

11789

T.C.

GAZİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTUSU

DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİNDE PORTFOLYO YAKLAŞIMI

VE

TÜRKİYE ÜZERİNE BİR DENEME (1985-1989)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Murat Şahin ÖCAL

Danışman: Prof. Dr. Tezer ÖCAL

T. C.

Yükseköğretim Kurulu
Dokümantasyon Merkezi

Şubat 1990

ANKARA

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ.....	1v
DÖVİZ KURU BELİRLENMESİ TEORİLERİ.....	1
.1. Satın Alma Gücü Paritesi Teorisi.....	1
.1.1. Haber Etkisi.....	6
.2. Faiz Oranları Paritesi Teorisi.....	8
.2.1. Faiz Oranları ve Döviz Kuru.....	9
.2.1.1. Örtülü ve Açık Faiz Oranları Paritesi.....	12
.2.1.2. Chicago Yaklaşımı ve Keynesyen Yaklaşım.....	14
.3. Döviz Krunun Belirlenmesine Parasal Yaklaşım.....	16
.3.1. Dornbusch Overshooting Modeli.....	18
.3.2. Bilson-Frenkel Modeli.....	23
.3.3. Frankel Modeli.....	24
.4. Döviz Kurunun Belirlenmesine Portfolyo Dengesi.....	27
Yaklaşımı.	
.4.1. Kouri Modeli.....	29
.4.2. Branson Modeli.....	34
.4.3. Henderson Modeli.....	36
.5. Döviz Kuru Politikasının Etkenliği.....	37
.5.1. Esneklikler Yaklaşımı ve Harcamaların Kayması.....	38
.5.2. Masetme Yaklaşımı ve Harcamaların Kısılması.....	41
.5.3. Ticarete Konu Olmayan Mallar Yaklaşımı.....	44
1. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURUNA ETKİ EDEN ETMENLERİN PORTFOLYO YAKLAŞIMI ÇERÇEVESİNDE ÇÖZÜMLENMESİ.....	48
1.1. Türkiye Ekonomisi Hakkında Kısa Bilgi.....	48
1.1.1. Ekonominin Dışa Açıklığının Ölçülmesi.....	49

I.1.2.	Uygulanan Döviz Kuru Politikaları.....	52
I.2.	Döviz Kuru Belirlenmesine ilişkin Amprik Çalışmalar.	57
I.3.	Parasal Taban ve Döviz Kurunun Belirlenmesine Özgün Bir Yaklaşım.....	63
I.3.1.	Özgün Model Denemesi.....	70
I.3.2.	Konvertibl Olmayan Paralar İçin Düzenlenmiş Faiz Oranları Paritesi İçerilmiş Özgün Model Denemesi...	77
	SONUÇ.....	82
	EK I . ANALİZ SONUÇLARI.....	86
	EK I. VERİLER.....	96
	KISALTMALAR.....	100
	KAYNAKÇA.....	101

GİRİŞ

Türkiye ekonomisinin 1980'li yılları ele alınmak istenirse, bu yılların global ekonomik çerçevede pek çok dönüşümlere konu olduğu dikkat çeker. 1980'li yıllar Türkiye'nin ihracat performansı görece olarak yükselmiş, ekonominin dışa açıklığını gösteren trendler artmış ve bu bünyesel değişimlere döviz kurunun -zaman zaman- şiddetli değişimlerle eşlik ettiği yıllar olmuştur.

Döviz kurlarındaki değişimler uzun dönemde her ne kadar yansız olsa da kısa ve orta dönemde, görece fiyatlar, maliyetler ve rekabet gücü üzerindeki etkisi ile iç ve dış denge üzerinde önemli bir role sahip olduğu belirtilmelidir. Ülkelerin, günümüz dünyasında her hangi bir kambiyo rejiminde iç dengelerine diğer ülkelerin ekonomik tepkilerini göz önüne almadan ulaşmalarını düşünmek olanaklı değildir. Bu nedenle, döviz kurunu belirleyen etmenlerin araştırılması, döviz kurundaki oynamalara karşı esneklik gösteren makroekonomik büyüklüklere yön verici diğer politika önlemleri ile uyumluluğu açısından önemlidir.

Döviz kurundaki değişiklikler, kısa dönemde faiz oranlarındaki değişimler ve kısa dönemli beklentiler tarafından; uzun dönemde ise enflasyon oranları tarafından belirlenmektedir. Bu genel kabulün yanı sıra, döviz kurunun belirlenişine ilişkin iki temel görüş vardır.

Parasalıcı görüş iç ve dış varlıkların birbirine tam ikame oldukları varsayımına dayanmakta ve döviz kurunun baskın olarak

para arzına doğrudan tepki veren faiz oranları ve fiyat artışları tarafından belirlendiğini ileri sürmektedir.

Portfolyo dengesi yaklaşımı ise, iç ve dış varlıkların birbirine tam ikame olduğu varsayımına katılmamakta ve mal piyasasının intibak hızının parasalcı görüşün kabul ettiğinden daha yavaş olduğu varsayımına dayanmaktadır. Portfolyo dengesi yaklaşımına göre, döviz kurları portfolyo tercihleri çerçevesinde döviz arz ve talebine göre belirlenmektedir. Bu nedenle de -özellikle kısa dönemde- döviz kuru hareketlerinin çözümlenmesi için döviz talebini yönlendiren değişkenlerin çözümlenmesi gerekir.

Burada sunulan çalışmada, döviz kuru ile para arzı arasındaki ilişki, portfolyo dengesi yaklaşımı çerçevesinde ele alınmış ve sınanmıştır. Çalışmanın amacı, para arzı kaynaklarının döviz kuru üzerindeki etkilerinin farklı olup olmadığını araştırmaktır. Para arzı, parasal tabanın unsurları olan net dış varlıklar ya da net iç varlıklar arzının artırılması ile genişletilebilir. Para arzının bu iki kaynaktan herhangi biri ile artırılması durumunda döviz kuru üzerinde farklı farklı etkiler ortaya çıkıyor ise para arzının artırılması sırasında başvurulacak kaynağın döviz kuru üzerindeki etkisini önceden görmek olanaklı olacaktır.

I. DÖVİZ KURU BELİRLENMESİ TEORİLERİ

Bu bölümde döviz kurunun belirlenmesine ilişkin teorilerin kısa bir tanıtımı yapılacaktır. Önce, döviz kuru ile ülkeler arasındaki enflasyon oranları farklarını ilişkilendiren satın alma gücü paritesi teorisi ele alınacak sonra, faiz oranları paritesi teorisi ele alınarak döviz kurunun kısa dönemli hareketleri ile ülkeler arasındaki faiz oranları farklarının ilişkilendirilişi aktarılacaktır.

Önceden belirtildiği gibi döviz kurunun belirlenmesine yönelik görüşler Parasalcı ve Portfolyo dengesi yaklaşımı olarak sınıflandırılmaktadır. İzleyen alt-bölümlerde bu ekollere ait yazarların görüşleri aktarılmaya çalışılacak ve döviz kuru politikasının etkenliği konusu kısaca ele alınmaya çalışılacaktır.

I.1. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ TEORİSİ.

Fiyat düzeylerindeki değişmeler nedeni ile iki ülke para birimlerinin satın alma güçleri değiştiğinde, döviz kuru mekanizmasının söz konusu ulusal paraların satın alma güçlerini dengeleyecek şekilde devreye girerek aradaki farkı yeniden eşitliğe dönüştüreceğini savunan görüşe satın alma gücü paritesi (bundan sonra SAGP olarak geçecektir) teorisi adı verilir.

İlke olarak dünya fiyatlarını etkileme gücünde olmayan küçük bir ülke için, sabit kur sisteminde döviz kurunun fiyatları belirleyeceği; esnek kur sisteminde ise para arzı tarafından

belirlenen iç fiyat düzeyinin döviz kuru oranını saptayacağı söylenebilir. Ulusal paraların satın alma güçlerinin kur oranlarının düzenleyici hareketleri sonucunda ortaya çıkan döviz kuruna «denge döviz kuru» adı verilir.(1)

İktisat yazınında SAGP iki versiyonda ele alınmıştır. İlki, denge döviz kuru oranlarında bütün ülkelerde fiyat düzeylerinin eşitleneceğini ileri süren «mutlak» versiyondur. Ancak bu önermenin geçerli olabilmesi için üretilen bütün malların ticarete konu olması ve taşıma maliyetlerinin karşılıklı olarak eşit olması gerekir. Halbuki, bazı mallar ticarete konu olmuyorsa bu malların fiyatlarının - dolayısıyla da bunların belli bir ağırlığını oluşturdukları genel fiyat düzeylerinin her yerde aynı olmasını beklemek için bir neden kalmamaktadır.(2) Nitekim amprik çalışmaların da ortaya çıkardığı gibi (3) SAGP'den sapmalar söz konusu olmaktadır. Bununla birlikte SAGP'den bu tür sapmaların olması olağandır çünkü, yüksek gelir düzeyindeki ülkelerde ticarete konu olan malların üretimindeki verimlilik daha yüksektir.(4) Krueger'in Balassa ve Samuelson'dan yaptığı alıntı bu versiyonun karanlıkta kalan ucunu aydınlatıcı niteliktedir. Balassa ve Samuelson, yerli malların (5) emek yoğun olacağını ve reel ücret düzeyinin düşük olduğu

(1) Denge döviz kuru kavramı ile ilgili tartışmalar için bkz. ÖKSÜZ, (1980), 151-154; JACQUE, (1979), 79-83; ROBINSON, (1950), 83-103.

(2) MICHALEY, (1980), 79.

(3) Bu çalışmaların bir değerlendirmesi için bkz. MUSSA, (1984).

(4) NEARY, (1988), 213.

(5) Burada ticarete konu olmayan mallar ima edilmektedir.

lkelerde bu malların daha ucuz olması gerektiğini varsaymışlardır, dolayısıyla kişi başına gelirin düşük olduğu ülkelerde paranın satın alma gücü büyük olabilir.(6) Buradan anlaşıldığı gibi, ülkeler arası emek verimliliği farkları, sermayenin yapısı ve teknoloji gibi arz yönlü etmenler SAGP'den sapmaların bir kısmını açıklamaktadır. Diğer yandan, ulaştırma maliyetleri, gümrük vergileri, kotalar,kambiyo kontrolleri ve reel dünyada hüküm süren diğer engeller de cari kur oranının SAGP'den sapmasına yol açabilmektedir.(7)

«Greli SAGP» olarak adlandırılan ikinci versiyon ise geçerliliğe daha yakındır ve aşaşıdaki durumu öngörür. Denge durumundan başlayarak, içerideki fiyat artış oranı karşı ülkedeki fiyat artış oranının ne kadar üzerinde ise döviz kuru (karşı ülke parasının esas alınan ülke parası cinsinden değer) bu oran kadar yükselir. İ ve dış fiyatlardaki artış oranlarını sırasıyla ($P^{\circ}h$) ve ($P^{\circ}f$) ile,döviz kurundaki değişme oranını da (E°) ile gösterirsek,

$$P^{\circ}h - P^{\circ}f = E^{\circ}. (I.1.1)$$

formülasyonu bize «göreli SAGP»ni ifade edecektir.(8)

(6) KRUEGER,a.g.e.,69.

(7) JACQUE a.g.e.,79; ÖKSÜZ a.g.e.,164.

(8) Sembollerin zerilerindeki ($^{\circ}$) işareti olmadığında mutlak değerleri ifade ettikleri kabul edilirse, mutlak versiyonun formülasyonu $P_h = P_f.R$ şeklinde olacaktır. İki formülasyon karşılaştırıldığında birincinin R'nin izleyeceği patikayı ifade ederken, diğerinin mutlak bir noktanın saptanmasına özgü olduğu dikkat çeker.

Görelî SAGP teorisinde uluslararası fiyatların eşitleneceği savı terkedilmiş, bunun yerine iç fiyatlardaki oransal değişimin dış fiyat düzeyi ve döviz kuru çarpımındaki değişme kadar olacağı öngörüsü almıştır. Bununla birlikte, her iki versiyon da, [1] veri enflasyon oranlarında döviz kuru hareketlerinin kestirimi; [2] bir denge koşulu; [3] ya da ticarete konu olan ve olmayan mallar arasında bir özdeşlik olarak yorumlanabilir.

Her iki versiyon için de yöneltilen eleştirilerin başında görelî fiyatlar değiştiğinde döviz kurunun tam olarak SAGP'ni (ya da denge döviz kurunu) yansıtmaması gelmektedir . Görelî SAGP reel kur oranlarının zaman içinde değişmediği varsayımına bağlıdır. İster geçici ister sürekli olsun reel döviz kurlarını değiştiren faktörler görelî sagp'den sapmalara yol açacaktır. Reel kur oranındaki değişimleri Ω ile temsil edersek döviz kuru değişimleri cebirsel olarak:

$$E^o = P^o h - P^o f + \Omega. \quad (I.1.2.)$$

eşitliğince belirlenecektir. Görelî sagp teorisi $\Omega=0$ varsayımında bulunmaktadır, ancak genel olarak Ω 'nın sıfırdan farklı olduğu kabul edilir. Reel kur oranındaki değişmelere pek çok etmen neden olabilir; ülkeler arasında tercihlerde, teknolojiye, faktör arzında ve pazar yapılarında ortaya çıkan

değişiklikler genel olarak üretimin göreceli maliyetini dolayısıyla da göreceli fiyatlar yolu ile reel kurları etkiler.(9) Reel kur oranlarındaki bu uzun dönemli değişiklikler kendisini göreceli SAGP'den sapma olarak gösterir. Diğer yandan, konu ile ilgili bütün iktisatçıların dile getirdiği uygun fiyat indeksinin seçimi sorunu çözüm bulmuş değildir. Ayrıca teorisinin geçerliliğe en çok yaklaştığı durumların, fiyat artışlarının parasal bir olgunun sonucu olduğu göz önüne alındığında zımni olarak tam istihdam varsayımı yapıldığı dikkati çeker. Son olarak, teorisinin kendisini iki ülkeli bir dünya ile sınırlandırdığı vurgulanmalıdır. İki ülkeli modellerde ülkeler dış ticaretlerinin tümünü kendi aralarında yapmakta ve bu durumda göreceli fiyatlar tek yanlı olarak belirlenmektedir. Bu sakıncadan kurtulmak için esas alınan ülkenin enflasyon oranının ticaret yapılan ülkelerin ticaret hacmi ile ağırlıklandırılmış enflasyon oranlarına bölünmesi ile elde edilecek «karşılaştırmalı fiyat performansları»nın SAGP denklemine entegre edilmesi gerekir.(10)

Bütün teorik ve ampirik yetersizliklerine karşın SAGP teorisi döviz kurunun belirlenmesindeki ağırlıklı önemini korumaktadır. Teorisinin geleceğe yönelik döviz kuru tahminlerinde başarılı performans göstermesi seçilen zaman aralığına ve ülkeye göre değişebilmektedir. Uzun dönem söz konusu olduğunda özellikle de

(9) Batiz & Batiz, (1985), 485

(10) Karşılaştırmalı fiyat performanslarının modellenmesi için bkz. JACQUE a.g.e., 81-85.

lkelerden biri yüksek oranlı enflasyonla karşı karşıya ise teorisinin kestirim gücünün ve geçerliliğinin arttığı pek çok yazar tarafından kabul edilmiştir.

I.1.1 HABER ETKİSİ.

Döviz kurunu gelecekteki değeriini belirleyen «yeni bilgiler» cari kur oranını da anında etkilemektedir. (11) Bu durum SAGP'den sapmalara neden olmaktadır. Önceden tahmin edilemeyen faktörlerin etkisi ile SAGP'de ortaya çıkan bu sapmalar «haber etkisi» (12) olarak adlandırılmıştır.

Hal piyasası ve menkul değeriiler piyasası gerek siyasi gerekse iktisadi «haberler»e karşı farklı fiyat davranışları göstermektedir. Bu durum döviz kuru belirlenişı teorilerinin hesap cetveli niteliğindeki SAGP'nin performansının zayıflamasına neden olmaktadır.

ilke olarak, beklenen döviz kuruna ilişkin bilgiler veri iken döviz kurundaki değişme oranının beklenen döviz kuruna eşit olması gerekir. Ancak veri bilgiler ışığında, bütçe açığı ya da cari işlemler açığı gibi iktisadi veya ABD başkanının ciddi bir hastalığa tutulduğu gibi siyasi bir haber döviz kurunun beklenen trendinin dışına çıkmasına neden olabilir.

(11) Batiz & Batiz a.g.e.,492.

(12) Terim literatürde «news effect» olarak geçmektedir.

«Haber etkisi» ile ilgili olarak iki sorunun yanıtlanması gerekir. ilki, haber etkisinin geçici ya da sürekli olduğunun ortaya konulması; diğeri ise haber etkisinin nasıl ölçüleceği sorularıdır. Haber etkisinin geçici olması -SAGP'den sapmanın elemine olması- haberin niteliğine ve mal piyasasında fiyatların intibak hızına bağlıdır. Mal piyasasında fiyatların zamanla intibak etmesi sonucunda sapmanın azalması gerekir; bununla birlikte tümüyle ortadan kalkması gerekemeyebilir. Çünkü, döviz kurunda süpriz yaratan haberlerin göreceli fiyatların değişimini gerektiren reel şokları yansıtmaları ölçüsünde SAGP'de ortaya çıkan sapmaların devam etmesi gerekir.(12)

Amprık çalışmalarda haber etkisini ölçen değişkenin tanımlanması ancak spesifikasyonlarla mümkün olabilmektedir. Frenkel (1981) haber etkisini ölçmek için yaptığı çalışmada haber etkisinin en iyi temsilcisinin faiz oranlarındaki beklenilmeyen değişimler olduğu sonucuna ulaşmıştır.(13)

(12) DANIEL, (1986), 316.

(13) Amprık çalışma için bkz. FRENKEL, (1981).

I.2. FAİZ ORANLARI PARİTESİ TEORİSİ.

Döviz talebinin ya da döviz piyasasına ulaştırılan yerli para arzının unsurları dört temel gruba ayrılabilir. Ülkeler yabancı ülke paralarını talep ederler çünkü; [1], dışarıdan satın alınan mal ve hizmetlerin karşılığını ödemek için; [2], yurt dışında alınıp satılacak senet, tahvil vb. çıkarmak için ,yanı sıra,; [3], spekülatif amaçlarla kullanmak için, diğer bir deyişle döviz kurunun gelecekteki yönelişlerini avantaj haline getirmek için ve [4], kaynakları (fonları) politik, mali ve ticari beklentilerin tehlikeli sinyaller verdiği bir ülkeden, görece olarak daha güvenli titreşimler veren bir ülkeye kaydırmak için döviz gereksinim duyulur. (14) Faiz oranları paritesi teorisi, döviz kuru belirlenişinin özellikle son üç talep unsuru temeline dayanan açıklamasını yapar. Burada hemen vurgulanması gereken nokta, faiz oranları paritesi teorisinin satın alma gücü paritesi teorisine alternatif bir teori değil, aksine mal ve para piyasalarının intibak hızlarının farklılığından dolayı satın alma gücü paritesi teorisinin performans zayıflığı gösterdiği kısa dönemlerde onun etkinliğini ve açıklayıcılığını pekiştirmek üzere geliştirilmiş bir teori olduğudur.

Faiz oranları paritesi teorisi, ekonomik birimlerin yerli ve yabancı tahviller arasında tercih yapabilme olanağına sahip olduğu bir ekonomik çerçevenin kabulü üzerine kuruludur. Sermayenin ülkeler arasında tam hareketliliğe sahip oluşu da teorisinin en önemli varsayımlarından biridir. Açıktır ki, döviz

(14) ROBINSON a.g.e.,83.

kurunun belirlenişine ilişkin can alıcı nokta «sistem»in başlıca verileridir ve söz konusu veriler yapısal ilişkilerin tanımlandığı geniş bir kümede belirlenirler.(15) Döviz kurundaki hareketlerin faiz oranları paritesi teorisinin ışığında çözümlenmeye çalışılması da, ancak söz konusu veriler ne kadar «sistem» içinde belirleniyorsa o kadar başarılı olacaktır. Döviz kurundaki değişimleri faiz oranları paritesi teorisi ile açıklamaya kalkışmak, uluslararası entegrasyonunu gerçekleştirmiş bir sermaye piyasasının varlığını ve iç faizin uluslararası faiz tarafından belirlendiğini varsaymak anlamına gelir (16).

I.2.1. FAİZ ORANLARI VE DÖVİZ KURLARI.

Döviz kurları; hisse senedi, tahviller ve organize piyasalarda işlem gören bazı mallar gibi bir çok aktifin davranışsal özelliklerini paylaşırlar. Bu menkul değerlerin aylık fiyat değişimlerini kestirmek ne denli güç ise, aynı durum döviz kurlarının aylık değişimlerini önceden görebilmek için de geçerlidir. Bununla birlikte, sermaye hareketlerinin tam olduğu ve ulusal para ile tanımlanmış menkul değerler ile yabancı aktiflerin birbirine ikame edilebildiği açık bir ekonomide döviz kurlarının göstereceği değişimlerin kestirilmesinin piyasa dengesi açısından önemi açıktır.

(15) KOROMOZAY, (1984), 312.

(16) KRUEGER, a.g.e., 71.

Eğer bir menkul değerin fiyatının bir ay içinde yükseleceğine ilişkin güçlü bir beklenti varsa, bireyler bu menkul değeri elde etmek ve elde tutmak için harekete geçecekler, bu davranışlarıyla hem cari fiyatın artışını hızlandıracaklar hem de gelecekte beklenen fiyatın düşmesine neden olacaklardır.(17) Bu durumda, piyasada ilgili menkul değerin fiyat beklentisinin değişmesine yol açan dışsal şoka piyasanın intibakı yüksek bir maliyet pahasına gerçekleşecektir. Gerek ekonomik istikrarı gerekse yatırımcıları bu tür hızlandırılmış düzensizliklerden korumak ve döviz kurunda beklenen artışı -ya da azalışı- bu panik etkisinden strelize etmek için düzenlenen «vadeli döviz anlaşmaları»nın ve bu anlaşmaların dayandığı «vadeli döviz» (18) kavramının döviz kuru hareketleri ile iç ve dış faiz oranları hareketleri arasındaki ilişkiyi açıklayıcılığı açısından aydınlatılması gerekir.

Vadeli döviz anlaşması; belli bir miktarda dövizin ileride belli bir tarihte (anlaşma vadesinde), anlaşmanın imzalandığı anda (şimdi) üzerinde anlaşılan fiyattan alınması ya da satılmasını taahhüt eden anlaşmadır. (19) Burada üzerinde durulması gereken anlaşmalara konu olan döviz kuru beklentilerinin hangi etkenlerin etkisi altında olduğu ve ex post döviz kurunu etkilemede hangi mekanizmalardan geçtiğidir.

(17) MUSSA, (1984), 18.

(18) Forward exchange rate.

(19) JACQUE, a.g.e., 41.

Vadeli döviz kuru teorisi (20) işlem maliyetlerinin sıfır olduğu durumda, aynı zaman aralığında ölçülmesi koşulu ile «primin» (spot kur oranı ile vadeli kur oranı arasındaki farkın (21) iç ve dış faiz oranları farkına eşit olması gerektiği savına dayanır.(22) Eğer prim oran olarak iç ve dış faiz oranları farkından fazla olmuşsa, bu durumda yatırımcı için uygun olan davranış yabancı para ile tanımlanmış tahvil satın alıp yerli tahvilleri elinden çıkarmak olacaktır. Dolayısı ile arbitrajcının kar edebilmesi için primin faiz oranları farkına olan eşitliğinin her hangi bir biçimde bozulması gerekir. İzlendiği gibi, bu kavrayışda döviz kurları daha geleneksel olan bakış açısında olduğu gibi, mal akışına yönelik uluslararası talebi dengelemekten çok uluslararası menkul değer talebini dengelemek için hareket etmektedir.

(20) Diğer adlandırılışı ile Faiz Oranları Paritesi Teorisi.

(21) «Prim»e ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. JACQUE a.g.e.,65-68 . Primin Dealing Room'da bir karar aracı olarak kullanılışı ile ilgili ayrıntılı bilgi için,bkz. ERYÜREK, (1987), 65-68. Swiss Bank Corporation, (1987) , 58-77.

(22) KRUEGER, a.g.e., 73.

I.2.1.1. ÖRTÜLÜ VE AÇIK FAİZ ORANLARI PARİTESİ.

Teoriye göre, spot piyasadan döviz sağlayarak tahvil satın alan ekonomik birimler bu tahvilden i^0 oranında faiz getirisi elde ederler. Döviz kurunun gelecekteki değerinin belirsiz oluşu nedeni ile bu getirinin ulusal para cinsinden karşılığı belli bir risk taşır. Ekonomik birimler bu riski en aza indirmek için anaparayı ve getirisini şimdiden vadeli (forward) döviz kuru ile satarak dönem sonunda elde edecekleri yerli parayı döviz kurunun oynaklığından arındırırlar. Bu durumda yabancı tahvilin getirisinin yerli tahvilin getirisine eşitlenebilmesi, diğer bir deyişle dengeye gelinebilmesi için:

$$\frac{F}{E} (1+i) = (1+i^0). \quad (I.2.1.1.1.)$$

eşitliğinin sağlanması gerekir. Bu eşitlik aşağıdaki şekilde yeniden yazıldığında, vadeli döviz kuru, (F), ile spot kur oranı, (E), arasındaki oransal farkın iç, (i), ve dış, (i^0), faiz oranları farkına eşit olması gerekir:

$$\frac{F-E}{E} = (i-i^0). \quad (I.2.1.1.2.)$$

Denklem bu hali ile risk unsurunu kapsamamaktadır ve bu nedenle «örtülü faiz oranları paritesi» olarak adlandırılır.

Denklem risk unsurunu da kapsayacak şekilde düzenlendiğinde, yani vadeli döviz piyasasında işlem yapılmadığında, soldaki terimde vadeli döviz kurunu temsil eden değişken yerini gelecekteki spot kur oranına, (Ef), bırakacaktır. Bu işlemle de yerli paranın beklenen değer kaybediş oranını (23) faiz oranlarının farkı ile açıklayan «açık faiz oranları paritesi»ne ulaşılır:

Ef-E

————= (i-i°).

(I.2.1.1.3.)

E

Bütün uluslararası menkul değerlerin birbirine tam ikame olduğu durumda, açık faiz oranları paritesi geçerliliğini korur ve bu durumda döviz kurunun belirlenmesinde cari işlemler açığı ile karşılaşılması için bir neden ortaya çıkmaz. Dış varlıklar ile yerli varlıklar birbirine tam ikame olmadığı durumda ise açık faiz paritesi bozulur ve döviz kuru dış varlıkların kompozisyonuna bağlı olur. (24)

(23) Ef değerinin F'e eşit olmaması durumunda uluslararası arbitraj iki değeri birbirine eşitleyecektir.

(24) FRAGA, (1986), 179.

I.2.1.2. CHICAGO YAKLAŞIMI VE KEYNESYEN YAKLAŞIM.

Önceden belirtildiği gibi faiz oranları paritesi ile satın alma gücü paritesi teorileri döviz kurundaki değişimleri iki ayrı odaktan açıklayan teoriler olduklarından,

$$i - i^0 = p - p^0. \quad (I.2.1.2.1)$$

yazılabilir. Bu özdeşlik ise denge döviz kurunda reel faiz oranlarının birbirine eşitleneceğini ifade etmektedir. Ancak, bu koşulun kısa dönemde ya da uzun dönemde gerçekleşeceği sorusu mal piyasasının intibak hızına bağlıdır. Dolayısıyla fiyatların tam esnek ya da katı olduğunun varsayılmasına bağlı olarak iki farklı yaklaşım ortaya çıkmaktadır.

Mal piyasasında fiyatların tam esnek olduğunun varsayılmasına dayanarak ilk yaklaşım «Chicago Yaklaşımı» olarak adlandırılmaktadır. Fiyatların intibak hızının çok yüksek kabul edilmesi nedeni ile nominal faiz oranının değişmesi beklenen enflasyon oranının da aynı yönde değişmesi anlamına gelmektedir. İç faiz oranı dış faiz oranına göre yükseldiğinde bunun nedeni, ulusal paranın iç enflasyon nedeni ile değer kaybedeceğinin beklenilmesidir. Bu durumda yerli paraya olan talep dövizle olan talebe göre azalır, bu da yerli paranın değer kaybetmesine yol açar; böylece döviz kuru ile faiz oranı arasında pozitif bir ilişki saptanmış olur. (25)

Diğer yanda, fiyatların esnek olmadığı varsayımına dayanması nedeni ile «Keynesyen Yaklaşım» olarak adlandırılan kavrayışa göre, faiz oranlarının değişmesi enflasyon beklentilerinin değil

para politikalarının değiştiğine işaret etmektedir. Bu şekilde yorumlandığında iç faiz oranı dış faiz oranına göre arttığında bunun nedeni iç para arzının para talebine göre azalmış olmasıdır. Yurtiçindeki yüksek faiz oranı dışarıdan sermaye girişini teşvik edecek ve aynı anda yerli paranın değer kazanmasına neden olacaktır; böylece faiz oranları ile döviz kuru arasında negatif bir ilişki saptanmış olur.(26)

Chicago yaklaşımı ve Keynesyen yaklaşımın performanslarını seçilen dönem ve ülkeler arası enflasyon farklarının büyüklüğü etkilemektedir. Enflasyon farklarının büyük olduğu ve uzun dönem çözümlemesinin yapıldığı durumlarda Chicago yaklaşımı, enflasyon farklarının küçük olduğu ve kısa dönemin çözümleme konusu yapıldığı çalışmalarda ise Keynesyen yaklaşımın daha güvenilir parametreler verdiği ileri sürülmüştür.(27)

(26) i.b.i.d. s.610.

(27) i.b.i.d. s.610.

I.3. DÖVİZ KURU BELİRLENMESİNE PARASAL YAKLAŞIM.

Parasal yaklaşıma göre iki ülke paralarının görelî fiyatı olarak yorumlanan döviz kuru, iki ülke paralarının görelî arz ve talepleri tarafından belirlenmektedir. Farklı varsayımlarla birbirinden belli ayrıntılarda uzaklaşan ancak parasal yaklaşım olarak sınıflandırılan çeşitli modellerin kesişim alanlarını temsil etmek üzere aşağıdaki modelden yararlanılabilir (28):

$$M = PK(i; Y). \quad (I.3.1.)$$

$$M^0 = P^0(i^0; Y^0). \quad (I.3.2.)$$

$$P = P^0 E. \quad (I.3.3.)$$

$$E = \frac{M \cdot K(i^0; Y^0)}{M^0 \cdot K(i; Y)}. \quad (I.3.4.)$$

$$M^0 \quad K(i; Y)$$

M (M⁰):Yurtiçi (dış) para stoku.

Y (Y⁰):Yurtiçi (dış) reel gelir.

Bu modelin yorumlanması izlenen kur rejiminin sabit ve esnek kur sistemi oluşuna göre değişecektir. Yaklaşım sabit kur sistemi altında dünya ekonomisinde fiyatların baskın olarak uluslararası piyasalar tarafından belirleneceğini ve ülkeler arasındaki ödemeler dengesinin yurtiçi krediler genişlemesi etkisi altında olacağını söylemektedir. Esnek kur sistemi

(28) Model Krueger'den (KRUEGER, a.g.e., 61) alınmıştır.

al

para politikasına bağlıdır. (29) Sabit kur sistemi altında iç fiyat düzeyi SAGP tarafından belirlenmekte ve iç para stokunun belirlenmesi olanaklı olmaktadır. Esnek kur sisteminde ise döviz kuru SAGP tarafından belirlenmekte ve para arzı dışsal hale gelmektedir.

Parasal yaklaşım modelleri çoğunlukla sermaye piyasalarının tam entegre olduğu varsayımı üzerine kuruludur. Bu nedenle ülkeler arasındaki faiz farklılıkları esas olarak beklenen enflasyon farkını ya da ulusal paranın değer kaybedeceği beklentisini yansıtır. Parasal yaklaşım modellerine göre faizlerin yükselmesi Merkez Bankalarının gevşek para politikaları uygulamaları sonucu reel para arzının düşmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkar.

Aşağıda döviz kuruna parasal yaklaşımın belli başlı modelleri olan Bilson-Frenkel, Frankel ve Dornbusch tarafından geliştirilmiş modeller tanıtılmıştır. Gerek burada tanıtılan gerekse çalışma kapsamına alınmayan parasal yaklaşım modellerini diğer yaklaşımlardan ayıran başat özellik dış ve iç varlıkların ikame derecesinden doğmaktadır. İleride üzerinde durulacağı gibi, parasal yaklaşım dış varlıkların iç varlıklarla tam ikame olduğu hakkındaki varsayımı ile diğer yaklaşımlardan farklılaşmaktadır.

I.3.1. DONBUSCH OVERSHOOTING MODELİ

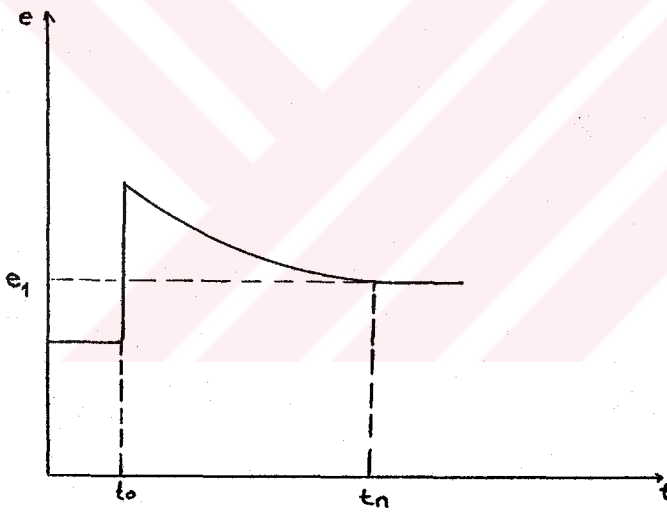
Dornbusch, (1976b) döviz kurlarının kısa dönem hareketlerini çözümlerken ilke olarak SAGP'nin yalnızca sınırlı bir mal sepeti için geçerli olabildiğinden hareketle, daha sonra pek çok yazara kaynak olacak olan «döviz kuru dinamiği» ya da yaygın adı ile «overshooting» modelini geliştirmiştir. SAGP'nin kısa dönemde işlemeyişinin en önemli nedeni farklı malların uluslararası akışkanlığının farklı olması dolayısıyla mal arbitrajının aksak bir yapı göstermesinden kaynaklanmaktadır. Dornbusch'a göre, bu şartlar altında döviz kurunun mal piyasasının ayrıntılarından soyutlanarak bütünüyle menkul değerler piyasasında belirlenişini ele almak daha uygun olacaktır.(30)

Bu modelde döviz kuru belirlenişinin dinamiği esas olarak, dışsal bir şoka karşı (örn. para arzı artışı) menkul değerler piyasasının ve mal piyasasının intibak hızlarının farklılığından kaynaklanmaktadır. Dornbusch modelinin temel varsayımı, menkul değerler piyasası intibak hızının mal piyasasıninkinden yüksek olduğu kabuludur. Bu varsayım aynı zamanda fiyat esnekliğinin kısa dönemde düşük olduğunu teslim eder. Bununla birlikte yazar, uzun dönemde paranın yansızlığını kabul etmektedir. Modelin diğer varsayımları, sermaye hareketlerinin tam ve küçük ülke (dünya faiz oranı veri) ile çözümleme yapıldığı ile ilgilidir. Son olarak, çıktının kısa dönemde sabit olduğu varsayılmıştır.

Bu varsayımlar çerçevesinde, para arzında ortaya çıkan bir artış reel döviz kurunu uzun dönemde alacağı değerin üzerinde

(30) DORNBUSCH, (1976b), 260.

bir orana yükseltmektedir. Kısa dönemde fiyatlar esnek değildir, bu nedenle parasal genişlemenin fiyatlar üzerine etkisi - mal piyasasının intibakı- ancak uzun dönemde netleşmektedir. Diğer bir deyişle, mal ya da sermaye piyasasına arz\talep yönünden gelecek beklenmedik bir şok, önceden kestirilmemiş bir politik beyan ya da öncekilerin revizyonu, nominal ve reel döviz kurunun denge düzeyinin üzerinde bir değere ulaşmasına neden olabilir. (31) Aşağıdaki şekilde bu süreç gösterilmektedir. Parasal şokun gerçekleştiği t^0 zamanı ile spot kurun denge kur oranına eşit olduğu t_n zamanı arasındaki süre mal piyasası intibak hızına bağlıdır.



ŞEKİL II.1.1.1. Overshooting.

Şokun etkisi ile başlangıçta döviz kuru uzun dönem denge düzeyinin üzerine çıkmakta (e1) ancak fiyatların da artmaya başlaması ile uzun dönem dengesinin izleyeceği yol başlangıçtaki itici kuvvetin aksi yönde olmakta ve parasal genişlemenin olduğu andaki düzeyinin altına inmemektedir. Döviz kurunun değerlendirilmesi sürecinde fiyat düzeyindeki artış faiz oranını artırdığından yurtiçine sermaye girişi yükselir; bu sermaye girişi spot döviz kuru oranını, beklenen değer kaybının faiz oranlarındaki artışı dengelediği noktaya kadar değerlendirir.(32)

Modelde döviz kurundaki yükselme oranı, spot ve uzun dönem oranları arasındaki farkın fonksiyonu olarak alınmıştır; diğer yandan iç faiz oranı dünya faiz oranı ile döviz kurunda beklenen yükselme oranına eşittir. Reel gelirin veri ve reel balanslara talebi belirleyen diğer etmenlerin sabit olduğu varsayımına göre denge faiz oranı reel para miktarına bağlı olmaktadır.

$$r=r(M/P....). \quad (I.3.1.1.)$$

İç ve dış varlıkların birbirleri ile tam ikame olduğu varsayımı altında örtülü faiz paritesine göre dış faiz oranının, iç faiz ile vadeli döviz kuru primi (33) farkına eşit olması gerekir:

$$r-\theta=r^o. \quad (I.3.1.2.)$$

$$\theta=(\ddot{e}-e)/e$$

$\ddot{e}$:Vadeli denge kur oranı.

e:Spot kur oranı.

θ :Vadeli döviz kuru primi.

(32) DORNBUSCH, (1976a),1164.

(33) Forward premium.

(I.3.1.1.)denklemini (I.3.1.2.)de yerine konulursa:

$$r(M/P)=r^0+(\dot{e}/e)-1. \quad (I.3.1.3.)$$

ifadesi elde edilmektedir. Bu denklem sermaye hareketlerinin tam akışkan ve iç ve dış varlıkların tam ikame olması durumunda getirilerin eşitleneceğini göstermektedir. Bu denklemin türevseli alındığında :

$$\dot{e}=d\dot{e}+(1/\sigma)dM. \quad (I.3.1.4.)$$

σ :Para talebinin faiz oranına duyarlılığı.

Yukarıdaki denklem vadeli döviz kurundaki değişikliğin aynı oranda spot kur oranına yansıtacağını, para arzındaki artışın ise $(1/\sigma)$ oranında döviz kurunu değiştireceğini ima etmektedir.

Dornbusch bir başka çalışmasında, (Dornbusch, 1976, a), döviz kurunun izleyeceği patikayı açıklarken, modele para talebinin gelir esnekliğini ve uzun dönem cari fiyat düzeyi farkını da katmıştır:

$$e=\hat{a}-(1/\sigma\phi)(P-n). \quad (I.3.1.5.)$$

Burada, ϕ , reel balanslar için pozitif olarak tanımlanmış gelir esnekliğini, $\hat{a}$, uzun dönem denge döviz kurunu, n uzun dönem fiyat düzeyini temsil etmektedir. Fiyat düzeyi uzun dönem düzeyinin üzerinde olduğunda döviz kuru uzun dönem düzeyinin üzerine

düzeyini temsil etmektedir. Fiyat düzeyi uzun dönem düzeyinin üzerinde olduğunda döviz kuru uzun dönem düzeyinin üzerine çıkmaktadır. Fiyat düzeyi uzun dönem düzeyinin altında olduğunda (veri sabit reel gelirde) nominal gelir de uzun dönem düzeyinin altında olacak, aynı zamanda veri faiz oranında nominal para talebi de uzun dönemdekinden az olacaktır. Dolayısıyla faiz oranının da uzun dönem oranının altında olması gerekir.

Bilson'ın dikkat çektiği gibi, Dornbusch modelinde para piyasasını dengeleyen mekanizma döviz kurundan çok öncelikle faiz farkları olmaktadır. (34) Faiz oranlarının uzun dönem düzeyinin altına düşmesi ile ulusal para ile tanımlanmış menkul değerlerin çekiciliği azalacaktır. Bu durum, ülkeden sermaye çıkışını uyararak spot kur oranının yükselmesine neden olur. Kur oranındaki yükselme (I.3.1.4.) denkleminde izlendiği gibi para talebinin faiz esnekliğine bağlıdır. Para talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması döviz kurunun aşırı artmasını engelleyecektir, çünkü bu veri bir parasal artışın neden olacağı faiz düşüşünün küçük olacağı anlamına gelmektedir. (35)

Dornbusch, modelin çatısını kurarken çıktının sabit olduğunu varsaymakla birlikte; çıktının parasal bir genişlemeye artış yönünde tepki vermesi ölçüsünde kısa dönemde döviz kurunun değer kaybedişinin azalacağını ve bununla beraberinde iç faizlerde artışa neden olabileceğini ileri sürmektedir. Modele başka bir açıdan bakıldığında, döviz kurunun kısa dönemde aşırı değer

(34) BILSON, (1979), 14.

(35) DORNBUSCH, a.g.e, 1169.

yitirdiği ve fiyatların esnek olmaması nedeniyle artmadığı halde , mal piyasasında bir talep fazlası doğacaktır. Gerek faizlerin yükselmemiş olması, gerek döviz kurunun aşırı yükselmesi ile -yerli mallar içindeki ithal malların payı ihmal edilirse- yerli malların fiyatı görece olarak ucuzlayacaktır. Dornbusch'a göre, özellikle talebin fiyat esnekliğinin, toplam harcamaların faize tepkisinden görece olarak büyük olması halinde bu durum önem kazanmaktadır.

I.3.2. BILSON & FRENKEL MODELİ

Bilson-Frenkel modelinde tüm parasal modellerde olduğu gibi iç varlıkların dış varlıklara tam ikame olduğu varsayılmıştır. Dolayısıyla döviz kurunun belirlenmesinde açık faiz paritesi tam olarak sağlanmaktadır. Modele göre, yerliler ve yabancılar kendi ülkelerinin para ve tahvillerini ve karşı ülkeninkileri elde bulundurabilirler. Bilson-Frenkel modelinde yerli ve yabancı malların birbirine tam ikame olduğu ve mal piyasasının intibak hızının sonsuz olduğu varsayımları yapılmıştır. Bu nedenle satın alma gücü paritesi kısa dönemde geçerliliğini korur. Yerli ve yabancı malların birbirine tam ikame olduğunun varsayılması gelişmiş ülkeler için yapılacak bir çalışmada kabul edilebilse dahi gelişmekte olan ülkelerde, gösteriş etkisi ve aynı malın içeride ve dışarıda farklı teknolojilerde üretildiği göz önüne alınırsa bu varsayımı kabul etmek olanamalı değildir.

Fiyatlar esnek kabul edildiğinden para arzındaki genişleme

sonucunda fiyatlar para arzındaki genişleme oranında ve aynı yönde değişecektir; bu durumda reel para arzı değişmeden kaldığı için reel faiz oranının değişmesi için de bir neden yoktur.(36) Bu nedenle Bilson Frenkel modelinde Dornbusch tipi bir overshooting ile karşılaşılmaz.(37)

I.3.3. FRANKEL MODELİ

Frankel (1979), Alman Markı ve ABD Doları için yaptığı bir çalışmada döviz kurundaki değişimleri reel faiz oranları arasındaki farkla açıklamıştır. Buna göre r (r^0) iç (dış) reel faiz oranlarını, d döviz kurundaki değişmeyi temsil ederse;

$$d=r-r^0.$$

(I.3.3.1.)

ilişkisi üzerine kurulacaktır. Teori iki temel varsayımla başlar. İlki, farklı ülkelerin tahvillerinin birbirine tam ikame olduğu etkin piyasada faiz oranları paritesi sağlanmaktadır. İkinci önemli varsayım, beklenen değer kaybı oranı, spot kur oranı ile denge kuru arasındaki farkın ve ülkeler arasındaki uzun dönem enflasyon beklentileri arasındaki farkın bir fonksiyonudur.(38)

(36) MURPHY & DUYNE, (1980), 639.

(37) Bilson'ın Dornbusch (1976b) modeli üzerine yaptığı ayrıntılı tartışım için bkz. BILSON, (1984), 175-199.

(38) FRANKEL, (1979), 611.

$$d = -\theta(e - \bar{e}) + n - n^0.$$

(I.3.3.2.)

Burada, $e, (\bar{e})$, logaritmik olarak spot (denge) döviz kurunu; n , (n^0) , uzun dönem iç (dış) enflasyon beklentilerini temsil eder. Bu iki denklem yardımıyla:

$$e - \bar{e} = -(1/\theta) [(r - n) - (r^0 - n^0)]. \quad (I.3.3.3.)$$

ifadesine ulaşılır. Burada köşeli parantez içindeki terim reel faiz farkını göstermektedir. Sıkı para politikasının faiz oranlarını uzun dönem düzeyinin üzerine çıkarması nedeni ile ulusal para oransal olarak denge değerinin üzerine çıkacaktır. Tersine olarak, parasal bir genişleme karşısında ise iç faiz oranı düşeceğinden dışarıya sermaye çıkışı gerçekleşecek, bu ise döviz kurunun denge düzeyinin üzerine çıkmasına neden olacaktır. Parasal genişlemenin enflasyon beklentilerini yukarı çekmesi durumunda döviz kurundaki yükselme daha da fazla olacaktır.

İki ülkedeki beklenen enflasyon birbirine eşit ve sabit ise (I.3.3.2.) denklemindeki $(n - n^0)$ ifadesi düşecek ve Frankel modeli Dornbusch modeli ile çakışacaktır. Diğer yandan, spot kur oranı her zaman için eşit ise, denklemdeki $(e - \bar{e})$ ifadesi düşecek ve model Bilson-Frenkel modeli ile aynı çizgi üzerinde buluşacaktır. (39)

Frankel, Dornbusch ve Bilson-Frenkel modellerinin birer uç durumu temsil ettiklerini ileri sürmüştür. Yazar, bu modellerin hipotetik olarak kabul ettikleri enflasyon ortamına göre ılımlı bir enflasyon döneminde DM/\$ için yaptığı çalışmada yukarıda özetlenen bilgileri destekleyen parametreler elde etmiştir.

I.4. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİNE PORTFOLYO DENGESİ YAKLAŞIMI

Döviz kuru belirlenmesi teorik modellerinin birincil amacı, döviz kurunun asli hareketlerini yönlendiren mekanizmayı kavramak ve döviz kurunun diğer ekonomik değişkenlerle ilişkisini aydınlatmaktır.(40) Parasal yaklaşım döviz kurunu yönlendiren en önemli değişken olarak para arzı üzerinde durmuş ve bunu ele alırken ekonomik birimlerin portfolyolarında birbiriyle serbestçe değiştirilebilen yerli ve yabancı tahvillerin birbirine tam ikame olduğunu varsaymıştır. Portfolyo dengesi yaklaşımı ise yerli ve yabancı varlıkların birbirine değiştirilmesinin ancak değiştirme işleminden doğan bir maliyete razı olunarak gerçekleştirilebileceğini kabul etmektedir. Bu kabul yerli ve yabancı varlıkların (aktiflerin) birbirine tam ikame olmalarını engeller. Bu maliyet söz konusu tahvilleri çıkaran ülkelerin farklı siyasal/ekonomik istikrara ya da beklentileri etkileyen farklı setlere sahip olmalarından kaynaklanabilir.

Portfolyo dengesi modellerinde ekonomik birimlerin portfolyolarında, ulusal para, (M), yerli tahvil, (B), ve yabancı tahvil, (F), bulundurdıkları varsayılmıştır. Bu varlıkların talebi iç ve dış faiz oranlarına, $(i; i^o)$, ve bu varlıkların toplamı olarak tanımlanan servete, (A), bağlıdır.

$$M = \alpha(i; i^o)A. \quad (I.4.1.)$$

$$B = \beta(i; i^o)A. \quad (I.4.2.)$$

(40) MUSSA, (1984), 14.

$$EF = \tau(i; i^0)A. \quad (I.4.3.)$$

$$A = M + B + EF. \quad (I.4.4.)$$

Modelde yerli paraya olan talep iç ve dış faiz oranları ile aynı yönde hareket etmektedir. Buna karşılık, ulusal para ile tanımlanmış tahvillere yönelik talep iç faiz oranı ile birlikte artarken, dış faiz oranındaki değişmelere karşı ters yönlü tepki göstermektedir. Yukarıdaki denklem setinde yer alan servetin tanımlanışına dikkat edilirse, döviz kurunda ortaya çıkacak bir değişikliğin serveti nominal olarak değiştireceği, bunun da dış varlıklara olan talebi etkileyeceği açıktır. Burada döviz kurunun rolü, veri ulusal para ve yerli menkul değer arzında dış varlıkların arz ve talebini dengelemektir. (41)

Yukarıdaki denklem setine göre dış varlıklar için denge koşulu:

$$EF = (1 - \alpha - \beta)A = g(i; i^0)A. \quad (I.4.5.)$$

olacaktır. Bu denklem aşağıdaki gibi yeniden düzenlenirse:

$$E = g(i; i^0)(A/F). \quad (I.4.6.)$$

ifadesine ulaşılır. Bu ise yukarıda belirtildiği gibi döviz kurunun servetin yapısına bağlı olduğunu teslim etmektedir. Örneğin herhangi bir nedenden dolayı ekonomide yabancı mallara olan talebin düştüğü varsayılırsa, ithalat hacmindeki daralma

(41) KRUEGER a.g.e., 83; LEVENTAKIS, (1987), 367; BATIZ & BATIZ a.g.e., 472

cari işlemler dengesini doğrudan olumlu şekilde etkileyerek toplam servetin artmasına neden olacaktır. Bireylerin portfolyo dengelerini yeniden kurma çabaları bir döviz fazlası yaratacak ve ulusal para değeri kazanacaktır. (42) Özetle, bir cari işlemler hesabı fazlası ya da noksanı ortaya çıktığında, ekonomik karar birimleri portfolyo dengelerini yeniden kurmak için harekete geçerler. Bunun sonucunda da ilke olarak, yukarıdaki temsili modeldeki akış çerçevesinde döviz kurunun yeni yönelişleri ile karşılaşılır.

1.4.1. KOURI MODELİ

Portfolyo dengesi modelleri kısa dönemde döviz kurunun, farklı mali aktiflerin arz ve talebi dengesi altında diğer mali aktiflerin fiyatları tarafından belirlendiği görüşünde kesişirler. Uzun dönemde ise döviz kurunun kararlı dengesini belirleyecek olan cari işlemler dengesidir. Bununla birlikte, kısa dönemde döviz kurunun mal fiyatları ve hisse senedi fiyatları gibi diğer spekülasyon fiyatlarının davranışlarını andıran hareketlerinin cari işlemler dengesi ile açıklanması -ABD Doları hariçgüçtür. Kouri, döviz kurunun cari işlemler dengesi gibi temel esaslarla olan bağının kısa dönemde zayıf olduğu ancak, menkul değer tercihleri ve beklentilerdeki değişmelerin döviz kurunda öngörülemeyen ve büyük hareketlere neden olduğu düşüncesinden hareket etmektedir. Başka bir deyişle, döviz piyasası, para politikası ile yapılacak yönlendirme çabalarına politika önlemlerinin sürekli ya da geçici oluşuna göre farklı tepkiler vermekte; planlanan politika

(42) KRUEGER a.g.e.,88.

değişikliklerinden çok önceden tahmin ettiği politika değişikliklerine tepki vermektedir.(43)

Daha önce belirtildiği gibi menkul değerler yaklaşımı (portfolyo dengesi yaklaşımı) para dışındaki diğer aktiflerin tam ikame oldukları varsayımına katılmamakla monetarist modellerden ayrılmaktadır. Bu nedenle yalnızca paranın değil diğer bütün menkul değerlerin talep ve arzlarının ayrı ayrı tanımlanması gerekir.

Kouri (1980), modelinde küçük ülke varsayımına bağlı kalarak ekonomide ulusal para, (M), tahvil, (B), ve dış aktifler, (F), olmak üzere üç mali aktif olduğunu kabul etmiştir. Modelde para arzı yalnızca Merkez Bankasının kontrolü altındadır; yurt içi tahvil stoku ise kısa dönem devlet tahvillerinden oluşmaktadır. Yabancı ülke vatandaşlarının ele alınan ülkenin tahvillerini ellerinde bulunduramadıkları varsayılmıştır. Kouri, para talebini standart likidite tercihi formunda öngörmüştür:

$$(M_d/P) = L(r; y) = (M_s/P).$$

$$(I.4.1.1.)$$

Ulusal para ile tanımlanmış tahvillerin talebi ise faiz oranının, ulusal parada beklenen değer kaybı oranının, reel gelirin ve pazarlanabilir reel servetin bir fonksiyonudur.(44)

$$(B_d/P) = B[r; r^0 + ne; y; (A/P)] = D(r; r^0 + ne) - L(r; y) = (B_s/P). \quad (I.4.1.2.)$$

$B_d (B_s)$: Ulusal para ile tanımlanmış tahvil talebi (arzı).

(43) KOURI, (1980), 81.

(44) i.b.i.d., 83

$D()$: Yerli mali aktifler toplam talebi.

A : Ulusall para ile tanımlanmış pazarlanabilir servetin değeri.

ne : Yabancı paranın fiyatında beklenen değişme oranı.

Üç aktifin toplamı pazaarlanabilir servete eşit olacağına göre, yabancı menkul değerler talebinin aşağıdaki şekilde olması gerekir:

$$F_d(e/P) = F(r; r^0 + ne) (A/P) = [1 - D(r; r^0 + ne)] (A/P) = F_s(e/P). \quad (I.4.1.3.)$$

$F_d(F_s)$: Yabancı menkul değer talebi (arzı).

Bu tanımlamadan sonra Kouri, mali piyasanın dengede olması için aşağıdaki koşulun sağlanması gerektiğini vurgulamaktadır:

$$(M_d - M_s) + (B_d - B_s) + e(F_d - F_s) = 0. \quad (I.4.1.4.)$$

Bu özdeşliğe dikkat edildiğinde, ödemeler dengesindeki ex ante stok açığının ex ante para arzı fazlasına değil ex ante yurt içi menkul değerler -para ve tahvil- arzı fazlasına eşit olduğu göze çarpar; dolayısı ile, paranın değer yitirişinin elde tutulmak istenilenin üzerindeki para arzının kaçınılmaz olarak dış varlıklara harcanması sonucuna bağlanmasına ihtiyatlı yaklaşmak gerekir. (45)

Mali piyasanın dengesini gösteren (I.4.1.4.) özdeşliğinden hareketle döviz piyasası dengede olduğunda iç menkul değerler talebi ile arzı arasında eşitlik olacaktır. Kouri, buna

dayanarak döviz piyasası denge koşulunu şu şekilde çıkarmıştır:

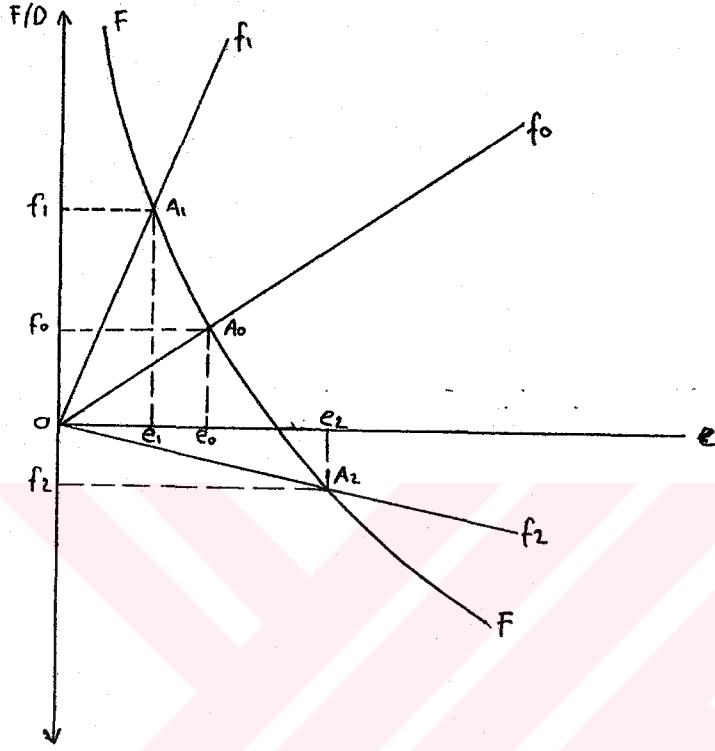
$$e(F_s/D_s) = f(r; r^0 + ne). \quad (I.4.1.5.)$$

$$f = F(r; r^0 + ne) / D(r; r^0 + ne)$$

Önceden belirtildiği gibi beklentiler döviz kuru üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Kouri, döviz kuru beklentilerinin uzun dönem denge değerine, ($\bar{e}$), ve spot kur oranına, (e), bağlı olduğunu ileri sürmüştür. Spot kur oranında bir artış olduğunda bunun beklentileri aksi yönde etkileyeceği; uzun dönem beklenen kur oranı değişmelerinin ise beklentileri aynı yönde hareket ettireceği kabul edilmiştir. Bu bilgiler ışığında Kouri, döviz kurundaki değişmelerin aşağıdaki denklem yardımıyla açıklanabileceğini söylemiştir:

$$\hat{e} = - \frac{e}{f + fr^0 \epsilon e} d(F_s/D_s) - \frac{fr}{f + fr^0 \epsilon e} dr + \frac{fr^0}{f + fr^0 \epsilon e} dr^0 + \frac{fr^0 \epsilon e}{f + fr^0 \epsilon e} \hat{e}. \quad (I.4.1.6.)$$

$$\hat{e} = de/e ; \quad fr = -\delta f / \delta r ; \quad fr^0 = \delta f / \delta (r^0 + ne) \quad \text{ve} \quad \epsilon e = \delta \Phi / (\delta e / e)$$



SEKIL.II.4.1. Döviz Piyasasında Denge.

Kouri modelinde döviz piyasası dengesi Şekil I.4.1. yaradımıyla aydınlatılabilir. Şekilde FF eğrisi iç menkul değerler stokuna göre dış varlıklar talebini döviz kurunun bir fonksiyonu olarak göstermektedir. Daha önce açıklandığı gibi spot kur oranındaki değişmelerin beklentiler üzerindeki etkisi ters yönde hareket olarak kendini göstermektedir. Yabancı paranın fiyatındaki bir yükselme beklenen değer kaybetme oranını düşüreceğinden (ya da beklenen değer kazanma oranını

yükselteceğinden ötürü FF eğrisi aşağı doğru eğimlidir.(46) Döviz piyasasının arz yönü ise veri iç ve dış varlıklar arzına göre çizilmiş olan doğrularla (ofi) temsil edilmektedir. Denge döviz kurunun, e_0 , dış aktiflerin görelî payının, f_0 , olduğu, A_0 noktasında kurulmaktadır. Arz yönünü gösteren of doğruları dış ve iç aktifler veri alınarak çizildiğinden bu büyüklüklerde gözlenecek bir değişiklik of doğrusunun konumunu değiştirecektir. Buna göre yabancı aktifler arzında bir artış ortaya çıkarsa bunun of doğrusu üzerine etkisi bu doğruyu sola döndürmek şeklinde (of_0 'dan of_1 'e) gözlenir. Burada FF eğrisinin yapacağı kayma ve FF eğrisinin eğimi döviz kuru beklentilerinin esnekliğine, (ϵ_e), bağlıdır. Nitekim aynı etki iç varlıklar arzında bir daralma olduğunda da ortaya çıkar. Buna göre, dış varlıklar arzının görelî olarak artması ya da iç varlıklar arzının daralması veri talep eğrisi altında döviz kurunun değer kazanmasına yol açmaktadır. Şekildeki negatif bölge cari işlemler dengesinin negatif olduğu durumu, diğer bir deyişle $F_d > F_s$ durumunu çözümleyebilmek için şekile katılmıştır.

I.4.2. BRANSON MODELİ

Branson (1977) modelinin diğer portfolyo modellerinden farkı, parasal bir şoka karşı mal piyasasının intibak hızını çok düşük kabul etmesinden kaynaklanır. Modelde kısa dönemde fiyatların ve üretim miktarının sabit olduğu ve dış varlıklarla iç varlıkların birbirine tam ikame olmadıkları varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında kısa dönem döviz kuru, ulusal para, yerli tahvil ve dış varlıklar talebindeki değişme ile servetin yapısına bağlı olarak belirlenmektedir.

$$M=m(r;A) \cdot r' < 0 ; A' > 0 \quad (I.4.2.1.)$$

$$B=b(r;A) \cdot r' > 0 ; A' > 0 \quad (I.4.2.2.)$$

$$eF=f(r;A) \cdot r' < 0 ; A' > 0 \quad (I.4.2.3.)$$

$$A=M+B+eF. \quad (I.4.2.4.)$$

Dış faiz oranı veri olarak alındığından (47) servetin yapısındaki bir değişiklik döviz kurunu doğrudan etkileyecektir. Örneğin, para arzı Merkez Bankası tarafından açık piyasa işlemleri ile genişletilmiş olsun. Piyasadaki tahvil arzı para arzındaki genişleme kadar azalmış olacağından toplam servet miktar olarak değişmeyecektir. Başlangıç durumuna göre daha fazla para ve daha az tahvil talep edildiğinden iç faiz oranı düşecektir. Bu durum dış aktifleri göreceli olarak çekici kılacaktır. Ancak, kısa dönemde dış varlıklar arzı sabit olduğundan talepteki bu artış karşılanamayacak ve döviz kuru dış varlıkların ulusal para cinsinden getirisini yerli tahvilin getirisine eşitleyecek şekilde yükselecektir.

(47) BISIGNANO ve HOOVER (1982), ABD ve Kanada dolarları kur oranı üzerine yaptıkları bir çalışmada «küçük ülke» varsayımının Branson Modeli'ni zayıflattığını; bununla birlikte, dış faiz oranının içsel değişken haline getirilip diğer varsayımlar korunduğunda modelin açıklayıcı gücünün arttığını ampirik bir çalışma ile ileri sürmüşlerdir. Ayrıntılı bilgi ve Branson Modeli'nin eleştirisi için, bkz. BISIGNANO ve HOOVER , (1982) ,19-39.

I.4.3. HENDERSON MODELİ

Henderson (1980) modelinde Branson modelinde olduğunun aksine ekonomik birimlerin portföylerinde yalnızca iki aktif bulunmaktadır. Modelde iç ve dış faiz oranları ilgili ülkelerin para otoriteleri tarafından belirlenmektedir. Bu varsayım Henderson'ın her iki ülkede de yerli para ve yerli tahvili tek bir kompozisyon olarak ele almasına olanak vermiştir. Ekonomik birimler servetlerini ulusal para (+ yerli tahvil), (Q), ve yabancı para (+ yabancı tahvil), (F), olarak tutarlar. Bu varsayımlar çerçevesinde döviz kurunun kısa dönem hareketleri aşağıdaki setde tanımlanmıştır:

$$Q=q(d;Y;A). \quad d'<0 \quad ; \quad Y'>0 \quad ; \quad A'>0 \quad (I.4.3.1.)$$

$$eF=f(d;Y;A). \quad d'>0 \quad ; \quad Y'<0 \quad ; \quad A'>0 \quad (I.4.3.2.)$$

$$A=Q+eF \quad (I.4.3.3.)$$

Döviz kurunun beklenen değerinde, (d), bir değişme olduğu zaman yerli para ve yerli tahvil talebi azalacak dış varlıklar talebi artacaktır. Gelirin, (Y) artması durumunda ise ulusal para ve tahvile olan talep bu varlıkların gelir esnekliği ölçüsünde artacak, dış varlıklara olan talep ise azalacaktır. Döviz kurunun davranışının oynaklığı (volatility) ise toplam servet içinde dış varlıkların göreceli ağırlığına ve kısa dönem dış varlıkların arz esnekliğine bağlı olacaktır.

I.5. DÖVİZ KURU POLİTİKASININ ETKENLİĞİ

Döviz kuru üzerine sürdürülen teorik tartışmaların temelini iktisat politikalarının bir ekonominin iç ve dış dengesini sağlamak üzere iki ana hedefi olduğu görüşü oluşturur. Yazarlar, ekonominin iç dengesinden fiyat istikrarı ve tam istihdamın sağlanmasını, dış dengeden ise ödemeler bilançosu denkleğinin sağlanmasını ima etmektedirler. Ekonominin iç ve dış dengesinin birbirini etkilemekte oluşu dolayısıyla, bunlardan birini gerçekleştirmek için uygulanan politikanın diğelerini de etkilemesi kaçınılmaz olarak iç ve dış dengenin birlikte sağlanacağı politika önermelerinin üretilmesine kaynak teşkil etmiştir.

Bu bağlamda döviz kuru, uzun ve kısa vadeli politika hedeflerinin gerçekleştirilmesinde uygulanacak politikalar arasındaki ilişkinin sağlanmasında önemli bir yer tutar. Bununla birlikte ulusal paranın değer kaybetmesi yoluyla göireli fiyatların değışmesinin ödemeler dengesini güçlendireceğine ilişkin görüşler olduğu gibi, buna karşıt olarak ulusal paranın değer kaybetmesinin bir politika aracı olarak kullanılmasının yanlış olduğu, çünkü bunun üretimi azaltıp iç enflasyon oranını yukarı çekeceğı dolayısıyla ödemeler dengesine öngörülenin aksine etkide bulunacağına ilişkin görüşler de vardır.

I.5.1. ESNEKLİKLER YAKLAŞIMI VE HARCAMALARIN KAYMASI.

Döviz kurunun yükselmesi, ceteris paribus, ihracatın yabancı paralar cinsinden fiyatını düşürecektir. Reel terimlerle ifade edilirse ihraç malı arzedenlerin birim ithal malı karşılığında teklif ettikleri ihraç malı miktarı artacaktır. Bu fiyat değişikliği ticarete konu olan mallar ile ticarete konu olmayan malların arz ve talebinin değişmesine yol açacaktır. Birim ithal malı karşılığı teklif edilen ihraç malı miktarı arttığından, ceteris paribus, ticarete konu olan mallara yönelik iç talep ticarete konu olmayan mallara kayacaktır. Diğer bir deyişle, gerek ihraç mallarına gerekse ithal mallarına olan talep düşecektir.

İthalat, (M), ve ihracatın, (X), ithal edilebilir malların ihraç edilebilir mallar cinsinden fiyatının (p) bir fonksiyonu olduğu kabul edilirse:

$$M=M(p). \quad (I.5.1.1.)$$

$$X=X(p). \quad ; [\partial X / \partial p] > 0. \quad (I.5.1.2.)$$

$$B=X-pM. \quad (I.5.1.3.)$$

Denkelem (I.5.1.1.ve 2.) sırasıyla ithalatın ve ihracatın fonksiyonunu verecektir. Devalüasyonun dış denge üzerine etkisini temsil eden ödemeler dengesinin döviz kuru değişikliğine duyarlılığını ölçmek için (I.5.1.1.) ve (I.5.1.2.) denklemleri (I.5.1.3.) de yerlerine konulur ve toplam türevi alınır:

$$dB = \frac{\delta X}{\delta px} dp_x - pm \frac{\delta M}{\delta pm} dp_m - M dp_m. \quad (I.5.1.4.)$$

px : ihraç malları fiyatı.

pm : ithal malları fiyatı.

p : pm/px

$\tau_x = \{[\delta x / \delta px] [px / x]\}$ ve $\tau_m = -\{[\delta M / \delta pm] [pm / M]\}$ olarak tanımlanırsa,

$$[dB / dp] = [X / p] [\tau_x - \tau_m - 1] \quad (I.5.1.5.)$$

Marshall-Learner eşitliğine ulaşılır. Bu formülasyonda döviz kurundaki bir değişikliğin sistemdeki görelî (dolayısıyla reel) fiyatlardaki değişme ile özdeş olduğuna dikkat etmek gerekir. (48)

Esneklikler yaklaşımını formüle eden bu modelde döviz kuru politikasının bir dış denge aracı olarak kullanılabilmesi için ihraç ve ithal malları talep esneklikleri (τ_x ve τ_m) toplamalarının birden büyük olması ve reel kurlardaki değişimin iç enflasyon oranı ile elemine edilmemesi gerektiği anlaşılmaktadır. Ancak esneklikler gerekli büyüklüklerde olsalar bile, mal kalitesinin tanınmışlığı, teslim sürelerinin güvenilirliği, satış sonrası servislerin iyiliği ve yeni ürün geliştirip piyasaya sürme gibi fiyat dışı etmenlerin döviz kuru politikasının etkenliğini sınırlandırdığını belirtmek gerekir. (49)

(48) KRUEGER, a.g.e., 32.

(49) TÖRE, (1981), 463.

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru politikası arz yönetimi ve yapısal uyum için en önemli politika araçlarından sayılmaktadır. (50) Bununla birlikte eğer ekonomideki mikroekonomik esneklikler uygulanan makroekonomik reformların beklenen sonuçlarını yansıtacak büyüklüğe sahip değilse ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin değişmesi etkisini iç enflasyon üzerine yansıtacak ve reel döviz kuru yükselen enflasyonla beraber tekrar eski düzeyine dönecektir. Arz esnekliği pek çok değişkene bağlı olmakla beraber kısaca şu değişkenlerin yönetimi altında olacaktır: Üretimin gestation periodu (51) ne kadar kısa olursa arz esnekliği o kadar yüksek olacak; bunun yanı sıra yerli mal tüketimi ne kadar büyükse, henüz kullanılmayan kapasite oranı ne kadar büyükse, yatırım için finansman olanakları ne denli genişse ve diğer kaynakların mobilitesi ne kadar yüksekse arz esnekliği bu oranlarda büyük olacaktır. (52) Bunun yanı sıra kısa dönemde izlenen arz esnekliğinin uzun dönem arz esnekliğinden düşük olduğu, uzun dönemde girişimcilerin beklentileri piyasada doğrulandıkça kaynakların mobilitisinde kısa dönem katılıklarının çözülmesi gözlenmektedir. (53)

Branson, döviz kurlarındaki değişmelerin etkilerini irdelediği bir çalışmada döviz kurlarındaki değişmelerin Avrupa ve ABD'deki etkilerinin asimetric olduğu sonucunu bulmuştur. Döviz kurundaki değişmelerin ABD'deki etkisi esas

(50) BIRD, (1983), 463.

(51) Katma değer yaratılma süresi.

(52) BIRD, a.g.e., 464.

(53) Ayrıntılı bilgi için, bkz. ROBINSON, a.g.e., 89-93.

olarak göireli fiyatları etkilemek yoluyla ticaret üzerinde olmuştur; bu da dış intibakı sağlamada döviz kuru politikasını ABD eline etkin bir araç olarak vermiştir. Ancak Avrupa'da (54) döviz kuru değışmelerinin etkisi esas olarak iç fiyatlar üzerinde duyulmakta ve döviz kuru dış dengeyi sağlamakta güçsüz bir araç olarak kalmaktadır.(55) Branson, döviz kuru politikasının ülkenin yapısal özelliklerine göre bu türden asimetrik özellikler göstermesini ücretlerin davranışına bağlamaktadır. Reel ücretlerin katı olduğu ülkelerde talep politikası fiyat politikası fiyat düzeyini yükseltmektedir; döviz kuru politikasının üretimi etkileyebildiği ülkeler ise nominal ücretlerin katı olduğu ülkelerdir. Avrupa ve ABD arasında ücret katılığında da farklılıklar vardır; Avrupa'da reel ücretlerin ABD'de ise nominal ücretlerin katı olduğu gözlenmiştir.(56)

I.5.2.MASETME YAKLAŞIMI VE HARCAMALARIN KISILMASI

Ödemeler dengesine esneklikler yaklaşımı çerçevesinde döviz kuru ayarlamaları harcama kaydırıcı politikalara girer. Gümrük tarifeleri ve diğer önlemlerdeki değışikliklerle birlikte döviz kurunun farklılaşmasının ithal ve ihraç mallarının fiyatlarını değıştirmesi ve bu yolla üretim ve tüketim bileşiminde değışikliğe yol açması beklenir. Bu değışikliğin de ödemeler dengesini iyileştirmesi ya da en azından koruması umulur. Ancak

(54) Çalışmaya konu olan ülkeler gelişmiş Batı Avrupa ülkeleridir.

(55) BRANSON, (1983), 40.

(56) BRANSON, a.g.e., 40.

döviz kuru ayarlamalarının umulan yararlı etkilerinin ortaya çıkabilmesi için bu ayarlamaların tümüyle (ya da en azından kısmen) ticarete konu olan malların fiyatına yansımaları gerekir. (57)

Keynesyen devrimi izleyerek döviz kuru değişmelerinin çarpan esasına dayalı çözümleri geliştirilmiştir. (58) Bu çözümlerin çoğu ödemeler bilançosunu, (B), reel çıktı düzeyinin, (Y), döviz kurunun, (R), ve yurtiçi fiyat düzeyinin, (P), fonksiyonu olduğu, $[B=f(Y;R(P))]$, esasına dayandırılmıştır. Bu ilişki çerçevesinde ödemeler bilançosu ile reel çıktı arasında ters yönde ilişki vardır. (59) Bunun nedeni ihracatın dışsal olarak belirlenmesine karşılık ithalatın marjinal ithal eğilimi ile gelir düzeyi ve harcamaların bir fonksiyonu olarak ortaya çıkmasıdır.

Johnson'a göre bir cari işlemler açığı göz önüne alınarak işe başlanırsa, dış ödemeler bilançosu $expost$ ülke milli geliri ile toplam harcamalar, (A), arasındaki farka eşit olur. (60)

$$B=Y-A. (I.5.2.1.)$$

Cari işlemler açığının kapatılması için üretimin artırılması ve harcamaların kısılması olarak iki grup politika söz

(57) KREININ, (1977), 297.

(58) KRUEGER, a.g.e., 33.

(59) Marjinal ithal eğiliminin ortalama ithal eğiliminden büyük olduğu varsayılmıştır.

(60) TÖRE, a.g.e., 454.

konusudur. Üretimin artırılmasının yukarıda açıklanan ilişki nedeni ile ödemeler bilançosunu daha da kötüleştirme olasılığı vardır. Bu nedenle harcamaların gelir düzeyinde bir değişiklik olmadan azaltılması gereklidir ki, bu da harcama azaltıcı politikalarla sağlanır. Harcamaların kısılması için başvuru olan önlemler arasında, kamunun otonom harcamalarının kontrol edilmesi ve özel sektör harcamalarını daraltıcı önlemlerin alınması gelir. Bunun yanı sıra, bankaların özel sektöre açtığı kredilerin sınırlandırılması ve reel ücretlerin aşağı çekilmesi de harcamaların kısılması sağlayan politikalarlardır. Doğaldır ki, bu tür politika önlemleri ile dış dengenin kurulmasına çalışmak bir noktadan sonra içeride istihdam artışını yavaşlattığı, yatırımların GSMH içindeki payını düşürdüğü ölçüde iç dengenin bozulmasına neden olacaktır.

Harcamalardaki kısıntı ticarete konu olmayan mallardan çok ticarete konu olan mallar üzerine yapılırsa, dış dengeye ulaşmak için ulusal parada gereken değer kaybı daha az olacaktır. Bununla birlikte nominal bir devalüasyonun reel kur oranı üzerinde yalnızca geçici bir etkisi olacaktır. Uzun dönemde yurtiçi fiyatlar ve ücretler devalüasyonla aynı oranda artacak ve reel kur oranı tekrar eski düzeyine dönecektir. Reel kur oranını sürekli bir temelde değiştirmek için, ulusal paradaki değer kaybının bir sonucu olarak faktör maliyetlerindeki artışı sınırlayıcı politikaların kur politikası ile bütünleşmiş olması gerekmektedir. (61)

I.5.3. TİCARETE KONU OLMAYAN MALLAR YAKLAŞIMI.

Döviz kurundaki değişmelerin ülkeler arasındaki dış ticaret hadlerindeki değişimleri yalın bir şekilde yansıttığı düşüncesi iktisadi çözümlemede uzun yıllar yaygın bir kanı olarak kalmıştır. Ancak farklı mal gruplarının göreceli fiyatlarının ulusal paranın değer kaybetmesine karşı farklı esneklikler göstermesi bu düşüncenin yeniden ele alınmasına neden olmuştur. Bu olgunun modelleştirilebilmesi için de ticarete konu olan mallar ve ticarete konu olmayan mallar ayırımı getirilmiştir. Ticarete konu olan malların fiyatı, (Pt), ile ticarete konu olmayan malların fiyatı, (Ph), arasındaki oran reel kur oranını temsil etmektedir. (62)

Bu modelde talep denklemleri, ticarete konu olan ve olmayan malların göreceli fiyatı, diğer deyişle reel reel döviz kuru oranı ve arzulan para stoku ile cari para stoku arasındaki farka bağlanmıştır.

$$Et = Et \left| \frac{Pt}{Ph} \right| \frac{M^o - M}{Ph} ; \frac{\delta Et}{\delta (Pt/Ph)} < 0 ; \frac{\delta Et}{\delta (M^o - M)} < 0 \quad (I.5.3.1.)$$

$$Eh = Eh \left| \frac{Pt}{Ph} \right| \frac{M^o - M}{Ph} ; \frac{\delta Eh}{\delta (Pt/Ph)} > 0 ; \frac{\delta Eh}{\delta (M^o - M)} < 0 \quad (I.5.3.2.)$$

(62) Payda ticarete konu olan malların, paydada ise ticarete konu olmayan malların fiyatı yer almaktadır.

$$M^o = M^o(P_t; P_h; Y) \quad ; \quad \frac{\delta M^o}{\delta P_t} > 0 \quad ; \quad \frac{\delta M^o}{\delta P_h} > 0 \quad ; \quad \frac{\delta M^o}{\delta Y} > 0 \quad (I.5.3.3.)$$

$$B = M^o - M = -E_t P_t. \quad (I.5.3.4.)$$

$$E_h = 0.$$

$$P_t = R Q_t.$$

Burada,

$E_t(E_h)$: Ticarete konu olan (olmayan) mallara yönelik talep fazlasını,

$P_t(P_h)$: Ticarete konu olan (olmayan) malların fiyat düzeyini,

M^o : Arzulanan para stokunu,

M : Cari para stokunu,

B : Ticaret dengesini,

R : Döviz kurunu,

Q_t : Ticarete konu olan malların dünya fiyatını temsil etmektedir.

Modelden de izlendiği gibi ticarete konu olan mallara yönelik talep fazlası gerek göreceli fiyat değişmelerine, gerekse arzulanan para stoku ile cari para stoku arasındaki fark değişmelerine karşı ters yönde duyarlıdır. Diğer yandan ticarete konu olmayan mallar talep fazlasının, göreceli fiyatın bu mallar lehine değişmesi ve arzulanan para stoku sabitken para arzının artması durumunda artacağı yine modelden izlenmektedir. Ticarete konu olan malların fiyatı doğrudan bu malların uluslararası fiyatı ve döviz kuruna bağlanmıştır. Ticaret dengesi ise arzulanan parasal ankesler ile cari ankesler arasındaki(63)

(63) Burada, para arzındaki artışın para talebini uyarmadığı varsayılmıştır. Para arzındaki artışın belli bir oranının gönüllü para tutumu tarafından mas edilmesi durumunda, ticaret dengesinde

farka, başka bir gösterimle ticarete konu olan malların dünya fiyatı ile döviz kurunun çarpımına eşittir. (64) Denge durumunda ticarete konu olmayan mallara talep fazlası ve para arzı fazlası söz konusu değildir.

Para arzında bir değişme olduğunda kur oranında bir değişiklik olmamışsa yukarıdaki modelden okunacak olanlar şunlardır. Para arzının artması her iki grup mala yönelik talep fazlasının pozitif olmasına neden olacaktır. Bu talep fazlasının karşılanabilmesi için, para otoritelerinin yürürlükteki kur oranından döviz satmaları, kaynakların ticarete konu olmayan mallar sektörüne çekilebilmesi için bu malların fiyatının artması gerekecektir. Bu durumda tüketiciler fiyatı artan bu mal grubu yerine ticarete konu olan malları ikame edecekler ve para otoritelerinin döviz arzı ile finanse edilen talep fazlası ticaret dengesinde açığın ortaya çıkmasına neden olacaktır.

Model ticaret dengesinin bozulmasını esas olarak, ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatının denge durumundaki düzeyinin üzerinde olmasına ve harcamaların gelirden fazla olmasına bağlamaktadır. Bundan çıkan sonuç ise ticaret dengesinin ulusal paraya değer kaybettirmek yoluyla yeniden kurulabilmesi için ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatının düşmesi ve harcamaların gelire göre azalması gerektiğidir. Gelire göre harcamada meydana gelecek değişiklik ticarete konu olmayan malların denge göreceli fiyatını

ortaya çıkacak açık para arzındaki artıştan daha az olacaktır.
(64) Model Krueger'den (KRUEGER a.g.e.) alınmıştır.

değiştirecek ve para tutumunu etkileyecektir.(65) Ancak önemli olan bu etkinin sürekliliğini sağlamaktır.

Ticarete konu olmayan mallar sektörü çok küçük ise ya da gerek tüketimde gerekse üretimde ticarete konu olan mallara bütünüyle ikame edilebiliyorsa bu malların ödemeler dengesi denkliğini sağlamada anahtar rolü olamaz. (66) Çünkü bu durumda ticarete konu olan ve olmayan malların fiyatları birbirine çok yakın olacak ve döviz kurunun değişmesi harcamaların kaydırılmasında etkisizleşecektir. Buna ek olarak belirtmek gerekir ki, dünya pazarlarında tam rekabetçi konumunda olan bir ülke eğer sadece ticarete konu olan mallar üretiyorsa döviz kurunun değişmesi hiç bir görelî fiyatı değiştirmeyecektir.(67) Dolayısı ile ekonominin arz yapısının ticarete konu olan ve olmayan sektörler büyüklüğüne göre farklılık göstermesi de döviz kurunun dış dengeyi düzeltme gücünü etkileyecektir.

(65) DORNBUSCH, (1973), 876.

(66) OPPENHEIMER, (1974), 887.

(67) i.b.i.d., 887.

II. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURUNA ETKİ EDEN ETMENLERİN PORTFOLYO YAKLAŞIMI ÇERÇEVESİNDE ÇÖZÜMLENMESİ.

Bu bölümde, birinci bölümde aktarılan bilgilerden yararlanılarak Türkiye'de Amerikan Doları'nın karaborsa kur oranını etkileyen değişkenlerin saptanmasına çalışılacaktır. Bu amaçla, ilk olarak Türkiye ekonomisinin 1980'li yıllar boyunca geçirdiği değişimler ve uygulanan döviz kuru politikaları özetlenecektir. İzleyen alt-bölümlerde döviz kuru belirlenişi üzerine yapılmış çalışmalar yöntemleri açısından tanıtılacaktır. Son olarak, Türkiye'de döviz kurunun belirlenişi üzerine bir model denemesi sunulacaktır.

II.1. TÜRKİYE EKONOMİSİ HAKKINDA KISA BİLGİ.

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerinin yavaşlaması, pek çok ülkede içe yönelik kalkınma stratejilerinin ve bu stratejilerin tamamlayıcı politika argümanlarının bir sonucu olarak yorumlanmıştır. Bu kavrayışla 1960'lı yıllarda Arjantin, Brezilya, Kolombiya; 1970'li yıllarda Şili, Uruguay ve 1980 başından bu yana da Türkiye kapayı ekonomiden «açık ekonomi»ye geçmeye yönelik yeni modellere angaje olmuşlardır. (68) Türkiye ekonomisinin 1980'li yıllar boyunca geçirdiği dönüşümleri özetlemeden önce «açık ekonomi» kavramı üzerinde durmak yararlı olacaktır.

(68) Yeni sanailişen ülkelerin 1974-1978 döneminde karşılaştıkları dışsal şoklara karşı uyguladıkları politikalar hakkında ayrıntılı bilgi için, bkz. BALASSA, (1986), ve EDWARDS, (1989).

II.1.1. EKONOMİNİN DIŞA AÇIKLIĞININ ÖLÇÜLMESİ.

Açık ekonomi genel olarak, ekonominin dünya pazaraları ile bütünleştiği, dışarıdan gelen şokların strelize edilemediği ekonomiler olarak tanımlanabilir. Krueger'e göre açık ekonomi, ithal malları talebi ya da ihraç malları arzının düşmesi gibi yurt içi düzensizliklerin (69) uluslararası piyasalarda arz ve talep edilen mal ve hizmet fazlası olarak yansıdığı piyasalardır; (açık ekonomilerde) uluslararası düzensizlikler doğrudan doğruya yerli ekonomilerin dahili değişkenlerindeki değişimleri yansıtır.(70) Krueger, açık ekonomi kavramını birincil olarak mal piyasalarının bütünleşmesi esasına dayandırmıştır. Bu tanımlaya paralel olarak Frankel (1986) «açık» bir ekonominin dünya ekonomisine üç noktadan bağlandığını ileri sürmüştür. Bunlar,uluslararası mal ve hizmet ticareti, ikincisi sermayenin uluslararası mobilitesi, sonuncu olarak ulusal paranın uluslararası değişimi (konvertibilite)dir. (71) Diğer bir deyişle, açık ekonomi ülke vatandaşlarının malların ve hizmetlerin ve mali aktiflerin uluslararası alım satımına ilişkin işlemlere girebildikleri ekonomilerdir.(72)

Kazgan (1988) açık ekonomini tanımını işgücünün uluslararası mobilitesini de kapsayacak şekilde genişletmiştir. Ülkenin dünya

(69) «Domestic disturbances» karşılığı kullanılmıştır.

(70) KRUEGER,a.g.e.,22.

(71) FRANKEL, (1986) ,615.

(72) BATIZ & BATIZ,a.g.e.,107.

ekonomisi ile bütünleşmesi mal, (faktör dışı) hizmet sermaye ve işçi hareketleri ile gerçekleşir. İlk ikisinin ülkenin yarattığı gayri safi milli hasılaya (GSMH) oranın yüksek ve dış ticarette devlet müdahalesinin en az düzeyde olduğu; sermaye hareketlerinin ülke içi tasarruf ya da yatırımlardaki oranının yüksek ve devlet denetiminden arınmış bulunduğu ülkeler dışa çok açık, dünya pazarıyla bütünleşmiş sayılırlar. Gerçekte uluslararası işçi hareketlerinin de bunun bir ögesi olması gerektiği halde kavramın tanımına bu öge çoğu zaman dahil edilmemektedir. (73)

1980'li yıllar Türkiye'de açık ekonomi koşullarının yaratılmasına yönelik kritik kararların alındığı yıllardır. Nitekim bu kararların konu olduğu zaman diliminde ihracat artış hızı 1983 ve 1986 yılları dışında hep pozitif olmuştur. İthalatta ise 1989 ve 1988 de yavaşlamalar gözlenmişse de genel olarak trendin artma eğiliminde olduğu söylenebilir. Uygulanan ekonomi politikalarının ekonomiyi dışa açma performansının en uygun ölçüsü olarak dış ticaret hacminin GSMH içindeki payı kabul edilirse dönem boyunca ekonominin dışa açıklığında iyileşme gözlemlendiği söylenebilir, (bkz.Tablo II.1.2.1.) Ancak bu gözlemlerin yanı sıra, ekonominin dışa açılmasının liberalizasyon programları çerçevesinde varılması gereken bir hedef olduğu göz önüne alınırsa, salt bu büyüklüklerin gözlenmesi ile ekonominin dışa açıldığı hakkında kesin bir kanıya varmak acele verilmiş bir kararın kusurlarını da beraberinde taşır. İhracatı teşvik uygulamaları bir anlamda katlı kur uygulaması olarak yorumlanırsa, ve ekonomide devlet müdahalesi ile GSMH

TABLO II.1.2.1. Türkiye Ekonomisinde Dış Açıklık Göstergeleri.

yıl	ihracat*	ihr.%	ithalat*	ith.%	ihr/ith	ihr/GSMH	dth/GSMH
1980	2910	0.223	7909	0.359	0.367	0.047	0.177
1981	4072	0.381	8933	0.114	0.526	0.074	0.215
1982	5745	0.182	8842	-0.102	0.649	0.102	0.259
1983	5725	-0.003	9235	0.042	0.619	0.103	0.271
1984	7133	0.197	10756	0.141	0.663	0.139	0.350
1985	7958	0.115	11343	0.051	0.701	0.151	0.368
1986	7456	-0.067	11104	-0.021	0.671	0.128	0.318
1987	10190	0.268	14157	0.215	0.719	0.154	0.369
1988	11622	0.126	14339	0.012	0.813	0.513	0.341
1989*	12281	0.050	14859	0.039	0.828	0.250	0.553

Kaynak:Dış Ticaret Hareketleri 1988. T.C.Başbakanlık Haz.ve D.tic.Müsteşarlığı
Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Gen. Md.

* Gerçekleşme tahmini.

dth/GSMH :Dış ticaret hacmı/GSMH.

• Milyon dolar.

içinde kamunun payı göz önüne alınırsa, bu ve liberalizasyon programları çerçevesinde hoşgörüyü karşılanmayan benzeri yapısal özellikler tam anlamıyla çözümlenmeden ekonominin dışa açıklığı hakkında kesin önermelerden kaçınmak gerekir. Bu kapsamda bir çözümleme hem başlı başına bir çalışma konusu olacağından hem de bunları ihmal etmek pahasına çözümlememizi sürdürmemizin bizi analitik olarak yanlışlara düşürmeyeceği düşüncesi ile Türkiye ekonomisini dışa açık bir ekonomi olarak kabul edilmiştir.

II.1.2. UYGULANAN DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

1970'li yıllarda ortaya çıkan Petrol Krizine uyum sağlayıcı politikalar yerine, iç piyasayı korumaya yönelik politikalarda ısrar edilmesi Türk Lirasının değerinin gerçek değerinin üzerinde kalmasına yol açmıştır. Ocak 1980'de alınan istikrar önlemleri ile, ödemeler dengesi açığının kapatılması, enflasyonun aşağı çekilmesi ve gerçekçi döviz kuru esası getirilerek buna süreklilik kazandırılması amaçlanmıştır. Bu politika hedeflerine ulaşmak üzere bir dizi makro ekonomik reform hayata geçirilmeye çalışılırken, dünya konjonktürü gözleendiğinde özellikle 1980 yılı ilk çeyreğinin dünya ekonomisinde konjonktürün aşağı indiği bir dönem olduğu dikkati çeker. Buna rağmen, Türkiye'nin ihracatta Ortadoğu pazarındaki payının genişlemesi ve özellikle 1983 yılından sonra ihracata önemli teşviklerin verilmesi ile ihracatın gayri safi milli hasıla içindeki payı artmaya başlamıştır.

1970'li yıllar boyunca, yatırımcıya ucuz kredi sağlamak ve

kamu borçlanamalarının yükünü hafifletmek amacıyla düşük tutulan faizler Temmuz 1980'de serbest bırakılmış ve 1981'de reel faizler pozitif bölgeye geçmiştir. İç talep yerine dış talebin ikame edilmesini amaçlayan yeni ekonomi politikası gereğince, 1980 yılından sonra pozitif reel faiz politikası ile birlikte uygulanan gerçekçi kur politikası sonucu, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değeri 1984 yılı ortalarına kadar reel olarak önemli ölçüde düşürülmüştür. 1984 yılının ikinci yarısıyla 1985 yılı başlarında fiyat artışlarının hızlanması reel faiz politikasını etkisizleştirirken enflasyonun daha da hızlanmaması için Türk Lirasının reel olarak değer kazanmasına izin verilmiştir.(74)

Mayıs 1981'den başlayarak 1984 başına kadar devam eden uygulama ile Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değeri günlük olarak Merkez Bankası tarafından belirlenmiştir. 1984 başından itibaren Türkiye'de yerleşik kişilerin döviz üzerinden mevduat hesabı açabilmelerinin düzenlenmesi ile beraber, bankaların Merkez Bankasının ilan ettiği esas kurun % 6 üzerinde ya da % 6 altında bir marj içinde kendi döviz alış kurlarını saptamaları olanaklı hale getirilmiştir. Ancak bu uygulamadan sonra karaborsa döviz kuru ile resmi ve bankalar döviz kurları arasındaki fark büyümüş ve bu durum ekonomideki dövizlerin banka sisteminin dışına sızmasına neden olmuştur. Bu nedenle döviz kuru politikasında önemli bir esneklik olarak yorumlanabilecek bir serbestiye gidilerek Haziran 1985'den itibaren ticari bankaların döviz alış ve satış kurlarını tamamen kendilerinin belirlemesine izin verilmiştir. Ancak 1986 başında Türk Lirasının hızlı değer kaybetmeye başlaması üzerine bankaların

(74) Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1986, s.31.

kendi kurlarını belirleme serbestileri daraltılmış ve Merkez Bankası kurlarına $\% \pm 1$ toleranslı bir tünelle sınırlanmıştır. Aynı yılın Ekim ayından itibaren bankaların döviz satış kurları Merkez Bankası kurlarını geçmeyecek, alış kurları ise serbestçe belirlenecek şekilde yeniden düzenlemeye gidilmiştir. İzlendiği gibi döviz kurlarının arzulan trendin dışına kayması durumunda iktisat politikalarına başvurmakatan çok bankalara tanınan serbestilerin değiştirilmesi ile kurların aşağı çekilmesin çalışılmıştır.

Ticari bankaların gereğinden fazla dövizle yönelmelerinin (75) engellenmesi Merkez Bankasına düzenli döviz akışının sağlanması ve Merkez Bankasının bankalararası piyasanın gelişmesinde daha etkin ve düzenli bir çalışmaya girmesi için gerekli zeminin oluşturulması amacıyla Ocak 1986'dan itibaren bankaların ihracat ve görünmeyen işlemlerden sağladıkları döviz ve efektiflerin yüzde yirmisini Merkez Bankasına getirme zorunluluğu getirilmiştir. (76)

1988 yılının başında enflasyon oranının yükselmesi reel faizlerin düşmesine neden olduğundan ekonomide Türk Lirasından kaçış başlamış ve Şubat 1988'de karaborsa döviz kuru ile resmi kur arasındaki farkın önemli ölçüde genişlemesinden ötürü gerek spekülatif gerekse ithalat amaçlı döviz talebi yükselmiştir. Bu durumun bir krize dönüşmesini önlemek, ithalat talebini kısmak ve Türk Lirasından kaçışı durdurmak amacıyla 4 Şubat kararları ile ithalat teminat oranları $\% 7$ 'den $\% 15$ 'e yükseltilmiş, Merkez Bankası reeskont oranları 8 ile 12 puan arasında artırılmış,

(75) Bankaların spekülatif amaçlı döviz talepleri ima edilmektedir.

(76) Merkez Bankası, Yıllık Rapor, 1986, s.33

mevduat munzam karşılık oranı % 14'den % 16'ya çıkarılmış ve 11 Ekim'de mevduat faizleri 1980'den bu yana üçüncü kez serbest bırakılmıştır. Bu kararları izleyerek cari işlemler hesabı artı bakiye vermeye başlamış ve yükselen faizlerin etkisi ile Türk Lirasına olan talep artmıştır. Bu önlemlerin yanı sıra karaborsa piyasasına kolluk güçleri tarafından yaptırılan baskılar sonucu karaborsa kuru ile resmi kur arasındaki açık daraltılmıştır.

1988 yılı Ağustos ayında Merkez Bankası bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasası açılmıştır. Bu piyasada bankalar, yetkili müesseseler ve Merkez Bankasının döviz pozisyonunu yöneten Döviz İşlemleri Müdürlüğü katılmaktadır. Döviz ve efektif piyasası hem kur belirleme seansları ile kurların belirlenmesini sağlamakta hem de piyasalardaki işlemlerden doğan her türlü döviz ve efektife ilişkin faiz ve anapara ödemelerini Merkez Bankasını devreye sokmadan ilgili banka ya da yetkili kuruluş adına gerçekleştirmektedir.

1989 yılı Ağustos ayında, hükümet cari işlemlerin fazla vermesine duyulan güvenin de etkisi ile, tasarlanan ekonomik liberalizasyonun önemli halkalarından birini tamamlamak üzere Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'ı çıkarmıştır. Türk parasının kıymetini korumak amacıyla, Türk parasının yabancı paralar ve altın karşısındaki değerinin belirlenmesine döviz ve dövizli temsil eden belgelere (menkul değerler dahil) ilişkin tüm işlemler ile dövizin tasarruf ve idaresine, Türk parası ve Türk parasını temsil eden belgelerin (menkul değerler dahil) ithal ve ihracına, kıymetli maden taş ve eşyalara ilişkin işlemlere, prim tahsili suretiyle bedelsiz

ithalat izni vermeye,ihracata,ithalata, özelliği olan ihracat ve ithalata, görünmeyen işlemlere, sermaye hareketlerine ilişkin kambiyo işlemlerine ait düzenleyici sınırlayıcı esaslar bu Karar ile tayin ve tesbit edilmiştir.(77)

32 sayılı Karar ile Türk Lirasına konvertibl para statüsü sağlamaya yönelik serbestiler getirilmiştir. Buna göre hiç bir kayda tabi tutulmaksızın Türkiye'ye döviz ithali serbest bırakılmıştır. Ancak, yabancı paralar ve altının Türk parası karşısındaki değeri Merkez Bankasınca tesbit edilen usuller çerçevesinde belirlenir hükmü getirilmiştir.(77) Buradan anlaşıldığı üzere döviz kurunun belirlenmesinde, özerkliği ölçüsünde Merkez Bankasının ağırlığı azalmamıştır. 32 sayılı Karar'ın yürürlüğe konulmasını izleyen aylarda döviz kurunun belirgin bir şekilde önceki trendinin dışına kaydığı dikkati çekmektedir. Kıymetli madenler, taşlar ve eşyaların Türkiye'ye ithali ve ihracı, Bakanlıkça (Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığının bağlı bulunduğu Bakanlık) belirlenecek esaslara uymak kaydıyla serbest bırakılmıştır.(78) Bu madde daha önce yurda kaçak olarak giren altının resmi yollardan ithalini olanaklı kılmaktadır. Karar uygulamaya konulduktan sonra karaborsa döviz kuru resmi döviz kurunun gerisine düşmüştür. Bu durum karaborsa döviz piyasasına yönelik döviz talebinin esasen altın ithali amaçlı olduğu düşüncesini güçlendirmektedir.

(77) Resmi Gazete,11 Ağustos 1989,sayı:20249 s.19.

(77) Bkz. Resmi Gazete,11 Ağustos 1989 sayı,20249, 32 Sayılı Karar md.5.

(78) i.b.i.d. md.7.

II.2. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİNE İLİŞKİN AMPRİK ÇALIŞMALAR.

Döviz kurunun belirlenmesi üzerine yapılmış amprik çalışmaların büyük çoğunluğunun kabul ettikleri varsayımlar gelişkin bir mali piyasanın özelliklerini yansıtır. Bu durumda söz konusu çalışmalarda eğer sermayenin mobilitesinde kimi zaman aksaklık çıkıyor olsa da bu ihmal edilebilmektedir. Benzer olarak, faizlerin mali sistem içinde ekonomik ajanların mutabakatı ile oluştuğunun varsayılması gelişkin mali piyasalara sahip ülkelerle ilgili amprik çalışmalarda bir sorun çıkarmamaktadır. Ekonomide dalgalı döviz kuru rejimi geçerli ise para arzında bir genişleme söz konusu olduğunda, faizlerdeki değişmelerin gözlenmesiyle bu artışın ne kadarının yerli para talebine hitap ettiğini, döviz kurundaki değişmeden de ne kadarının yabancı varlıklar talebini uyardığı hakkında fikir sahibi olmak olanaklı olur. Ancak, hemen bütün parasal büyüklükler ve oranlar üzerinde kamu denetiminin izine rastlandığından Türkiye'de döviz kurunun belirlenmesi ile ilgili amprik çalışmalar kabul edecekleri varsayımları seçerken zengin bir sepetten seçim yapamazlar. Gerek faizlerin gerekse döviz kurlarının belirlenmesinde ortaya çıkan rakamların ekonomik karar birimlerinin tercih ve davranışlarını yansıttığını söylemek güçtür. Bunun da ötesinde, gerek yatırım ve üretimde gerekse mali sistem içinde kamu kesiminin ağırlığı (79) ihmal edilebilir oranlara düşmediğinden, bu varsayımların kabulü reel dünyanın bir ifadesi olsa dahi kamunun ekonomik kararlarına

(79) Kamunun mali sistem, yatırımlar, üretim ve istihdandaki ağırlığı hakkında geniş bilgi için bkz. TUSİAD, 1988.

egemen olan unsurların çeşitliliğinden ve otonomluğundan ötürü resmi rakamların dövizin ve paranın kıtlık fiyatını yansıtması zayıf bir olasılıktır.

Türkiye'de karaborsa döviz kurunun belirlenmesi ile ilgili ampirik çalışmasında Olgun, (80) ticarete konu olan ve olmayan mallar üreten «küçük» bir ekonomiyi ele almıştır. Çalışma uzun dönemi konu aldığından gelirdeki değişmelerin döviz kuru üzerine etkisini de araştırmak olanaklı olmuştur. Olgun döviz kurundaki değişmeleri esas olarak satın alma gücü paritesi ile açıklamıştır. Dış ticaretin sınırlandırılmadığı «açık» ekonomilerde ticarete konu olan malların fiyatının prensip olarak hiç bir modifikasyona gerek bırakmaksızın satın alma gücü paritesince belirlenmesi gerekir. Ancak Türkiye'de ithal kısıtlamalarının olması nedeni ile kotaların ellerinde lisans bulunduranlara bir rant yarattığını ve bunun da fiyatlara yansıdığını varsayarak, kota karlarını, (q), ve gümrük vergisi oranını, (n), ticarete konu olan mallar fiyat denklemine (Pt) entegre etmiştir.

$$\log Pt = \alpha \log R_b + \beta \log [R(1+q+n)] \quad . \quad (II.2.1.)$$

R_b:Karaborsa döviz kuru.

R :Resmi döviz kuru.

n :Dış fiyat düzeyi.

Daha sonra satın alma gücü paritesine dayanarak iç fiyatlar ile döviz kuru ve dış fiyatlar arasındaki ilişkiyi;

$$\log R_b = \beta_0 + \beta_1 \log(P/N) + \beta_2 \log R + \beta_3 i^e. \quad (II.2.2.)$$

0 1 2 3

formuna indirgemıştır (i^e , enflasyon beklentileri). (81) Olgun, mal piyasası, döviz piyasası ve para piyasasından oluşan simultane modeli sonuçlarına göre karaborsa döviz kurunun uygulanan ekonomik politikalar ve gelir, fiyat düzeyi enflasyon beklentileri gibi değişkenlerle yakın ilişki içinde olduğunu doğrulamıştır. Olgun modeline göre karaborsa döviz kurunun resmi döviz kuru değişikliklerine karşı esnekliği pozitif ve birden küçüktür. Bu, devalüasyondan sonra ulusal paranın karasorsada değer kaybedeceğini ancak, karaborsa ve resmi döviz kuru arasındaki farkın azalacağı anlamına gelmektedir. (82) Buna karşılık Olgun'un çalışmasında dış filatlardaki değişmelerin döviz kuruna etkisi zayıf çıkmıştır. Bu, çözümlenmeye konu olan dönemin Türkiye ekonomisinin dışa kapalı olduğu, ithalat üzerinde kotaların bulunduğu döneme iz düşmesi ile açıklanabilir. Anılan dönemde Türkiye'de mali aktif sepeti çok dar olduğundan, Türkiye'de mali aktif tutmanın alternatifi olarak taşınmaz değerler önem kazanmıştır. (83) Bu durum döviz kurunun enflasyon beklentilerine esnekliğinin oldukça düşük (0.002) çıkması ile açıklanabilir. Nitekim, Olgun da ulaştığı sonuçlarda, 1983-1981 arasında karaborsa döviz piyasasında döviz talebinin esas olarak cari işlemler kaynaklı olduğunun ve

(81) Yukarıdaki formülasyonda yazarın kullandığı notasyona bağlı kalmıştır.

(82) OLGUN, a.g.e., 341.

(83) i.b.i.d., 337.

spekülatif amaçlı döviz talebinin ihmal edilebilir büyüklükte olduğunun altını çizmektedir.

Döviz kurunun belirlenmesi üzerine yapılan çalışmalardan biri de Öksüz'e aittir. Öksüz, mali piyasaların gelişmemiş olmasından dolayı gelişmiş mali piyasaları göz önüne alarak yapılmış varsayımların Türkiye için de geçerli olmasının sakıncası olmadığını çünkü benzer varsayımlar altında kurulan formülasyonların Afganistan için başarılı bir biçimde uygulanabildiğini ileri sürmüştür. (84) Çalışmada döviz kurunun kıtlık fiyatını yansıtmaya daha elverişli olduğu düşüncesi ile karaborsa döviz kuru kullanılmıştır. Öksüz, paranın miktar teorisinin bir uzun dönem kavramı olması yanında, kısa dönemde de para miktarındaki değişmelerin fiyat düzeyindeki değişmeleri açıklayabiceği veya fiyatdaki değişmelerin kısa dönemde de para piyasasını dengede kılacak ölçüde olabileceği anlamını taşıyacağını vurgulayarak parasal yaklaşıma uygun çeşitli modeller denemiştir. Öksüz, denediği tüm modellerde para stokunun ve bunun yanı sıra reel gelirin en önemli açıklayıcı değişkenler oldukları sonucuna varmıştır.

Hacche ve Townend (1983) Sterlig'in Dolar karşısındaki sabit paritesinin kalktığı 1972 yılından 1977 yılına dek \$/£ kurundaki değişmelerde parasal etkilerin rolünü araştırdıkları çalışmada tek denklemliler modeller kullanmışlardır. Temel parasal modele göre döviz kuru denklemi para talebi ve satın alma gücü paritesi denklemine göre kurulmuştur. Yurtiçi parasal dengeye göre ulusal para stoku,

(84) ÖKSÜZ, (1980), 174.

$$\alpha - \beta_i$$

$$M = kPY \text{ e.} \quad (\text{II.2.3.})$$

eşitleğine göre belirlenirken, döviz kurunun satın alma gücü paritesine göre belirlenmesi gerekir:

$$\ln R = K - \ln M + \ln M^o + \alpha \ln Y - \alpha \ln Y^o + \beta_i - \beta_i^o. \quad (\text{II.2.4.})$$

Denkleme göre (85) iç para arzındaki artış ulusal paranın aynı oranda değer kaybetmesine yol açmaktadır. Bunun nedeni döviz kurunun iç ve dış para arzlarına esnekliğinin a priori -1 ve +1 varsayılmasıdır. Üç aylık veriler kullanılmak suretiyle yapılan çalışmada yerli paara arzındaki artış temel açıklayıcı değişken kimliğini korumakla beraber, beklenilenin aksine döviz kurunun bu değişkene esnekliği birim çıkmamıştır (-0.578). Modelde İngiltere ve ABD gelir düzeylerinin katsayıları (sırasıyla 0.246 -0.630) bu değişkenlerin döviz kuru üzerinde önemli bir etkiye sahip olduklarını ima etmektedir.

Türkiye'de gelir düzeyindeki değişmelerin döviz kuruna etkisini aydınlatmaka üzere yapılacak kısa dönemli bir amprik çalışma veri sorunuyla karşı karşıya kalmaktadır. Aylık ve üç aylık olarak yayınlanan istatistikler arasında gelirin yer almaması araştırmacıları gelir yerine, elektrik enerjisi üretimi ya da sanayi malları üretimi gibi başka bir değişken ikame etmeye yöneltmiştir. Kanımızca elektrik enerjisi üretimi ya da

(85) Burada parametrelerin daha önce anlatılan modellere göre ters çıkmasının nedeni, İngiltere'de döviz kurunun diğer ülkelerde olduğunun aksine, birim ulusal paranın yabancı para cinsinden fiyatı olarak tanımlanmasıdır.

sanayi malları üretiminin gelirle özdeşleştirilmesi bazı sakıncaları barındırmaktadır. Bu kabul gizli olarak gelirin elektrik veya sanayi malları üretimine olan esnekliğini birim esneklik varsaymaktadır. İlgili değişkenler arasındaki esnekliğin birimden farklı olması durumunda ikame eden değişkenin katsayısının döviz kurunun gelire olan esnekliğini net olarak yansıtmayacağı açıktır. İkinci olarak gelirin bu gibi değişkenlerle ikame edilmesi stoklardan yapılan satışları ihmal ettiği gibi mal piyasasında olabilecek dengesizlikleri de ihmal etmektedir. Bu nedenle bizim burada sunacağımız model denemelerinde gelir değişkeninin yer almaması, gelirdeki değişmelerin döviz kuru üzerine etkisinin önemsenmediği anlamında değil, modeli yukarıdaki sakıncalardan arındırmak içindir.

II.3. PARASAL TABAN VE DÖVİZ KURUNUN BELİRLENİŞİNE ÖZGÜN BİR YAKLAŞIM.

Merkez Bankası'nın ve Hazinesinin halka ve bankalara olan parasal yükümlülüklerini gösteren parasal büyüklük «parasal taban» (86) olarak adlandırılmaktadır. Para arzının belirlenmesi ile ilgili çözümlemelerde parasal taban önemli bir kavram olarak ortaya çıkar. Para arzının, (Ms), parasal tabanla, (H), ilişkisi para çarpanı katsayısı, (k), ile kurulmuştur; buna göre para arzı parasal tabanın para çarpanı ile çoğaltılmış büyüklüğüne eşittir:

$$Ms = kH. (II.3.1.)$$

Parasal tabanın hesaplanması, «kaynaklar» ve «kullanımlar» kıstasına göre olmak üzere iki ayrı yoldan yapılabilir. Kullanımlar kıstasına göre yapılan hesaplamada, bankaların kullanılabilir karşılıkları ve zorunlu karşılıkları ile dolaşımdaki paranın toplamı alınmaktadır. Kaynaklar kıstasına göre yapılan hesaplamada ise, net dış varlıklar, net iç varlıklar, ithalat teminatları ve net diğer kalemler toplamı alınarak aynı sonuca ulaşılmaktadır. Net dış varlıklar, (NFA), parasal yetki kurumlarının altın, döviz borçluları ve SDR'den oluşan dış varlıkları ile, (FA), döviz alacaklıları ve IMF'e borçları ve DÇM hesabı borçlarından oluşan dış yükümlülükler, (FL), arasındaki farka eşittir.

(86) High powered money, monetary base.

$$NFA=FA-FL.$$

(II.3.1.)

Net iç varlıklar ise Merkez Bankası'nın özel ve kamu kesimine verdiği krediler toplamına eşittir. Buna göre, parasal taban kaynaklar kıstasına göre hesaplandığında, Net İç Varlıklar (NDA), Net Dış Varlıklar, İthalat Teminatları (Req), ve Net Diğer Kalemler (NOI), toplamına eşit olacaktır.

$$H=NFA+NDA+Req+NOI. \quad (II.3.2.)$$

Parasal tabanla ilgili olarak yapılan amprik çalışmalarda, net diğer kalemlerin ve ithalat teminatlarının ihmal edildiği ve parasal tabanın esas olarak net dış varlıklar ile net iç varlıklar tarafından belirlendiği varsayımı yapılmaktadır. Buradan hareketle, bu kalemlerin (NFA ve NDA) davranışlarını yönlendiren değişkenlerin saptanması, gerek parasal tabanın yönetilmesi, gerekse kısa dönemde alacağı değer kestirimi açısından önemlidir. Ancak, bu başlı başına bir çalışma konusu olacağından burada bu konuda yapılmış çalışmalardan yalnızca birinden kısaca yararlanılacaktır. Güney Kore'de yurtiçi kredi arzının döviz kuru üzerine etkisinin sınındığı bir çalışmada, (87) parasal tabanın önemli bir unsuru olan iç kredilerin tepki fonksiyonu dış ticaret dengesine bağlı olarak aşağıdaki gibi formüle edilmiştir:

$$\text{del}(dc)_t = w_0 + w_1 \text{del}(tb)_{t-1} + w_2 [\text{del}(p)_{t-1} - \text{del}(p)_{t-2}]. \quad (II.3.3.)$$

$$tb = xv + px - imp - pm$$

del(dc): yurt içi kredi stokundaki değişme oranı.

del(p) : enflasyon oranındaki değişme oranı.

px (pm): ihrac (ithal) malları fiyatı ortalaması.

xv : ihracat hacmi.

imp : ithalat hacmi.

Bu formülasyona göre iç kredi hacmindeki değişmeler ticaret dengisi ve enflasyon artış oranındaki gecikmeli değişmeler tarafından açıklanmaktadır. Dolayısı ile parasal tabanın bu unsuru bir içsel değişken haline getirilebilmektedir.

Diğer yandan net dış varlıkların tepki fonksiyonu ödemeler bilançosuna bağlı olarak oluşturulmak istenilirse;

$$del(NFA) = (X - M) + R. \quad (II.3.4.)$$

eşitliğine ulaşılır. Burada, del(NFA) net dış varlıklardaki değişmeyi, X, ihracat gelirlerini, M, ithalat giderlerini, R, işçi dövizleri, sermaye hareketleri ve diğer döviz girişlerini göstermektedir. Bu formülasyon bir yandan ödemeler dengesini yansıtmakta diğer yandan da ödemeler dengesi kalemleri ile para arzı arasındaki ilişkiyi aydınlatmaya hizmet etmektedir.

Parasal tabanın ulaşacağı büyüklüğü saptamak, ağırlıklı olarak Merkez Bankası'nın denetimi altındadır. Hazinesin parasal taban üzerindeki etkisi ise ufaklık para ihracı ve IMF ile olan ilişkilerle sınırlı olduğundan, para arzının çekirdeğini oluşturan bu faktörün yönetimi para arzındaki değişmelere karşı

diğer ekonomik büyüklüklerin izleyeceği patikayı yönlendirmede Merkez Bankası'na fırsat verir. Nitekim T.C. Merkez Bankası da 1986 yılından itibaren para politikası uygulamalarında politika araçları açısından bir geçiş dönemine girmiş, belirgin özelliği kamu ve özel kesimin portföy yapısına doğrudan müdahaleler şeklinde ortaya çıkan politikalar yerine toplam rezervlerin kontrolü ile şekillenen para ve kredi politikaları tercih edilmeye başlanmıştır. Benimsenen yeni sistemde Merkez Bankası ticari bankaların Türk Lirası cinsinden ellerinde tuttukları toplam rezervleri kontrol ederek, hem faiz politikasının etkinliğini artıracak hem de bankaların pasiflerinin kontrolü ile eşanamlı olan para arzı kontrolü politikası uygulamasına imkan bulacaktır.(88) Açıktır ki, burada Merkez Bankası'nın para politikası ile ilgili kararlarda özerk olduğu varsayılmaktadır. Belirtmek gerekir ki, Merkez Bankalarının para politikası ile ilgili kararlarında mutlak anlamda özerk oldukları örneklerle karşılaşmak güçtür. ABD, Federal Almanya ve Kanada dışında Merkez Bankalarının özerk olduğu bir örnekle karşılaşmak olanaklı değildir.

Parasal tabanın gerek kullanım gerekse kaynaklar kıstaslarına göre ifade edilmesi para arzı sürecinin önemli bir görünümüne işaret eder. Kullanım kıstası, prensip olarak parasal yetki kurumlarının ve bankaların davranışlarıyla belirlenen parasal tabanın, banka rezervleri ve kamunun elde para tutumuna dağılımını aydınlatmaktadır. Diğer yanda, parasal tabanın kaynaklar kıstasına göre ifade edilmesi parasal tabanın olası arz koşullarının sağlanmasına olanak sağlamaktadır. Brunner'in ifade ettiği üzere, kaynaklar kıstası ifadesi parasal tabanın arz koşullarının çözümlenmesi için uygun bir başlangıç noktası

oluşturur.(89) Parasal taban ile para arzı arasındaki sistematik ilişki bu koşulların incelenmesini teşvik etmiştir. Kaynaklar kıstası ifadesi parasal tabandaki bütün değişmelerin kaynağını gözden geçirme olanağı verir; böylece trendi belirleyen kaynakların hangisi olduğu, kısa dönem hareketlerinin ya da devrevi hareketlerdeki değişmelerin buradan araştırılması olanaklı hale gelir.(90) Dolayısıyla parasal tabanın kaynaklarının bileşiminin değişmesinin döviz kuru üzerinde etkili olup olmadığını araştırmak da olanaklar içinde yer alacaktır.

Burada yanıtını arayacağımız soru, parasal tabanın genişlemesi yoluyla para arzı artırılırken, arz koşullarının (91) değişmesinin döviz kurunun yeni yönelişlerine etkili olup olmadığıdır. Bu inceleme sırasında yukarıda belirtildiği gibi, parasal tabanın net iç ve dış varlıklardan oluştuğu ve para çarpanının değişmediği varsayılmıştır.

Bu konuda McNeils'in yaptığı bir simulasyon analizinde iç borçlara göre geniş bir dış varlıklar stoku veri alındığında ,para arzının iç borç yaratılması ya da dış varlıkların satın alınması yoluyla artırılmasının döviz kuru üzerinde önemsiz bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır (92) Diğer yanda, Boyer, hemen bütün teorik modellerin, otoriterelerin ekonomilerindeki reel getiri oranını etkilemede güçsüz kaldıkları varsayımını

(89) BRUNNER, (1989), 175.

(90) i.b.i.d., 176.

(91) Arz koşullarından NFA/NDA oranının değişmesi ima edilmektedir.

(92) BOYER, (1980), 341.

yaptığını; bununla birlikte sermayenin mobilitesinin aksak olduğu varsayımı altında pek çok Merkez Bankasının faiz oranlarını en önemli politika değişkeni olarak kullandıklarını ifade etmektedir. Bu görüş açık piyasa işlemleri ile döviz piyasası işlemleri arasında bir fark olduğunu vasaıymaktadır.(93)

Döviz kuru belirlenmesine portfolyo yaklaşımını temsil eden Kouri ise, kısa dönem çözümlemelerinde döviz kurunun farklı mali aktiflerin arz ve talebini eşitleyen herhangi bir fiyattan farklı olmadığını vurgulamkata ve para politikasının özel sektörcce tutulan servetin bileşimini değiştirmek yoluyla döviz kurunu etkileyebileceğini kabul etmektedir.

Bizim burada deneyeceğimiz modelde ise Kourinin tanımladığı anlamda bir portfolyo modeli çalışmasıyla karşılaşılmayacaktır. Bizim çalışmamızda iç borçlanma tahvilleri tek başına bir değişken olarak modelin dışında bırakılmakta; bunun yerine parasal tabanın kaynaklar kıstasına göre ifadesinde yer alan iç kredilere yer verilmektedir.

TABLO II.3.1.

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
T.KREDİ	3082	3751	6535	11402	18349	26451	27866
H.K.V.A	338	528	795	1052	1407	2082	2128
HKVA/TK	0.11	0.14	0.12	0.09	0.08	0.10	0.08

(93) Bkz. Mc.NEILS, (1980), 319-341.

T.KREDİ :Toplam krediler (milyar TL.)

H.K.V.A.:Hazineye kısa vadeli avanslar (milyar TL.)

HKVA/TK :Hazineye kısa vadeli avansların toplam kredilere oranı.

* 1989 yılına ait ilk üç aylık veriler.

Kaynak: Merkez Bankası üç aylık bültenleri.

Bunun nedeni Hazinesinin Merkez Bankasından çektiği kısa vadeli avansların ve itfaya tabi hesapların para arzı üzerine etkisini de hesaba katmak içindir. 1211 sayılı Merkez Bankası kanununun 50. maddesi uyarınca Hazine ilgili yılın bütçe ödenekleri toplamının % 15'i kadarını Merkez Bankasından çekme hakkına sahiptir.(94) Tablo II.3.1.den izlendiği gibi Hazineye verilen kısa vadeli avansların toplam krediler içindeki payı % 8 ile % 14 oranları arasında değişmektedir. Bunun yanı sıra Merkez Bankası aktifleri içindeki ağırlığı nedeni ile ihmal edilemeyecek bir diğer unsur da İtfaya Tabi Hesaplar'dır. Bu hesap grubu Kamu İktisadi Teşebbüsleri'ne açılan 100 yıl vadeli ve faizsiz kredileri göstermektedir.

Bu bilgiler ışığında,Kouri modelinin özel kesimin portfolyo tercihlerini referans alması nedeniyle teorisini gelişkin bir sermaye piyasasına ve ekonomik karar birimlerinin otonomluğuna dayandırdığı hatırlanacaktır. Türkiye açısından bu varsayımları kabul etmek olanaklı olmadığından çalışmayı özel kesimin portfolyo tercihleri esasına dayandırmak olanaklı değildir. Diğer yandan iç varlıkların dış varlıklar tam ikame olması

(94) Bu uygulama yalnızca Türkiye'de ve Fransa'da geçerlidir; diğer ülkelerde Merkez Bankalarının Hazineye karşı böyle bir yükümlükleri yoktur.

varsayımına dayanan bir çözümleme ise Türk mali sisteminin dış dünya ile tamamen bütünleştiği anlamına geldiğinden bu yaklaşımın da kuşku ile karşılanması gerekir.

II.3.2. ÖZGÜN MODEL DENEMESİ

Yukarıda sözü edilen varsayımlara katılmak olanaklı olmadığından yeni bir model denenmeye çalışılmıştır. Bu modelde döviz kuru, para arzının ve parasal tabanda yer alan net iç varlıklar ile net dış varlıkların bir fonksiyonu olarak alınmıştır. Model para arzındaki değişmelerin döviz kurunu doğrudan etkileyeceği prensibine bağlı kalmakla birlikte döviz kurundaki etkilenmenin para arzı kaynağına göre farklılık gösterip göstermeyeceğini sorgulamaktadır. Yukarıda açıklandığı gibi parasal taban net dış varlıklar ya da net iç varlıkların artırılması ile artırılabilir. Parasal tabanın hangi kalem ağırlıklı olarak artmasının döviz kuru üzerinde farklı etkiler bırakıp bırakmadığı asıl ilgimiz olacaktır. Bu nedenle bizim burada kurmaya çalıştığımız model döviz kuru belirlenişine portfolyo modelleri çerçevesinde algılanmalıdır.

Modelde dışarıya yarı açık küçük bir ekonomi varsayılmıştır. Ekonominin mali bütünleşmeyi tamamlamadığı, kamu kesiminin ekonomideki ağırlığının ihmal edilebilir olmadığını ve parasal tabanın Merkez Bankasının yönetiminde olduğunu varsayılmıştır. Modele göre döviz kuru ile para arzı, net iç varlıklar ve net dış varlıklar arasındaki ilişki aşağıdaki gibidir:

$$E = \alpha M^{\beta \Omega} \quad ; \quad \Omega = (NFA/NDA).$$

(II.3.2.1.)

$$[\log E = \log \alpha + \beta \Omega \log M] = [e = \alpha + \beta \Omega m] \quad (\text{II.3.2.2.})$$

Burada M , para arzını, Ω , birim iç varlık başına düşen dış varlığı, E , ise birim yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatı olarak tanımlanan döviz kurunu göstermektedir. Denklem tam logaritmik olarak tanımlanmış ve bu şekilde tahmin edilmiştir. Küçük harfli değişkenler ilgili değişkenin logaritmik olduğunu göstermektedir.

Modelin işleyişini açıklamak üzere başlangıçta ödemeler dengesinin açık verdiğini ve herhangi bir nedenle dış varlıklarının artış gösterdiğini varsayalım. Dış varlıkların artması Merkez Bankası'nın cari kur üzerinden döviz satın alıp karşılığında ulusal para satması ile gerçekleşeceğine göre dış varlıkları artması para arzını artıracak; karşılanan arz nedeni ile döviz kurunu (ya da döviz kurunun artış hızını) aşağı çekecektir. Diğer yandan, iç kredi hacminin değişmediği varsayımında net dış varlıkların artması birim iç varlık başına düşen dış varlık miktarını, (Ω) , düşürecektir. Çünkü ekonomide dış açık olması durumunda net dış varlıklar negatif olacak, payda büyüyen negatif sayı Ω oranının küçülmesine yol açacaktır. Döviz piyasasının intibak hızının sonsuz olmadığı varsayılırsa (t) zamanındaki döviz kuru $(t-1)$ zamanındaki döviz talebi tarafından belirlenmektedir. Dolayısı ile (t) zamanındaki Ω oranı $(t+1)$ zamanındaki döviz kurunu etkilemektedir. Bu hipotetik intibak gecikmesi ihmal edildiğinde (t) zamanındaki döviz kuru aynı andaki Ω oranı tarafından belirlenecektir. Yukarıda açıklandığı gibi NFA ve NDA parasal tabanın, dolayısı ile de para arzının iki önemli belirleyici unsuru olarak karşımıza çıkar. Bunlarda

meydana çıkacak bir değişiklik para çarpanı yolu ile doğrudan para arzını etkileyecektir. Şu halde birim iç varlık başına düşen dış varlıkların (Q oranının) döviz kuru üzerine etkisini para arzından arındırılmış bir model çerçevesinde ele almak, para arzının NFA ya da NDA unsurları ile değiştirilmesinin aynı sonucu vereceğini varsaymak anlamına gelecektir.

Başlangıçta ekonomideki para arzının M , dış varlıklar arzının F , net iç varlıkların ise D , olduğunu varsayalım. Para arzını artırmanın iki yolu olduğuna göre, Merkez Bankası ya piyasadan döviz satın alarak dış varlıkları $F1$ büyüklüğüne yükseltecek ya da açık piyasa işlemleri veya kamu ve özel sektöre verilen kredileri genişleterek iç varlıkları $D1$ büyüklüğüne yükseltecektir. Her iki yolla da ulaşılan para arzı $M1$ büyüklüğüne ulaşacak

Q

olsun. Eğer döviz kuru ile M arasında öngörülen türde bir ilişki varsa;

$$\begin{array}{cc} (F1/D) & (F/D1) \\ M1 & + M1 \end{array}$$

eşitsizliği bize para arzı kaynakları ile döviz kuru arasında alternatif seçeneklerin olduğunu açıkça gösterecektir. Ekonomide dış varlıklar arzı pozitif ise yukarıdaki eşitsizlik kesin olarak doğru olacaktır. Ancak matematiksel olarak, dış varlıklar arzının negatif olması durumunda belirsizlik ortaya çıkar.

Bu şekilde bir model kullanmanın çeşitli avantajları vardır: İlk olarak bu tür bir model kullanmak dış varlıklar arzı negatif

iken logaritmik denklem kurulmasına olanak sağlamaktadır.

İkinci olarak, para arzının ve dış varlıklar talep fazlasının döviz kuru üzerine etkisinin birlikte ele alınmasını sağlamaktadır.

Üçüncü olarak, para arzı ve dış varlıkların iç varlıklara oranı herhangi bir modelde, ayrı ayrı değişkenler olarak kullanılmak istenildiğinde aralarında çoklu bağlantı gözlenmekte bu nedenle iki değişken bir denklem içinde kullanılamamaktadır. Nitekim bu değişkenler arasındaki ilişkiyi saptamak amacıyla yaptığımız bir başka çalışmada birim iç varlık başına düşen dış varlıkları reel para arzının bir doğrusal bir fonksiyonu olarak öngörülmüştür:

$$Q = -0.184 - 0.142(M/P) \quad R^2 = 0.74$$

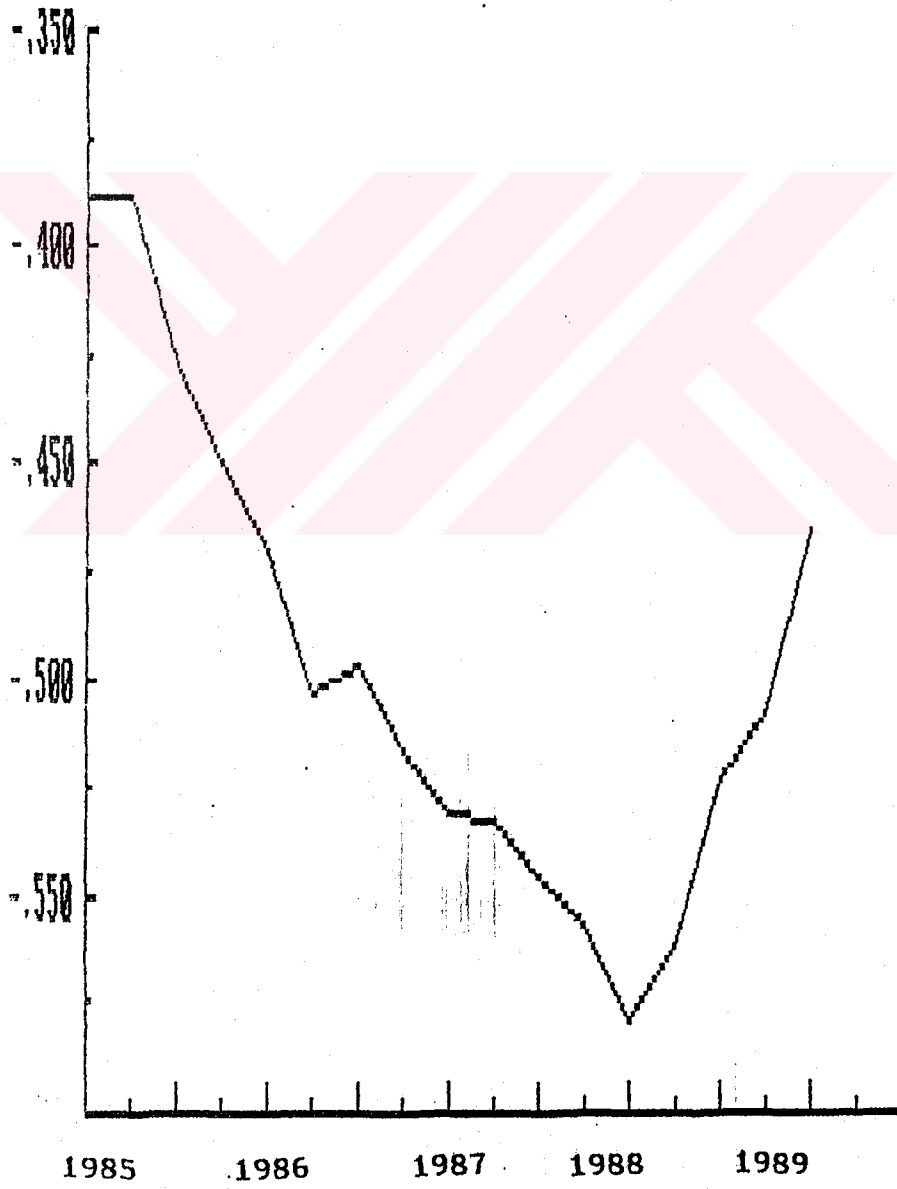
$$(-3.832) (-6.543) \quad t$$

$$(0.494) (0.741) \quad r^2$$

Denklemden tahmin edilen değerler ile gözlenen değerler arasındaki ilişki Şekil II.2.2.1.den de izlendiği gibi iki değişken arasında kararlı ve ihmal edilemez bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Dördüncü avantaj, bu model para arzının kaynakları ile döviz kurunun yönelişleri arasında bir seçim yapıp yapılamayacağına ışık tutmakta ve döviz kurunun izleyeceği patikaya müdahale etmede para-kredi politikasının ya da dış ticaret üzerindeki kontrollerin etkili olacağı hakkında ipuçları vermektedir. Döviz kuruna parasal yaklaşım çerçevesinde ulusal para arzındaki artış döviz kurunu artırıcı yönde etki yapacaktır. Cari işlemler dengesi açık verirken net dış varlıklar arzının arttığını kabul

NFA/NDA = ____



ŞEKİL II.3.2.1. NFA/NDA ve Para Arzı.

Ω

edelim. Bu artış para arzını artıracak ve M terimini değiştirecektir. Para arzındaki artmanın döviz kurunu yukarı, net dış varlıkların artmasının ise döviz kurunu aşağı çekmesi beklendiğine göre modelimizdeki β parametresi bu iki zıt kuvvetin bileşkesine bağlı olarak pozitif ya da negatif olabilecektir. Buna ek olarak $\beta\Omega$ parametresinin döviz kurunun bu iki zıt kuvvete esnekliğinin aynı olması durumunda sıfır çıkması da olanaklıdır.

TABLO II.3.2.2. Regresyon Sonuçları

Tahmin Edilen Denklem.	Örnek Çapı	α	$\beta\Omega$	t $\alpha/\beta\Omega$	r^2 $\alpha/\beta\Omega$	R^2	DW
$e=\alpha+\beta\Omega_m$ (II.3.2.3.)	1985.01-1989.03 Aylık Verilerle	4.85	-.604	22.59 -9.07	.9124 .6270	.62	.24
$e=\alpha+\beta\Omega_m$ $t-3$ (II.3.2.4.)	1985.01-1989.03 Aylık Verilerle	4.85	-.630	27.64 -11.3	.9432 .7365	.73	.43
$e=\alpha+\beta\Omega_m$ (II.3.2.5.)	1985.01-1989.03 Üç Aylık Verilerle	4.69	-.639	12.62 -5.66	.9139 .6817	.68	.30
$e=\alpha+\beta\Omega_m$ $t-1$ (II.3.2.6.)	1985.01-1989.03 Üç Aylık Verilerle	4.66	-.661	16.83 -7.84	.9529 .8145	.81	.36

Beşinci olarak, para arzında aynı miktardaki artışı gerçekleştiren artış kaynaklarının döviz kuru üzerinde farklı etkiler yaptığını göstermektedir.

Döviz piyasasının intibak hızına ilişkin yapılacak varsayım modelin performansını etkilemektedir. Gerek üç aylık veriler kullanılarak yapılan regresyonlarda, gerekse aylık veriler kullanılarak yapılan çalışmalarda gecikmeli değişkenler kullanıldığında gerek sabit terimin gerekse açıklayıcı değişkenin kısmi korelasyon katsayıları yükselmiştir. Aynı şekilde gecikmeli değişken kullanılan denklemlerde t testleri de aylık çalışmalara göre daha yüksektir. Denklemlerin tümünde otokorelasyon bulunmakla beraber elde ettiğimiz R^2 değerleri olumludur. Elde edilen β_0 katsayılarının işaretinin negatif olması dış varlıklar arzındaki göreceli artışın döviz kuru üzerindeki etkisinin para arzındaki artışın döviz kuru üzerindeki etkisinden baskın olduğunu göstermektedir.

Modelimiz döviz kurunda belli bir yüzde değişiklik meydana getirecek dış varlıklar arzı ya da iç varlıklar arzı hakkında da bilgi vermektedir. Modeli logaritmik olarak yeniden yazarsak:

$$\log E = \log \alpha + \beta_0 \log M. \quad (\text{II.3.2.7.})$$

para arzında aynı artışı sağlayacak NDA artışının NFA artışından daha fazla olduğu ortaya çıkar. Bu durumda para arzının iç kredi hacminin genişlemesi yoluyla artırılması durumunda bunun döviz kuru üzerindeki etkisi, para arzının dış varlıklar arzı ile artırılmasına göre daha az olacaktır.

Model bu şekli ile döviz kurundaki hareketleri para arzı, kredi politikası ve ithalat kontrolleri odaklarından görebilmekte ancak sermaye hareketlerini çözümleme dışında bırakmaktadır. Bu nedenle modeli sermaye hareketlerini de kapsayacak şekilde genişletmek gerekmektedir. Sermaye hareketlerini yönlendiren değişken olarak faiz paritesini kullanılacaktır.

II.3.3. KONVERTİBL OLMAYAN PARALAR İÇİN DÜZENLENMİŞ FAİZ ORANLARI PARİTESİ İÇERİLMİŞ ÖZGÜN MODEL DENEMESİ.

Faiz paritesinin modele entegre edilmesinde faiz paritesi teorisinin gelişkin ülke paralarının göz önüne alınarak geliştirilmiş bir teori olduğu dikkate alınmalıdır. Yapılan çalışmalarda genellikle faiz oranları paritesi iç ve dış faiz farklarını ($i - i^o$) göstermektedir. Oysa Türk Lirasının, kendine göre uluslararası akışkanlığı ve kolayca diğer paralara çevrilebilirliği oldukça yüksek olan diğer ulusal paralar karşısındaki kurunu inceleyen bir çalışmada faiz paritesinin saf hali ile kullanılması sakıncalar taşıyacaktır. Bu nedenle faiz oranları paritesinin konvertibl olmayan paralar için yeniden düzenlenmesi gerekmektedir.

Böyle bir düzenleme yapmak aynı zamanda paranın konvertibl olduğu ve konvertibl olmadığı durumlarda taşıdığı fonksiyonların farklı oluşundan da kaynaklanmaktadır. Yabancı parayı ellerinde bulunduranlar ister yurt içinde olsunlar

ister dışarıda olsunlar ellerinde bulundurdukları para ile ulusal para aynı derecede konvertibl ise değişim maliyetleri simetrik olacağından sorun çıkmaz. Ancak iki para farklı derecede konvertibl ise sorun çıkar. Bu durumda yurt içinde ve uluslararası piyasalarda yerli paraya uygulanan döviz kurları farklılaşır. 11 Ağustos Kararları'nı izleyen günlerde Türk Lirasının DM karşısındaki değerinin B.Alman bankalarında ve yurt içi piyasada çok fazla farklılaşmış olması bu duruma örnek olarak gösterilebilir. Bunun nedeni yurt dışında ellerinde konvertibilete derecesi çok düşük bir döviz bulunduranların bu paranın kendi ülkesindeki değişim fonksiyonundan yararlanamayacak olmalarıdır. Aynı şekilde yurtiçinde ellerinde döviz bulunduran ekonomik birimlerin bu paraların değişim fonksiyonundan tam anlamı ile yararlanmaları olanaklı değildir. Bu durumda gerek yurt dışında bulunup ellerinde TL bulunduracak olanlar, gerekse yurt içinde bulunup ellerinde döviz tutanlar paranın değer saklama fonksiyonundan yararlanacaklardır. Bu durumda döviz talebinin para ikamesi çerçevesinde ele alınması ve açıklayıcı değişken olarak kullanılacak faiz oranları paritesinin bu bilgiler ışığında yeniden tanımlanması gerekir. Bizim çalışmamızda bu amaçla faiz oranları paritesi Türkiye özeline (ve konvertibilitesi düşük dövizler geneline) uyumlulaştırılarak aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir.

F-E

$$\frac{F-E}{E} = (i - i^* e) \quad (II.3.3.1.)$$

E

t-1

$$e = (dE/E).$$

Burada e değişkeninin hesaplanacağı döviz kurunun, kesin

olarak resmi kur ya da karaborsa kuru olması söz konusu değildir. Ekonomik karar birimleri kararlarını kendilerine maksimum kazanç sağlayacakları piyasalar üzerine vereceklerine göre döviz kuru hangi piyasada daha yüksek ise o piyasadaki değişme oranını almak daha uygun olacaktır.

Bu formülasyon ile yabancı para talebinde yabancı paranın değer saklama fonksiyonu ön plana çıkarılmakta, buna karşılık ulusal paranın yurt dışındaki değiş fonksiyonunun zayıflığı vurgulanmaktadır. Böylece dövizin ulusal para cinsinden nominal getirisi daha gerçekçi olarak hesaplanmış olacaktır.

TABLO II.3.2.1. Regresyon Sonuçları

Tahmin Edilen Denklem. *	Örnek Çapı	α	β_0	μ	t $\alpha/\beta/\mu$	r ² $\alpha/\beta/\mu$	R ²	DW
$e = \alpha + \beta_0 m + \mu(i - i^e)$ t-3 (II.3.3.2.)	1985.01 1989.03 Aylık Veri.	5.221	-.592	.269	26.27 -12.1 3.151	.9388 .7656 .1807	.78	.96
$e = \alpha + \beta_0 m + \mu(i - i^e)$ t-3 (II.3.3.3.)	1985.01 1988.06 Aylık Veri.	5.061	-.508	-.009	49.57 -18.6 -1.183	.9856 .9057 .0009	.91	.87
$e = \alpha + \beta_0 m + \mu(i - i^e)$ t-1 (II.3.3.4.)	1985.01 1989.03 Üç Aylık V.	5.528	-.628	.629	21.87 -11.7 4.717	.9736 .9136 .6312	.93	1.81
$e = \alpha + \beta_0 m + \mu(i - i^e)$ t-1 (II.3.3.5.)	1985.01 1988.06 Üç Aylık V.	5.133	-.589	.233	18.91 -12.7 1.132	.9701 .9366 .1044	.93	1.26

* Bütün $\hat{e}$ değerleri bir dönem gecikmelidir.

** Bu denklemde faiz paritesinin işareti pozitif gözükmele

beraber, ilgili değişkenin korelasyon matriksindeki işareti negatif olarak bulunmuştur.

Teoriye göre i faiz oranı arttığında ulusal paranın getirisi artacağı için ekonomik karar birimleri portföy dengelerini ulusal paranının lehine yeniden kurarlar. Diğer bir deyişle yerli para talebinin artması gerekir. Ekonomik karar birimlerinin portföylerinden zlen dövizler, bu talebi karşılayacak ulusal para karşılığı arz edilir; bu durumda döviz kurunun düşmesi gerekmektedir. Tersine olarak, dış faiz oranının yükselmesi dış varlıklar getirisinin bir önceki döneme göre artması anlamına geldiğinden bunun sonucu olarak döviz talebinin artması gerekir. Döviz talebindeki artış ise döviz kurlarını yukarı çeker. Bu düşünce saf faiz paritesi yerine konvertibl olmayan paralar için düzenlenmiş faiz paritesine uyarlandığında, döviz kuru ile ilgili değişkenler arasındaki ilişkinin daha güçlü olması gerekir. Bunun sonucunda konvertibl olmayan paralar için düzenlenmiş faiz paritesinin beklenen işaretinin negatif olması gerekir. Buna karşılık yaptığımız amprik çalışmaların çoğunda konvertibl olmayan paralar için düzenlenmiş faiz paritesinin işareti pozitif olarak bulunmuştur. Bu durum bir davranış farklılığı olarak gözükmektedir. Oysa böyle görünmekle beraber kanımızca bir davranış farklılığı söz konusu değildir. Bir paradoks gibi gözüken bu durum ekonomik karar birimleri arasında yer alan bankalar hakkında yaptığımız gizli bir varsayımdan kaynaklanmaktadır. Biz alışmamızda bu beklenilmeyen işaretle karşılaşana dek bankaların döviz piyasasının aracı kurumları olduğu varsayımına bağlıydık. Halbuki, bankalar döviz piyasasında aracı kurum statülerini korumakla beraber bunun

yanında piyasada spekulatör davranışlarını da göstermektedirler. Faizlerin serbest bırakıldığı dönem (1988.06) kilometre taşı olarak alınır ve analiz bu bilgi ışığında yeniden ele alınırsa beklenen işaretin ters çıkması aydınlatılabilir. Faizlerin serbest bırakılmasını izleyen bir hafta içinde mevduat faizlerine ödenen yıllık faiz ortalama olarak % 85 oranı dolaylarında seyretmiştir. Bu durum bankaların kredi faizlerini kredi talep edenlerin razı oldukları düzeyin üzerine çıkarmış ve ekonomide kredi olarak verilebilir fon fazlası bankaların ellerinde kalmıştır. Bankalar ellerindeki mevduatı satamadıklarından, diğer faaliyetler yanında (tüketici kredileri gibi) dış varlıklara yönelmişler ve iç faiz oranları yükselirken döviz kuru da yükselmiştir. Bu çözümlemeyi netleştirmek amacı ile modelimize dahil ettiğimiz konvertibl olmayan paralar için düzenlenmiş faiz paritesini ilk olarak 1985.01-1989.03 zaman aralığı için, daha sonra da faizler serbest bırakılana kadar olan zaman dilimi için (1985.01-1988.06) ayrı ayrı denenenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre faiz oranları serbest bırakılana dek ilgili değişkenin işareti beklenildiği gibi negatif çıkmaktadır. Faiz oranlarının kredi talebinde gerileme yaratacak kadar yükselmesi ise bankaları spekülasyona itmekte ve bankaların döviz talebi nedeni ile döviz kurları yukarı çekilmektedir.

SONUÇ

Bu çalışmada Türk Lirası'nın 1985.01-1989.03 tarihleri arasında ABD Doları karşısındaki serbest piyasa değerini belirleyen etmenlerin incelenmesi konu alınmıştır. Döviz kurunun belirlenmesine yönelik çalışmaların büyük çoğunluğu ABD Doları, Sterling, Alman Markı, Fransız Frankı gibi «esas» paraların (major currency) kur oranlarını etkileyen olguları araştıran çalışmalar olduklarından, bu çalışmalarda kurulan modellerin üzerine oturdukları varsayımlar da yine bu ülkelerin ekonomik yapılarını yansıtan varsayımlardır. Bu modellerin varsayımlarını olduğu gibi kabul ederek amprik çalışma yapmak Türkiye'nin özellikleri göz önüne alındığında olanaklı olmamaktadır. Türkiye'de kamu sektörünün ekonomideki payının ağırlığı özel sektör tercihlerine dayalı bir çözümlemeyi olanaksız kılmaktadır.

Diğer yandan, gelişmiş ekonomiler için kurulan modeller, sermaye hareketlerinin tam olduğunu ve bunun da gelişmiş bir sermaye piyasasında gerçekleştiğini varsaymaktadır. Türkiye'de sermaye piyasasının dış şoklara karşı intibak hızı çok düşüktür ve piyasada işlem gören aktiflerin büyük çoğunluğu kamu aktifleridir. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin organize sermaye piyasaları dışında da gerçekleşebileceği düşünülürse, döviz kuru hareketlerinin sermaye hareketleri tarafından da açıklanması gerekir. Ancak organize sermaye piyasaları ve aynı derecede konvertibl paralar göz önüne alınarak geliştirilmiş olan faiz oranları paritesi teorisi, bu çözümleme için uygun bir araç olmamaktadır.

Bu nedenlerle birinci bölümde tanıtılmaya çalışılan modellerden her hangi biri Türk Lirası'nın kur oranını belirleyen etmenleri çözümlemede kullanılmamıştır. Bunun yerine, varsayımları Türkiye ekonomisi gerçeklerini dışlamadığı düşünülen özgün bir model geliştirilmeye çalışılmıştır. Burada sunulan model düşüncesini esas olarak, döviz kuru belirlenmesine portfolyo yaklaşımından almaktadır. Çalışmada, dış varlıkların ve iç varlıkların birbirine tam ikame olmadıkları varsayılmıştır. Kurulan modele göre, döviz kuru birim iç varlık başına dış varlık oranının ve para arzının (M1) bir fonksiyonudur:

βQ

$$E = \alpha M \quad ; \quad \log e = \log \alpha + \beta Q \log M. \quad Q = NFA/NDA.$$

$t-i$

$t-i \quad t-i$

Çalışmada parasal tabanın yalnızca Net Dış Varlıklar, (NFA), ile Net İç Varlıklardan, (NDA), oluştuğu varsayılmıştır. Araştırmaya konu olan soru, parasal tabanın büyümesi yolu ile para arzı artırılırken, para arzının olası arz koşullarının döviz kurunun yönelişlerine farklı etkilerde bulunup bulunmayacağıdır. Yapılan regresyon analizlerinde para arzının net dış varlıklar arzı ya da net iç varlıklar arzı ile artırılmasının döviz kuru üzerinde farklı etkileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Modelin işleyişini kısaca tekrarlamak üzere, cari işlemler dengesi açık veren bir ekonomide dış varlıklar arzının artırılması yoluyla para arzının artırıldığını varsayalım. Dış

Q

varlıklar arzının artması para arzını artıracak ve M terimini değiştirecektir. Para arzındaki artışın döviz kurunu yukarı, net

dış varlıklar arzının artmasının ise döviz kurunu aşağı çekmesi beklenildiğine göre, β parametresi bu iki zıt kuvvetin bileşkesine bağlı olarak pozitif ya da negatif olabilecektir. Diğer yandan bu döviz kurunun bu iki zıt kuvvete olan esnekliğinin birbirine eşit olması durumunda β parametresinin sıfır çıkması da olanaklıdır. Elde edilen β katsayılarının negatif olması dış varlıklar arzındaki göreceli artışın döviz kuru üzerindeki etkisinin para arzınınkinden baskın olduğunu göstermektedir.

Burada sunulan şekilde bir model kullanmanın çeşitli avantajları vardır. İlki, bu formülasyon net dış varlıklar arzının negatif olması durumunda logaritmik denklem kurmayı olanaklı hale getirmektedir. İkinci olarak, parasal tabanın kaynakları ile para arzı aynı denklem içinde farklı farklı değişkenler olarak kullanıldığında aralarında çoklu bağlantı gözlenmektedir. Bu formülasyon çoklu bağlantı sorununu tamamen ortadan kaldırmaktadır. Üçüncüsü, para arzının ve dış varlıklar talep fazlasının döviz kuru üzerine etkilerinin birlikte ele alınmasını sağlamaktadır. Dördüncü olarak, para arzında aynı miktarda artışa neden olacak net iç varlık ya da net iç varlık artışının döviz kurunun farklı oranlarda etkileyip etkilemediğini göstermektedir. Sonuncu olarak, döviz kurunun izleyeceği yolu yönlendiren politikalardan, para-kredi politikalarının ya da dış ticaret üzerindeki kontrollerin etkililiği hakkında fikir vermektedir.

Model bu hali ile sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerine etkilerini göstermemektedir. Bu nedenle modele faiz oranları

paritesinin ilave edilmesi gerekmiştir. Ancak, Türk Lirası'nın ve ABD Doları'nın konvertiblite derecelerinin çok farklı oluşu ve faiz oranları paritesinin gelişmiş ülke paraları göz önüne alınarak geliştirildiği düşüncesi ile faiz oranları paritesi yeniden tanımlanmıştır. Konvertibil olmayan paralar için düzenlenmiş faiz paritesi, döviz kuruna konu olan iki paranın konvertiblite derecelerinin farklılığından kaynaklanmaktadır. Bu farklılık iki paranın sahip olduğu fonksiyonların birbirinden farklı olmasına neden olmaktadır. Bu nedenle faiz oranları paritesi aşağıdaki gibi düzenlenmiştir:

$$\frac{F-E}{E} = (i - i^o \hat{e}_{t-1}). \quad \hat{e}_{t-1} = (dE/E).$$

Burada, (F), forward döviz kurunu; (E), spot tur oranını, (i ve i^o), iç ve dış faiz oranlarını temsil etmektedir. Yapılan regresyon analizlerinde konvertibl olmayan paralar için düzenlenmiş faiz paritesinin işaretinin beklenilenin aksine pozitif çıktığı ve kısmi r^2 değerlerinin düşük olduğu gözlenmiştir. Bu ise, özellikle iç faizlerin arttığı dönemlerde bankaların ellerindeki fonları satmakta zorlandıklarını ve biriken mevduatlarını, tüketici kredileri gibi diğer faaliyet alanları yanı sıra, dış varlıklara aktardıkları düşüncesini kuvvetlendirmiştir. Diğer bir deyişle faiz oranları kredi taleplerini aşağı çekecek kadar arttığında bankalar spekülasyona yönelmekte ve artan döviz talebi ile döviz kurları yükselmektedir.

EK.I ANALİZ SONUÇLARI

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics
The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

MEANS of VARIABLES

EXCBMR	CONSTANT	MFD	3
982.3717	1.0000		.0471

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

EXCBMR	CONSTANT	MFD	3
476.0497	.0000		.0334

DURBIN - WATSON TESTS

EXCBMR	CONSTANT	MFD	3
.1124	.0000		.0574

view the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ?

The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

EXCBMR	CONSTANT	MFD	3
EXCBMR	1.0000		
CONSTANT	.0000	1.0000	
MFD	3	-.7008	1.0000

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(9) Modelling EXCBMR by OLS

The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
CONSTANT	1453.12454	86.29518	98.31691	16.83900	.8604
MFD	3	-10002.43601	1501.23876	-6.66279	.4911

R² = .491110 F(1, 46) = 44.39 [.0000] σ = 343.2689047 DW = .23
RSS = 5420342.8841417990 for 2 Variables and 48 Observations
Information Criteria: SC = 11.80; HQ = 11.75; FPE = 122743.27
R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -3.74156

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics

The Present Sample is: 1934 to 1972 less 0 Forecasts

M E A N S of V A R I A B L E S

LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
6.6558	1.0000	-1.3070	-3.1108	

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
.3217	.0000	.3101	.6021	

D U R B I N - W A T S O N TESTS

LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
.0496	.0000	1.8972	.0490	

View the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ? Y

The Present Sample is: 1934 to 1972 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

	LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
LEXCBMR	1.0000				
CONSTANT	.0000	1.0000			
LRATEPAR	-.1611	.0000	1.0000		
LMFD	-.9529	.0000	.1594	1.0000	
3					1.0000

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(4) Modelling LEXCBMR by OLS

The Present Sample is: 1934 to 1972 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
CONSTANT	5.06164	.10210	.16905	49.57383	.9856
LRATEPAR	-.00976	.05310	.09702	-.18382	.0009
LMFD	-.50834	.02734	.03158	-18.59229	.9057

R² = .908126 F(2, 36) = 177.92 [.0000] σ = .1001887 DW = .87

RSS = .3613596977 for 3 Variables and 39 Observations

Information Criteria: SC = -4.399631; HQ = -4.481684; FPE = .010810

R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -1.24267

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics
The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

M E A N S of V A R I A B L E S

LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
6.7117	1.0000	-1.2280	-3.2694	

S T A N D A R D D E V I A T I O N S OF V A R I A B L E S

LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
.8340	.0000	.3535	.6453	

D U R B I N - W A T S O N T E S T S

LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
1.3507	.0000	1.3615	.0492	

view the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ? Y

The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

C O R R E L A T I O N M A T R I X

LEXCBMR	CONSTANT	LRATEPAR	LMFD	3
1.0000				
.0000	1.0000			
.1760	.0000	1.0000		
-.5344	.0000	-.1260	1.0000	

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(12) Modelling LEXCBMR by OLS

The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
CONSTANT	4.83259	.68982	.40630	7.00559	.5217
LRATEPAR	.26056	.29711	.18020	.87697	.0168
LMFD 3	-.67264	.16277	.08701	-4.13258	.2751

R² = .297569 F(2, 45) = 9.53 [.0004] σ = .7143611 DW = 1.88

RSS = 22.9640281411 for 3 Variables and 48 Observations

Information Criteria: SC = -.495322; HQ = -.568076; FPE = .542206

R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = .47940

The Present Sample is: 2001 to 2014 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

	LEXCH	CONSTANT	LMFD	1	RATEPAR
LEXCH	1.0000				
CONSTANT	.0000	1.0000			
LMFD	1	-.9647	.0000	1.0000	
RATEPAR		-.1576	.0000	.2478	1.0000

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(7) Modelling LEXCH by OLS

The Present Sample is: 2001 to 2014 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
CONSTANT	4.60717	.27972	.25894	16.47052	.9610
LMFD	1	-.58990	.04650	-.05021	-.9360
RATEPAR		.80226	.71876	.54873	1.11617

$R^2 = .937620$ $F(2, 11) = 82.67 [.0000]$ $\sigma = .1019460$ $DW = 1.28$
 $RSS = .1143228295$ for 3 Variables and 14 Observations
Information Criteria: SC = -4.242274; HQ = -4.391891; FPE = .012620
 R^2 Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -.46163

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics

The Present Sample is: 2001 to 2016 less 0 Forecasts

MEANS of VARIABLES

LEXCH	CONSTANT	LMFD	1	RATEPAR
6.8050	1.0000	-3.2350		.3103

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

LEXCH	CONSTANT	LMFD	1	RATEPAR
.4477	.0000	.6113		.0888

DURBIN - WATSON TESTS

LEXCH	CONSTANT	LMFD	1	RATEPAR
.0682	.0000	.0872		.9736

View the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ?

The Present Sample is: 2001 to 2016 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

	LEXCH	CONSTANT	LMFD	1	RATEPAR
LEXCH	1.0000				
CONSTANT	.0000	1.0000			
LMFD	1	-.9025	1.0000		
RATEPAR	.4890	.0000	-.1607	1.0000	

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(6) Modelling LEXCH by OLS

The Present Sample is: 2001 to 2016 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
CONSTANT	4.24923	.18885	.23937	22.50018	.9750
LMFD	1	-.61932	.05208	-11.89086	.9158
RATEPAR	1.77966	.35847	.55421	4.96456	.6547

R² = .935933 F(2, 13) = 94.96 [.0000] σ = .1217132 DW = 2.0

RSS = .1925832082 for 3 Variables and 16 Observations

Information Criteria: SC = -3.899955; HQ = -4.037398; FPE = .017592

R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -1.45377

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics

The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

MEANS of VARIABLES

VARIABLE	MEAN	STANDARD DEVIATION
LEXCBMR	6.7117	1.0000
CONSTANT	1.0000	0.0000
LMFD	-3.2694	0.6453

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

VARIABLE	STANDARD DEVIATION
LEXCBMR	1.0000
CONSTANT	0.0000
LMFD	0.6453

DURBIN - WATSON TESTS

VARIABLE	DURBIN - WATSON
LEXCBMR	1.3507
CONSTANT	0.0000
LMFD	0.0492

View the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ? Y

The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

VARIABLE	LEXCBMR	CONSTANT	LMFD
LEXCBMR	1.0000		
CONSTANT	0.0000	1.0000	
LMFD	-0.5344	0.0000	1.0000

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(10) Modelling LEXCBMR by OLS

The Present Sample is: 1934 to 1981 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r^2
CONSTANT	4.45383	.53652	.38250	8.30127	.5997
LMFD	-.69063	.16106	.09140	-4.28794	.2856

$R^2 = .285564$ $F(1, 46) = 18.39$ [.0001] $\sigma = .7125657$ $DW = 1.82$

$RSS = 23.3564938127$ for 2 Variables and 48 Observations

Information Criteria: $SC = -.559026$; $HQ = -.607529$; $FPE = .528906$

R^2 Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = .47050

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics

The Present Sample is: 1931 to 1981 less 0 Forecasts

M E A N S of V A R I A B L E S

LEXCBMR	CONSTANT	LMFD
6.7721	1.0000	-3.2780

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

LEXCBMR	CONSTANT	LMFD
.4489	.0000	.6267

D U R B I N - W A T S O N TESTS

LEXCBMR	CONSTANT	LMFD
.0231	.0000	.1107

View the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ? Y

The Present Sample is: 1931 to 1981 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

LEXCBMR	CONSTANT	LMFD
1.0000		
.0000	1.0000	
-.8423	.0000	1.0000

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(4) Modelling LEXCBMR by OLS

The Present Sample is: 1931 to 1981 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
CONSTANT	4.79428	.18399	.10747	26.05767	.9327
LMFD	-.60335	.05515	.03510	-10.94056	.7095

R² = .709536 F(1, 49) = 119.70 [.0000] σ = .2443706 DW = .31

RSS = 2.9261321862 for 2 Variables and 51 Observations

Information Criteria: SC = -2.703955; HQ = -2.750763; FPE = .062059

R² Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -14.54670

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Std Devs & DW (Co-Integration) Statistics

The Present Sample is: 2001 to 2016 less 0 Forecasts

M E A N S of V A R I A B L E S

LEXCH	CONSTANT	LMFD	1
6.8050	1.0000	-3.2350	

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

LEXCH	CONSTANT	LMFD	1
.4477	.0000	.6113	

D U R B I N - W A T S O N TESTS

LEXCH	CONSTANT	LMFD	1
.0682	.0000	.0872	

iew the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ?

The Present Sample is: 2001 to 2016 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

	LEXCH	CONSTANT	LMFD	1
EXCH	1.0000			
ONSTANT	.0000	1.0000		
MFD 1	-.9025	.0000	1.0000	

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(5) Modelling LEXCH by OLS

The Present Sample is: 2001 to 2016 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r^2
ONSTANT	4.66707	.27723	.18322	16.83452	.9529
4MFD 1	-.66087	.08430	.06630	-7.83958	.8145

$R^2 = .814469$ $F(1, 14) = 61.46 [.0000]$ $\sigma = .1995895$ $DW = .36$
 $RSS = .5577035147$ for 2 Variables and 16 Observations
 Information Criteria: $SC = -3.009943$; $HQ = -3.101571$; $FPE = .044815$
 R^2 Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -6.10590

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics
The Present Sample is: 2000 to 2016 less 0 Forecasts

M E A N S of V A R I A B L E S

NFA/NDA	CONSTANT	[M/P]
-.4967	1.0000	2.1923

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

NFA/NDA	CONSTANT	[M/P]
.0575	.0000	.3480

D U R B I N - W A T S O N TESTS

NFA/NDA	CONSTANT	[M/P]
.1697	.0000	.3607

iew the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ? Y

The Present Sample is: 2000 to 2016 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

	NFA/NDA	CONSTANT	[M/P]
FA/NDA	1.0000		
ONSTANT	.0000	1.0000	
M/P]	-.8606	.0000	1.0000

Now Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(2) Modelling NFA/NDA by OLS

The Present Sample is: 2000 to 2016 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r^2
ONSTANT	-.18481	.04823	.02743	-3.83213	.4947
M/P]	-.14227	.02174	.01235	-6.54344	.7406

$R^2 = .740559$ $F(1, 15) = 42.82$ [.0000] $\sigma = .0302642$ $DW = 1.12$
 $RSS = .0137388341$ for 2 Variables and 17 Observations
 nformation Criteria: $SC = -6.787423$; $HQ = -6.875704$; $FPE = .001024$
 R^2 Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -.59254

DESCRIPTIVE STATISTICS - Means, Stnd Devs & DW (Co-Integration) Statistics

The Present Sample is: 2000 to 2016 less 0 Forecasts

MEANS of VARIABLES

LEXCH	CONSTANT	LMFD
6.7679	1.0000	-3.2459

STANDARD DEVIATIONS OF VARIABLES

LEXCH	CONSTANT	LMFD
.4596	.0000	.5936

DURBIN - WATSON TESTS

LEXCH	CONSTANT	LMFD
.0607	.0000	.0977

ew the CORRELATION Matrix [Y or {N}] ? Y

The Present Sample is: 2000 to 2016 less 0 Forecasts

CORRELATION MATRIX

	LEXCH	CONSTANT	LMFD
LEXCH	1.0000		
CONSTANT	.0000	1.0000	
LMFD	-.8256	.0000	1.0000

ow Inverting

Write out the COVARIANCE Matrix [Y or {N}] ?

EQ(4) Modelling LEXCH by OLS

The Present Sample is: 2000 to 2016 less 0 Forecasts

VARIABLE	COEFFICIENT	STD ERROR	H.C.S.E.	t-VALUE	PARTIAL r ²
CONSTANT	4.69284	.37184	.23743	12.62066	.9139
LMFD	-.63928	.11280	.07955	-5.66763	.6817

$R^2 = .681678$ $F(1, 15) = 32.12$ [.0000] $\sigma = .2678268$ $DW = .30$
 $SS = 1.0759679530$ for 2 Variables and 17 Observations
 Information Criteria: SC = -2.426673; HQ = -2.514955; FPE = .080170
 Δ^2 Relative to DIFFERENCE+SEASONALS = -11.71701

	LIBOR (%)	R (TR) (%)	RATEPAR	P (USA)	P (TR)
1985.01	8.50	45.0	0.3401	112.8	350.9
.02	9.18	45.0	0.3498	112.4	362.5
.03	9.42	45.0	0.3829	112.5	379.8
.04	8.82	45.0	0.3442	113.0	382.9
.05	8.24	45.0	0.3213	113.5	392.1
.06	7.72	45.0	0.3539	113.3	389.2
.07	8.41	45.0	0.3704	113.2	394.7
.08	8.14	45.0	0.3644	112.9	404.9
.09	8.26	45.0	0.3362	112.4	424.1
.10	8.21	45.0	0.3658	113.1	450.7
.11	8.13	45.0	0.3049	113.3	471.6
.12	8.11	45.0	0.4061	113.4	479.2
1986.01	8.15	36.0	0.2517	113.0	494.3
.02	8.44	36.0	0.2279	111.3	503.1
.03	7.55	36.0	0.2195	109.6	509.4
.04	6.93	36.0	0.2938	108.7	511.6
.05	6.99	36.0	0.2274	108.7	521.6
.06	7.40	36.0	0.2982	108.7	533.8
.07	6.66	36.0	0.3134	107.7	543.5
.08	6.19	36.0	0.2996	107.7	548.5
.09	5.98	36.0	0.2690	107.7	561.6
.10	5.99	36.0	0.2713	108.0	602.4
.11	6.09	36.0	0.2366	108.1	616.1
.12	6.35	36.0	0.3102	108.1	626.2

Kaynak: International Financial Statistics. (1985-1989 tüm sayılar.)

LIBOR: Libor. (3 aylık.)

R (TR): Yurtiçi Üç Aylık Mevduat Faizi

RATEPAR: Konvertibl Olmayan Paralar İçin Düzenlenmiş Faiz Oranları Paritesi.

P (USA): ABD. Tüketici Fiyat İndeksi (1980=100)

P (TR): Yurtiçi Tüketici Fiyat İndeksi (1980=100)

	LIBCR (%)	R (TR)	RATEPAR	P (USA)	P (TR)
1987.01	6.21	35.0	0.2703	109.4	644.6
.02	6.43	35.0	0.2898	109.8	662.0
.03	6.49	35.0	0.2447	110.2	686.7
.04	6.87	35.0	0.2573	110.7	701.1
.05	7.35	35.0	0.2366	111.2	735.7
.06	7.23	35.0	0.2392	111.6	734.9
.07	7.00	35.0	0.2550	112.5	740.9
.08	7.04	35.0	0.2417	113.0	761.9
.09	7.63	35.0	0.2056	112.7	784.1
.10	8.39	35.0	0.2065	113.3	821.8
.11	7.53	35.0	0.1976	113.6	853.8
.12	7.98	35.0	0.3291	113.5	970.8
1988.01	7.26	35.0	0.0901	113.7	1029.0
.02	6.84	45.0	0.4474	113.8	1084.2
.03	6.86	45.0	0.3773	114.1	1166.3
.04	7.20	45.0	0.3730	115.0	1223.1
.05	7.51	45.0	0.3139	115.6	1252.2
.06	7.74	45.0	0.3255	116.0	1279.2
.07	8.22	45.0	0.3360	116.3	1314.7
.08	8.61	45.0	0.2566	116.7	1359.5
.09	8.43	42.0	0.2355	116.5	1425.3
.10	8.63	67.1	0.6136	116.7	1531.7
.11	8.70	66.8	0.5157	117.1	1637.4
.12	8.90	66.1	0.5571	117.7	1701.1
1989.01	9.73	62.2	0.4845	119.2	1793.9
.02	10.30	60.7	0.4706	119.9	1871.1
.03	10.17	56.9	0.4228	120.6	1928.9

	NFA	NDA	MSUPPLY	EXCBMR	EXCOFF
1985.01	-4879.8	1973.2	302.0	463.5	449.1
.02	-4899.7	1963.0	218.7	502.6	465.2
.03	-5121.8	1856.5	225.7	476.3	490.4
.04	-5188.3	1912.2	232.8	453.9	498.5
.05	-5327.9	2082.4	241.2	516.0	520.8
.06	-5661.5	2300.5	251.7	488.5	530.1
.07	-5880.1	2501.1	364.5	513.0	530.0
.08	-6203.2	2577.4	379.0	517.8	532.1
.09	-6376.2	2803.4	390.8	438.0	547.9
.10	-6492.9	2973.3	398.1	549.4	546.5
.11	-6699.1	3080.0	401.5	613.3	554.9
.12	-7581.9	3263.8	405.0	592.9	567.9
1986.01	-7586.6	3389.6	413.6	608.0	581.9
.02	-7895.5	3728.6	428.1	636.0	586.1
.03	-8234.2	4040.2	446.7	677.0	627.5
.04	-7956.5	4138.9	467.5	675.5	660.4
.05	-8167.2	4186.6	487.3	717.0	664.3
.06	-8971.9	4271.3	505.2	709.0	675.1
.07	-9252.2	4566.6	520.5	694.0	672.2
.08	-9336.6	4740.7	534.3	693.0	672.9
.09	-9572.1	4834.3	549.4	714.0	685.6
.10	-9984.4	5243.2	569.4	734.0	701.3
.11	-10314.1	5362.4	595.7	780.0	745.8
.12	-10821.2	5416.6	626.1	770.0	755.2

Kaynak : T.C. Merkez Bankası Üç Aylık Raporları.(1985-1989 tüm sayılar.)

NFA: Net Dış Varlıklar.

NDA: Net İç Varlıklar.

MSUPPLY: Yurtiçi Para Arzı (M1).

EXCBMR: Karaborsa Döviz Kuru Aylık Ortalaması (TL/\$).

EXCOFF: Resmi Döviz Kuru Aylık Ortalaması (TL/\$).

	NFA	NDA	MSUPPLY	EXCBMR	EXCOFF
1987.01	-11648.8	6006.8	656.9	783.0	751.1
.02	-11241.6	5974.3	685.1	780.0	758.6
.03	-11302.9	6184.5	710.5	783.0	773.5
.04	-12391.5	6474.9	736.9	801.0	787.6
.05	-12789.6	6769.4	766.4	832.0	804.8
.06	-12975.5	7121.1	797.5	863.0	833.8
.07	-13917.6	7620.4	829.7	884.0	864.9
.08	-14467.7	7930.3	863.1	917.0	886.2
.09	-15270.2	8362.1	897.1	979.0	910.2
.10	-15958.1	8837.9	931.0	1036.0	944.3
.11	-16563.9	9528.4	963.9	1116.0	954.9
.12	-19017.6	10281.9	991.5	1110.0	991.2
1988.01	-20263.1	11622.9	1016.4	1345.0	1017.1
.02	-20728	12259.3	1038.3	1267.0	1152.5
.03	-21776.6	12470.8	1061.2	1272.0	1200.1
.04	-22046.8	12945.6	1084.6	1278.0	1244.6
.05	-22151.5	12444.1	1110.5	1355.0	1291.6
.06	-22768.7	12283.8	1142.0	1417.0	1347.1
.07	-22940.5	11729.8	1182.2	1460.0	1415.6
.08	-22818.0	11984.6	1228.6	1572.0	1498.9
.09	-23792.5	12698.5	1274.6	1732.0	1584.9
.10	-24176.8	13231.4	1313.3	1687.0	1712.8
.11	-24297.6	13882.8	1346.6	1795.0	1724.6
.12	-28668.0	13513.2	1390.3	1820.0	1794.8
1989.01	-28403.3	13236.7	1458.8	1889.0	1848.2
.02	-28775.0	13541.8	1557.1	1948.0	1909.2
.03	-30172.8	13893.9	1675.2	2050.0	1978.1

KISALTMALAR

A.E.R.	The American Economic Review.
E.D.C.C.	Economic Development and Cultural Change.
IMF S.P.	International Money Fund Staff Pappers.
J.D.S.	Journal of Development Studies.
J.E.L.	Journal of Economic Literature.
J.I.E.	Journal of International Economics.
J.M.E.	Journal of Monetary Economics.
J.P.E.	Journal of Political Economics.
S.J.E.	Scandinavian Journal of Economics.
W.B.E.R.	World Bank Economic Review.
W.D.	World Development.
Ww.A.	Weltwiltshaftliches Archive.

KAYNAKÇA

BALASSA, Bela.1982."Structural Adjustment Policies in Developing Economies". W.D. vol:10 no:1.September.

BALASSA, Bela.1986."Gelişmekte Olan Ülkelerde Dışa Açılma ve Döviz Kuru Politikası". Dışa Açık Ekonomiler Üzerine Makaleler, (derleyen) DERELİ H. A. Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Bşk.

BATIZ, L.R. Francisco & BATIZ, R.Luis.1985. International Finance and Open Economy Macroeconomics. Macmillian Publishing Comp. New York.

BILSON, F.O.John.1978."The Current Experience with Floating Exchange Rates: An Appraisal of the Monetary Approach". A.E.R. vol:68 no:2.May.

BILSON, F.O.John.1979."Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination". I.M.F. S.P. vol:25 no:1.June.

BIRD, Graham.1983."Should Developing Countries Use Currency Depreciation as a Tool of Balance of Payments Adjustment ? A Review of the Theory and Evidence and a Guide for the Policy Maker". J.D.S. vol:19 no:4.July.

BISIGNANO, Joseph & HOOVER, Kevin.1982."Some Suggested Improvements to a Simple Portfolio Balance Model of Exchange Rate Determination with Special Referance to the U.S.Dollar/Canadian Dollar Rate". Ww.A. band:118 heft:1.

BOYER, S.Russel.1980."Interest Rate and Exchange Rate Stabilization: An Analysis of Recent Canadian Policy". in (ed.) BIGMAN,TAYA,BELINGER, The Functioning of Exchange Rate Stabilization. Ballinger Publishing Comp.Cambridge, Massachusetts,1980.

BRANSON, H.William.1983."Economic Sturcture and Policy for External Balance". I.M.F. S.P. vol:30 no:1.June.

BRUNNER, Karl.1989."High Powered Money and Monetary Base".in,(ed)EATWELL, MILGATE,NEWMAN, The New Palgrave: Money. Macmillian Press Limited.London

DANIEL, C.Betty.1986."Emprical Determinants of Purchasing Power Parity Deviations".J.I.E. vol:21 no:1/2.

DORNBUSCH, Rudriger.1973."Devaluation,Money and Nontraded Goods". A.E.R. vol:63 no:5.September.

DORNBUSCH, Rudriger.1976 a."Exchange Rate Expectations and Monetary Policy". J.I.E. vol:6 no:1.

DORNBUSCH, Rudriger.1976 b."The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policiy".S.J.E. vol:78 no:1.

DORNBUSCH, Rudriger & FISCHER, Stanley.1980. "Exchange Rate and the Current Account". A.E.R. vol:70 no:5.December.

EDWARDS, Sebastian.1989."Exchange Controls, Devaluations and Real Exchange Rate:The Latin American Experience". E.D.C.C. vol:37 no:3.April.

ERYÜREK, Şenay.1987. Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti. Anadolu Bankası Eğitim Yayınları 3,Hilal Matbaacılık,Ankara.

FRAGA, Arminigo.1986."Price Uncertanitiy and the Exchange Rate Risk Premium".J.I.E. vol:20 no:1/2 Febuary.

FRANKEL, A.Jeffrey.1979."On the Mark:A Theory of Floating Exchange Rate Based on Real Interest Differantials". A.E.R. vol:69 no:4 September 1979.

FRANKEL, A.Jeffrey.1984."Tests of Portfolio Balance Models of Exchange Rate Determination". in (Ed.)BILSON,O.& MARSTON,C. Exchange Rate Theory and Practice. The Univ.of Chicago Press, Chicago & London, 1984.

FRENKEL, A.Jacob.1981."Flexible Exchange Rates and the Role of News:Lessons from the 1970s". J.P.E. vol:89 no:4.

FRENKEL, A.Jacob.1986."International Interdependence and the Constraints on Macroeconomic Policies". Ww.A. band:12 heft:4.

GIAVAZZI, Francesco & WYPLOSZ, Charles.1984."The Real Exchange Rates, the Current Account and the Speed of Adjustment". in (Ed.)BILSON,O.& MARSTON,C. Exchange Rate Theory and Practice. The Univ.of Chicago Press, Chicago & London, 1984.

HACCHE, Graham & TOWNED, John.1983."Exchange Rates and Monetary Policy: Modelling Sterling's Effective Exchange Rate,1970-1980".in (Ed.) ELTIS,W.A. & SINCLAIR,P.J.N. The Money Supply and the Exchange Rate. Oxford Univ.Press New York, 1983.

HSIEH, David.1982."The Determination of the Real Exchange Rate: The Productivity Approach". J.I.E. vol:12 no:3/4 May .

JACQUE, L.Laurent.1979. Managment of Foreign Exchange Risk. Lexington Books D.C. Heath and Company. Lexington, Massachusetts, Toronto.

KAZGAN, Gülten.1988. Ekonomide Dışa Açık Büyüme. Altın Kitaplar Yayınevi, Istanbul.

KHAN, Mohsin.1976."A Monetary Model of Balance of Payments, The Case of Venezuela". J.M.E. vol:2.

KHAN, Mohsin & LIZONDO, Saul.1987."Devaluation, Fiscal Policies and the Reel Exchange Rate". W.B.E.R. vol:1 no:2 January.

KOROMOZAY, Val, LLEWELLYN, John & POTTER, Stephen.1984."Exchange Rates and Policy Choices: Some Lessons from Interdependence in a Multilateral Perspective". A.E.R. vol:74 no:2 May.

KOURI, Penitti.1976."The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach". S.J.E. vol:78 no:1.

KOURI, Penitti.1980."Monetary Policy, the Balance of Payments and the Exchange Rate". in (ed.) BIGMAN, TAYA, BELINGER, The Functioning of Exchange Rate Stabilization. Ballinger Publishing Comp. Cambridge, Massachusetts, 1980

KREININ, Mordechar, 1977. "The Effects of Exchange Rate Changes on the Prices and Volume of Foreign Trade". IMF S.P. vol:XXII no:2 July.

KRUEGER, Anne, 1983. Exchange Rate Determination. Cambridge Univ. Press, Cambridge, 1983.

LAIDLER, David, 1983. "Some Policy Implications of the Monetary Approach to the Balance of Payments and Exchange Rate Analysis". in (Ed.) ELTIS, W.A. & SINCLAIR, P.J.N. The Money Supply and the Exchange Rate. Oxford Univ. Press New York, 1983.

LEVENTAKIS, John, 1987. "Exchange Rate Models: Do they work ?". Ww.A. Band:123 Heft:2.

MCNEILS, Paul, 1980. "Monetary Policies and Exchange Rate Dynamics: A Simulation Analysis. in (ed.) BIGMAN, TAYA, BELINGER, The Functioning of Exchange Rate Stabilization. Ballinger Publishing Comp. Cambridge, Massachusetts, 1980.

MICHAELY, Michael, 1980. "Analysis of Devaluation: Purchasing Power Parity, Elasticities, and Absorption". in (ed.) BIGMAN, TAYA, BELINGER, The Functioning of Exchange Rate Stabilization. Ballinger Publishing Comp. Cambridge, Massachusetts, 1980.

MURPHY, R.G. & DUYNE, C.V. 1983. "Asset Market Approach to the Exchange Rate Determination: A Comparative Analysis". Ww.A. Heft:116. Band:3.

MUSSA, Michael.1984."The Theory of Exchange Rate Determination".
in (Ed.)BILSON,O.& MARSTON,C. Exchange Rate Theory and Practice.
The Univ.of Chicago Press, Chicago & London, 1984.

NEARY, Paul.1988."Determinants of the Equilibrium Real Exchange
Rate". A.E.R. vol:78 no:1 March.

OLGUN, Hasan.1984."An Analysis of the Black Market Exchange Rate
in a Developing Economy -The Case of Turkey".Ww.A. Band:122
Heft:2.

OPPENHEIMER, Paul.1974."Non-traded Goods and the Balance of
Payments: A Historical Note". J.E.L. vol:XII no:3 September.

ROBINSON ,Joan.1950."The Foreign Exchanges".in Readings in the
Theory of International Trade. George Allen and Unwin Ltd.
London,1950.

SWISS BANK CORPORATION.1987. The Foreign Exchange and Money
Market Operations. Switzerland. (Yazar belirtilmemiş).1987

TÖRE, Nahit.1981."Döviz Kuru Politikasına Kuramsal bir
Yaklaşım". Prof.Dr. Akif Erginay'a Armağan, içinde. Ankara
Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yay. Olgaç Matbaası, Ankara,1981.

ÖKSÜZ, Suat.1981. Türkiye'de Para ve Dış Denge ilişkisi.
(Doçentlik tezi) E.İ.T.İ.A. Yayın no:223/146. Eskişehir, 1981.

WHITMAN, Marina.1984."Assesing Greater Variability of Exchange
Rates: A Private Sector Perspective". A.E.R. vol:74 no:2 May.

RAPOR VE İSTATİSTİKLER

TUSİAD (1980). 1980 Sonrası Ekonomide Kamu Özel Sektör Dengesi, İstanbul, 1980, (TUSİAD Araştırma Grubu tarafından hazırlanmıştır).

T.C. Merkez Bankası Üç Aylık Raporları, 1985-1989 arasındaki tüm sayılar.

T.C. Merkez Bankası Yıllık Raporları, 1985-1989 arasındaki tüm sayılar.

International Financial Statistics, 1985-1989 arasındaki tüm sayılar.