHR
RKUR(-1)	1.019834 (0.17381) [5.86768]	0.426047 (0.32217) [1.32243]	0.099857 (0.10230) [0.97608]	-0.013553 (0.17746) [-0.07637]
RKUR(-2)	-0.586933 (0.26571) [-2.20891]	-0.461943 (0.49253) [-0.93790]	-0.092600 (0.15640) [-0.59207]	0.104175 (0.27130) [0.38399]
RKUR(-3)	0.412954 (0.26672) [1.54826]	0.070576 (0.49440) [0.14275]	-0.117789 (0.15700) [-0.75027]	0.063036 (0.27233) [0.23147]
RKUR(-4)	0.085004 (0.20631) [0.41202]	0.491535 (0.38243) [1.28531]	0.179198 (0.12144) [1.47564]	0.089485 (0.21065) [0.42481]
ITH(-1)	0.099722 (0.11350) [0.87861]	0.776139 (0.21039) [3.68910]	0.031405 (0.06681) [0.47009]	-0.013201 (0.11588) [-0.11392]
ITH(-2)	0.024647 (0.13845) [0.17803]	-0.250874 (0.25663) [-0.97758]	-0.063902 (0.08149) [-0.78416]	-0.367324 (0.14136) [-2.59859]
ITH(-3)	-0.182927 (0.14701) [-1.24429]	0.163850 (0.27251) [0.60127]	0.130781 (0.08653) [1.51134]	0.217160 (0.15010) [1.44675]
ITH(-4)	-0.030370 (0.11030) [-0.27534]	-0.360354 (0.20445) [-1.76255]	-0.148195 (0.06492) [-2.28266]	-0.086755 (0.11262) [-0.77037]
DBO(-1)	-0.350821 (0.31004) [-1.13152]	0.036410 (0.57471) [0.06335]	-0.145583 (0.18250) [-0.79774]	-0.263580 (0.31656) [-0.83264]
DBO(-2)	0.077567 (0.32464) [0.23893]	1.129722 (0.60176) [1.87737]	0.065035 (0.19109) [0.34035]	0.849326 (0.33146) [2.56238]
DBO(-3)	-0.090043 (0.36259) [-0.24833]	0.029985 (0.67211) [0.04461]	-0.147014 (0.21343) [-0.68883]	0.217668 (0.37021) [0.58796]
DBO(-4)	-0.795171 (0.24031) [-3.30899]	-1.050705 (0.44544) [-2.35881]	-0.592462 (0.14145) [-4.18859]	0.375653 (0.24536) [1.53105]
DIHR(-1)	-0.194625 (0.15074)	0.047258 (0.27943)	0.039130 (0.08873)	-0.261824 (0.15391)

	[-1.29109]	[0.16913]	[0.44100]	[-1.70112]
DIHR(-2)	0.033502 (0.14273) [0.23472]	0.133640 (0.26457) [0.50512]	0.026855 (0.08401) [0.31966]	-0.118992 (0.14573) [-0.81652]
DIHR(-3)	0.167167 (0.13281) [1.25866]	0.230640 (0.24619) [0.93685]	0.017155 (0.07818) [0.21944]	0.266683 (0.13560) [1.96663]
DIHR(-4)	0.262503 (0.12782) [2.05374]	0.116321 (0.23693) [0.49096]	-0.037652 (0.07523) [-0.50046]	-0.183293 (0.13050) [-1.40451]
C	1.556026 (1.53852) [1.01138]	8.665622 (2.85185) [3.03860]	0.640415 (0.90559) [0.70718]	3.703262 (1.57085) [2.35749]
R-squared	0.802763	0.808481	0.571318	0.517165
Adj. R-squared	0.727625	0.735522	0.408011	0.333228
Sum sq. resids	2082.324	7154.752	721.4448	2170.753
S.E. equation	7.041247	13.05187	4.144546	7.189199
F-statistic	10.68387	11.08124	3.498423	2.811645
Log likelihood	-188.8466	-225.2582	-157.5771	-190.0735
Akaike AIC	6.977851	8.212143	5.917867	7.019440
Schwarz SC	7.576463	8.810755	6.516479	7.618053
Mean dependent	1.430000	14.23051	0.137288	0.458814
S.D. dependent	13.49169	25.37919	5.386666	8.804243
Determinant Residual Covariance		3177312.		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		-776.5301		
Akaike Information Criteria		28.62814		
Schwarz Criteria		31.02259		

ÖZGEÇMİŞ

Erşan Sever; 1970 yılında Aksaray’da doğdu. İlk ve orta öğrenimini Aksaray’da tamamladı. Ankara Üniversitesi Fen Fakültesi Fizik Bölümü’nde iki yıllık öğrenimin ardından 1990 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü’ne girdi. Mezun olduktan sonra aynı Üniversite’nin Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Politikası Bilim Dalı yüksek lisans programına kayıt yaptırdı. 1996 yılında Harran Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü’nde araştırma görevlisi oldu. 1998 yılında “Türkiye’de Uygulanan İstikrar Programlarının Etkinliği” konulu yüksek lisans tez çalışmasını tamamladı. 1999 yılında 2547 sayılı yasanın 35. maddesi gereği doktora çalışmasını yapmak üzere İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’ne araştırma görevlisi olarak atandı. Halen bu görevine devam etmektedir.