

**T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ**

103929

**PARA İKAMESİ OLGUSU VE MAKRO EKONOMİK
ETKİLERİ**

(1980 Sonrası Türkiye Örneği)

103929

**HAZIRLAYAN
NİLGÜN ACAR BALAYLAR**

**DANIŞMAN
PROF. DR. NEVZAT GÜRAN**

**İZMİR
2001**

Doktora tezi olarak sunduğum “Para İkamesi Olgusu ve Makro Ekonomik Etkileri (1980 Sonrası Türkiye rneği)” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahl k ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.



N. ACAR

10 / 10 / 2001

Nilgün ACAR BALAYLAR

TUTANAK

Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsünün 10. / 14. / 2001 tarih ve 20... sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 32. maddesine göre, İktisat Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Nilgün ACAR BALAYLAR'ın "Para İkamesi Olgusu ve Makro Ekonomik Etkileri (1980 Sonrası Türkiye Örneği)" konulu tezi incelenmiş ve aday 09 / 11 / 2001 tarihinde, saat 14.00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 90 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayandığı anabilim dallarındaki jüri üyelerince sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin başarılı olduğuna oy birliği ile karar verildi.

Prof. Dr. Mustafa DEMİRCİ
BAŞKAN



Prof. Dr. Hssein KARAKOZALCI
ÜYE

Prof. Dr. Nevzat GÜLER
ÜYE

ÖZET

Bu tezin amacı, para ikamesi olgusunun incelenmesi ve bu olgunun makro ekonomik etkilerinin ortaya konulmasıdır. Bu çerçevede para ikamesinin çeşitleri ve ortaya çıkış nedenleri ve makro ekonomik etkileri teorik düzeyde incelendikten sonra, Türkiye’de para ikamesini etkileyen faktörler ve para ikamesinin belli başlı makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ekonometrik olarak analiz edilmiştir.

1970’li yıllarda gelişmiş ülkeler açısından literatürde incelenen konu, 1980’li yıllarda gelişmekte olan ülkeler açısından bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülkelerin para ve döviz kuru politikalarında etkinsizliğe, senyoraj ve enflasyon vergisinde kayıplara yol açan bu olgu reel ekonominin gelişmesini de olumsuz etkilemektedir. AB ülkeleri entegrasyon sürecinde ilk etapta paralarını kendi aralarında sabitleyerek, daha sonra da ortak bir para birimine geçerek para ikamesini ve dolayısıyla bu olgunun olumsuz etkilerini ortadan kaldırmıştır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler için önemli bir sorun olan para ikamesi olgusu, 1980 sonrası dönemde Türkiye örneği ile ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Türkiye’de para ikamesi ve bu olguyu etkileyen faktörlerinin ortaya konulmasında EKKY (En Küçük Kareler Yöntemi) kullanılmıştır. Yapılan analizde gerçekleşen enflasyon oranı, döviz kurunda artış yönündeki beklenti ve para arzındaki artışın para ikamesi oranını artırdığı, buna karşılık faiz oranı ve İMKB indeksi arttığında söz konusu oranın düştüğü belirlenmiştir. Bununla beraber para ikamesinin en duyarlı olduğu değişkenin, gerçekleşen enflasyon oranı ve döviz kurundaki beklenen değişim olduğu görülmüştür.

Türkiye’de yaşanan para ikamesinin paranın dolanım hızını artırdığı, döviz kurlarına ise değer kazandırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, para ikamesi önemli bir kamu geliri olan senyoraj geliri ve enflasyon vergisini ise azaltmaktadır. Reel ekonomi açısından da yarattığı olumsuzlukları düşünüldüğünde ve 2001 yılında yaşadığımız finansal kriz sonrasında Türk halkı tarafından da bir histeriye dönüşen döviz talebi dikkate alındığında, ulusal paraya güven kazandırılarak para ikamesinin önlenmesinin ülkenin en önemli gündem maddelerinden biri haline geldiği söylenebilecektir.

Türkiye’de yaşanan para ikamesine yol açan en önemli değişkenlerin gerçekleşen enflasyon ve döviz kurundaki değişim beklentisi olduğu gerçeği, para ikamesinin enflasyonla mücadelede başarılı olunması halinde büyük ölçüde ortadan kalkacağını ortaya koymaktadır. Güçlü ve kendi halkı tarafından güvenilen bir paraya sahip olunması, ekonomik ve politik istikrara yakından bağlıdır.

ABSTRACT

The objective of this study is to examine currency substitution and its macroeconomic impacts. Factors affecting currency substitution and the impact of currency substitution on basic macroeconomic variables are analysed econometrically after a theoretical background discussion on the emergence of currency substitution, and its forms and macroeconomic impacts.

Currency substitution which was treated in the literature for developed countries during seventies, emerged as a problem for developing countries during eighties. Currency substitution leads inefficiencies in monetary and exchange rate policies, losses in seigniorage and inflation tax and a negative impact on the real economy in a country. EU countries pegged their currencies to each other as a first step, and then inaugurated currency union thus removed currency substitution and its negative impacts. Currency substitution which is major problem for both developing and developed countries is studied within the context of Turkey in the post 1980 era.

Currency substitution in Turkey and contributing factors are analysed by the method of least squares. According to the analysis, it is concluded that the rate of currency substitution increases as a result of the expectations for higher inflation and exchange rates, and rises in money supply; decreases as interest rates and İMKB index increase. It is also found that most sensitive variables of currency substitution are changes in inflation and exchange rates.

It is also concluded that currency substitution causes increases in the velocity of money and exchange rates but decreases in seigniorage, an important public income. It seems that it is a very important item on Turkey's agenda preventing currency substitution in order to reaffirm trust on the national currency when negative effects of currency substitution on the real economy and the excess demand for hard currencies during the 2001 financial crisis are considered.

The fact that expectations toward higher inflation and exchange rate fuels currency substitution, leads us to think that it will be prevented to a large extent by a successful anti-inflationary programme. The existence of a powerful and trusted national currency is closely related with the economic and political stability.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
İÇİNDEKİLER	i
KISALTMALAR	v
TABLolar LİSTESİ	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
GİRİŞ	1
1. Araştırmanın Önemi ve Amacı	1
2. Araştırmada Kullanılan Yöntem	2
3. Araştırmanın Planı	2

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA İKAMESİNİN ANLAMI, KAPSAMI VE ÖLÇÜLMESİ

1. PARA İKAMESİ VE TÜRLERİ.....	4
1.1. Para İkamesi Kavramı	4
1.2. Simetrik ve Asimetrik Para İkamesi	8
1.3. Dar ve Geniş Anlamda Para İkamesi	10
1.4. Dolarizasyon ve Tam Dolarizasyon	12
2. PARA VE TAHVİL İKAMESİ	13
3. PARA İKAMESİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	18
3. 1. Yapısal Faktörler	18
3.1.1. Küreselleşme	18
3.1.2. Dış Ticaretin Yapısı	22
3.1.3 Mali Piyasa Yapısı	23
3.2. Kurumsal Faktörler	23
3.2.1 Döviz Kuru Sistemi	24
3.2.2. Merkez Bankası'nın Kurumsal Yapısı	25
3.2.3 Kambiyo Rejimi	25
3.3. Ekonomik Sürece İlişkin Faktörler	26
3.3.1. Enflasyon	26
3.3.2. Faiz Politikası	28
3.3.3. Döviz Kuruna İlişkin Beklentiler	29

3.3.4. Döviz Kuru Politikaları	30
4. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE PARA İKAMESİ	31
4.1. Gelişmiş Ülkelerde Para İkamesi	31
4.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para İkamesi	32
5. PARA İKAMESİNİN ÖLÇÜLMESİ	36
5. 1. Esneklik Yaklaşımı	37
5.2. Çapraz Esneklik Yaklaşımı	40
5.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı	43

İKİNCİ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN PARA İKAMESİ VE PARA İKAMESİNİ ÖNLEMeye YÖNELİK POLİTİKALAR

1. PARA İKAMESİNİN PARA TALEBİ ÜZERİNE ETKİSİ	46
2. PARA İKAMESİNİN PARA POLİTİKASININ BAĞIMSIZLIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ	53
2.1. Esnek ve Sabit Kur Sistemlerinde Para İkamesinin Para Politikasının Bağımsızlığı Üzerine Etkisi	53
2.2. Gelişmiş Ülkelerde Para İkamesinin Para Politikasının Bağımsızlığı Üzerine Etkisi	56
2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para İkamesinin Para Politikasının Bağımsızlığı Üzerine Etkisi	58
3. PARA İKAMESİNİN DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ ÜZERİNE ETKİSİ	59
3.1. Döviz Kurlarının Belirlenmesi Konusunda Varlık Piyasası Yaklaşımı	59
3.2. Döviz Kurlarının Belirlenmesi Konusunda Moneter Model	61
4. PARA İKAMESİ VE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİ	67
4.1. Massetme Yaklaşımı ve Döviz Kuru Ayarlamalarının Etkileri	67
4.2. Moneter Yaklaşım ve Döviz Kuru Ayarlamalarının Etkileri	71
5. PARA İKAMESİNİN SENYORAJ GELİRİ ÜZERİNE ETKİSİ	75
6. PARA İKAMESİNİN ENFLASYON VERGİSİ ÜZERİNE ETKİSİ	77
7. PARA İKAMESİNİN İSTİKRAR POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİSİ	80
7.1. Para Bazlı İstikrar Politikası	80
7.2. Döviz Bazlı İstikrar Politikası	80
7.3. Para İkamesi ve İstikrar Politikası Seçimi	82
8. PARA İKAMESİNİN REEL EKONOMİ ÜZERİNE ETKİSİ	84
9. PARA İKAMESİNİ ÖNLEMeye YÖNELİK POLİTİKALAR	90

9.1. Yapısal Politikalar	90
9.1.1. Dış Ticaret Yapısına İlişkin Politikalar	90
9.1.2. Mali Piyasa Yapısına İlişkin Politikalar	90
9.2. Kurumsal Politikalar	91
9.2.1. Döviz Kuru Sistemi Seçimi	91
9.2.2. Merkez Bankasının Kurumsal Yapısı ve Kambiyo Rejimi	93
9.3. Ekonomik Sürece İlişkin Politikalar	94

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA İKAMESİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1. 1980 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖNÜŞÜM VE PARA İKAMESİNİN OLUŞUM SÜRECİ	98
1.1. 1980 Sonrası Dönemde Döviz Kuru Sistemi ve Kambiyo Rejimindeki Gelişmeler ve Para İkamesinin Ortaya Çıkışı	99
1.1.1. 1980 Sonrası Dönemde Döviz Kuru Sistemindeki Değişmeler	99
1.1.1.1. 1980-1994 Dönemi	100
1.1.1.2. 1994 -1999 Dönemi	108
1.1.1.3. 1999 – 2001 Dönemi	113
1.1.2. Türkiye’de Para İkamesinin Gelişimi	118
1.2 . Faiz ve Enflasyon Oranındaki Gelişmeler	122
1.3. Döviz Kurlarındaki Gelişmeler	127
2. TÜRKİYE’DE PARA İKAMESİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN EKONOMETRİK ANALİZİ	129
2.1. Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi	129
2.1.1. Analizde Kullanılan Veriler	130
2.1.2. Yöntem	130
2.2. Araştırma Bulguları	131
2.2.1. Serilerin Durağanlık Testleri	131
2.2.2. Regresyon Analizi Sonuçları	132
3. TÜRKİYE’DE PARA İKAMESİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİLERİ	135
3.1. Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi	135
3.3.1. Araştırmada Kullanılan Veriler	135
3.1.2. Yöntem	136

3.2. Para İkamemesinin Paranın Dolanım Hızı Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma	
Bulguları-----	136
3.2.1. Serilerin Durağanlık Testleri-----	136
3.2.2. Regresyon Analizi Sonuçları-----	137
3.3. Para İkamemesinin Döviz Kurları Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma Bulguları-----	138
3.3.1. Serilerin Durağanlık Testleri-----	138
3.3.2. Regresyon Analizi Sonuçları-----	139
3.4. Para İkamemesinin Senyoraj Geliri Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma	
Bulguları-----	140
3.4.1. Serilerin Durağanlık Testleri-----	140
3.4.2. Regresyon Analizi Sonuçları-----	141
3.5. Para İkamemesinin Enflasyon Vergisi Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma	
Bulguları-----	142
3.5.1. Serilerin Durağanlık Testleri-----	142
3.5.2. Regresyon Analizi Sonuçları-----	143
SONUÇ-----	145
KAYNAKÇA-----	153
EK-----	166

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BPP	Bankalararası Para Piyasası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DİE	Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DTH	Döviz Tevdiat Hesabı
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GÜ	Gelişmiş Ülke
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
NDV	Net Dış Varlıklar
NİV	Net İç Varlıklar
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat İndeksi
TERK	Tartılı Efektif Reel Kur
TL	Türk Lirası
TUSİAD	Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

TABLÖLAR LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1: Toplam Mali Varlıklar (Toplam İçindeki % Pay)	119
Tablo 2: Türkiye’de Para İkametine İlişkin Ölçütler	120
Tablo 3: Faiz ve Enflasyon Oranlarının Gelişimi	127
Tablo 4: Reel Döviz Kurlarındaki Gelişmeler	128
Tablo 5 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları	131
Tablo 6: Para İkameti ile Para İkametini Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları	133
Tablo 7: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	136
Tablo 8: Paranın Dolanım Hızı ile Para İkameti İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları	137
Tablo 9: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	138
Tablo 10: Döviz Kurları ile Para İkameti İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları	139
Tablo 11: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	140
Tablo 12: Reel Senyoraj Geliri ile Para İkameti İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları	141
Tablo 13: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	142
Tablo 14: Reel Enflasyon Vergisi ile Para İkameti İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları	143
Ek Tablo 1: Türkiye’de Para İkametini Etkileyen Faktörlerin Analizinde Kullanılan Veriler	166
Ek Tablo 2: Para İkametinin Enflasyon Vergisi ve Senyoraj Geliri Üzerindeki Etkisinin Analizinde Kullanılan Veriler	170
Ek Tablo 3: Para İkametinin Paranın Dolanım Hızı Üzerindeki Etkisi Analizinde Kullanılan Veriler	171

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1:	Döviz Yönelik Talebin Neden ve Gündüleri, Dövizin Fonksiyonları	6
Şekil 2:	Dar ve Geniş Anlamda Para İkamesi	11
Şekil 3:	Yerleşiklerin ulusal para ve döviz talebi	29
Şekil 4:	Para İkamesi Süreci (Enflasyon ve Demonetizasyon Kısır Döngüsü)	34
Şekil 5:	Para İkamesi ile Birleştirilmiş Moneter Döviz Kuru Belirlenme Modeli	66
Şekil 6:	Enflasyon İçin Laffer Eğrisi	79
Şekil 7:	Para Politikasının Aktarım Sürecinin Temel Kanalları	89
Şekil 8:	DTH'ların Gelişimi (Milyon Dolar)	119
Şekil 9:	Türkiye'de Para İkamesi Ölçütleri	121
Şekil 10:	DTH'larının Vade Yapısı	122
Şekil 11:	Pİ indeksi Serisi	132
Şekil 12:	IMKB Serisi	132
Şekil 13:	DİBS Serisi	132
Şekil 14:	DKBD Serisi	132
Şekil 15:	TEFE Serisi	132
Şekil 16:	M1 Serisi	132
Şekil 17:	DTH/M2	137
Şekil 18:	Paranın Dolanım Hızı	137
Şekil 19:	Döviz Kurları	139
Şekil 20:	Senyoraj Geliri	140
Şekil 21:	DTH/M2	140
Şekil 22:	DTH/TL Mevduatı	143
Şekil 23:	Enflasyon Vergisi	143

GİRİŞ

1. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ VE AMACI

Ekonomik birimler tarafından döviz gerektiren işlemleri aşan miktarda yabancı para talebi ekonomide önemli sorunlar yaratmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ve yüksek enflasyonla yaşayan ülkelerin ortak sorunlarından birisi ulusal paraya güvensizlik nedeniyle ortaya çıkan yabancı para talebidir. Güçlü olan yabancı para talebi, ülkelerin para basma gelirlerini bu ülkelere devretmeleri ve uyguladıkları makro ekonomik politikalarda bağımsızlıklarını kaybetmeleri anlamına gelmektedir. Gelişmiş olan ülkeler açısından da aynı olgu yaşanmakla birlikte bu olgunun olumsuz sonuçları gelişmekte olan ülkelerdeki kadar yıkıcı olmamaktadır. Dolayısıyla literatürde para ikamesi daha çok gelişmekte olan ülkeler açısından ele alınmaktadır.

Ulusal paralarının yabancı bir para tarafından ikame edilmesi bir devletin egemenlik gücüne dayalı olarak kabul edilen ulusal paralarından vazgeçmeye zorlayacak kadar önemli bir sorundur. GOÜ' ler açısından, küreselleşme sürecinde zayıf bir ekonomiye sahip olunması durumunda para ikamesi olgusundan kaçmak pek olası görülmemektedir. Hatta bazı ülkeler kendi ulusal paralarından vazgeçip dolar gibi güçlü paraları kabul ederler.

1980 sonrası dönemde finansal liberalizasyon sürecinde yabancı para tutma yasağının ortadan kaldırılması ile ülkemizde de ulusal paranın yabancı paralarla ikamesi gündeme gelmiştir. Liberilizasyonun yanısıra düşürülemeyen kronik bir enflasyon ekonomik birimlerin yabancı paraya olan taleplerini arttırmalarına neden olmuştur.

Para ikamesi olgusunun yaşanması durumunda bu olgunun olumsuz etkileri özellikle politika yapıcılarının uyguladıkları politikaları etkinsiz kılmak şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle belli amaçlar doğrultusunda kullanılan ekonomi politikası araçları belirlenirken para ikamesi olgusu da göz önüne alınmalıdır. Aksi halde, belirlenen ekonomi politikası araçları ile hedeflere ulaşılamayacaktır.

Önemini kısaca belirtmeye çalıştığımız “para ikamesi”ni konu edinen araştırmamızın temel amacı, Türkiye’de bir para ikamesi olgusunun yaşanıp yaşanmadığı sorusuna açıklık getirilmesi, yaşanıyorsa bunun nedenleri ve olumsuz etkilerinin ortaya konulması ve bu çerçevede ekonomi politikası önerilerine ulaşılmasıdır.

2. ARAŞTIRMADA KULLANILAN YÖNTEM

Bu araştırmada para ikamesi olgusu ve bu olgunun ekonomideki etkileri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından genel ve teorik düzeyde incelenmiştir. Konunun Türkiye ekonomisi açısından ampirik olarak incelenmesinde ise, zaman serisi analizleri kullanılmıştır. Bu çerçevede korelasyon testi yapılarak, kullanılan değişkenler arasında korelasyon düzeyi ve yönü belirlenmiştir. Kurulacak modeller için anlamlı değişkenler test sonuçlarına göre belirlenmiştir.

Aynı zamanda, modellerin oluşturulması sürecinde değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünün belirlenmesinde Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Böylece bağımlı - bağımsız değişkenler çalışmamız açısından en uygun şekliyle belirlenmeye çalışılmıştır. Bu belirlemeler sonucunda Türkiye’de para ikamesinin yabancı para talebinin hangi değişkenlerden etkilendiği ve aynı zamanda söz konusu olgunun hangi makro ekonomik değişkenler üzerinde ve ne yönde etkili olduğu doğrusal ve logaritmik regresyon kalıpları kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır.

3. ARAŞTIRMANIN PLANI

Çalışmamız üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, öncelikle para ikamesinin farklı tanımları verilerek, para ikamesinin ortaya çıkmasına neden olan yapısal, kurumsal ve ekonomik sürece ilişkin faktörler incelenmiştir. Para ikamesinin ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre ortaya çıkış nedenleri ve etkileri farklı olduğundan, söz konusu olgu gelişmiş ve gelişmekte olan açısından ayrı ayrı

irdelenmiştir. Bu bölümde son olarak, para ikamesinin ölçülmesine ilişkin olarak geliştirilen yöntemler ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde para ikamesinin makro ekonomik etkileri ele alınmıştır. Bu çerçevede para politikasının bağımsızlığı, para talebi, döviz kurunun belirlenmesi, döviz kuru politikaları, enflasyon vergisi, senyoraj geliri, istikrar politikaları ve reel ekonomi ile para ikamesinin ilişkisi ortaya konulmaya çalışılmıştır. İkinci bölümün son kısmında, para ikamesini önlemeye yönelik yapısal, kurumsal ve ekonomik sürece ilişkin politikalar ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde, ikinci bölümde yapılan analizler çerçevesinde Türkiye’de 1980 sonrası dönemde para ikamesine ilişkin yaşanan ekonomik gelişmeler ele alınmıştır. Burada yapılan analizlerde Türkiye’de yaşanan para ikamesini etkileyen faktörler ve para ikamesinin etkileri, ayrıca, ekonometrik olarak da ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışma, genel bir değerlendirme ve para ikamesinin önlenmesinde kullanılabilecek önerilere yer verilen Sonuç Bölümü ile tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA İKAMESİNİN ANLAMI, KAPSAMI VE ÖLÇÜLMESİ

Makro ekonomik analizlerde ülke sakinlerinin yalnızca ulusal para talep ettikleri genel kabul gören bir varsayımdır. Ancak, ülkelerin karşılıklı ilişki içinde oldukları günümüz dünyasında, yabancı para tutmanın yasaklanmadığı koşullarda, ekonomik birimler ulusal paranın yanısıra yabancı parayı da talep edebilmektedirler. Ulusal paranın yabancı para ile ikamesi farklı şekillerde ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle birinci bölümde para ikamesinin farklı tanımları verilerek bu olgunun ortaya çıkış nedenleri ve ölçüm yöntemleri ele alınacaktır.

1. PARA İKAMESİ ve TURLERİ

1.1. Para İkamesi Kavramı

Para ikamesi (currency substitution) çalışmaları paranın geleneksel üç fonksiyonu* arasındaki ayırmadan yararlanılarak, paranın sağladığı hizmetler göz önüne alınarak diğer paralarla yer değiştirmesi ve para birimlerinin birbirleri ile potansiyel tercih edilebilirliklerine karşılık kullanılmaktadır¹. Ancak, “para ikamesi” kavramı ile, başka bir para ya da varlığın belli bir paranın özelliklerini yerine getirmesinin mi, yoksa tamamen eşit sayılarak onun yerine geçmesinin mi kastedildiği açık değildir. Bu iki alternatif anlam çalışmalarda da farklılığa yol açmaktadır. Para ikamesi ile ilgili literatürde ortak bir tanım yoktur. Para ikamesini bazı yazarlar yabancı paranın, ulusal paranın geleneksel üç rolünü de ikame etmesi durumu olarak tanımlarken, bazıları da yalnızca paranın değer saklama veya değişim aracı rolünün ikamesi olarak sınırlandırmaktadır. Para ikamesi genellikle ulusal paranın dövizle ikamesi şeklinde tanımlanmaktadır. Ancak, ileride de değinileceği gibi para ikamesi ulusal paranın, yabancı paranın da dahil olduğu dış finansal aktiflerle ikamesi olarak geniş bir şekilde

* Paranın sağladığı hizmet paranın üç fonksiyonu ile açıklanabilir. Bunlar, hesap birimi (unit of account) değer deposu (store of value) ve değişim aracı (medium of exchange) olma fonksiyonlarıdır. Ekonomik birimlerin yabancı bir ülke ilgili işlemlerinde nispi fiyatların hesaplanması bir külfet yaratır. Bu nedenle örneğin yabancı bir ülkeye gidilirken hesap birimi olması fonksiyonu nedeniyle söz konusu ülkenin parasına sahip olunmak istenir. Değer deposu olma fonksiyonu ise kendi cinsinden getirisi ve en likit araç olma özelliği nedeniyle paranın üstlendiği fonksiyonlardan birisidir. Değişim aracı olma fonksiyonu ise bireylerin yabancı parayı özel işlemlerinde kullanımıyla ortaya çıkar.

¹ Alberto GIOVANNINI – Bart TURTELBOOM, *The Handbook of International Macroeconomics*, Edited by Frederick VAN DER PLOEG, Blackwell Publishers, First Published 1994, s.392

de tanımlanabilmektedir. Bu çalışmada, literatürde daha geniş bir yer tutan dar anlamdaki para ikamesi üzerinde yoğunlaşılacaktır.

Ülkeler arasında ekonomik bağlantılar dikkate alındığında, ülke sakinlerini tuttukları paranın kompozisyonunu çeşitlendirmeye iten önemli güdüler vardır. Ulusal para tutmak için varolan güdüler yabancı para talebi için de geçerlidir. Bunlar işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüleridir. Yabancı para genellikle işlemlerini dövizle yapan birimler tarafından kullanılır. Örneğin, çok uluslu şirketler, ithalatçı ve ihracatçı firmalar ithalat ve ihracatta işlem maliyetini düşürmek amacıyla ve döviz kurlarında meydana gelebilecek değişiklik riskine karşı işlem ve ihtiyat güdüsüyle nakit balanslarının kompozisyonunu çeşitli paralardan oluştururlar. Turistler ve sınır alanlarındaki yerleşik kişiler para balanslarını çeşitlendirme yönünde güdülere sahiptirler². Bunun yanında yabancı para, kısa dönemli döviz kuru hareketlerinden kar elde etme beklentisinde olan spekülâtörler tarafından spekülasyon amacıyla talep edilir. Yabancı paranın söz konusu amaçlarla elde tutulması hemen her açık ekonomide görülebilen bir unsurdur. Ancak, ekonomik birimler tarafından elde tutulan yabancı para ulusal paranın yerini almaya başlıyor ve hatta ulusal paranın işlevlerini daha etkin bir şekilde yerine getirmeye başlıyorsa para ikamesinden bahsedilir.

Para ikamesi bu şekliyle gelişmekte olan bir çok ülkede farklı dönemlerde yaşanan bir olgu olmuştur. Uygulanan yanlış politikalar sonucu yüksek enflasyon ve dış dengesizlikler, bu tür ülkeleri turizm ve ticaret işlemlerinin gerektirdiği talebi fazlası ile aşan bir döviz talebi ile karşı karşıya getirmiştir³.

Aşağıdaki şekilde döviz talebinin olası belirleyicilerinin yanısıra söz konusu talebin hangi güdülerle ortaya çıktığı ve yabancı paranın hangi fonksiyonunun bu güdülere hizmet ettiği özetlenmeye çalışılmıştır.

² Guillermo ORTIZ, "Currency Substitution in Mexico", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.15, No.2, May 1993, s.177

³ Benedict CLEMENTS – Gerd SCHATZ, "Currency Substitution: The Recent Experience of Bolivia", *World Development*, Vol. 21, No: 11, 1993, s. 1883

Şekil 1: Dövizle Yönelik Talebin Neden ve Güdöleri,
Dövizin Fonksiyonları

	Dövizle Yönelik Talebin Nedenleri	Dövizin Üstlendiği Fonksiyon	Döviz talebini Belirleyen Güdöler
GOÜ	1. Dış Ticaret İşlemleri	Hesap Birimi ve Değişim Aracı	İşlem ve İhtiyat Güdüsü
	2. Finansal Servete İlişkin Getiriyi Maksimize Etmeye Yönelik Portföy Çeşitlendirmesi	Değer Birikim Aracı	Spekülasyon Güdüsü
	3. Ülkedeki İşlemler	Hesap Birimi ve/veya Değişim Aracı	İşlem Güdüsü
	4. Enflasyon Vergisi Nedeniyle Finansal Kayıplardan Korunmak	Değer Birikim Aracı	Spekülasyon Güdüsü

Kaynak: Tarafımızdan düzenlenmiştir.

Şekilde ifade edilen döviz talebinin nedenlerinden ilk ikisi, tipik olarak, istikrarlı bir makro ekonomik yapıya sahip gelişmiş ülkelerde (GÜ) döviz talebini açıklar. Yüksek makro ekonomik istikrarsızlığa sahip gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) ise üçüncü ve özellikle dördüncü nedenler döviz talebini açıklamaktadır. Dış ticaret hacmi daha yüksek olan gelişmiş ülkelere dış ticaret işlemleri nedeniyle ortaya çıkan döviz talebi, dövizin hesap birimi ve değişim aracı olma fonksiyonları nedeniyle işlem ve ihtiyat güdüsüyle ortaya çıkmaktadır. Bu tür talep, her ne kadar GOÜ'lerde de söz konusu olsa da, dış ticaret hacminin daha düşük olması nedeniyle daha azdır. Özellikle GÜ'lerde forward piyasalar, dış ticaret işlemleri nedeniyle ortaya çıkan kur riskini azaltmak için yoğun olarak kullanılmaktadır. Bu tür piyasalar , ihtiyat ve spekülasyon güdüsüne hizmet etmektedir. Döviz talebine yol açan portföy çeşitlendirmesinde döviz bir değer birikim aracı olarak spekülasyon güdüsü ile tutulmaktadır. Bu tip bir talep GÜ'lerde sermaye piyasalarının dünya sermaye piyasaları ile oldukça yüksek düzeyde entegre olması nedeniyle daha yoğundur. Döviz talebine yol açan diğer bir faktör olan ülkelerdeki işlemler, dövizin hesap birimi ve değişim aracı olma fonksiyonu nedeniyle ortaya çıkmaktadır. GÜ'lerde ulusal para güçlü olduğundan yabancı paranın ülkedeki

işlemler için kullanılması söz konusu değildir. GOÜ'lerde ise yüksek enflasyonun yarattığı kayıplar nedeniyle özellikle gayri menkul, otomobil alım-satım veya kira bedelleri yabancı para ile belirlenebilmekte, ödemeler döviz ile veya döviz cinsinden belirlenmiş fiyat üzerinden ulusal para ile yapılmaktadır. Dolayısıyla döviz burada hesap birimi ve/veya değişim aracı fonksiyonlarını üstlenebilmektedir. Enflasyon vergisinden ve finansal kayıplardan korunmak amacıyla döviz talebi de yine temelde GOÜ'lere özgüdür. Bu ülkelerde yaşanan enflasyon ulusal paranın satın alma gücünü devamlı olarak azalttığından bireyler yabancı paraya yönelebilmektedir. . Burada, paranın değer birikim aracı olma fonksiyonu ve spekülasyon güdüsü ön plana çıkmaktadır.

Kurumsal veya tarihsel nedenlerle bir ülkede bir miktar yabancı para depoları bulunabilir. Ülke sakinleri tarafından ayrılan önemsiz yabancı para depoları, para ikamesinin varlığını göstermez. Para ikamesinden söz edilebilmesi için ülkede tutulan yabancı para balansları, diğer ekonomik değişkenlerde değişikliğe yol açacak düzeyde bulunmalıdır. Bununla beraber, para ikamesinde ülkedeki her bir bireyin yabancı para depolarına sahip olması da gerekmez. Para ikamesi, yalnızca ekonomik değişkenlerin cari değerini belirleyen hem ulusal hem de yabancı para depoları tutan ve daha fazla ulusal para veya yabancı para deposu tutmak arasında marjda kayıtsız kalan, bir grup bireyin varlığını gerekli kılar.

Para ikamesi mekanizmasını tartışmak için böyle bir bireyler grubunun olduğu varsayılır. Bu gruba dahil her bir bireyin önemli özelliği, para depolarınca çeşitlendirilmiş bir portföy tutmalarıdır. Reel para depo portföyünün hacmi, reel gelir ve diğer varlık çeşitlerinin getiri düzeylerine göre değişmekle beraber, portföy kompozisyonu, elde tutulan değişik para çeşitlerinin fırsat maliyetlerine uygun olarak değişecektir⁴.

Para ikamesinin önemli boyutlara ulaştığı ekonomilerde Gresham kanununun tersine işlediği iddia edilebilir⁵. Gresham kanunu “ kötü paranın iyi (sağlam-değerli)

⁴. Marc A. MILES, “Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence”, *American Economic Review*, Vol.68, No. 3, June 1978, s.429

⁵ GUIDOTTI P. E. & RODRIGUEZ C. A., Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?, *IMF Staff Papers*, Vol. 39, 1992, s.518

parayı kovması” şeklinde tanımlanır. Burada iyi olarak tanımlanan para, nominal değeri (üzerinde yazılı değeri) ile piyasadaki değeri eşit olan paradır. Kötü para ise satın alma gücü, nominal değerinin altında olan paradır. Bir paranın kötü olması başka bir parayla değişim oranı tarafından belirlenir. Bir paraya göre değişim oranı aleyhte olan para, kötü paradır. Değişim oranı ulusal para aleyhine ise döviz iyi para ulusal para ise kötü para olur. Örneğin, döviz kontrollerinin uygulandığı bir ekonomide piyasa kuru resmi otoritelerce belirlenen kurdan yüksekse (düşükse) döviz iyi (kötü) paradır. Bu nedenle, döviz bireyler tarafından gömülenirken ulusal para elden çıkarılır. Bir başka deyişle alışverişlerde kullanılır. Bir ülkede tek bir para olsa bile kağıt para kupürlerinden aşınmış veya kirlenmiş olanlar elden çıkarılır⁶.

Para ikamesinde, iyi para olarak tanımlanan döviz, kötü para olarak nitelenen ulusal paranın işlevlerini yerine getirmekle beraber, ulusal paranın geleneksel işlevlerini kaybetmesine de neden olmaktadır⁷. Bir başka deyişle, başlangıçta yalnızca tasarruflar değer kaybının en aza indirgenmesi açısından döviz cinsinden tutulurken, günlük işlemlerde ulusal para kullanılmaktadır. Böyle bir olgu Gresham kanununa uygundur. Ancak, para ikamesinin aşırı boyutlara vardığı durumlarda para tutmak için varolan hiç bir güdü ile ulusal paranın talep edilmesi söz konusu değildir. Bu uç durum ulusal paranın gelecekteki değerinin çok hızlı bir şekilde düşme göstereceği beklentisi, diğer bir deyişle hiperenflasyon beklentisi söz konusu ise gerçekleşecektir.

1.2. Simetrik ve Asimetrik Para İkamesi

Para ikamesi Ramirez- Rojas tarafından simetrik ve asimetrik olarak sınıflandırılmıştır. Yerleşikler ve yerleşik olmayanlar aynı anda ulusal ve yabancı parayı talep ettiklerinde simetrik para ikamesinden bahsedilir. Asimetrik para ikamesinde ise yerleşiklerin güçlü olan yabancı para talebine dış ülkelerdeki birimlerin diğer ülkenin parasına talebi eşlik etmez⁸. Latin Amerika ülkelerinde görülen para ikamesi asimetriktir. Bu ülkelerde temelde Amerikan doları ulusal parayı güçlü bir şekilde

⁶ Sadık ACAR, *Genel İktisat*, Dokuz Eylül Üniv. Döner Semaye İşl. Yayın No. 48, Gözden Geçirilmiş İkinci Bası, Ankara 1994, s. 175-176

⁷ Nebiye YAMAK- Rahmi YAMAK, *Para İkamesi (Dolarizasyon) ve Türkiye Örneği*, Doç.Dr. Yaman AŞIKOĞLU’ na Armağan içinde, SPK Yay No. 56, Ocak 1997, s.3

⁸ RAMIREZ-ROJAS C.L., “Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay”, *IMF Staff Papers*, vol: 32, No: 4, December 1985, s.630

ikame ederken, söz konusu ülkelerin paraları ABD'deki ekonomik birimler tarafından talep edilmez. Gelişmiş ülkelerde yaşanan para ikamesi olgusu simetrik bir özellik gösterirken, gelişmekte olan ülkelerde bu süreç asimetrik olarak yaşanmaktadır.

Genellikle para ikamesi ile yüksek sermaye hareketliliğinin etkilerinin benzerliği nedeniyle para ikamesinin yeni bir anlayış olmadığı ileri sürülmekle birlikte, Ramirez – Rojas tarafından yapılan simetrik-asimetrik para ikamesi ayrımı bu iki olgu arasında farklılık olduğuna işaret etmektedir.

Cuddington (1983) uluslararası tam sermaye hareketliliğini para ikamesinden ayırmamıştır. Yüksek sermaye hareketliliği ile para ikamesinin makro ekonomik etkilerinin niteliksel olarak benzerliğini vurgulayan ve bu nedenle para ikamesi literatürünün yeni bir anlayış olmadığını ileri süren Cuddington, bu görüşe standart portfolyo dengesine döviz tercihinin dahil edilmesiyle ulaşmıştır⁹.

Ramirez-Rojas tarafından para ikamesine ilişkin olarak yapılan ikili ayrım, paraları rezerv para (high money) durumunda olan ülkeler arasındaki para hareketleri ile, gelişmiş ve gelişmemiş finansal sisteme sahip ülkeler arasındaki para hareketlerinin farklılığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla sermaye hareketleri ile para ikamesi olguları bu çerçevede ayrıştırılabilmektedir¹⁰.

Para ikamesini sermaye hareketlerinden ayıran özelliklerden birisi, para ikamesinde, talep yerli para ve para benzerlerinden yabancı paraya ve döviz tevdiat hesaplarına kaydığandan varlıklar arasındaki hareketin faiz getirmeyen aktifler arasında olmasıdır. Sermaye hareketleri ise, faiz taşıyan aktiflerle, özellikle bonolarla, ortaya çıkmaktadır. Diğer bir özellik ise, para ikamesinde yabancı paranın yalnız değer saklama aracı değil, aynı zamanda değişim aracı ve hesap birimi olarak kullanılmasıyla ulusal paranın işlevlerini de yerine getirmesidir¹¹.

⁹ Ugo Fasano FILHO, *Currency Substitution and Liberalization The Case of Argentina*, Paradigm Print, Great Britain, 1986, s. 1/11

¹⁰ Selahattin TOGAY, "Para İkamesi-Nedenleri ve Yarattığı Sonuçlar", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt 8, Sayı 26, Sonbahar 1997, s. 90

¹¹ *Para ve Sermaye Piyasası Sözlüğü*, Edt. Deniz GÖKÇE, Creative Yayıncılık, İstanbul, 1996, s. 1270

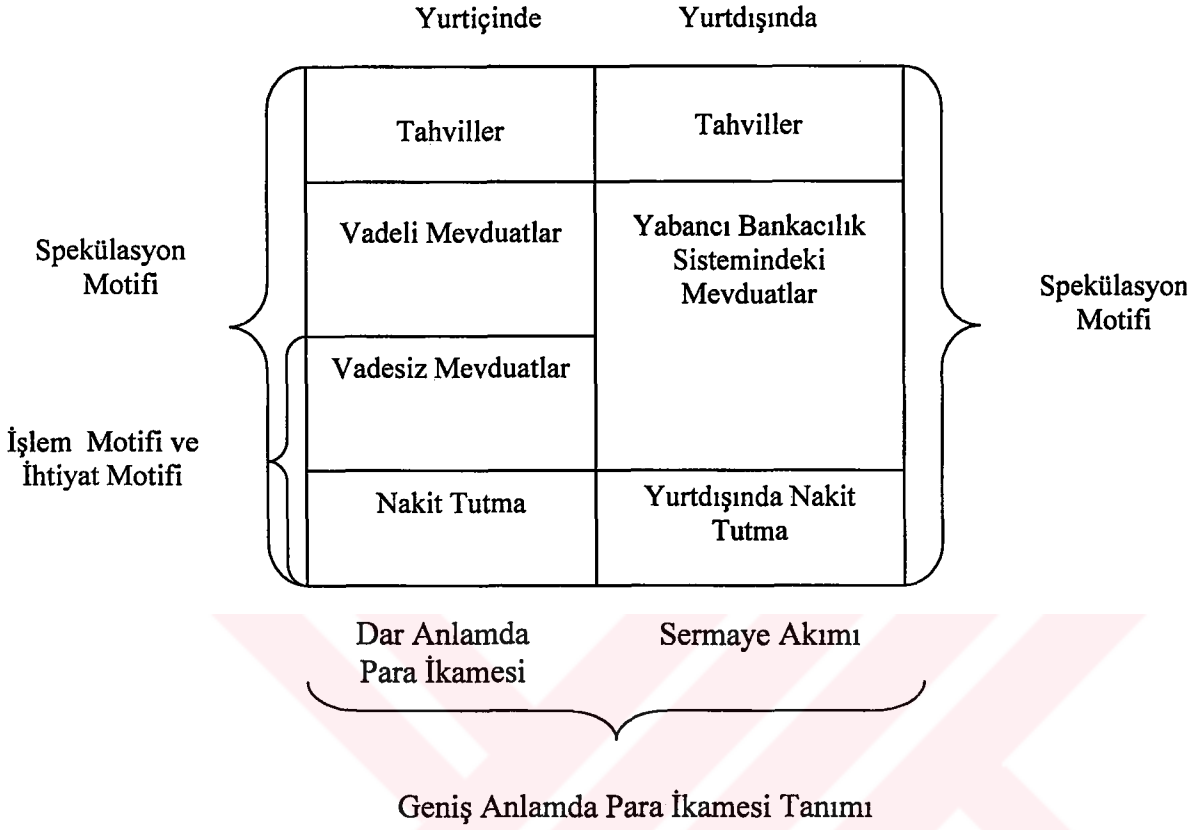
1.3. Dar ve Geniş Anlamda Para İkamesi

Para ikamesi dar ve geniş anlamlarda tanımlanabilmektedir. Dar tanıma göre para ikamesi, yabancı paranın ulusal para ile ikamesi anlamını taşımakta; geniş tanımda ise, ulusal parayla tüm dış finansal aktiflerin ikamesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla geniş tanım sermaye hareketlerini de içerdiğinden aynı zamanda simetrik para ikamesini de içermekte ve genellikle gelişmiş ülkelerle ilgili yapılan çalışmalar için kullanılmaktadır. Dar tanım ise gelişmekte olan ülkelerle ilgili yapılan çalışmaların sınırını belirlemektedir.

Dar ve geniş anlamda para ikamesini ayırtırmak için aşağıda verilen şekilden yararlanılabilir. Şekil 2'de para ikamesi konsepti, daha önce genelde GOÜ'lerde döviz talebini açıklamakta belirleyici olduğu belirtilen ülkedeki işlemler ve enflasyon vergisi faktörleri (Şekil 1, 3.ve 4. faktör) üzerinde yoğunlaşmıştır.

Ulusal paranın değişim ve hesap birimi olarak işlevlerini kaybettiği durumda işlem motifi ile döviz tutulması kaçınılmaz bir sonuçtur. Bu amaçla döviz nakit veya vadesiz mevduat şeklinde likit olarak tutulur. Ayrıca yüksek istikrarsızlık dönemlerinde yalnızca büyük miktartlı işlemler için ulusal para yerine döviz, işlem amacıyla talep edilmektedir. Ulusal işlemlerde dövizin kullanılması paranın değişim aracı olma fonksiyonundan çok, hesap birimi olma fonksiyonu tarafından belirlenir. Dövizin nakit olarak tutulmasının diğer yolu halkın büyük miktarda döviz gömüleme şeklinde saklamasıdır. Burada dövizin nakit olarak tutulmasıyla, enflasyon vergisinden veya finansal varlıklara hükümetin el koyması sonucu oluşabilecek finansal kayıplardan kaçınılması amaçlanmış olabilir. Bu durumda işlem motifinden çok, değer saklama motifinin daha baskın olduğu söylenebilir. Bunun yanısıra ulusal bankacılık sisteminde tahvil veya döviz tevdiat hesapları paranın değer saklama fonksiyonu ile açıklanabilir.

Şekil 2: Dar ve Geniş Anlamda Para İkamesi



Kaynak: Diana BRAND, *Currency Substitution in Developing Countries -Theory and Empirical Analysis for Latin America and Eastern Europe*, Ifo Institute for Economic Research, Munich, 1993, s. 53

Para ikamesi yalnızca ülkede tutulan döviz stoklarını kapsayan bir anlamda kullanılırsa dar bir tanım yapılmış olur. Ancak, bu stoklar herhangi bir dönemde yurtdışına transfer edilebileceğinden potansiyel bir sermaye akımı söz konusudur. Bu nedenle para ikamesinin yurtiçinde ve yurtdışında tutulan döviz depolarını dikkate alarak tanımlanması daha uygundur. Dış ticaret işlemleri tarafından harekete geçen akımlar ile portföy talebi ve ülkeye özel risk faktörüne bağlı olarak ortaya çıkan akımlar arasında fark vardır. Yalnızca portföy talebi ve ülkeye özel risk faktörüne bağlı olarak ortaya çıkan sermaye akımı para ikamesinin geniş tanımı içinde yer alacaktır. Ülke içindeki para ikamesinin dışında sermaye akımı şeklinde yurt dışında döviz tutulması (kasalarda, banka mevduatı veya tahvil şeklinde) temelde spekülasyon motifi ile gerçekleşecektir.

Para ikamesinin geniş tanımı, sermaye akımı ile para ikamesinin aynı olduğu anlamına gelmez. Bir çok Latin Amerika ülkesi deneyimi, döviz mevduatı tutma üzerine konulan kısıtlamaların kaldırılması sonucunda yurtdışında tutulan döviz varlıklarının geri döndüğünü ve özel sektörün servetinde döviz varlıklarının toplam payının da artmış olduğunu göstermiştir. Para ikamesi ile sermaye akımı arasındaki ilişki hem tamamlayıcı hem de ikame edici olabilir. İkame ilişkisine 1977-1980 dönemindeki Meksika örneği verilebilir. Bu dönemde Meksika hükümeti sermaye akımını azaltmak için bilinçli olarak dolar mevduat faiz oranını Pezo mevduatı ve uluslararası faiz oranı düzeyinin üzerinde tutmuş ve Meksika halkının Amerika bankacılık sisteminde döviz mevduat büyüme oranı %2.1 düşerken, Meksika bankacılık sisteminde döviz mevduatı büyüme oranı %3.7 artmıştır¹². Tamamlayıcılık ilişkisi ise dolaylı para ikamesi tanımında daha geniş olarak açıklanacak olan süreç ile ortaya çıkmaktadır. Kısaca, ülkeler arasındaki tahvil faiz oranı farklılıkları ilk önce faizler eşitleninceye kadar yüksek faizli ülkeye yönelik sermaye akımına neden olacaktır. Faiz oranı başlangıçta düşük olan ülkenin parası yüksek olan ülkenin parası karşısında vadeli piyasada bu farkın tutarı tarafından belirlenen bir iskontoya konu olacaktır. Bu durumda düşük faizli ülkedeki ekonomik birimler ulusal paranın değer kaybına uğrayacağı beklentisi ile dövizle yöneleceklerdir.

Döviz mevduatlarındaki artış, ülkeye sermaye girişinin, yurt dışındaki mali varlıkların yurt içi mali sisteme kayması sonucu olduğu ve vergi tabanında bir artış getirebildiği ölçüde olumlu, ulusal paradan kaçarak gerçekleştiği ölçüde ise olumsuz bir gelişmedir. Para ikamesi yabancı para talebinin ulusal paradan kaçarak artırılması şeklinde ortaya çıkmaktadır.

1.4. Dolarizasyon ve Tam Dolarizasyon

Para ikamesi ve dolarizasyon kavramları, bir çok çalışmada birbirinin yerine kullanılabilir. Yabancı paranın ulusal paranın işlevlerini yerine getirerek ekonomik birimler tarafından talep edilmesi Arjantin, Bolivya, Meksika, Peru ve Uruguay gibi yüksek enflasyon deneyimine sahip bir çok Latin Amerika ülkesinde görülmüştür. Bu ülkelerde finansal varlıkların büyük bir bölümü döviz mevduatı olarak

¹² BRAND, a.g.e., s. 52-55

tutulmuştur. Bu mevduatlar genelde Amerikan Doları cinsinden olduğu için söz konusu olgu dolarizasyon olarak tanımlanmıştır. Bir başka deyişle, dolarizasyon para ikamesinin Latin Amerika versiyonudur.¹³ Bu tanımlamaya göre dolarizasyon sürecinde yabancı para bir tasarruf aracı olarak kullanılmaktadır. Amerikan doları yerine döviz tevdiat hesaplarının mark cinsinden yoğunlaşması durumunda bu süreç markizasyon olarak adlandırılmaktadır.

Dolarizasyon kavramının yanısıra, bir ölçüde farklı anlamda olmak üzere “tam dolarizasyon” (total dollarization) kavramı da kullanılmaktadır. Buna göre, dolarizasyon sürecinde tasarrufların dolar cinsinden döviz tevdiat hesapları şeklinde yoğunlaşmasına karşılık ekonomide ulusal para kullanılmaya devam ederken; tam dolarizasyonda, ulusal para tümüyle terk edilip ülkede dolar gibi bir yabancı para geçerli olacaktır¹⁴. Dolayısıyla dolarizasyon ekonomide bir takım rahatsızlıklar sonucunda ulusal paraya güvenin azalması ile ekonomik birimlerin bir tepkisi sonucu ortaya çıkarken, tam dolarizasyon otoriteler tarafından seçilen bir sistem özelliğini taşımaktadır.

2. PARA VE TAHVİL İKAMESİ

Para ikamesi ile ilgili literatürde tahviller arası ikame ile paralar arası ikamenin farklı olduğunun üzerinde durulur. Yerleşik yatırımcılar portföylerinde ulusal ve yabancı paraların yanısıra ulusal ve yabancı tahvilleri de tutarlar. Portföy sahipleri ulusal varlıklarda ani bir değer kaybı beklediklerinde portföylerinde ulusal varlıklardan çok (ulusal para da dahil), görece olarak daha fazla yabancı varlık (yabancı para da dahil) tutmak isteyeceklerdir. Bu ayarlamadan sonra faiz oranı paritesi yeniden oluşur ve her iki tahvil tam olarak ikame edilir¹⁵. Bu oluşum tipik bir sermaye hareketidir.

¹³ Kurt SCHULER, So You Want To Dollarize, <http://www.erols.com/kurrency>, May 1998, s.1, Nazende ÖZKARAME, “Türkiye’de Dolarizasyon ve Para İkamesi”, *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt7, Bahar 1996, s.99-100

¹⁴ Aykut KİBRİTÇİOĞLU, 2000-2002 Enflasyonla Mücadele ve Yeniden Yapılanma Programının Döviz Kuruna Dayalı Diğer İktisat Politikası Uygulamalarından Farklılıkları, <http://dialup.ankara.edu.tr/~kibritci/program.html>, 15.09.2000

¹⁵ Ugo Fasano FILHO, *Currency Substitution and Liberalization; The Case of Argentina*, Gower Publishing Company, Vermont, 1984, s. 16

Faiz oranı paritesi, ülkeler arasındaki faiz farklılıkları sonucu ortaya çıkan arbitraj karı nedeniyle fonların düşük faizli ülkelere yüksek faizli ülkelere akması ile faiz oranlarının uluslararası düzeyde eşitlenmesi eğilimidir. Fon açığı olanlar düşük faizli piyasalardan borçlanırken fon fazlası olanların fonlarını yüksek faizli piyasalara yatırmaları sonucu bu iki piyasa arasında faiz oranları eşitlenme eğilimine girecektir. Faiz oranları paritesine göre, düşük faizli ülkenin parası yüksek faizli ülkenin parası karşısında vadeli piyasada bu farkın tutarı kadar prim yapar. Yüksek faizli ülkenin parası ise aynı şekilde faiz farkı kadar vadeli iskonto doğurur. Ekonomi birimleri ulusal tahvile yatırım yaptıklarında elde edecekleri faiz getirisi İd yabancı tahvil alımında ise faiz getirisi İf olacaktır. Yatırımcı elde ettiği bu döviz cinsinden geliri dönem sonunda ulusal paraya çevirecektir. Ancak, yatırımcı gelecekteki anında (spot) kuru tahmin edemeyeceğinden ortaya çıkacak kur riskini gidermelidir. Bunun için dönem sonunda elde edeceği döviz gelirini vadeli piyasada satarak ulusal paraya çevirecektir. Bu durumda vadeli (forward) kur F ile spot (cari) kur S ile gösterildiğinde, yerleşiklerin bir birim ulusal parayı yabancı mali aktife yatırmaları halinde elde edecekleri getiri $(1+if)F/S$ olarak ifade edilebilecektir. Yatırımcı eğer fonlarını ulusal para piyasasına yatırırsa bir birim ulusal para karşılığında $(1+id)$ kadar kazanç elde edecektir. Bu iki seçenek birbirine eşit olduğunda $[(1+id) = (1+if)F/S]$ arbitraj olanağı ortadan kalkacaktır.

Denklem yeniden düzenlendiği takdirde $[id-if=(F-S)/S]$ şeklinde faiz oranı paritesinin temel önermesi elde edilir. Denklemin sağ tarafı döviz kurunun iskonto oranı olarak tanımlanırsa, faiz oranları farkının vadeli-spot piyasa kur farkına eşit olduğu görülür. Burada risk unsuru olmadığından, diğer bir deyişle faiz paritesi kur riskine karşı korunmuş olduğundan güvenceli (covered) faiz arbitrajı geçerlidir. Söz konusu eşitlik bozulduğunda, örneğin $id-if < (F-S)/S$ durumunda kısa süreli fonlar ulusal piyasadan dış piyasaya kayacaktır. Spot piyasadan döviz alıp vadeli piyasada satan yerli yatırımcı bu hareketi ile bir taraftan spot kuru yükseltirken vadeli kurun düşmesine neden olacak, diğer taraftan fonların ulusal piyasadan dış piyasaya akışı ile de ulusal faiz oranını yükseltirken yurtdışı faiz oranının düşmesine neden olacaktır. Böylece faiz

farlılığı giderilecektir¹⁶. Gelecekte spot piyasa kurunun (Sf) vadeli kurdan daha yüksek olacağını tahminleyip döviz kuru riskine karşı korunmayanların olması durumunda güvencesiz (uncovered) faiz oranı paritesi $(id-if)=(Sf-S)/S$ şeklinde olacaktır. Bu denklem bir denge şartını göstermekte olup uluslararası faiz farkının döviz kurunun beklenen değer kaybediş oranına eşit olacağına işaret etmektedir. Denklem $id=(Sf-S)/S+if$ şeklinde yazıldığına iç ve dış aktiflerin beklenen getirilerinin eşitlendiği görülmektedir.

Bu durumda yatırımcılar, tahviller aynı beklenen geliri sağladıklarından her iki tahvilin varolan miktarlarıyla tatmin olurlar. Bu tam (mükemmel) sermaye hareketliliği durumuna tipik bir örnektir. Ulusal ve yabancı tahviller arasında kazanç farklılığı olduğu müddetçe sermaye akımı devam edecektir. Ancak, kazanç farklılığı ortadan kalktığında sermaye hareketi duracaktır. Bununla beraber portföy seçiminin bir kısmının dövizden oluştuğu varsayıldığında, ulusal paranın değerinin düşmesi beklendiğinde servet sahipleri ulusal paradan dövizde kayacağından ulusal ve yabancı tahviller arasındaki kazanç farklılığı ortadan kalktığında da sermaye akımı veya para hareketi devam edecektir. Ancak, Mc Kinnon'a göre, faiz farklılıkları beklenen döviz kuru düşüşlerini doğru olarak yansıttığı takdirde kuvvetli sermaye hareketlerine neden olabilir.

Mc Kinnon'un yaklaşımı, tahvillerin faiz oranı pariteleri eşitlense bile sermaye akımının devam edeceği anlamına gelir. Paraların faiz oranının serbestçe belirlenmesi ve/veya sabit kur sistemi altında otoritelerin karaborsa döviz piyasasına müdahale etmemesi veya esnek kur sistemi altında temiz dalgalanma uygulanması koşuluyla tam para ikamesinde de, tam tahvil ikamesinde olduğu gibi faiz paritesi sağlanacaktır. Tam tahvil ikamesinde aynı iki tahvil arasındaki faiz farklılıkları döviz kurunda beklenen değişmeyi eşitlediği gibi, tam para ikamesinde de paraların nominal faiz oranlarındaki farklılıkların döviz kurunun beklenen değişim oranını eşitlediği varsayılır. Böylece, paraların faiz pariteleri devam etmediği sürece para akımı devam edecek ve beklenen

¹⁶ Michael MELVIN, *International Money and Finance* Second Edition, Harper Collins, 1982, s.85-88- Halil SEYİDOĞLU, *Uluslararası Finans*, Güzem Yayınları, İstanbul-1994, s.107-111- Nevzat GÜRAN, *Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge*, Dokuz Eylül Üniv. Yay. İzmir-1987, s.34-35

devalüasyon oranındaki değişimin etkisi, merkez bankasının uluslararası rezerv miktarı üzerinde tahvil ikamesinden daha önemli sonuçlar doğuracaktır ¹⁷.

Mc Kinnon para ikamesinin birinci kanal (dolaysız yol) veya ikinci kanal (dolaylı yol) olmak üzere iki ayrı biçimde ortaya çıkacağını öne sürmektedir. Birinci kanalda paraların ikame edilmesinin gerekçesi ödeme aracı olarak birbirinin yerine kullanılabilmesidir. Burada para ikamesi ticari bankaların, ticarete yönelik kurumlar ve bazı finansal olmayan çok uluslu şirketlerin devalüasyon beklentisine karşı aldıkları bir önlem olarak ortaya çıkmaktadır. Açık ekonomi Fisher koşulu (Fisher open condition) * geçerli kabul edildiğinde, ayrıca yerli yatırımcıların ulusal para ve tahvillerin yanısıra yabancı para ve tahvil tuttukları varsayıldığında, bir devalüasyon beklentisi karşısında yerli yatırımcıların yabancı parayı değeri düşen ulusal para yerine koyacakları söylenebilecektir. Mc Kinnon, birinci kanalla ortaya çıkan para ikamesinin gelişmiş ülkeler için anlamlı olabileceğini ancak belirleyici (önemli) olmayacağını ifade etmiştir¹⁸.

Dolaylı (ikinci kanal) para ikamesi, yatırımcıların işlem dengeleri için farklı paralarla birimlendirilen tahvil gibi para dışındaki finansal varlıkları, aralarında değiştirmeleri şeklinde ortaya çıkar. Bu tür varlıklar arasındaki uluslararası risk değerinde sıradan bir değişiklik her bir ulusal paranın talebini istikrarsız kılacaktır. Bu durumda her bir merkez bankasının para politikası döviz kurlarını stabilize etmeye yönelik olmalıdır. Bu öneri dolaysız para ikamesinin önemli olmadığı sanayileşmiş ülkeler için de geçerlidir.

Dolaylı para ikamesi sermaye hareketleri üzerinde herhangi bir kısıtlama olmadığı bir ortamda ortaya çıkmaktadır. Finansal açıdan açık ekonomilerde döviz

¹⁷ FASANO-FILHO Ugo, *Currency Substitution and Liberalization; The Case of Argentina*, Gower Publishing Company , Vermont, 1984, s. 16

* Uluslararası Fisher etkisi (International Fisher Effect) olarak da bilinen ve faiz oranları ile enflasyon oranları arasındaki ilişkileri açıklayan bu koşula göre, hükümet müdahalesinin bulunmaması durumunda, arbitraj mekanizması aracılığıyla reel faiz getirileri ülkeler arasında eşitleme eğilimine girecektir. Denge durumunda iki ülke arasındaki nominal faiz oranları farklılığı beklenen enflasyon farklılığına eşit olacaktır ($I_d - I_f = P_d - P_f$). Fisher etkisine göre enflasyon oranları yüksek (düşük) olan ülkelerde faiz oranları, bu fark dolayında , düşük (yüksek) enflasyonlu ülkelerden daha yüksek (düşük) düzeyde bulunur. MADURA Jeff, *International Financial Management*, Third Edition, West Publishing Company, USA, 1992, s. 214-217- Halil SEYİDOĞLU, a.g.e., s.115

¹⁸ Ronald I.MC KINNON, *Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standart*, *The American Economic Review*, vol. 72, No. 3, June 1982, s. 327

kurundaki bir değişiklik uluslararası tahvil piyasaları yoluyla iç para talebini değiştirecektir. İç fiyatların istikrarlı olduğu ve döviz kurunun satın alma gücü paritesine göre sürdürüldüğü A ve B gibi iki ülke olduğunu varsayalım. Sermaye piyasalarında A ülkesinin parasının değerinin düşeceği şeklinde bir beklenti doğduğunu varsayalım. Yabancı yatırımcı başka bir ülkenin tahvilinin getirisini kendi ulusal parasına çevirerek hesaplayacaktır. Bu nedenle, uluslararası yatırımcıların portföy tercihi A ülkesinin tahvilini satın B ülkesinin tahvilini almak yönünde değişecektir. A ülkesinde satın alma gücü paritesini geçici de olsa sağlamak için hükümet döviz piyasasına müdahalede bulunmaz ve/veya özel sektör döviz alıcıları döviz kuru dengesini değiştirebilecek bir harekette bulunmazsa bu gelişme yerli (A) tahvilin faiz oranının düşmesi ve yabancı tahvilin faiz oranının yükselmesine, dolayısıyla başlangıçtaki faiz oranı paritesinin bozulmasına yol açacaktır. Bu durum sermaye piyasaları açısından bir arbitraj olanağı doğuracağından arbitrajcılar aracılığı ile iç faiz oranları yükselme, dış faiz oranları ise düşme, dolayısıyla da iç ve dış faiz oranları eşitlenme eğilimine girecektir. Böylece faiz oranı paritesi koşulu yeniden sağlanacak ve getiri farklılığının ortadan kalması ile sermaye hareketleri duracaktır. Ancak ulusal tahvil faizinin yükselmesi şeklindeki baskı, ulusal paranın fırsat maliyetini artıracacağından, ulusal paranın talebinin azalmasına, yabancı para talebinin ise artmasına yol açacaktır.¹⁹ Özetle uluslararası tahvil piyasasında yatırımcıların A ülkesinin tahvilinden çıkıp B ülkesinin tahviline geçmesi, ekonomik birimlerin A ülkesinin parasına olan talebini azaltıp B ülkesinin parasına olan talebini artırması ile, dolaylı para ikamesi etkisine sahiptir. Bu durumda A ülkesinde bireyler daha az likit tutarken B ülkesinde daha fazla likit tutacaklardır. Dolaylı para ikamesinin bu süreci A ve B ülkesinin aralarındaki denge döviz kurunu devam ettirmeleri için para politikalarının uluslararası koordinasyonunu önerir. Ortak fiyat istikrarını sağlamak için ülkeler para politikalarının koordineli bir şekilde uygulamalı, bir ülkenin artırdığı para arzı kadar diğer ülke para arzını azaltmalıdır.

¹⁹ Ronald I. MCKINNON., "Direct and Indirect Concepts of International Currency Substitution", in *The Macroeconomics of International Currencies Theory, Policy and Evidence*, Edited by Paul MIZEN-Eric J. PENTECOST, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 1996, 44-53- Ronald I. MC KINNON, *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute For International Economics Policy Analyses in International Economics, March 1984, 30-32

Bu açıklamalardan, dolaysız para ikamesinin döviz kuru ile ilgili beklentiler tarafından uyarıldığı, dolaylı para ikamesinin ise faiz oranları tarafından uyarıldığı sonucuna varılabilecektir²⁰. Ayrıca, dolaysız para ikamesinin finansal derinliğe sahip olamayan ve diğer ülkelerin sermaye piyasaları ile yeterince entegre olmamış gelişmekte olan ülkelerde daha önemli olduğu söylenebilecektir. Bu ülkelerde ulusal paranın değer kaybına karşı korunma yollarının kısıtlı olması ekonomik bireyleri yabancı paraya yönlendirmektedir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde dolaylı para ikamesinin daha yaygın olarak ortaya çıkmasının gerekçesi ise paranın değer saklama işlevinden yararlanılmasından daha çok, değer artışından yararlanılması ve/veya dış ödemelerinde işlem maliyetlerinin düşürülmeye çalışılması olarak ifade edilebilir.

3. PARA İKAMESİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Günümüz ekonomilerinde paranın konvertibilitesi yönündeki gelişmeler, esnek döviz kurları sistemi uygulamaları, sermaye piyasalarının uluslararası bütünleşmesi ve gelişmekte olan bir çok ülkede ekonomik liberalleşme hareketlerinin başlaması ve bu bağlamda döviz mevduatlarının ve dövizle yapılan işlemlerin serbest bırakılması, ekonomik birimlerin döviz talebinin ortaya çıkmasına uygun bir ortam sağlamaktadır. Para ikamesine yol açan faktörler yapısal, kurumsal ve ekonomik sürece ilişkin faktörler olarak incelenebilir.

3. 1. Yapısal Faktörler

Ekonomik ve sosyal olayları belirleyen, ekonomik süreci ve düzeni oluşturan unsurlar arasında görece olarak süreklilik gösteren ilişki ve oranlar, ekonomik yapıyı ortaya koymaktadır. Bu nedenle, dünya ticaret ve para piyasalarının bütünleşmesi yönündeki gelişme eğilimi (küreselleşme), dış ticaret sektörünün yapısı ve piyasa yapısı para ikamesine neden olan yapısal faktörler kapsamında değerlendirilebilir.

²⁰ Emin ERTÜRK, Türkiye İktisadında Yeni Bir Boyut Para İkamesi Kavram, Teori, Oluşum Süreci ve Sonuçları, Uludağ Yayınları, Bursa, 1991, s. 19

3.1.1. Küreselleşme

Dünya ticaretinin büyümesi ve sermaye hareketlerinin artması USD ve DM gibi merkezi paralara olan talebi artırmaktadır. USD uluslararası işlemlerin yaklaşık %60'ına yakın tutarını gerçekleştiren bir araç konumundadır. Dolayısıyla rezerv para olarak da bir numaralı paradır. Para ikamesi, bu tür paralara reel olarak değer kazandırırken, diğer yandan da ilgili ülkelerin dış açıklarını finanse etmektedir. Diğer bir deyişle, güçsüzden güçlüye doğru küresel boyutlu bir kaynak transferi ortaya çıkmaktadır. Nitekim, bunun da etkisiyle, merkezi konumda olan ülkeler tarafından sermaye hareketlerinin serbestleşmesi küreselleşme adı altında teşvik edilmektedir. Bretton Woods sisteminde bir paranın konvertibl sayılması için yalnızca mal ve hizmet hareketlerinin serbestleştirilmesi yeterli görülürken, günümüzde konvertibilite anlayışı mal ve hizmetlerin yanında sermaye hareketlerinin de serbestleştirilmesi şeklinde genişletilmiştir. Bu oluşum merkez konumundaki ülkelerin, para ikamesi yoluyla elde ettikleri kazançları artırmıştır²¹. Böyle bir ortam içinde bir çok ülke paralarını konvertibil ilan etmiştir. Konvertibiliteye geçilirken eşanlı olarak finansal serbestleşme de gündeme gelmiştir.

1970'lerden sonra dış ticaret ve uluslararası finansman alanlarında serbestleşme tezleri önemli ölçüde yaşama geçirilmiştir. Gelişmiş ülkeler için 1970'lerde yaşanan bu süreç geliştirmekte olan ülkelerde 1980'li yıllarda yaşanmaya başlanmıştır. Serbestleşme ve dışa açılma, özellikle geliştirmekte olan ülkelerin sancılı yapısal uyum çabalarının önemli öğeleri olmuştur. Bretton Woods dünyasının kapalı, korumacı ve sanayileşmeci ülkeleri yeni dönemde serbestleşmeye ve dünya ekonomisiyle bütünleşme yarışına zorlanmıştır. İhracat büyümenin en önemli öğesi haline gelirken, ithalat önemli ölçüde serbestleştirilerek ekonomiler dış rekabete açılmışlardır. Mal ve hizmetler için artan dünya piyasalarının entegrasyonu yabancı paranın rolünü daha da artırmıştır.

Ulusal mali piyasalarda baskı kaldırılarak finansman uluslararası boyut kazanmıştır. Bu gelişmelerin en önemli sonucu, finansal serbestleşmenin, ticarete

²¹ Gülten KAZGAN, *Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen - Ne Getiriyor? Ne Götürüyor? Nereye Gidiyor?*- Bilimsel Sorunlar Dizisi, Altın Kitaplar Yayınevi, 1. Basım, Ekim 1997, s. 39-47

serbestleşmenin oldukça önüne geçmesidir. Bretton Woods sisteminin yıkılışı ile dalgalı kur sistemine geçiş ödemeler bilançosu üzerinde etkili olmuştur. Ancak bu etki beklendiği gibi cari işlemler üzerinde olmaktan çok, sermaye hareketlerine yönelik olarak gerçekleşmiştir²². Finansal serbestleşme döviz kurunu cari işlemler bilançosu tarafından belirlenen bir fiyat olmaktan çıkarıp fon akımları sonucunda oluşan bir fiyata dönüştürmüştür. Türkiye gibi ülkelerde, açık bütçe ve iç borçlanma, düşük yurtiçi tasarruf oranları ve makro ekonomik dengesizlikler sonucunda oluşan yüksek faiz oranları, döviz kurunun gerçek değerini yansıtmasını engellemektedir. Ulusal paranın reel olarak değerlendirildiği bu ortamda yüksek faiz ve spekülasyon kar beklentisiyle ülkeye giren fonlar sayesinde dış açık sürdürülmektedir.

Enflasyon, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki etkileşim ve bu değişkenlere bağlı olarak ortaya çıkan kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleri , getiri farklılığına ve böylece para ikamesine yol açmaktadır²³. Yurtiçindeki ekonomik birimler serbestçe döviz tutabilme olanağına sahip olduklarında enflasyon, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki nispi getiri farklılıklarına göre ulusal paradan dövize kaçış ya da tersi şeklinde bir para ikamesi gündeme gelecektir. Spekülasyon sermaye hareketlerinin yarattığı istikrarsızlık durumunda bu ikame ulusal paradan dövize yönelik olmaktadır.

Spekülasyon para talebi çerçevesinde ortaya çıkan para ikamesi dünya sermaye piyasalarının entegrasyonu tarafından belirlenir. Bu bağlamda, özellikle banka dışı araçlar yoluyla bireyler, finansal servetlerini geleneksel kapalı ekonomilerde olduğu gibi sadece ulusal para ve ulusal para ile belirlenen tahviller arasında dağıtmak yerine, mevcut tüm paralarla belirlenen tahviller arasında dağıtabilirler. Dünya sermaye piyasalarının entegrasyonunun oldukça yüksek olması, yabancı mevduat ve yabancı parayla tanımlanan tahvillerin elde edilmesini kolaylaştırır. Bu durumda, spekülasyon amaçlı para talebi portföyü oldukça fazla sayıda para tarafından oluşturulabilir. Genel kanı, benzer parasal hizmetleri yerine getiren farklı paralara izin veren ve böylece para ikamesine olanak sağlayan en önemli öğenin dünya mal ve finansal varlık piyasalarının

²² Taner BERKSOY, "Serbestleşmenin Ulaştığı Nokta Kur, Faiz Kısılacı", *Görüş*, TÜSİAD Yayın Organı, Sayı:8, Mart 1993, s. 35

²³ Sadi UZUNOĞLU vd. *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları No. 6, 1995, s. 73-74

entegrasyonu olduğu yönündedir. Bu görüş ikame elastikiyeti ile daha açık bir biçimde ifade edilebilir²⁴.

$$\sigma = g(I)$$

σ = reel para talebinde para ikamesi elastikiyeti

I= global mal ve sermaye piyasalarının entegrasyon yoğunluğu

I, kurumsal yapıdan kaynaklanır ve $d\sigma / dI > 0$ dır.

Bu ilişki , dünya piyasa entegrasyonundaki bir artışın paraların ikame edilebilirliğini artırdığını ifade etmektedir. Herhangi bir dönem için I'ın düzeyini belirleyen temel kurumsal faktörler mal ticaretine konulan tarifeler, kotalar ve diğer engeller, diğer işlem maliyetleri ile mal, hizmet ve finansal varlık piyasalarına ait dış kaynaklı bilginin varlığıdır. Bu faktörler dört ana grupta toplanabilecek ve bunların ilk ikisinin kamu otoritelerince, son ikisinin ise dışsal (seculary) değişimler tarafından belirlendiği söylenebilecektir.

$$I = h(T, C; \phi, \theta)$$

T= ticaret engelleri

C= sermaye kontrolleri

ϕ = taşıma ve işlem maliyetleri

θ = mevcut bilgi

$$\sigma_I / \sigma_T < 0$$

$$\sigma_I / \sigma_C < 0$$

$$\sigma_I / \sigma_\phi < 0 \text{ ve}$$

²⁴ PUTNAM B.H. WILFORD -D.S. -. KIND D.T, “ A Currency Portfolio Approach To Exchange Rate Determination: Exchange Rate Stability and The Independence of Monetary Policy” **The Monetary Approach To International Adjustment**, Proeger Publisher, New York, 1986, s. 183-184

$$\sigma I / \sigma \theta > 0$$

Ticaret engellerinin artması veya sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar global piyasa entegrasyonunu azaltırken işlem maliyetlerindeki azalma veya mevcut bilgideki artış entegrasyonu artırır. Teknolojik gelişmeler sonucu finansal yönetim tekniklerinin etkinlikleri artmış ve özellikle bilgisayar ve iletişim olanaklarının gelişimi finansal uluslararasılaşmayı hızlandırmıştır. Bilgi akımının gelişmesiyle birlikte yüksek miktarda fonların düşük risk ve maliyetle ülkeler arasında transfer edilmesi olanaklı hale gelmektedir²⁵.

Dünya piyasaları daha entegre hale geldikçe herhangi bir para, işlem yapmak için ulusal paranın işlevini kolayca yerine getirdiğinden farklı paralar kolayca ödeme aracı olarak kabul edilebilir hale gelir. Dolayısıyla, piyasa entegrasyonunu belirleyen söz konusu faktörler, farklı paraların benzer parasal hizmetleri yerine getirme derecesini de artırarak para ikamesinin alanını da genişletecektir.

3.1.2. Dış Ticaretin Yapısı

Para ikamesini etkileyen diğer yapısal bir faktör dış ticaretin yapısı ile ilgilidir. Bu çerçevede, ekonominin döviz arz elastikiyetinin düşük olması, özellikle istikrarlı bir döviz gelirine sahip olmayan GOÜ' ler için bu faktör oldukça önemli bir faktör olarak kendini hissettirmektedir. Söz konusu ülkelerin ihracatı genellikle talebin fiyat ve gelir elastikiyeti düşük mallardan oluşmaktadır. Ayrıca katma değer ve teknoloji yönünden düşük, dolayısıyla ikamesi kolay olan mallar ihracata konudur. Bu nedenle bu tür ekonomilerin döviz gelirleri dünya ekonomisine karşı oldukça duyarlıdır ve istikrarsız bir yapı göstermektedir. Öte yandan, söz konusu ülkelerin ithalatları genelde üretim kapasitelerini belirleyici nitelik taşımaktadır. İthalat ve ihracat sektöründeki bu olumsuz yapı nedeniyle dövizin ülke ekonomisi açısından oldukça önemli bir faktör olması ve kıt kaynak durumunda bulunması, tüm ekonomik birimlerin bu kıt kaynağı talep etmesine yol açmakta ve para ikamesi açısından elverişli bir zemin oluşturmaktadır.

²⁵ GUIDOTTI Pablo E., "Currency Substitution and Financial Innovation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Feb 1993 v25 n1, p109(16), s.1-2

3.1.3 Mali Piyasa Yapısı

Mali piyasalardaki yetersiz kurumsal düzenlemeler ve bu piyasaların sağlıklı işlemesi para ikamesini etkileyen bir faktör olarak ortaya çıkabilmektedir. Nitekim, sermaye piyasalarının ve diğer yatırım araçlarının sınırlandığı ülkelerde para ikamesi hızla büyüebilmektedir. Sermaye piyasasının gelişmesindeki eksiklik, tutulan servetin mal, ulusal para ve yabancı para olarak alternatiflerini sınırlandırmaktadır. Böyle bir ortamda döviz depoları tasarruf şekli açısından daha karlı hale gelir. Çünkü, bireyler ekonomik ve finansal koşulların bozulmasıyla yurtiçi satın alma güçleri düşeceğinden buna karşı koymaya çalışacaklar ve ulusal paradan kaçış başlayacaktır. Bu faktör bireylerin portföy kararlarının formülasyonuna eklenecektir. Diğer bir deyişle, yabancı para balansları elde etme olasılığının genişliği, veri ulusal para talebi düzeyini potansiyel olarak etkileyecektir. Benzer şekilde, bu balansları yasal olarak elde etme, kullanma ve değiştirme olanaklarının geniş olması, bireylerin döviz tutma arzularını artırır. Bu yüzden para ikamesinin derecesi daha da artacaktır²⁶. Öte yandan, finansal yatırım araçlarının eksikliği bu tür ekonomilerde para ikamesinin asimetric olmasına katkıda bulunmaktadır.

3.2. Kurumsal Faktörler

Ekonomik uğraş ve ekonomik sürecin içinde oluşturulduğu ortam ve sistem bir takım önlem, davranış ve çabalarla etkilenmektedir. Burada “kurumsal faktörler” olarak ele alınacak olan faktörlerin, temelde ekonomik sistem ve düzen politikası tarafından belirlendiği söylenebilecektir. Nitekim, ekonomik sistem ve düzen politikasının kapsamını ekonomik süreç ve uğraşın içinde olduğu sosyal, hukuki ve ekonomik ilke ve normların oluşturulup geliştirilmesi oluşturmaktadır²⁷. Döviz kuru sistemi, Merkez Bankasının kurumsal yapısı ve kambiyo rejimi para ikamesine yol açan kurumsal faktörler çerçevesinde aşağıda incelenmektedir.

²⁶ Mohammed EL-ERIAN, “Currency Substitution and The Yemen Arabic Republic”, *IMF Staff Papers*, vol. 35, March 1988, s. 88-89

²⁷ Hüsnü ERKAN, *Ekonomi Politikasının Temelleri*, Yenilenmiş İkinci Baskı, Aydın Yayınevi, İzmir, 1990, s. 21

3.2.1. D v z Kuru Sistemi

Kur sistemleri, d v z piyasasına ilişkin temel ilke ve kuralların oluşturulduğu ortamdır. Kur sistemi kurların belirlenme yöntemine ve otoritelerin d v z piyasasına ilişkin müdahale şekillerini belirlemeye yönelik kurallar bütünüdür. Esnek kur sisteminde kurlar serbestçe piyasada arz ve talebe göre belirlenirken, sabit kur sisteminde otoriteler tarafından ve belli bir süre değiştirilmeyecek şekilde belirlenir. Ancak, her iki sistem de saf haliyle uygulanmamaktadır. Dolayısıyla uygulamada karma sistemler olarak adlandırılan, esneklik kazandırılmış sabit kur sistemleri ve müdahaleye konu olan esnek kur sistemleri uygulanmaktadır. Söz konusu sistemlerde otoritelere d v z kurunun bir politika aracı olarak daha etkin kullanımı olanağı verilmiştir.

Esnek ve sabit d v z kuru sistemlerinde para ikamesi farklı açılardan ortaya çıkmaktadır. Esnek kur sisteminde potansiyel  demeler bilançosu dengesizlikleri d v z kuru hareketlerine yol a tığından  demeler bilançosu “resmi rezervler dengesi” anlamında her zaman dengede olmakta ve ülkelerin merkez bankaları arasında bir kaynak transferine gerek kalmamaktadır. Dolayısıyla bu sistem paraların arz yönünden ikamesine izin vermemektedir. Bununla beraber, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar ülke sakinlerinin çeşitli güdülerle yabancı para tutmasına neden olabilir. Esnek kur sistemi altında yabancı para depoları tutmanın çeşitli nedenleri arasında ulusal paranın taşıdığı risk önemlidir. Bu görüşe göre, d v z kurları dalgalandığında, yalnız ulusal para tutmanın riskli olduğu anlayışı yaygındır. Bu nedenle esnek kurlar altında sabit kurlara göre talep yönünden para ikamesi önemli bir unsur haline gelmektedir²⁸. Sabit kur sisteminde ise,  demeler bilançosu dengesizlikleri ülkeler arasında bir para akımına yol a tığından arz yönünden tam para ikamesi söz konusudur. Bununla beraber bu sistemde kurların sabit olması veya nadiren değiştirilmesi d v z kurunun yükseleceği beklentilerini kırabildiği  l de, değer saklama ve/veya spe lasyon güdüsüyle para ikamesi bir başka deyişle talep yönünden para ikamesi olgusu önemsiz düzeyde kalacaktır.

²⁸ ORTIZ, 1983, s.177

3.2.2. Merkez Bankası'nın Kurumsal Yapısı

Merkez Bankası'nın kurumsal yapısı konusu para ikamesini etkileyen kurumsal faktörler içinde ele alınabilecek diğer bir ögedir. Merkez Bankasının kurumsal yapısı nedeniyle siyasal baskı altında kalarak bilançosundaki belli büyüklükleri (özellikle net dış varlıklar ve kamuya açılan krediler) kontrol edememesi durumunda konulan parasal hedeflere ulaşılması güçleşecektir. Böylece, ekonomik birimlerde enflasyonla mücadelede kararlı olunmadığı yönünde bir beklenti oluşabilecek, bu da ekonomik birimlerin döviz'e yönelmesi ve para ikamesi olgusunu güçlendiren bir etmen olarak rol oynayabilecektir.

3.2.3. Kambiyo Rejimi

Döviz piyasasının işleyişine ilişkin kurumsal düzenlemeler para ikamesini etkileyen unsurlardan biridir. Kambiyo rejiminin merkezilik ya da liberallik düzeyi, uygulanan kur sistemine de bağlı olarak para ikamesini etkilemektedir. Siyasi otorite baskısı ile esnek kur sistemi altında dahi merkez bankası kurları piyasa kurlarından kopabilir. MB-piyasa kur makasının açılması ekonomik birimlerde (ülkemizde 1994 krizi öncesinde yaşandığı gibi) kur artışı beklentisine yol açacaktır. Ekonomik sürece ilişkin faktörlerde de ele alacağımız gibi bu tür bir beklenti döviz'e talebi artıracaktır. Bu etkileşimde bankalararası döviz piyasası gibi düzenlemelerin de rolü önemlidir.

Ekonomik birimlerin döviz'e ulaşabilirliği kambiyo rejimi tarafından belirlenen ve para ikamesi üzerinde önemli rol oynayan faktörlerden biridir. Özellikle yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde hemen her köşe başında görülen döviz büfeleri ekonomik birimleri en küçük miktardaki ulusal paralarını dahi döviz'e çevirme eğilimlerini tatmin etmektedir. Ayrıca, döviz piyasasında döviz alım ve satımına herhangi bir vergi uygulanmaması, diğer bir deyişle işlem maliyetinin düşüklüğü, alış-satış kuru arasındaki farkın büyümesini engellemektedir. Dolayısıyla, döviz alım ve satımı arasındaki dar bir zaman aralığı dahi bireylerin kazanç sağlamalarına yol açmaktadır.

Yukarıda bahsedilen serbestinin aksine yasal kanallardan döviz elde etmenin engellenmesi yönünde uygulamalar, kaçakçılık gibi yasal olmayan işlemlerin artmasına yol açmaktadır. Dövizin elde edilmesine yönelik kısıtlamalar döviz kurunun aşırı

değerlenmesiyle birleştğinde yurt dışında çalışan işçiler, tasarruflarını yurtdışında değerlendirmektedirler. Gayri resmi olarak yaşanan para ikamesinde, döviz cinsinden mevduat açmaya izin verilerek bu süreç yasal hale getirilebilir

3.3. Ekonomik Sürece İlişkin Faktörler

Ekonomide mevcut sistem ve yapısına bağlı olarak, zaman içinde ve kısa dönemde ortaya çıkan değişme ve gelişmeler ekonomik süreci ortaya koymaktadır. Ekonomik sürece bağlı olarak ve/veya bu sürecin yönlendirilmesinde uygulanan politikalar sonucu ortaya çıkan gelişmeler para ikamesine yol açabilmektedir. Enflasyon, faiz politikası, döviz kuru bekleyişleri ve döviz kuru politikası, aşağıda ekonomik sürece ilişkin faktörler çerçevesinde ele alınacaktır.

3.3.1. Enflasyon

Enflasyon vergisine karşı sağlam para tutulması para ikamesinin temel nedenlerinden biridir. Ülkede yaşanan enflasyonun diğer ülkelerden yüksek olması, kurumsal çevrenin uygun olması koşuluyla, daha değerli olan paralara karşı talebi artırır. Yüksek enflasyon yaşanan gelişmekte olan ülkelerde görülen bu olgu, uygulanan yanlış politikalar nedeniyle ortaya çıkan iç ve dış dengesizliklerin sonucudur. Bu politikalar büyüyen mali açıklar, aşırı likidite enjeksiyonu, döviz ve ticaret üzerine konulan kısıtlamalar, görece olarak düşük faiz oranı ve özellikle de aşırı değerlendirilmiş döviz kuru politikaları şeklindedir. Bu koşullar ulusal paranın cari ve beklenen değerinin düşmesine yol açarak görece olarak çekiciliğini azaltmaktadır. Bu olumsuz koşulların giderilmesine yönelik politika önlemlerinin alınmaması durumunda yabancı para birimleri değer saklama ve ödeme aracı olarak ulusal paranın yerini almaktadır²⁹. Örneğin, para ikamesi olgusu, ikinci dünya savaşı sonrasında hiperenflasyon yaşanan çoğu ülkede büyük miktarda yabancı paranın dolaşımı ile gündeme gelmiştir. Yüksek ve kronik enflasyon yaşanan ülkelerde para ikamesi çoğu zaman kaçınılmaz olmaktadır.

Öte yandan, Bolivya, Meksika, Peru ve Uruguay gibi Latin Amerika ülkelerinin yaşadığı deneyimler enflasyonun düşürülmesine karşın, ulusal para talebinin

²⁹ Mohammed A. EL-ERIANA, "Foreign Currency Deposits in LDC", *Finance and Development*, December, 1987, s .39

istikrar öncesi düzeyine döndürülemediğini göstermektedir. Bu durum bazı ülkeler için, enflasyon düşürülse bile dolarizasyon rasyosunun düşürülemediği, dolarizasyon sürecinin bir isteri veya tersine çevrilememe özelliği olduğunu göstermektedir. Para ikamesi sürecinde ortaya çıkan bu tersine çevrilememe (irreversibility), büyük olasılıkla finansal uyarılmanın oynadığı rolle ilişkilidir. Yüksek enflasyon, veri nominal iç faiz oranlarında ulusal para talebini azaltan yeni finansal araçlar ve kurumların gelişim derecesini etkiler. Yeni finansal ürünlerin yaratılması maliyetlidir ve bir öğrenme süreci gerektirir. Bu yatırımlar benimsendiğinde ve enflasyon düşürüldüğünde ülke sakinleri bu yeni finansal araçları kullanmaya devam edecektir³⁰. Bununla beraber, piyasa ekonomisine geçiş çabası içinde olan Estonya, Polonya Moğolistan ve Litvanya'da açık bir şekilde dolarizasyon süreci tersine çevrilebilmiştir. Dönüşüm sürecinde olan ülkelerde reform programı öncesinde yüksek enflasyon ve idari olarak belirlenen nominal faiz oranları, döviz mevduatları ve ulusal paraya ilişkin mevduatlar arasında yüksek bir reel faiz farkına yol açmıştır. Döviz mevduatlarına ilişkin kısıtlamaların kaldırılmasıyla birleşen bu oluşumlar hızla artan bir dolarizasyona yol açmıştır. Bununla beraber yukarıda bahsedilen dört ülkede enflasyonun düşürülmesiyle beraber faiz oranlarının serbest bırakılması ile ortaya çıkan pozitif faiz oranları, ulusal paraya ilişkin mevduatları cazip hale getirmiştir .Özellikle, Moğolistan ve Litvanya örnekleri oldukça dikkat çekicidir. Bu ülkelerde pozitif faiz oranlarına geçiş ile dolarizasyon sürecinin ani bir şekilde tersine çevrilmesi eş zamanlı olarak ortaya çıkmıştır³¹.

Gelişmekte olan bir çok ülkede hem ulusal hem de yabancı para ve bunlarla belirlenen mevduatlar tutularak parasal hizmetlerinden yararlanılmaktadır. Literatürde paralar arasındaki ikame edilebilirliğin para ikamesi olarak adlandırıldığı teoriye göre bu iki tip parayı tutma oranı nispi likiditenin yanısıra onların beklenen getiri oranlarına bağlıdır. Ulusal paranın yabancı para karşısında değerinin düşeceği beklentisi ekonomik birimleri portföylerindeki ulusal para ve ulusal para ile belirlenen varlıkları azaltmaya döviz ve dövizle belirlenmiş varlıkların payını ise artırmaya itecektir. Enflasyonun hızlandığı dönemlerde ulusal paranın satın alma gücü düştüğünden dış dengenin devamı için döviz kuru ayarlaması gündeme gelebilecek ve bu gelişme de ulusal para ile döviz

³⁰ CALVO-CARLOS, a.g.m., s.36

³¹ Ratna SAHAY – Carlos A.VEGH, a.g.m., s.39

arasında bir ikameye yol açacak, ya da varolan ikamenin derecesi artacaktır. Açık bir ekonomide ticaret ortaklarından daha yüksek bir enflasyona sahip olduğunda iki politikanın uygulanması önerilir. Bunlardan ilki, rekabet gücünü korumak için periyodik olarak veya ara sıra iç ve dış enflasyon oranları arasındaki farkı yansıtmak için döviz kurlarını ayarlamaktır. Bir diğeri ise, kaynak dağılımının etkinliğini sağlamak ve tasarrufları özendirmek için iç faiz oranlarının reel olarak pozitif olmasını sağlamaktır. Bazen bu iki politika birlikte kullanılır.³²

3.3.2. Faiz Politikası

Para ikamesinde etkili olan diğ er önemli bir ö ğ e faiz getiren ulusal varlıkların getiri oranıdır. Ekonomik birimlerin yatırım ve tasarrufları ile ilgili karar alma sürecinde faiz oranları önemli rol almaktadır. Faiz oranlarının nasıl belirlendi ğ i para ikamesini açıklamakta önemli rol oynamaktadır. Faiz oranlarının idari olarak belirlendi ğ i ço ğ u gelişmekte olan ÷ lkede, genellikle reel faiz oranları negatiftir. Gelişmekte olan ÷ lkelerde negatif reel faiz oranı politikasının temel mantı ğ ı, kamu sektö rü borç larının ve yatırımların maliyetini düşük tutmak, büyük mali açıkların ve sınırlı özel sektör kredi genişlemesinin devamlılı ğ ını sağlamaktır. Böylece büyü me ve yatırımlar özendirilmiş olmaktadır. Ancak, yüksek negatif reel faiz oranları halkın enflasyona karşı servetini ya da o andaki gelirlerinin büyük bir bölümünü iç finansal varlık şeklinde tutmaktansa emlak, dayanıklı tüketim malı ve dö viz şeklinde değ erlendirmesine yol açmaktadır. Bu tercih, yalnız yatırımlar için mevcut finansal tasarrufların azalmasına neden olmamakta; aynı zamanda, e ğ er tercih ulusal mallara yönelikse fiyatların artması şeklinde bir baskı oluşturmakta, dö vize yönelik olması durumunda ise ÷ lkenin dö viz piyasasında ulusal parasını zayıflatmaktadır³³.

Faiz oranlarının idari olarak de ğ il de piyasa güç leri tarafından belirlenmesi durumunda ise, bu oranlar ÷ lkelerin risklerini do ğ ru olarak yansıtabilecektir. Bu durumda ÷ lkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları, dö viz kurundaki beklenen de ğ iş me

³² Vito TANZI- Mario I. BLEJER. , a.g.m., s. 781-782

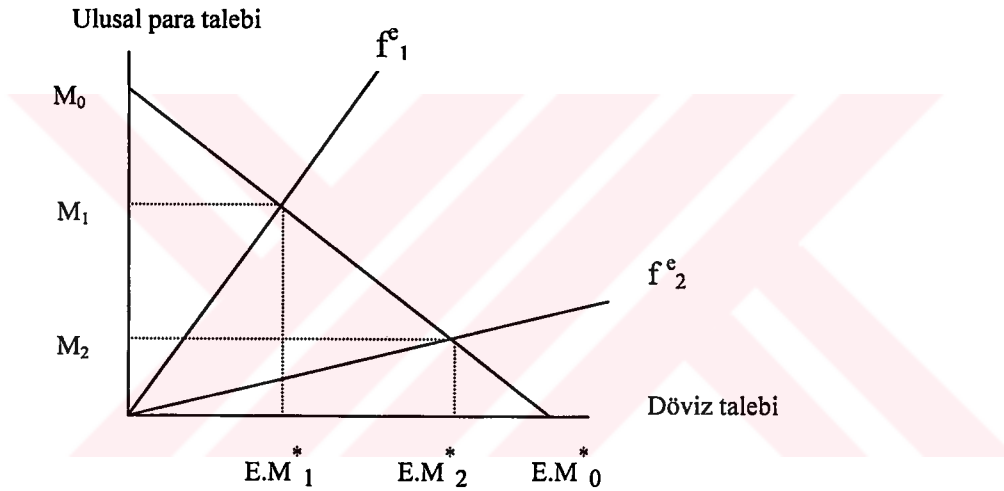
³³ Anthony LANYI- Rüş tü SARACOGLU, "The Importance of Interest Rates in Developing Economies", Finance and Development, June, 1983, s.20-21

için iyi bir gösterge olabilir ³⁴. Bu koşulun sağlanması durumunda dolaylı para ikamesi ortaya çıkabilecektir.

3.3.3. Döviz Kuruna İlişkin Beklentiler

Farklı yaklaşımların birleştiği ortak nokta enflasyonist baskının artması nedeniyle ulusal paranın döviz karşısında değer kaybedeceği yönündeki beklentinin, para ikamesinin temel belirleyicilerinden birini oluşturduğu görüşüdür. Döviz kuru riskinin iç yerleşiklerin portföylerini döviz ve ulusal para arasında çeşitlendirmesini nasıl etkilediği Şekil 3’de gösterilmiştir³⁵.

Şekil 3: Yerleşiklerin Ulusal Para Ve Döviz Talebi



Ulusal para talebi (M) dikey eksen, ulusal para birimi ile tanımlayabilmek için döviz balansları M^* ile döviz kuru E çarpılmak suretiyle elde edilmiş olan döviz talebi ($E.M^*$) ise yatay eksen üzerinde gösterilmektedir. M_0 ve $E.M^*_0$ tutulabilecek en yüksek ulusal para veya döviz miktarını gösterdiği varsayalım. Ülke sakinleri $M_0E.M^*_0$ bütçe doğrusu boyunca döviz veya ulusal para taleplerini değiştirmekte serbesttirler. Ulusal para talebinin döviz talebine oranının döviz kurunda beklenen değişme fonksiyonu (f^e)

³⁴ RAMIREZ-ROJAS, a.g.m., 1985, s.632

³⁵ Michael R. ROSENBERG-Michael D. IRWIN, *Currency Forecasting, A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*, a Times Mirror Higher Education Group, Inc. Company, 1996, s.167

tarafından belirleneceği varsayılır. Gelecekteki döviz kuru değişimi beklentisinin f^e_1 ve ülke sakinlerinin talep ettikleri para bileşiminin M_1 ve EM^*_1 olduğunu varsayalım. Ulusal paranın beklenen depresiasyon oranında f^e_1 den f^e_2 'ye bir artış olduğunu varsaydığımızda ülke sakinlerinin para talep bileşimleri daha çok döviz daha az ulusal parayı gösteren EM^*_2 ve M_2 şeklini alacaktır. Bu nedenle, ulusal paranın değer kaybı bekleyişi durumunda, para depolarının satın alma gücünde bir kayba uğrama olasılığına karşı korunmak için ülke sakinleri ulusal paradan dövize kayacaklardır.

Ülke sakinleri tarafından yabancı para talebinin açıklanmasında en önemli değişken ulusal paranın beklenen depresiasyon oranıdır. Bu oran yabancı para ve ulusal paranın reel getiri oranları arasındaki fark tarafından belirlenir. Bu beklenen değişim finansal varlığın arzu edilen kompozisyonunda önemli bir kayma meydana getirebilir.

Kur artışları beklentisi bireylerin harcama kalıplarına bağlı olarak para ikamesi sürecine katkıda bulunabilir. Bireylerin harcama kalıplarının ithal mallar yönünde ağırlıklı olması para ikamesine yol açan faktörlerden biridir. Kur artışları nedeniyle söz konusu malların ulusal para cinsinden fiyatlarının artması olasılığına karşı bireyler bu tür alışverişler için yabancı para talep edeceklerdir.

Ekonomik ve politik istikrarsızlık döviz kuru yükselişi bekleyişini pekiştirerek döviz talebini artıran diğer önemli bir faktördür. Yabancı sermayenin aradığı önemli öğelerden biri ekonomik ve politik istikrardır. Yabancı sermaye açısından cazip olan ülkelerde ortaya çıkan ekonomik ve politik istikrarsızlık sonucu, yabancı sermayenin bu ülkeleri hızlı bir şekilde terk ettiği görülmektedir. Dolayısıyla, istikrarsızlığa yönelik oluşumlar yabancı sermayenin ülkeyi terk edeceği ve bunun da kur artışını kaçınılmaz hale getireceği beklentisi ekonomik birimlerin döviz talebini artıracaktır. Öte yandan ekonomik ve politik istikrarsızlık döviz arzını da azaltacağından kur artışlarının bir diğer gerekçesi daha ortaya çıkar.

3.3.4. Döviz Kuru Politikaları

Farklı kur sistemlerinde otoritelerin müdahale sıklığı ve oranlarına bağlı olarak ulusal parayı gerçekçi, aşırı ve eksik değerlendiren kur politikaları söz konusu

olabilmektedir. Uygulanan bu politikalar para ikamesinin ortaya çıkmasına yol açacak veya varolan para ikamesinin derecesini etkileyecektir.

Ulusal parayı aşırı değerlendiren döviz kuru politikası ekonomik birimlerin portföylerinde dövizin ağırlığını artıracaktır. Ancak, bu politika, dış denge için bir politika aracı olarak kullanılırken enflasyonla mücadelede olumsuz etkilere sahip olması nedeniyle kısa dönemli ve sürece ilişkin olarak kullanılan bir politika aracıdır. Enflasyonun artışı ise ulusal paraya olan güvensizliği artırarak tekrar döviz talebinin artışına yol açabilecektir.

Ulusal parayı eksik değerlendiren kur politikası uygulandığı durumda ise dövizden ulusal paraya dönüş süreci yaşanır. Söz konusu politika dış denge üzerinde belli bir dönem sonunda belirgin bir olumsuzluk yaratacağından uzun süre devam etmeyecektir. Bu nedenle ulusal parayı eksik değerlendiren döviz kuru politikasının daha fazla devam ettirilemeyeceği bir noktaya gelindiğinde ekonomik birimler ulusal paradan çıkıp dövize yöneleceklerdir.

4. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE PARA İKAMESİ

4.1. Gelişmiş Ülkelerde Para İkamesi

Gelişmiş ülkelerde para ikamesi, daha önce de açıklandığı gibi, temelde simetrik ve dolaylı olarak görülmektedir. Buna göre, söz konusu ülkelerde yerleşik ve yerleşik olmayanlar aynı anda ulusal ve yabancı parayı talep edebilmekte (simetrik para ikamesi) ve yatırımcıların ülkeler arasındaki faiz farklılıkları çerçevesinde farklı paralarla birimlendirilen finansal varlıkları aralarında değiştirmek şeklinde para ikamesi (dolaylı ikame) ortaya çıkabilmektedir.

Gelişmiş ülkelerde döviz talebi genellikle kurumsal faktörler tarafından belirlenir. Kur sistemi ile mal ve para piyasalarının entegrasyonu söz konusu ülkelerde döviz talebinin belirleyicileridir. Mal piyasalarının entegrasyonundaki artış, ticaretle uğraşanların işlem maliyetleri nedeniyle döviz talebini artırır. Sermaye piyasalarının entegrasyonu ekonomik birimlere faiz getirmeyen varlıkları da portföylerinde bulundurma olanağı vermektedir. Öte yandan döviz kurlarının serbestçe dalgalandığı

ülkelerde döviz riski de önem kazanmakta ve kurlardaki bu belirsizlik spekülörleri harekete geçirmektedir.

4.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para İkamesi

Gelişmekte olan ülkelerde para ikamesi daha yaygın olarak yaşanır. Bu tür ülkelerde iç finansal piyasa serbestisi oldukça düşüktür. Böylece, ülke sakinlerinin enflasyondan korunma araçları da sınırlı kalmaktadır. Yüksek enflasyon riski bu tür ülkelerde ekonomik birimlerin para depolarını ulusal para ve döviz arasında çeşitlendirmeye iten önemli bir etkidir³⁶.

Enflasyon sürecinde ülke sakinleri değer saklama açısından ulusal parayı terk eder ve finansal tasarruf bakımından dövizle yönelir. Bazı malların fiyatları dövizle belirlenmeye başlar. Ulusal para bir değişim aracı ve dayanıksız mallar için bir hesap birimi işlevini devam ettirmekle beraber daha az talep edilir, diğer bir deyişle daha az itibar görür hale gelir³⁷. Bu durumda para ikamesi, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değer kaybetme riskine karşı ve getirisini artırmak için önce değer birikim aracı olarak, daha sonra da işlem güdüsü ile daha az değer kaybedeceğini bekledikleri parayı işlem aracı olarak talep etmeleri ve ulusal paradan kaçmaları şeklinde tanımlanabilir³⁸.

GOÜ'lerde genel olarak yaşanan enflasyon, para ikamesi ve demonetizasyon* kısır döngüsü, özellikle hükümetin para yaratma ile elde edebildiği gelirin ve senyorajın artırılmaya çalışılması nedeniyle ortaya çıkar. Kamu açıkları Merkez Bankası (MB), ulusal sermaye piyasası ve uluslararası sermaye piyasaları aracılığı ile finanse edilir. GOÜ'lerin çoğunda ekonomik sorunların kaynağı, kamu açıklarının MB aracılığı ile finanse edilmesidir. Vergi toplama sistemi zayıf olduğundan, kamu açıklarının finansmanında en elverişli ve etkili araç olarak enflasyon vergisi kullanıldığından,

³⁶ ROSENBERG - IRWIN, a.g.e., s.168

³⁷ Ratna SAHAY – Carlos A. VEGH, "Dollarization in Transition Economies", *Finance & Development*, March 1995, s.36

³⁸ Melike ALTINKEMER, "Para İkamesi, Hiperenflasyon ve İstikrar Programları", *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No: 9629 Kasım 1996, s.289

* Demonetizasyon, paranın dolaşımdan ayrılması anlamına gelmektedir. Halil Seyidoğlu, *Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük*, Gizem Can Yayınları, İstanbul, 1999, s. 89, Demonetizasyon, hükümetin altın veya gümüş gibi kıymetli madenlerin para niteliğini yasal olarak ortadan kaldırmasıdır. Demonetizasyon ile eski para bir para gibi değişim aracı olarak kullanılsa bile yasal olarak kullanımdan kalkar. *The Columbia Electronic Encyclopedia*, Columbia University Press, 2000, www.factmonster.com/ce6/bus/A0815136.htm

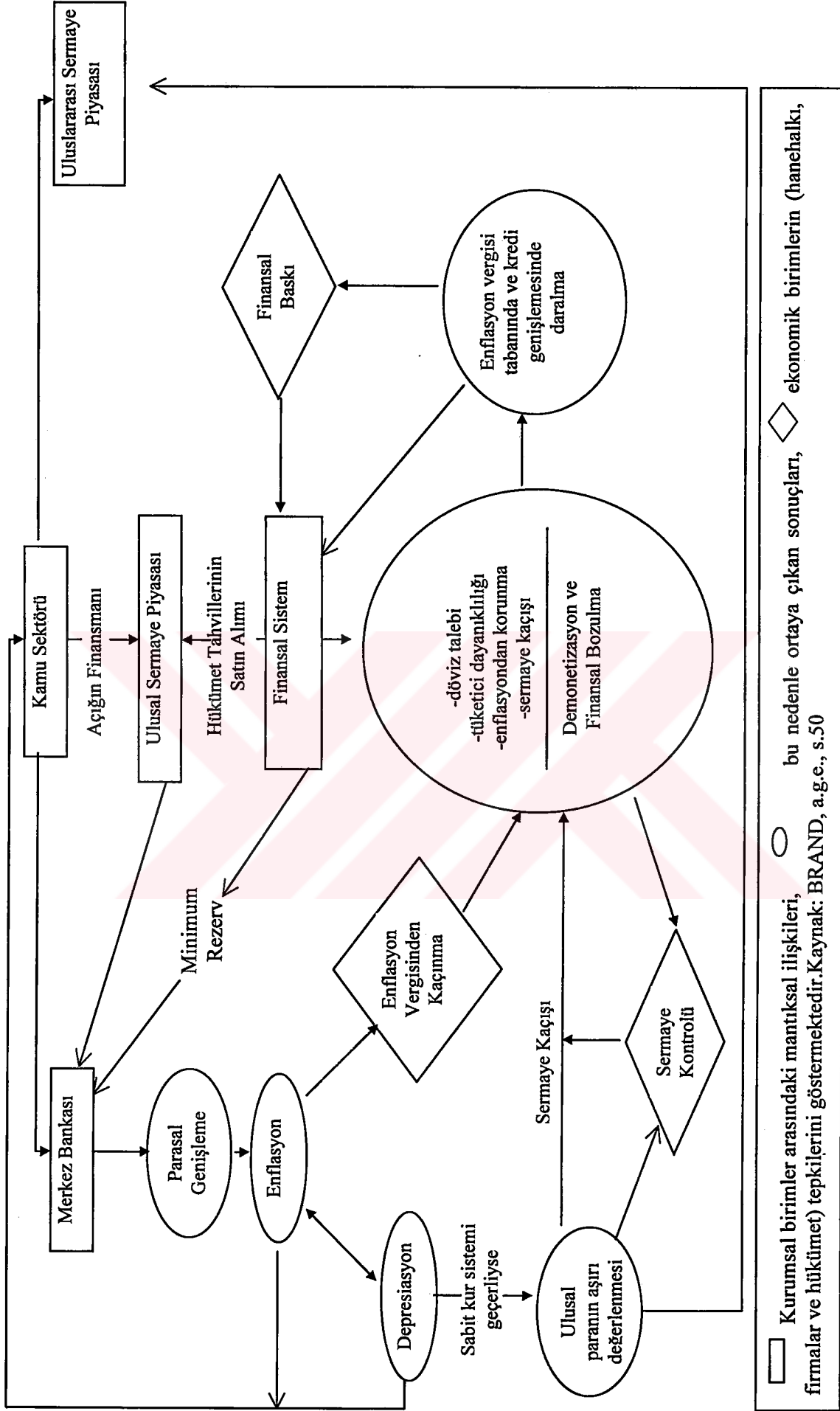
kamu açıkları büyük ölçüde para yaratılarak karşılanmaktadır. Bu açıkların karşılanmasında ulusal ve uluslararası sermaye piyasaları pek kullanılamaz. Özellikle dış borçlar yüksekse, uluslararası sermaye piyasalarındaki kreditorler enflasyonist ve finansal baskı altında olan ekonomileri daha fazla desteklemek istemezler. Ayrıca, enflasyonist bir ortamda ulusal sermaye piyasalarında tahvil emisyonu yoluyla borçlanmak yüksek nominal faiz oranlarının oluşumuna yol açacak ve faiz oranına duyarlı yatırımların ayağının kaydırılmasına (crowding-out) neden olacaktır. Diğer taraftan, özel sektöre yüksek faiz oranları ile ödeme yapmak mali açığı artırarak faiz-borç döngüsüne yol açacaktır.

Kronik enflasyonun egemen olduğu ülkelerde indeksleme yoluna gidilebilecek ve/veya para ikamesi olgusu ortaya çıkacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde para ikamesi sürecinin çatısı Şekil 4’de verilmektedir. Söz konusu Şekil’de indeksleme yöntemi dışlanarak para ikamesi analiz edilmektedir³⁹. Kamu kesimine mal ve hizmet alımı yeni para basımıyla sağlanır. Artırılan enflasyon vergisi reel para depolarının talebini düşürecek ve hükümetin vergi tabanını kontrol edememesi problemine yol açacaktır. Para ve vadesiz mevduat gibi faiz getirisi olmayan varlıklar enflasyon vergisinden olumsuz etkilenir. Bu durumda firma ve hane halkları nakit olarak dövize, ulusal veya yabancı bankacılık sisteminde mevduat şeklinde dövize veya emlak ve altına yönelecektir. Böylece ulusal paradan kaçarak enflasyon vergisinden korunmaya çalışılacaktır. Enflasyon artıkça, nominal para stoku artmakla birlikte GSMH’ya oranla para depolarında tipik bir düşüş gözlenecektir. İşlem miktarında kullanılan ulusal paranın giderek düşmesi ekonominin demonetizasyonu ile sonuçlanır. Enflasyon vergi tabanındaki düşüş nedeniyle hükümet aynı miktardaki açığı finanse etmek için bastığı yeni para miktarını artırmak durumunda kalır.

Demonetizasyon genel olarak mali araçların devreden çıkarılması (financial disintermediation) ile beraber ortaya çıkar. Para ikamesinin yasal olmadığı durumlarda ulusal paranın bankacılık kesiminden ayrılması bu kesimden gelen kredilerin düşmesine ve bankacılık sisteminin hacminin küçülmesine yol açar.

³⁹ BRAND, a.g.e., s. 45-51

Şekil 4: Para İkamesi Süreci (Enflasyon ve Demonetizasyon Kısır Döngüsü)



Enflasyon vergisi tabanındaki erozyonu engellemek için hükümet daha karmaşık finansal araçlarla senyorağı artırmaya çalışacaktır. Yüksek enflasyon yanında, finansal sisteme devlet müdahalesi finansal baskıya (financial repression) yol açacaktır*.

Finansal baskının araçları çeşitlidir. Hükümet ya bankacılık sektörünün fonksiyonlarına doğrudan müdahale eder ya da MB aracılığıyla dolaylı kanalları kullanır. Genellikle kaynakların kamu sektörüne yönlendirilmesi için, MB yapay düşük faiz oranlarıyla hükümete borç vermek zorunda kalır . Çoğu zaman bu krediler geri ödenmez. Bu yüzden MB kamu tahvillerinin satımıyla genişleyen para arzını dengelemek için bankacılık sisteminin kredi yaratma gücünü sıkı bir şekilde kontrol etmeye çalışır. Bu amaç için kullanılan en yaygın araç bankalarda minimum rezerv ihtiyacının artırılmasıdır. Rezerv gereksiniminin artırılması enflasyona yol açmayacak finansmanın geçici bir yöntemi olup, mali aracılık (financial intermediation) üzerine konulan vergiye eş değerdir. Yüksek rezerv gereksinimi bankacılık sektörünün etkinliğini azaltarak finansal kurumların mevduat ve sağlam borçlular için rekabetini sınırlar. Sonunda, ticari bankalar yavaş yavaş MB'nın bir birimi haline gelir.

Finansal baskı için diğer bir araç bireylere ve bankacılık sektörüne yönelik tahvil emisyonudur. Bazen bankalar varlıklarının belli bir bölümünü hükümet tahvili olarak tutmaya dahi zorlanır.

Özetle MB aracılığıyla dolaylı yoldan hükümetin finansal sisteme müdahalesi, MB'nın geleneksel en son borç verici (lender of last resort) fonksiyonunun yerine, ilk borç alıcı (borrower of first resort) haline gelmesi şeklinde,olumsuz bir sonucu beraberinde getirebilir. Para ikamesi bu sürecin hem uyarıcısı hem de sonucudur.

* Finansal baskı, finansal sınırlama ve finansal aktivitelerin düzenlenmesinden (regülasyon) ayrı tutulmalıdır. Finansal aktivitelerin düzenlenmesi piyasaların işlerliği için gereklidir. Bununla beraber, bu düzenleme refah kaybı ve etkinlikten uzaklaştırmaya yönelik şekilde aşırı ise, finansal baskı ortaya çıkacaktır.1950 ve 1960'larda ulusal finans piyasalarında hangi finansal kurumun hangi işi yapacağı ya da belli bir finansal işlemin nerede yapılacağı belirtilmiştir. Bu statünün belli kuruluşları monopol ve oligopolcü eğilimlere sokması sonucu devlet regülatör olarak faiz oranı ve kredi kontrolleri şeklinde araçlarla müdahalede bulunmuştu. Bu oluşumlar finans sektöründe fiyatları, bilgi aktarma işlevini yerine getirmekten uzaklaştırdı ve borçlu-alacaklı ilişkilerini özel ekspertiz ve özel mali istihbarat birimlerinin işlevi haline getirdi. Sistemin yarattığı fiyat çarpıklıkları kısıtlılara ve yeni kazançlara yol açmıştı. **Taner BERKSOY, Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve Türkiye'de Uluslararası Bankacılık**, SPK Yayın No. 109, Ankara, 1998, s. 91-92 Mali sektörde rekabeti sınırlayan kısıtlamalar yüksek ve büyüyen enflasyonla birleştiğinde finansal baskı kaçınılmazdır.

Hükümetin piyasa sürecine doğrudan müdahale şekli ise, özellikle kredi ve mevduat faizlerinin piyasa düzeyinin altında sabitlenmesidir.

Kamu sektörüne özel sektörden kaynak transferine hizmet eden tüm bu mekanizmalar, ekonomide demonetizasyon ve finansal bozulma sürecini ağırlaştırır. Bunların yanı sıra hükümet enflasyon vergisi tabanındaki erozyonu önlemek için genelde tahvil, hisse senedi ve yabancı para gibi ulusal paranın ikamelerinin (money substitutes) arz ve talebini kontrol etmeye çalışır. Bu kontrol vergi toplayarak, işlem maliyetlerini artırarak, sermaye kontrolleri ve katı bir regülasyon uygulayarak yapılır.

Demonetizasyonun uyardığı diğer bir kanal döviz kuru mekanizmasıdır. Enflasyon ve demonetizasyon süreci ulusal paranın değer kaybını hızlandırır. Bu da, ithal fiyatlarını artırarak iç enflasyonun hızlanmasına katkıda bulunabilir. Ayrıca, dövizle yapılan veya dövizle indeksli iç ve dış hükümet bonoları ulusal paranın değer kaybına koşut olarak ulusal para cinsinden artarak, hükümetin borç yükünü artıracaktır. Bu durum tekrar para yaratımını gündeme getirebilecektir.

Özetlemek gerekirse, gelişmekte olan ülkelerde para ikamesinin gerekçeleri, döviz kuruna ilişkin bekleyişler, enflasyondan korunma, alternatif mali varlıkların yokluğu ve finansal baskı olarak sıralanabilir. Bu ülkelerde para ikamesi genelde asimetriktir ve dar tanımla sınırlıdır. Gelişmiş ülkelerde ise simetrik ve dolayısıyla geniş tanımın öngördüğü bir süreç yaşanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde para ikamesinin gerekçesi genelde işlem ve spekülasyon amaçlı iken gelişmekte olan ülkelerde işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlıdır.

5. PARA İKAMESİNİN ÖLÇÜLMESİ

Simetrik para ikamesinin etkilerini açıklamak ve ölçmek zordur. Simetrik para ikamesi konusunda çalışan bir çok yazar- Miles(1978), Wallace (1979), Girton ve Roper (1981), Bordo ve Choudhri (1982) ve Cuddington (1983)- bu görüştedir. Teorik ve ampirik düzeyde temel tartışma, güçlü paralara sahip olan ülkelerin para ve sermaye piyasalarının yüksek düzeyde entegre olmasının ve bu piyasalar arasındaki işlem

maliyetinin göreceli olarak düşük olmasının sermaye hareketlerini para ikamesinden ayırmayı güçleştirmesidir⁴⁰.

Para ikamesinin ölçümüne ilişkin yapılan çalışmalarda üç tür yöntem kullanılmıştır. Bunlar, esneklik , çapraz esneklik ve portföy dengesi yaklaşımlarıdır.

5. 1. Esneklik Yaklaşımı

Esneklik yaklaşımında test edilebilir bir para ikamesi modeli elde etmek için CES* tipi bir fonksiyon kullanılır. Modelde para arzı düzeyinin ulusal ve yabancı paralar tarafından belirlendiği varsayılır. (Modelde parasal hizmetin ulusal ve yabancı paralar tarafından üretildiği varsayılır.) Satın alma gücü paritesi altında para arzı hizmet üretim fonksiyonu belirlenir.

Bu üretim fonksiyonu bir varlık kısıtlamasına tabi olarak maksimize edilir. Bu kısıtlamayı iki faktör yansıtır. Diğer bir deyişle paranın fonksiyonları açısından sağladığı hizmet üretim fonksiyonu, yalnızca elde tutulan ulusal ve yabancı para miktarına göre belirlenmiştir. Elde tutulan reel balansların bir fırsat maliyeti vardır ve bu fırsat maliyeti iki varlık arasında farklı olabilir⁴¹.

Bireyler, portföylerini yerli ve yabancı para arsında optimum şekilde dağıttıklarında maximizasyona ulaşacaklardır. Bu paraların fırsat maliyetleri değiştiğinde portföy kompozisyonları değişecektir. Fırsat maliyeti artan paraya olan talep azalacak, fırsat maliyeti düşen paraya olan talep artacaktır⁴².

⁴⁰ RAMIREZ ROJAS., a.g.m., 1985, s. 630

* CES (Constant Elasticity of Substitution) üretim fonksiyonu Cobb Douglas üretim fonksiyonunun daha genel bir şeklidir. İkame esnekliği sabit olmakla beraber 1'den farklıdır. CES fonksiyonu şu şekilde ifade edilmektedir. $Q=A[9K^{-p}+(1-9)L^{-p}]^{-1/p}$, Q üretim miktarı, A etkinlik parametresi (teknolojik düzeyi gösteren bir sabit, 9 dağıtım parametresi (üretimde nispi faktör paylarını belirtir), p ikame esnekliği parametresi, Fatih KAPTAN, Para İkamesi ve Makroekonomik Etkileri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1988, s.68

⁴¹ Lerzan İSKENDEROĞLU, Currency Substitution Hypothesis nad Money Demand In Turkey A Dynamic Model ,Middle East Technical Univ, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1989, s. 13

⁴² MİLES, a. g.m., s.429

CES üretim fonksiyonu varsayıldığında paranın sağladığı hizmetler, reel ulusal para balansları ve reel döviz balansları tarafından belirlenecektir. Buna göre fonksiyon şu şekilde belirlenir⁴³:

$$MS/P_d = [\alpha_1 (M_d / P_d)^{-p} + \alpha_2 (M_f / P_f)^{-p}]^{-(1/p)} \quad (1)$$

MS= ulusal ve yabancı paralarca üretilen parasal hizmet düzeyi

M_d, M_f = ulusal para ve dövizle ilişkin talep

P_d, P_f = yurtiçi ve yurt dışı fiyat indeksi

α_1 = ulusal paranın parasal hizmet üretimindeki etkinliğini gösteren ağırlığı

α_2 = dövizin parasal hizmet üretimindeki etkinliğini gösteren ağırlığı

Satın alma gücü paritesi kullanılarak döviz kuru $e = P_d / P_f$, $P_d = 1$ olarak belirlenmiştir. Bu nedenle reel terimlerle ifade edilmiş olan yukarıdaki eşitlikte döviz kuruna yer verilmemiştir. Yukarıda tanımlanan şekilde döviz kuru (e) dahil edildiğinde, eşitlik aşağıdaki şekilde nominal olarak yeniden düzenlenmiş olacaktır:

$$MS = (\alpha_1 M_d^{-p} + \alpha_2 e M_f^{-p})^{-(1/p)} \quad (2)$$

Bireyler maksimum faydaya alternatif aktifin getirisini dikkate alarak ulaşacaktır. Para bireylerin portföylerinde bulundurdıkları aktiflerden yalnızca bir tanesidir. Bireyler, tüm portföyünü belirlerken ne kadar para tutacağına (M_0) karar verir. Bu para depolarının bir bölümü ulusal para diğer bölümü ise yabancı para şeklinde oluşturulur. Bu dağılım paraların oransal (nispi) fırsat maliyetleri ve parasal hizmet üretimindeki nispi etkinliği göz önüne alınarak yapılır. Burada aktif kısıtı şu şekilde belirlenmektedir:

$$M_0 = M_d(1+i_d) + eM_f(1+i_f) \quad (3)$$

i_d, i_f = ulusal paranın ve yabancı paranın nominal faiz oranı

$M_d(1+i_d)$ = ulusal para ile verilen borcun dönem sonunda alacaklıya getirisini

⁴³ MİLES, a.g.m., s433-434

$eM_f (1+i_f) = \text{yabancı para ile verilen borcun dönem sonunda alacaklıya getirisi}$

Varlık kısıtlamasına bağlı olarak hizmet üretim fonksiyonunun maksimizasyonu aşağıdaki marjinal koşullara bağlanmıştır:

$$\partial MS / \partial M_d = \lambda (1+i_d) \quad (4)$$

$$\partial MS / \partial M_f = \lambda (1+i_f) \quad (5)$$

λ = Lagrange çarpanı

Dördüncü eşitliğin beşinciye bölümünden ulusal para ve yabancı paranın marjinal üretimi elde edilir:

$$\alpha_1 / \alpha_2 (M_d / eM_f)^{-(1+p)} = 1+i_d / 1+i_f \quad (6)$$

Eşitliğin her iki tarafının logaritması alınarak aşağıdaki üretim fonksiyonu elde edilir:

$$\text{Log} (M_d / eM_f) = 1/1+p \log (\alpha_1 / \alpha_2) + 1/1+p \log (1+i_f / 1+i_d) + u \quad (7)$$

Ulusal para ve yabancı para arasındaki ikame esnekliği $\sigma = 1/1+p$ ile ölçülmektedir. Bunun yanısıra, α_1 ve α_2 (para birimlerinin etkinliğini gösteren katsayılar) ile de ikame esnekliği ölçülebilmektedir. Örneğin yabancı para ile ulusal para arasında tam ikame söz konusu ise $\alpha_1 / \alpha_2 = 1$ olacaktır. Etkinlik katsayılarının birbirine eşit olması söz konusu paraların aynı parasal hizmeti sağladığını ifade etmektedir.

Para ikamesini ölçmeye yönelik ilk çalışma Miles (1978) tarafından ABD ve Kanada doları için yapılmıştır. Çalışmada paraların fırsat maliyeti olarak ABD ve Kanada'daki hazine bonolarının getirisi kullanılmıştır. Esnek ve sabit kur dönemleri için ayrı ayrı yapılan analizde esnek kur sisteminin uygulandığı dönemlerde ikame esnekliğinin daha büyük olduğu görülmüştür. Esnek kur sisteminin uygulandığı 1960-62 döneminde ikame esnekliği 12.8 olarak tahminlenirken 1970-75 döneminde 5.78 olarak tahminlenmiştir. Sabit kur sisteminin uygulandığı 1962-1970 döneminde ise söz konusu ikame esnekliği 2.66 olarak tahminlenmiştir.

Miles'in çalışması ulusal para ve yabancı paranın üretim fonksiyonunda girdi olduğu ve bazı parasal hizmetlerin de çıktı olduğu varsayımına dayanır. Varsayılan üretim fonksiyonu birinci dereceden homojen ve döviz piyasasının mükemmel bir faiz arbitrajı ile karakterize edildiği CES üretim fonksiyonu ile temsil edilmiştir.

Miles'in sonuçlarının yanlış olduğunu kanıtlamaya yönelik literatür oldukça geniştir. Örneğin Bordo ve Choudri (1982) bunlardan biridir. Bunun yanında Miles'in sonuçlarını destekleyen çalışmalar da vardır. Örneğin Daniel ve Fried (1983) Miles'in sonuçlarını destekler niteliktedir.

Sözü edilen çalışmaya yöneltilen eleştirilerden birisi modelin sapmalı olabileceğidir. Modelde yalnızca bir varlık dikkate alınmıştır. Örneğin ikame edilebilir varlıkların incelenmesinde ulusal para balansları yanında yabancı para balansları yalnızca bir varlık olarak dikkate alınmıştır. Değişim, yabancı para balansları ve ulusal para balansları arasındaki bir kaymayı veya onların biri ve diğer finansal varlıklar arasındaki bir kaymayı göstermektedir. Böylece, katsayı tahminleri sapmalı olabilir.

Chu ve Hou (1998) tarafından yapılan çalışmada bu eleştiri gözönüne alınarak çeşitli varlıklar eşzamanlı olarak modelde kullanılmış ve ikame parametresi tahmin edilmiştir. Çalışmada iki düzeyli CES üretim fonksiyonu kullanılmış ve Kanada doları ve ABD doları arasındaki ikame elastikiyeti katayısı 0.87 olarak bulunmuştur. Bu katsayı Miles'in sonucundan oldukça düşüktür.

5.2. Çapraz Esneklik Yaklaşımı

Miles'in çalışmasını eleştiren ve aynı dönem ve ülkelere ilişkin bulunan diğer bir çalışma Bordo ve Choudri tarafından yapılmıştır. Miles'in yönteminin sağlıklı olduğu görüşünden yola çıkarak çapraz esneklik yaklaşımı (para talebine marjinal fayda yaklaşımı) ile para ikamesini ölçmeye çalışan Bordo ve Choudri, Miles'in bulgularının aksine, Kanada'da para ikamesinin önemli olmadığını ortaya koymuştur

Çapraz esneklik yaklaşımında yabancı paranın ulusal paranın ikamesi olduğu kabul edilir. Bu varsayım altında bir para talebi fonksiyonu kurularak, para talebinin geleneksel açıklayıcı değişkenlerinin yanısıra para ikamesini yansıtan herhangi bir değişken ulusal para talebinin fonksiyonel denkleminde kullanılır. Genel görüş, yabancı

paranın ikame derecesini belirleyebilmek için döviz kurunda beklenen değişimin de bir değişken olarak ulusal para talebinde bulunması gerektiği yönündedir. Böylece, ulusal para talebindeki çapraz esneklikler yoluyla, paralar arasındaki ikame edilebilirlik derecesi ölçülür. Esnekliğin yüksek olması ($e > 1$) paralar arasındaki ikame edilebilirlik derecesinin yüksek olduğuna işaret eder.

Miles'ın yaklaşımına alternatif olarak geliştirilen bu yaklaşımda fayda analizi kullanılmış, fayda fonksiyonuna iki paranın yanısıra bir mal grubu eklenmiştir⁴⁴.

$$U = f(m_d, m_f, g) \quad (1)$$

m_d = ulusal para

m_f = yabancı para

g = mal grubu

Finansal servetin bileşimi şu şekilde belirlenmiştir:

$$W = b_d + b_f + m_d + m_f \quad (2)$$

$$b_d = B_d / P_d$$

$$b_f = EB_f / P_d$$

B_d, B_f = ulusal ve yabancı menkul kıymet

E = döviz kuru

w = reel finansal servet değeri

Tüm gelirlerin harcandığı varsayımı ile bütçe kısıtı belirlenmiştir:

$$g = r + i_d b_d + (i_f + E^e) b_f + E^e m_f \quad (3)$$

r = finansal servet (mali yatırım) dışı diğer kaynaklardan elde edilen gelir

⁴⁴ Michael D.BORDO-Ehsan U. CHOUDHRI, "Currency Substitution and the Demand for Money", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.14, no. 1, February 1982, s.55

i_d = ulusal faiz oranı

i_f = yabancı faiz oranı

E^e = döviz kurunda değişim beklentisi

Mükemmel (tam) faiz arbitrajı koşulu altında döviz kuru değişim beklentisi (E^e) ulusal ve yabancı faiz oranları arasındaki farka eşit olacaktır ($E^e = i_d - i_f$). Servet bileşimi (2) eşitliğinden;

$$b_d + b_f = w - m_d - m_f \text{ elde edilir.}$$

Bütçe kısıtında yerine konulduğunda ve eşitlik yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılmıştır:

$$y = g + i_d m_d + i_f m_f \quad (4)$$

Eşitlik bütçe kısıtına bağlı olarak fayda maksimizasyonunu vermektedir. Ulusal ve yabancı para talep fonksiyonları, faiz getirilerine bağlanmaktadır. Bordo ve Choudri çalışmasında (y)'yi ölçmek için gayri safi milli hasılayı kullanmıştır. Çalışmada Kanada için esnek kur döneminde dövizin beklenen getirisinin ulusal para talebi üzerine etkisi test edilmiş ve bu etkinin önemsiz olduğu ortaya konulmuştur. Çalışmaya göre önemli miktarda yabancı para tutan başlıca ülkelerden biri olan Kanada için para ikamesinin para talebi fonksiyonunda önemli bir değişken olmadığı öne sürülmüştür.

Yapılan çalışmalarda para talebi fonksiyonunda para ikamesini gösteren değişkenler farklılıklar göstermektedir. Bazı çalışmalarda döviz kuru depresiasyonunu kullanılırken, bazı çalışmalarda da forward kurlar kullanılmıştır⁴⁵. Forward kurların kullanıldığı çalışmalardan biri Frenkel⁴⁶ tarafından yapılmıştır. Bu çalışma Alman ekonomisi ile ilgilidir. 1921-23 dönemine ilişkin olan bu çalışmada, para talebi fonksiyonunda para ikamesine ilişkin değişken olarak forward kurlar kullanılmış ve

⁴⁵ M. A. AKHTAR – B. H. PUTNAM, “Money Demand and Exchange Risk: The German Case”, 1972-76, *The Journal of Finance*, Vol:XXXV, No: 6, June, 1980, s.787

⁴⁶ Jacop A. FRENKEL, “The Forward Exchange Rate Expectations, and the Demand for Money: The German Hyperinflation”, *The American Economic Review*, September, 1977

hiperenflasyon döneminde dövizin, ulusal paranın geleneksel fonksiyonlarını yerine getirerek ulusal parayı ikame ettiği ampirik olarak kanıtlanmıştır⁴⁷. Akthar ve Putnam'ın Almanya'daki para talebi ve döviz riskine ilişkin yaptığı çalışmada ise, para ikamesi değişkeni olarak döviz kuru değişkenliği kullanılmıştır. Bu çalışma, para talebi fonksiyonunda yalnızca gelir ve faiz oranının alınmaması gerektiği ve para ikamesi nedeniyle döviz kuru riskinin de önemli bir değişken olarak fonksiyonda yer alması gerektiği temeline dayanmaktadır. Elde edilen sonuç ise, döviz kuru riskinin ulusal para talebini azalttığı ve döviz kuru riskinin ulusal para talebi fonksiyonunun belirlenmesinde ve para talebi davranışının açıklanmasında önemli bir değişken olduğudur.

5.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Standart portföy dengesi yaklaşımı yatırımcıların ulusal para, ulusal para ile belirlenmiş menkul değerler ve dövizle belirlenmiş menkul değerler tuttuklarını, buna karşılık döviz tutmadıklarını varsayar. Bu son varsayım yumuşatılarak para ikamesi devreye sokulur. Para ikamesi hipotezi yatırımcıların portföylerinde ulusal para yanında döviz tutmak isteyeceklerini ve bu paralara ilişkin taleplerini risk faktörü ve fırsat maliyetlerine göre ayarlayacaklarını öngörür⁴⁸. Burada, ikame esnekliği yaklaşımının yalnızca sınırlı para birimleri arasındaki ikameyi test etmesinin bir dezavantaj olduğu ileri sürülmektedir.

Bireylerin söz konusu geniş finansal varlıklar setinde bir varlıktan diğerine kaymasının göz önüne alınması ile, uygun bir para talebi fonksiyonu aracılığıyla para ikamesi ve sermaye hareketleri ayrıştırılabilmektedir.

Cuddington (1983) bu ayrımı yaparak, para ikamesi ile sermaye hareketlerinin para talebi üzerindeki etkisini portföy yaklaşımı ile birlikte test etmiştir⁴⁹.

Modelde dört tip varlık dikkate alınmaktadır:

⁴⁷ FRENKEL, a.g.m., s.668

⁴⁸ Fong Lin CHU -. Jack W. HOU, " An Extension of into the Near Framework: a case for Canada", *Applied Economics*, July 1998, v.30, n. 7, p847, <http://web2.London.searchbank.com/infotrack/seession,s.1>

⁴⁹ Ufuk HUZİROLAN , *Para İkamesi Teorisinin Para Politikası ve Enflasyon Açısından Analizi*, TC HDTM Uzmanlık Tezi, Ocak 1994,s.32-33/ İSKENDERÖĞLU, a.g.t., s.14-15

M = ulusal para

M^* = döviz

B = ulusal menkul değer

B^* = yabancı menkul değer

W = servet yada gelir (Her bir varlık için talep gelirin ya da servetin fonksiyonudur.)

e^* = beklenen depresiasyon oranı

r = ulusal menkul değerlerin getirisi

r^* =yabancı menkul değerlerin getirisi

Her bir varlığa ilişkin talep diğer unsular yanında, söz konusu varlıkların her birinin ayrı ayrı getirisine bağlıdır. Böylece model şu şekilde tanımlanır:

$$M = F_1 (W, e^*, r^* + e^*, r, Y) \quad (1)$$

$$e^* M = F_2 (W, e^*, r^* + e^*, r, Y) \quad (2)$$

$$B = F_3 (W, e^*, r^* + e^*, r, Y) \quad (3)$$

$$e B^* = F_4 (W, e^*, r^* + e^*, r, Y) \quad (4)$$

Bu varlıklara ilişkin talep servet kısıtına (düzeyine) bağlıdır.

$$W = M + e M^* + B + e B^* \quad (5)$$

e = döviz kuru (ulusal paranın yabancı para cinsinden fiyatı olarak)

Böylece standart portföy teorisinin uyumlaştırılması ile model yurtiçi para talebine (M) göre çözülerek, para ikamesi ve sermaye hareketlerinin etkilerini ayıran para talebi fonksiyonu elde edilebilir.

Cuddigton (1983) yaptığı çalışmada Amerika için düşük bir para ikamesi saptamıştır. Bununla beraber, çalışmada Almanya, Amerika ve İngiltere için sermaye hareketlerinin para talebi üzerinde etkisinin önemli olduğu ortaya konulmuştur.

Darrat ve Al-Mutava (1996) tarafından yapılan çalışmada, Japonya'da dar para arzı üzerinde para ikamesinin potansiyel etkisi portföy dengesi yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda para ikamesinin dar para talebinin önemli etkileyicilerinden biri olduğu ortaya çıkmıştır⁵⁰.

Bruce Brittain'ın (1981) ABD ve Almanya'ya ilişkin yaptığı çalışmada da aynı yöntem kullanılmıştır. Bu çalışmada, ABD dolarının fırsat maliyeti ve risk faktöründeki artışın, talebin mark lehine gelişmesinde önemli bir öge olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca, para ikamesinin ekonomide paranın dolanım hızları üzerinde etkili olduğu ve söz konusu ülkelerde paranın dolanım hızında görülen istikrarsızlığın nedeninin para ikamesi olduğu ileri sürülmüştür⁵¹.

Para ikamesi ile ilgili yapılan çalışmalarda kimi zaman aynı dönem ve ülkeler için yapılmakla beraber farklı sonuçlara ulaşılmaktadır. Bu farklılığın gerekçesi para ikamesi analizlerinde araştırmacıların kullandığı yöntem ve seçilen belirleyicilerin niteliklerinin farklılığıdır. Globalleşen dünyada sermaye hareketlerinin sınır tanımazlığı düşünülürse, para ikamesi ile sermaye hareketleri arasındaki ayrıştırılamama sorunu çalışmalarda da kendini göstermektedir. Araştırmacılar bu sorunu para ikamesine getirdikleri farklı tanımlar ile aşmaya çalışmışlardır. Dolayısıyla yöntem ve veri farklılığının yanı sıra, tanım farklılığı da aynı ülke ve dönem için farklı sonuçların doğmasına yol açabilmektedir.

⁵⁰ Ali F.DARRAT – Ahmet AL-MUTAVA, On Currency Substitution and Money Demand Instability, *International Review of Economics and Finance*, 1996, Vol. 5, Issue 3, p.321, <http://www.global.ebscohost.com/cgi-bin/epwtop/key=cAgdEqs>

⁵¹ Bruce BRITAIN, International Currency Substitution and the Apparent Insatbility of Velocity in Some Western European Economies and in the United States, *Journal of Money, Credit , and Banking*, Vol. 13, no. 2, May 1981, s.136-155

İKİNCİ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ AÇISINDAN PARA İKAMESİ ve PARA İKAMESİNİ ÖNLEMeye YÖNELİK POLİTİKALAR

İlk bölümde anlamı, ortaya çıkış nedenleri ve ölçme yöntemleri çerçevesinde, bir olgu olarak ele alınan ve bu açıdan önemi vurgulanmaya çalışılan para ikamesi, makroekonomik değişken ve politikalar üzerine yaptığı etkilerle büyük önem taşımakta; söz konusu olgunun yoğun inceleme ve araştırmalara konu olmasının ve genellikle bir sorun olarak değerlendirilmesinin asıl nedenini de, yol açabildiği bu etkiler oluşturmaktadır. Gerçekten de para ikamesi para politikasının bağımsızlığı, para talebi, döviz kurlarının belirlenmesi, kur politikası, enflasyon vergisi, istikrar politikaları ve reel ekonomi üzerinde etkileri bulunan bir olgudur. Bu bölümde, para ikamesinin makro ekonomik etkileri incelendikten sonra, söz konusu etkilerin olumsuzluğu dikkate alınarak, para ikamesine karşı izlenebilecek politikalar üzerinde durulacaktır.

1. PARA İKAMESİNİN PARA TALEBİ ÜZERİNE ETKİSİ

Ulusal parayla tanımlanan para arzı önemli ölçüde döviz balansı içeriyorsa, para stoku kompozisyonunu etkileyen döviz kuru hareketleri para arzı kontrolünü zorlaştıracaktır. Döviz mevduatlarının formal sistem içinde olmaması durumunda, ekonomideki döviz dolaşımı otoritelerin direkt kontrolünü etkisiz hale getirecektir. Para ikamesi, para talebi fonksiyonunu istikrarsız hale getirerek para politikasının başarısını engelleyecektir.

1970'lerde hız kazanan finansal yenilikler, tahmin edilebilir, istikrarlı parametrelere sahip, geleneksel para talebi fonksiyonunu etkilemiştir. Bu durum geleneksel para arzının kontrol edilebilirliğini ve tahmin edilebilirliği derecesini düşürmüştür⁵². 1970'lere kadar kullanılan para talebi teorilerinde yabancı para talebi ve getirisinin herhangi bir ölçütüne yer verilmemekteydi. Finansal yenilikler ekonomik birimlerin para taleplerini de etkilemiş ve yabancı para da portföylerinin bir parçası

⁵² Van Bas AARLE-Nina BUDINA, "Currency Substitution in Eastern Europe", January 1995, <http://greywww.kub.nl:2080/greyfiles/center/1995/doc/2.pdf>, s.7-8

haline gelmiştir. İstikrarlı para talebi tahminlerini veren geleneksel model, bu oluşumlar sonucunda yetersiz kalmıştır. Para ikamesinin para talebinin istikrarını bozan bir unsur olduğu bir çok çalışmada ortaya konmuştur. Savastona (1996) tarafından Latin Amerika ülkelerine (Bolivya, Arjantin, Meksika, Uruguay, Peru) ilişkin yapılan çalışmada, para ikamesinin paranın dolanım hızını istikrarsız bir hale getirerek para talebi denkleminin tahmin edilebilirliğini ortadan kaldırdığı ortaya konmuştur. Dolayısıyla ekonomi politikası uygulamalarında para ikamesinin varlığı durumunda para talebinin farklı bir yapı kazanıp kazanmayacağını bilmesi gerekir. Örneğin, aynı enflasyon oranına sahip iki ülkede, ulusal parayı elde tutma oranı para ikamesi yaşanan ülkede çok daha az olacak veya bu ülkede para talebi daha istikrarsız hale gelecektir⁵³.

Genellikle para talebinin, gelir veya servet gibi ölçek değişkenler yanında, para tutmaya alternatif diğer alternatif varlıkların nispi getiri oranlarına bağlı olduğu kabul edilir. Bu alternatif varlıklar tahvil ve tasarruf mevduatı gibi finansal enstrümanları ve dayanıklı tüketim malları ve gayri menkul gibi reel varlıkları içerir. Alternatif varlıkların getiri oranı nispi olarak arttığında ulusal para talebinin düşmesi beklenir. Açık bir ekonomide, alternatif varlıklar yabancı parayla belirlenen diğer likit varlıklar gibi yabancı parayı da içermelidir. Sanayileşmiş ülkelerde tahvil ve hisse senedi gibi iç finansal varlıklar geniş bir şekilde alternatif enstrümanlar olarak ekonomide yer alırken, gelişmekte olan ülkelerde bunlar oldukça kısıtlıdır. Dolayısıyla, bu ülkelerin başlıca ticari ortaklarının parası ulusal portföylerinin önemli bir parçası haline gelecektir. Ulusal para ile yabancı para arasında bir ikamenin varlığı dövizin nispi getiri oranına bağlı olacaktır. Ulusal paranın yabancı varlıklar karşısındaki nominal getiri oranı ulusal para ve yabancı paranın değişim oranındaki hareketlerine ve faiz getiren yabancı varlıkların faiz oranına bağlıdır. Böylece, ulusal ve yabancı parayla belirlenmiş varlık tutmanın oranı ulusal paranın beklenen devalüasyon oranına bağlıdır.

Ulusal paraya alternatif olan döviz ve diğer finansal ve reel varlıklar arasındaki niteliksel fark, dövizin yüksek bir likiditeye sahip olmasıdır. Dolayısıyla ulusal para ve

⁵³ SAVASTONA, "Dollarization in Latin America", *The Macroeconomics of International Currencies* 1996, s.247

ulusal paraya alternatif olan diğer varlıkların tutulma oranı nispi olarak likit olma ve onların beklenen getiri oranlarına bağlıdır⁵⁴.

Esnek kur sisteminde para ikamesinin derecesi yüksekse, para arzında küçük bir değişiklik döviz kurunda önemli bir değişikliğe yol açacaktır. Güçlü bir para ikamesi döviz kurunda beklenen değişmeyi ev sahibi ülkenin para talebi için önemli bir belirleyici unsur haline getirir⁵⁵. Ulusal para talebi dış değişkenler tarafından önemli ölçüde etkileniyorsa, para otoriteleri birbiriyle uyumlu para ve döviz kuru politikaları uygulamasalar bile, dış ülkelerden önemli ölçüde istikrarsızlık ithal edilebilir⁵⁶. Dolayısıyla esnek kur sistemi altında kurların hareketliliği para talebini istikrarsız, diğer bir deyişle tahmin edilemez, hale getirebilecektir. Sabit kur sisteminde kurların sabitliği ve para otoriteleri tarafından belirlenmesi para talebi açısından böyle bir güçlüğü ortadan kaldıracaktır. Ancak, söz konusu ülkenin ödemeler bilançosu açığı varsa durum farklı olabilir. Sabit kur sistemi altında ülke, ödemeler bilançosundaki açığı çok uzun bir süre devam ettiremeyecektir. Dolayısıyla bireylerde oluşacak döviz kurundaki artış beklentisi, esnek kur sisteminde güçlü para ikamesi varsayımı altında görülecek olan para talebinin istikrarsızlığı sonucunun sabit kur sisteminde de geçerli olmasını doğuracaktır.

Esnek kur sistemi altında para ikamesinin önemli olduğu ekonomilerde para arzındaki küçük bir değişiklik döviz kurlarında değişim beklentisi doğuracaktır. Bu beklenti döviz kurlarında büyük dalgalanmalara yol açarak döviz kurunun değişkenliğini (volatility) artıracaktır. Bu durum para politikasının etkisini zayıflatacaktır. Özetle para ikamesi önemliyse döviz kurunun değişimine yönelik beklenti, para talebinde önemli bir değişken olup, para talebinin istikrarsızlığına yol açabilmektedir. Paranın dolanım hızı para talebinin istikrarı açısından en önemli göstergedir. Paranın dolanım hızı (V) ekonomide belli bir dönemde veri bir işlem hacminde para stokunun kaç kez el değiştirdiğini gösterir. Diğer bir deyişle, (V) nominal gelirle para stoku arasındaki ilişkiyi ölçer. Miktar teorisine göre nominal gelir, paranın dolanım hızı ile para stokunun çarpımına eşittir. Paranın dolanım hızı (V)

⁵⁴ Vito TANZI- Mario I BLEJER, "Inflation, Interest Rate Policy, and Currency Substitutions in Developing Countries: A Discussion of Some Major Issues", *World Development*, Vol. 10, No. 9, 1982, s. 781

⁵⁵ BORDO-COUDHRI., 1982, s.48

⁵⁶ ORTIZ, 1983, s. 175

istikrarlı ise, para stokundaki değişmelerin nominal gelir üzerindeki etkileri tahmin edilebilir. Bu durumda, para çarpanının tahmin edilebilir ve dolayısıyla para stokunun da kontrol edilebilir olması koşuluyla, miktar teorisine dayanılarak gerekli politikalar üretilebilir.

(V)'nin istikrarlı bir davranış gösterdiği dönemlerde bir çok ülkede parasal hedefleme, fiyatlarda ve/veya reel üretim düzeyinde arzulanan değişmeler için takip edilen politikalar olmuştur. Buna karşılık, (V)'nin tahmin edilemeyen dalgalanmalar göstermesi durumunda parasal hedefleme başarılı olamayacaktır.

(V) ile para talebi yüksek derecede birbirine bağlı olan iki konsepttir. (V) fonksiyonu para talebi denkleminde üretilir. Bu nedenle istikrarlı bir (V) fonksiyonu yalnızca istikrarlı bir para talebi denkleminin kurulması durumunda türetilir. Para politikası için istikrarlı bir para talebinin önemi standart IS-LM modeliyle açıklanabilir. Veri bir IS eğrisi durumunda ve para talebinin de istikrarlı olması koşuluyla, para stokundaki bir artışın gelir üzerindeki etkisi tahminlenebilir. Paranın kontrolü gelir üzerindeki kontrol ölçülerinden biridir. Argüman para talebinin istikrarlı olduğu ve talep edilen para miktarındaki değişimin tahmin edilen para talebi fonksiyonu ile birlikte hareket ettiği, fonksiyonda kayma olmadığı, varsayımına dayanır. Buna karşılık, para talebinin istikrarsızlığı (dolayısıyla V'nin istikrarsızlığı) durumunda, para talebi tahminine dayanarak yapılacak bir para arzı tahmini, piyasanın gerçek ihtiyacından farklı olabilecektir. Bu durumda, istikrarsızlık nedeniyle, parasal hedefleme baştan çürür⁵⁷.

Para politikası açısından para talebinin istikrarlı olması, başka bir deyişle gayri safi milli hasıla, enflasyon, faiz gibi bir takım temel ekonomik değişkenler aracılığıyla sistematik bir şekilde açıklanması oldukça önemlidir. Para talebi ile para arzı arasında dengesizlik olması durumunda ekonomide bir takım dengeler bozulacaktır. Bu nedenle para talebinin, dolayısıyla paranın dolanım hızının ne yönde geliştiği ve önceden tahmin edilebilen nedenlerle değişmesi para politikasını yürütenler için oldukça önemlidir. İstikrarlı bir para talebi denklemi, Merkez Bankalarına ekonomik istikrarı sağlamada

⁵⁷ Nur KEYDER Nur, "The Behavior of Velocity and its policy relevance in Turkey", *METU Studies in Development*, 25 (3), 1998, s.407-409

parasal hedefleri güvenli bir şekilde kullanma kolaylığı sağlar. Aksi halde parasal hedefleme, istikrarı sağlamak yerine bozabilecektir.

Para ikamesi oldukça hassas olan bu ilişkiyi daha da zora sokabilmektedir. Çünkü, para ikamesinin olduğu bir ekonomide para talebinin esnekliği para talebini belirleyen değişkenlere karşı artmakta ve para talebi sürekli değişerek istikrarsız bir yapıya bürünmektedir.⁵⁸ Para arzının önemli bir bölümünün dışsal olarak yabancı varlıklar tarafından belirlenmesi, para arzının para talebi ile olan ilişkisini daha karmaşık ve daha az istikrarlı hale getireceğinden para ikamesi koşullarında para politikasının etkisi ve tahmin edilebilirliği zayıflayacaktır.

Aynı şekilde esnek kur sistemi altında para politikaları aracılığı ile döviz kurlarını yönlendirmek de zorlaşacaktır. Bu nedenle döviz kuruna yönelik beklentileri kırmak amacıyla belli bir dönem döviz kurlarına ilişkin olarak dönem başında ilan edilme yöntemi seçilebilir (crawling peg). Ancak, bu politika uygun para politikası ile desteklenmelidir.

Belirtilen kur yönteminin para politikaları ile yeterince desteklenmeden uygulandığı bir deneyim olarak 1979-82 arasında döviz kurunu sabitleyen Şili örneği hatırlanabilir. Bu deneyimde döviz kuru taahhütlerine uygun olarak enflasyonu düşürmek için parasal kontrol yeterince sıkı olmadığından, ekonomiyi istikrara kavuşturmak için kullanılan döviz kuru yavaş yavaş pezo'nun aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Yüksek sermaye talebiyle liberalleşen Şili ekonomisinin büyük miktarda özel sermaye çekmesi ulusal paranın değer kazanmasına katkıda bulunmuştur. Bu politikanın ortaya koyduğu sürdürülemez cari işlemler açığı, 1982 yılında pezo'nun büyük oranlı devalüasyonuna yol açmıştır. Bunu önceden sezen yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir.

Ülkenin ekonomik birimleri tarafından ulusal paranın yabancı bir para ile ikamesi, söz konusu ülkenin para talebini istikrarsız kılmasının yanı sıra, yaşanan uluslararası para ikamesi güçlü paraya sahip olup parası ikame edilen ülkenin politikalarını da istikrarsız kılabilir. Optimal para dağılımı kuralına göre , paranın dolanım hızını ölçmek için, portföyde tutulan çeşitli paraların oranını

⁵⁸ Murat ÜÇER, "Dolarizasyon Kader Değil", GÖRÜŞ, Haziran, 1994, s.56

tahminlemek gereklidir. Bu oran, portföydeki paraların risk ve getiri oranına göre değişir⁵⁹. Brittain'e göre uluslararası para ikamesi, ülkelerin paranın dolanım hızının birbirine bağımlılığına yol açar. Brittain, çok paralı portföy modeline (multicurrency portfolio model) dayanarak yaptığı çalışmada Almanya, İtalya, İsviçre ve İngiltere'de paranın gelir dolanım hızında beklenmeyen hareketlerin parasal hedefleme açısından soruna yol açtığını ve bu ülkelerdeki gelir dolanım hareketlerinin Amerika' daki hareketlenmeyle eş zamanlı olmasından yola çıkarak, Amerika'nın gelir dolanım hızındaki hareketlerin söz konusu ülkelerin gelir dolanım hızına bağlı olduğunu ampirik olarak kanıtlamıştır. Kısacası, uluslararası para ikamesi ülkelerin para talebi fonksiyonunu istikrarsız kılmaktadır.

Para politikaları aracılığı ile döviz kurlarına yön vermek isteyen bir ülke, parası diğer ülkeler tarafından talep buluyorsa, uyguladığı politikada amacına ulaşamayabilir. Örneğin iç para arzı artırılarak ulusal paranın değer kaybı hedefleniyorsa, para arzı ve talebi arasındaki para arzının lehine olan dengesizlik ulusal paraya yönelik dış para talebi ile absorbe edildiğinde ekonomide istenilen değişiklikler ortaya çıkmadan para arzı ve talebi birbirine eşitlenecektir. Dolayısıyla, yaşanan para ikamesi gelişmiş ülke açısından da politika etkinsizliğine yol açacaktır.

Genellikle, para talebi fonksiyonunun istikrarı, fonksiyonun tahmin edilebilirliğinin yüksek olması ve küçük bir anahtar değişkenler setiyle ifade edilmesi şeklinde tanımlanır. Para talebi istikrarsızlığı bir anlamda ex-ante tahminlemeyi oldukça zor bir hale getirir. İstikrar için para talebi açıklayıcı değişkenler tarafından tahmin edilebilir olmalı ve katsayıların değeri her zaman sabit kalmalıdır.

Para ikamesi ulusal para talebinde ilave bir açıklayıcı değişken olarak gündeme geldiğinde, para ikamesini hangi değişkenin göstereceği de bir problem olarak kendini gösterir. Ekonomik birimler faiz farklılıkları ve döviz kurundaki dalgalanmalar nedeniyle bir arbitraj geliri elde edebilirler. Bu durumda reel para talebi M/P fonksiyonu

⁵⁹ Bruce BRITTAIN, "International Currency Substitution and the Apparent Instability of Velocity in Some Western European Economies and in the United States", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 13, No. 2, May 1981,

şu şekilde tanımlamamızı gerektirir.

$$M/P = m(y, r, r^*, x)$$

y = gelir

r = iç faiz oranı

r^* = dış faiz oranı

x = döviz kurunun beklenen değişim oranı

Cuddington'a göre yurt dışı faiz oranı (r^*) para ikamesinden çok sermaye hareketinin temel göstergesidir. Çünkü, yurtdışı faiz oranı artığında ulusal ve yabancı paradan çok yabancı tahvil tutmanın getirisi artacaktır. Bu nedenle para ikamesi testlerinde yalnızca döviz kuru beklentisi kullanılmaktadır⁶⁰. Literatürde para ikamesi ile tahvil ikamesinin yeterince net bir şekilde birbirinden ayrılmadığına ilişkin tartışmalar vardır. Tahvil ikamesi ile para ikamesi, getirileri açısından döviz kurunun gelecekteki beklenen oranına bağlı olması nedeniyle, benzetilmektedir. Bir çok çalışmada geleneksel para talebi fonksiyonuna döviz kuru beklentisi bir gösterge olarak dahil edilerek para ikamesinin para talebi üzerindeki etkisi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bununla beraber yabancı para ve yabancı tahvil arasındaki fark dikkate alınmadan, bu gösterge (değişken) tahvil ikamesinin veya para ikamesinin yada her ikisinin varlığında kullanılabilir. Para, tahvilden daha likit bir varlıktır ve ekonomik birimler ihmal edilebilir bir işlem maliyetiyle para kompozisyonlarını değiştirebilirler. Tahville yapılan işlemlerde ise sabit bir maliyet söz konusudur. Ekonomik birimler genellikle vadesinden önce tahvil satmayı planlamaz. Paranın beklenen değer kaybı ise para ve tahvil arasındaki tercihten daha kısa bir zaman aralığında ortaya çıkar. Bu nedenle bir çok çalışmada paranın beklenen değer kaybı oranı ulusal para ile yabancı para arasındaki seçimde gösterge olarak kullanılmıştır⁶¹.

⁶⁰ VIREN, a.g.m., s.1592

⁶¹ Von Juergen HAGEN, J.M. Manfred NEUMANN, "Currency Substitution and the Demand for Money Further International Evidence", Sonderforschungsbereich 303, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, D-53113 Bonn, Lennestraße 37, , May 1990, s. 2-3

2. PARA İKAMESİNİN PARA POLİTİKASININ BAĞIMSIZLIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ

2.1. Esnek ve Sabit Kur Sistemlerinde Para İkamesinin Para Politikasının Bağımsızlığı Üzerine Etkisi

Sabit ve esnek kurlara ilişkin tartışmada, esnek kur sisteminin lehinde ortak argümanlardan biri, esnek kur sisteminin ülkenin para arzını dış parasal gelişmelerden ayırdığı, daha genel bir deyişle ekonomisini dış ülkelerdeki gelişmelere karşı izole ettiğidir. Sabit kur sisteminde ulusal para yabancı paraya sabitlendiğinden böyle bir parasal bağımsızlık söz konusu değildir.

Sabit kur sisteminde, sermaye ve mal ticareti üzerinde herhangi bir kısıtlama olmadığı durumda para arzındaki bir artış iç para talebini artıracaktır. Bu durum ödemeler bilançosunu olumsuz yönde etkileyecek ve bu yolla fazla para dışarıya akacaktır. Söz konusu ülkenin ödemeler bilançosu açığı diğer ülkelerin ödemeler bilançosu fazlası yoluyla dengelenmelidir. Böylece, dış ülkelerdeki para arzı da artacak ve ülkeler arasında ortak bir enflasyon oranı gözlenecektir.

Esnek kur sisteminde ise ödemeler bilançosu açığı (fazlası) her zaman sıfırdır ve bu nedenle Merkez Bankaları arasında net bir para akımı yoktur. Merkez Bankaları paralarının değerini korumak için müdahaleye uzun süre izin vermez. Esnek kur sisteminde, Merkez Bankaları tarafından herhangi bir müdahalenin olmaması durumunda, tüm ülkeler arasında net para hareketleri ortaya çıkmaz. Böylece parasal bağımsızlık tamamlanır. Ancak, bu parasal bağımsızlık argümanı paraların ikame edilmediği (örneğin Fransız'ların yalnızca Fransız Frangı, Alman'ların yalnızca Alman Markı tutması) varsayımına dayanır⁶² Dolayısıyla, açık bir ekonomide yerleşiklerin ulusal paranın yanısıra yabancı parayı da tutmaları durumunda dış enflasyon oranındaki değişimlerden ülke etkilenecektir⁶³

Esnek kur sisteminin döviz kontrollerini kullanma gereksinimini ve ticaret saptırıcı (trade distortion) etkileri ortadan kaldırdığı ve tüm ülkeler için parasal

⁶² MILES, a.g.m., 1978, s.428

⁶³ Chau-non CHEN- Tien wong TRASUR, "Currency Substitution and Foreign Inflation", *Quarterly Journal of Economics*, 1983, s.177

bağımsızlık sağlama açısından daha güvenli olduğu şeklindeki M Friedman tarafından ortaya atılan görüş hem monetaristler hem de Keynesyenler tarafından kabul görmüştür.

Monetaristlerin tezi esnek kur sisteminin sağladığı bu bağımsızlığa dayanarak her bir ülkenin kendi sabit parasal büyüme kuralını belirleyerek buna uyması idi. Bu durumda tüm ülkelerin para talebi istikrarlı ve birbirinden bağımsızmış gibi kabul ediliyordu⁶⁴. Ancak, ampirik kanıtlar bunun tam tersini gösterir niteliktedir. Bazı sanayileşmiş ülkelerin paraları döviz kuru değişimi beklentilerine bağlı olarak yüksek düzeyde ikame edilmektedir. Söz konusu uluslararası para ikamesi ülkelerin para taleplerinde istikrarsızlığa yol açmaktadır. Bu nedenle ülkelerin yaşadığı enflasyon oranını açıklamakta yalnızca iç para arzındaki değişimi dikkate almak yeterli olmayabilir⁶⁵. Örneğin 1978'de İsviçre'de para arzı %19.7 genişlerken, ABD'de bu oran yalnızca %8.2 idi. Bununla beraber enflasyon oranı İsviçre'de söz konusu yılda %4.5 ABD'de ise % 13 olarak gerçekleşmiştir⁶⁶.

Para politikalarının bağımsızlığı sorunu zayıf paraya sahip gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde de sonuç değişmeyecektir. Kurların dalgalanması para otoritelerine kısa dönemde bir esneklik sağlamaktadır. Ancak, uzun dönemde para talebini aşan bir para arzının sürdürülmesi, ulusal paranın değer kaybı sürecini hızlandırır ve diğer paralarla ikamesine yol açar. Bu durumda uzun dönemde aşırı genişletici politikalardan vazgeçilecek ya da sermaye ve ticaret kısıtlamaları getirilecektir. Bu durumda esnek kur sistemi de para otoritelerinin mevcut politikalarını sınırlar⁶⁷. Bu öngörü tam sermaye hareketliliğinin olduğu bir dünyada geçerlidir. Tam sermaye hareketliliği koşulunda iç faiz oranı ile dış faiz oranı eşitlenecek ve parasal genişleme reel geliri değiştirmede etkisiz kalacaktır. Böyle bir genişleme fiyatlar ve döviz kurunda eşit bir artış olarak yansıyacaktır. Bu nedenle, para otoriteleri para ikamesi veya tam sermaye hareketliliğinde esnek kur sistemi altında genişletici para politikalarının aynı kısıtlamalarıyla yüz yüze geleceklerdir⁶⁸.

⁶⁴ Milton FRIEDMAN , “The Case for Flexible Exchange Rates”, Richard CAVES – Harry JOHNSON , **Reading in International Economics**, American Economic Association Series, The Third Impression, Vol. XI, London, 1975, s. 430

⁶⁵ Mc KINNON, . 1982, a.g.m., s.320

⁶⁶ Mc KINNON , a.g.m., s.324

⁶⁷ Arturo BRILLEMBOURG-M. Susan SCHADLER ,“ A Model of Currency Substitution in Exchange Rate Determination, 1973-1978”, **IMF Staff Papers**, vol. 26, 1979, s.515-516

⁶⁸ FASONO-FILCO, a.g.e., s.12

Tam parasal bağımsızlık, ancak dünya ekonomisinin bütünleşmesinin dışında kalmak yoluyla sağlanabilir. Oysa döviz kuru belirlenmesi analizi, parasal portföyün kompozisyonunun değiştirilmesi kapasitesinin bu olasılığı engellediğine işaret etmektedir. Bağımsız para politikası olanağı, ekonomik birimlerin ikame edilen paralar arasında optimizasyonu sağlama yönündeki tepkileri dikkate alındığında zayıflar. Gerçekten de kapalı ekonomilerdeki sonuca paralel olarak, para otoriteleri sadece sistematik olmayan (öngörülme-yen) politikalar üreterek birbiri ile yakın ilişki içinde olan ekonomilerin politikalarının döviz kuru etkilerini erteleyebileceklerdir.

Ancak, işlemciler (transactors) bir parayı diğeri ile ikame edebileceğinden, döviz kurunda beklenen herhangi bir değişiklik karşısında hızlı bir şekilde portföylerini yeniden düzenleyebileceklerdir. Para portföyü tutanlar tarafından çeşitli para politikalarının potansiyel etkileri bir kez anlaşıldığında döviz piyasalarının buna hemen tepki göstermesi beklenebilir. Bu sonuçlar döviz kurundaki önemli değişimler yoluyla bilgilendirilmesiyle hızlanır ve böylece bağımsız politikanın herhangi bir etkisi kalmaz⁶⁹.

Para ikamesinin güçlü olduğu bir ülkede para politikasının etkisinin zayıflayacağı tezi, yabancı ve ulusal paralar arasındaki ikame elastikiyetinin esnek kur sisteminde oldukça arttığı yönündedir. Bu durumda otoritelerin para politikasını sürdürme olanağı, toplam para arzının bir unsuru olan döviz direkt olarak kontrol edemediklerinden, önemli şekilde zayıflayabilmektedir⁷⁰. Para ikamesi tanımına göre “efektif” anlamdaki paranın tanımı genişlediğinden, sermaye hareketleri para arzını aniden etkileyebilmekte ve paranın kontrolünü oldukça güçleştirmektedir.

Miles, Brittain ve Mc Kinnon para ikamesi durumunda para politikasının bağımsızlığının azaldığını savunmuşlardır. Buna karşılık Vaubel bu görüşü eleştirerek para politikasında bağımsızlık (monetary policy independence) ve para politikası özerkliği (monetary policy autonomy) arasındaki farklılığa dikkat çekmiştir. Buna göre esnek kurlar, ulusal para arzının ulusal otoritelerce belirlenmesi olarak ifade edilen parasal özerkliğe olanak sağlamaktadır. Esnek kurların, para otoritelerine para arzı üzerinde kontrol olanağı verdiği ve böylece fiyat istikrarı sağlamada bağımsızlığı

⁶⁹ PUTNAM, a.g.e., s.193

⁷⁰ Ratna SAHAY-Carlos A. VEGH, a.g.m., s.39

sunduğu iddia edilmektedir. Kısacası esnek kurlar yurtiçi amaçlar için ulusal politikaları kullanma özgürlüğü verir. Para politikası bağımsızlığı ise ulusal paranın arz ve talebinin dış gelişmelerden bağımsızlığı şeklinde tanımlanır⁷¹. Thomas (1985) para politikasındaki bağımsızlığı, yabancıların ulusal parayı tutabilmelerine karşılık, ulusal para talebi fonksiyonunun yalnızca iç değişkenleri içermesi anlamında kullanmaktadır⁷².

Sonuç olarak, dünya ekonomisindeki bütünleşme dikkate alındığında esnek kurların parasal bağımsızlık sağladığı tezi şüpheli görünmektedir. Uluslararası piyasaların bütünleşmesi dünya paraları arasındaki farkı kaldırarak para politikalarının bağımsızlığını sınırlar. Bir ülkenin vatandaş ve işyerlerinin önemli bir kısmının

çeşitlenmiş para portföyüne sahip olması bağımsız para politikasını zayıflatır. Bir ülkenin para politikasındaki bir değişiklik para kompozisyonunda bir ayarlamayı doğurabilir. Böylece politika değişikliği ülkeler arasında para hareketleri doğurabilir⁷³. Diğer bir deyişle, herhangi bir ülkedeki parasal genişleme (daralma) dünya para arzını genişletecek (daraltacak) ve para politikasının etkileri ülkeye özel olmayacaktır. Böylece para ikamesi bir ülkeden diğerine parasal rahatsızlıkları taşıyacaktır. Diğer bir deyişle, güçlü para ikamesi esnek kur sisteminin sağladığı parasal bağımsızlığı önemli ölçüde zayıflatacaktır.

2.2. Gelişmiş Ülkelerde Para İkamesinin Para Politikasının Bağımsızlığı Üzerine Etkisi

Parası diğer ülkeler tarafından da talep edilen gelişmiş ülkelerde para arzı ile enflasyon oranı arasındaki bağlantının kopmasının nedeni yaşanan uluslararası para ikamesi (international currency substitution) sürecidir. Değeri istikrarlı ve genel kabul gören bir yabancı para özellikle az gelişmiş ve istikrarsız bir ulusal paraya sahip diğer ülkelerin ekonomik birimleri tarafından talep edilecektir. Bu durumda, söz konusu ülke

⁷¹ Roland VAUBEL "International Shifts in the Demand for Money, Their Effects on Exchange Rates and Price Levels", and Their Implications for the Preannouncement of Monetary Expansion, *Weltwirtschaftliches Archiv* Bd. CXVI., 1980, S. 4

⁷² Lee THOMAS, "Portfolio Theory and Currency Substitution", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 3, August, 1985, s. 347

⁷³ MILES, a.g.m., 1978, s.428

talep fazlalığını karşılamak için para arzı artışına gittiğinde yurtiçi enflasyon oranı artacaktır. Böylece ülkeler arasında enflasyon transferi yaşanacaktır.

Söz konusu ülke para talebi fazlasını karşılamak amacıyla para arzını artırmazsa bu durumda paranın dolaşım hızı yükselecek ve ulusal para talebi fonksiyonunun istikrarı bozulacaktır. Her iki durumda da ülkenin bağımsız bir para politikası izlemesi güçleşecek ve bu durum yurtiçi enflasyon oranının artmasına yol açacaktır⁷⁴.

Konu Avrupa Birliği (AB) açısından değerlendirildiğinde para ikamesi ekonomik ve politik bütünleşmeye giden bu ülkeler grubu için döviz piyasalarında dalgalanmaya yol açması nedeniyle bir baskı oluşturmuştur. Yüksek düzeyde yaşanan para ikamesi bu ülkelerin esnek kur sistemi altında bağımsız para politikaları uygulamalarını engellemekteydi. Melvin (1985) tarafından yapılan 1973-80 yıllarına ilişkin çalışmada Batı Avrupa'da para ikamesi ampirik olarak kanıtlanmıştır. Özellikle, bu ülke grubunda Alman Markına yönelik yoğun talep Almanya'nın Avrupa Para Sistemi döviz kuru mekanizmasındaki liderliğine bağlanabilir. Örneğin Alman markının İngiliz poundu, Fransız frangı ve İtalyan Liretinin ikamesi olarak rağbet görmesi Alman para otoritelerinin politika uygulamalarında probleme yol açan en önemli etken olmaktaydı. Ekonomik birimlerin daha istikrarlı paralara yönelik talepleri bu paraya sahip ülkenin para politikalarının etkinliğini zayıflatmaktaydı. Melvin'in çalışmasındaki bulguları para ikamesinin Avrupa döviz piyasasında dalgalanmalara katkıda bulunduğu yönündedir⁷⁵

Yüksek para ikamesi durumunda her ülke bağımsız bir politika uyguladığında para talebi yüksek güvenilirliğe sahip paraya kayacak ve talep yönlü şok, genişletici para politikası uygulayan ülkelerde enflasyonist eğilimi güçlendirecektir. Sıkı para politikası uygulayan ülkelerde ise deflasyonist eğilimi güçlendirecektir. Dolayısıyla önemli para ikamesi yaşanan bu bölgede istikrarın anahtarı parasal eşgüdümdür⁷⁶.

⁷⁴ Batu K. TUNAY, "Para ikamesi, "Ülkelerarası Enflasyon Transferi ve Uluslararası Döviz Kuru Rejimi Tartışmaları", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 29, 1999, s. 62

⁷⁵ Michale MELVIN, "Currency Substitution and Western European Monetary Unification", *Economica*, 52, 1985, s. 88

⁷⁶ MELVIN, a.g.m., 1985, s.89

Bu durumda, paraları yakın ikame olan Merkez Bankaları arasındaki para politikasının eşgüdümü, para talebindeki kaymayı engellemek için gereklidir.

1999 Ekonomi Nobel'ini alan Robert Mundell tarafından, AB'ne girme şansı olduğunu düşünen ülkelere, para ikamesi olgusu karşısında para birimlerini Euro'ya sabitlemeleri veya para kurulu uygulamasına geçmeleri önerilmektedir.

2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para İkamesinin Para Politikasının Bağımsızlığı Üzerine Etkisi

Para ikamesi olgusu ve bunun para politikasının bağımsızlığı üzerindeki etkisi gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem taşımaktadır. Bu ülkelerde yaşanan para ikamesi engellense dahi para ikamesinin olumsuz etkileri devam edebilmektedir. Para ikamesinin geniş anlamda yaşanması durumunda, yerleşiklerin yurtdışındaki tuttukları döviz varlıkları, söz konusu süreci yaşayan ülkeye döndüğünde büyük bir kredi patlaması, yüksek cari işlemler açığı ve dövizin reel anlamda değer kaybı yaşanabilir. Uygulanan istikrar politikası sonucu, yurtdışındaki yabancı mevduat ülkeye getirildiğinde standart para çarpanı mekanizması işler ve para arzı artar. Bu durumda parasal denge yeniden kurulacaktır. Para talebini artıracak herhangi bir neden olmadığından, çarpan yoluyla ortaya çıkan para arzı fazlası, ya cari işlemler yoluyla ya da bankaların bu döviz mevduatlarını offshore piyasası oluşturarak yurtdışına aktarmaları suretiyle ortadan kaldırılacaktır.

Hiperenflasyon yaşayan Arjantin ve Peru gibi ülkelerde kredi talebi oldukça yüksek düzeydedir. Bunun nedeni enflasyon döneminde kredinin buharlaşmasıdır. Bununla birlikte makro ekonomik belirsizlik nedeniyle piyasanın büyük bölümünde (tüketici veya ipotek kredisi gibi) uluslararası veya ulusal bir çok kredi sınırlaması uygulanır. İstikrar sonrasında bankalar yeni dolar mevduatlarından doğan kazançları borç vermekte bir takım problemlerle karşılaşmış ve potansiyel talep nedeniyle tüketici ve ipotek kredilerini geniş bir oranda karşılamıştır. Ancak, bankaların bu fonları denizaşırı ülkelere yeniden yatırımı özendirilmemişti. Kredilerdeki bu artış ekonomide ek harcamalarla eşitlenecektir. Tam istihdam altında bu ek talep, ulusal paranın aşırı değerlendirilmesiyle ucuzlayan ithalat yoluyla karşılanacak ve cari işlemler açığına yol açacaktır. İstikrar sonrasında Arjantin'de zorunlu rezerv karşılıkları pezo ve dolar için vadeli mevduatta %7 idi. Bu durumda finansal sisteme giren 1000 dolar için ulusal finans

sisteminin rezervleri 7 dolar, kredi hacmi ise 930 dolar artıyordu. Net döviz varlık pozisyonu ise 930 dolar azalıyordu. Peru'da ise zorunlu rezerv karşılığı %50 ye yakındı. Böylece Peru'da sermaye girişinin etkileri azaltılmıştır⁷⁷.

3. PARA İKAMESİNİN DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ ÜZERİNE ETKİSİ

Özellikle esnek kur sistemine geçilmesiyle kurlarda belirsizliğin artması nedeniyle döviz kurlarının tahminlenmesi finans yöneticileri ve uluslararası şirketlerin faaliyetleri yönünden oldukça önemli hale gelmiştir. Döviz kurlarını belirlemeye yönelik bir çok yaklaşım geliştirilmiştir. Moneter yaklaşım ve döviz kurunun iki ulusal paranın nispi arz ve talebi tarafından belirlendiği varlık piyasası yaklaşımı, para ikamesini de dikkate alacak şekilde geliştirilmiştir. Diğer döviz kuru modelleri sıfır para ikamesi varsayımına dayandığından burada inceleme kapsamına alınmamıştır.

3.1. Döviz Kurlarının Belirlenmesi Konusunda Varlık Piyasası Yaklaşımı

Varlık piyasası yaklaşımının, yaygın olarak kullanılan döviz kurunu belirleme denklemi şu şekildedir:

$$S = MK^* (i^*, Y^*) / M^* K(i, Y) \quad (1)$$

• = yabancı ülkeyi gösterir

S = spot döviz kuru

M = para arzı

K (i, Y) = faizin negatif, gelirin pozitif bir fonksiyonu olan para talebi

Y= reel gelir düzeyi

i= nominal faiz oranı

⁷⁷ Carlos Alfredo RODRIGUEZ, "Money and Credit Under Currency Substitution", IMF Staff Paper, June 1993, v 40, n 2, p414(13), www.İnfotrac/session/247/793/1499351w/24!start, s. 1-5

Buna göre iç para arzı (M) yada yabancı ülke para talebi (K^*) arttığında dövizin spot fiyatı (S) artar. Diğer bir deyişle ulusal paranın dış değeri düşer. Bu yaklaşımda para ikamesinin etkisi göz önüne alınmamıştır.

Girton ve Roper ilk kez para ikamesinin varlığı durumunda döviz kuru belirleme analizini etraflıca analiz etmiştir. Buna göre, para ikamesinin derecesi arttıkça döviz kurunun değişkenliği veya istikrarsızlığı artacaktır. İki para birbirinin tam ikamesi ise döviz kuru belirlenemez hale gelecektir. Yaklaşımına göre para ikamesinin de dikkate alındığı döviz kurunu belirleme modeli şu şekildedir ⁷⁸;

$$e = \tilde{e} - n(i_1 - i_2 - x) \quad (2)$$

$$e = \ln E$$

E= döviz piyasası fiyatı

$\tilde{e}$ = dışsal (eksojen) para arzı ve talebi faktörlerini yansıtır

$$n = \alpha + 2\sigma$$

α = ulusal para ve parasal olmayan varlıklar arasındaki ikame katsayısı

σ = paralar arasındaki ikame katsayısı

x = döviz kurundaki beklenen değişim oranı

i = paraların nominal faiz oranı

$$\partial e / \partial \tilde{e} = 1 \quad (3)$$

$$\partial e / \partial x = \alpha + 2\sigma = n \quad (4)$$

Döviz kurunun beklenen değişim oranı ile spot kur arasındaki ilişki (2) nolu denklemde para ikamesinin yeni bir öge olarak kullanılmasıyla görülür. σ katsayısı sıfır (0) ile sonsuz (∞) arasında değişebilir. $\sigma = 0$ olması yerleşiklerin yabancı para tutmadığını gösterir. $\sigma = \infty$ ise yerleşikler ulusal para ile yabancı para tam ikame

⁷⁸ FASANO-FILHO, a.g.e., s. 14-15

olduğunda hangisini tutacakları konusunda kayıtsızdırlar. Bu durumda esnek kur sistemi altında döviz kuru belirlenemez.

Varlık piyasası yaklaşımına göre (2), para ikamesinin sonlu olan tüm dereceleri için, paraların arzlarındaki değişimler döviz kuru (e) üzerinde nispi bir etkiye sahiptir. $\sigma = 0$ ise, para ikamesi söz konusu değildir ve döviz kuru iki para stoku tarafından belirlenir ve yeni bir dengeye her iki paranın stoku belirli olduğunda varılır. Diğer taraftan (4) nolu eşitlikten görüldüğü gibi, beklenen döviz kuru değişiminin (e)'ye etkisi para ikamesi derecesi artıkça büyüyecektir.

Girton ve Roper ulusal ve yabancı paranın getirilerinin sıfıra eşit olduğunu varsaymış ve faiz oranı sıfırdan farklı olduğunda her bir paranın reel getiri oranının değişeceğine işaret etmişlerdir. Bu döviz kurundaki dalgalanmaları elimine edecek veya en aza indirebilecektir. Sonuç olarak eğer para ikamesi önemli derecede ise ve para otoriteleri döviz kurundaki dalgalanmaları önlemek istiyorlarsa, kendi politikalarını yabancı ülkelerdeki para politikaları ile uyumlu hale getirmelidirler. Örneğin dış dünyada sıkı para politikası uygulanıyorsa ulusal bankacılık sistemi faiz oranlarını yükseltmelidir. Aksi halde, yurt içinde para ikamesi önemli boyuttaysa ulusal para değer kaybedecektir.

Ekonomik birimler portföylerinde büyük miktarda döviz balansı tutmakta ve beklenen getiri oranındaki değişimler nedeniyle portföylerinde para kompozisyonunu hızlı bir şekilde ayarlamakta ise, ekonomiye ilişkin değişkenlerdeki küçük bir değişme dahi döviz kurunda büyük dalgalanmalara yol açabilecektir⁷⁹.

3.2. Döviz Kurlarının Belirlenmesi Konusunda Moneter Model

Moneter model esas itibariyle sabit kur ortamında dış denge ve dengesizliklerin analizine yönelik olarak geliştirilmiştir. Ancak daha sonra esnek kur uygulamalarının yaygınlaşmasıyla yaklaşım döviz kurlarının belirlenmesi konusunu kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Moneter yaklaşımın ilk formülasyonu ve döviz kuru ayarlamalarının etkileri konusundaki açıklamaları ileride (4.2. nolu başlık altında) ele alınacaktır.

⁷⁹ HAGEN-NEUMANN, a.g.e., s.1

Moneter modellerde ülke sakinleri portföylerinde yabancı paraya yer vermemekte, yalnızca ulusal para tutmaktadırlar. Esnek- fiyat moneter yaklaşımda para arz ve talebindeki değişmelerin döviz kuru üzerindeki dolaylı ve dolaysız etkileri ele alınmaktadır. İki ülkeli bir modelde para arzının (m^s ve m^{s*})⁸⁰ tamamen merkez bankasının kontrolünde olduğu varsayılmaktadır. Her iki ülke için de reel para talebi ($m^d - p$ ve $m^{d*} - p^*$) faiz (i ve i^*) ve gelir (y ve y^*) tarafından belirlenen istikrarlı bir fonksiyondur. Para talebi gelir değişkeninden pozitif yönde, faiz değişkeninden ise negatif yönde etkilanmektedir. Para talebinin faiz ve gelir elastikiyetinin (b_1 ile b_1^* ve b_2 ile b_2^*) aynı olduğu varsayılmaktadır. Parasal denge iki ülke için de para arzı ve talebinin eşitlendiği durumda kurulmaktadır. Dengede iç para arzı tamamen iç yerleşikler tarafından yabancı para arzı ise tamamen dış yerleşikler tarafından tutulmaktadır. İki ülkenin para arzı ve talebi aşağıdaki şekildedir. (Tüm değişkenler logaritmik olarak ifade edilmiştir)⁸¹.

$$m^d - p = b_1 y - b_2 i \quad (1a)$$

$$m^{d*} - p^* = b_1 y^* - b_2 i^* \quad (1b)$$

$$m^s = m^d = m \quad (2a)$$

$$m^{s*} = m^{d*} = m^* \quad (2b)$$

Satın alma gücü paritesinin (SGP) her zaman geçerli olduğu, diğer bir deyişle döviz kurunun (e) ulusal ve yabancı malların nispi fiyatlarını birbirine eşitleyecek şekilde uyum gösterdiği varsayılmaktadır. Modele esnek-fiyat adının verilmesinin dayanağı da bu varsayımdır.

$$e = p - p^* \quad (3)$$

(1a) ve (2a) ile (1b) ve (2b) denklemleri birleştirilerek p ve p^* için çözümlenirse paranın miktar teorisine ulaşılır.

$$p = m - b_1 y + b_2 i \quad (4a)$$

⁸⁰ * = yurtdışı değerleri göstermektedir.

⁸¹ ROSENBERG, a.g.e., 169-171

$$p^* = m^* - b_1 y^* + b_2 i^* \quad (4b)$$

(4a) ve (4b) denklemlerini (3) nolu denklemde yerine koyarsak temel esnek moneter modeline ulaşmış oluruz.

$$e = (m - m^*) - b_1 (y - y^*) + b_2 (i - i^*) \quad (5)$$

İki ülke arasındaki nominal faiz oranının farklı olduğu varsayıldığında, bu faiz farkı döviz kurunun beklenen değişim oranına (e^{oe}) eşit olacaktır (Fisher eşitliği).

$$(i - i^*) = e^{oe} \quad (6)$$

SGP geçerli olduğunda (e^{oe}) de ülkeler arasındaki beklenen enflasyon oranı farkına ($p^{oe} - p^{oe*}$) eşit olacaktır.

$$(e^{oe}) = p^{oe} - p^{oe*} \quad (7)$$

Nispi enflasyon beklentileri büyük ölçüde beklenen parasal büyüme hızından ($m^{oe} - m^{oe*}$) etkilenmektedir.

$$i - i^* = p^{oe} - p^{oe*} = m^{oe} - m^{oe*} \quad (8)$$

Söz konusu eşitliklerden yola çıkarak (5) nolu yeniden düzenlendiğinde esnek-fiyat moneter modeline ulaşılacaktır:

$$e = (m - m^*) - b_1 (y - y^*) + b_2 (m^{oe} - m^{oe*}) \quad (9)$$

(9) nolu eşitlik (beklentilere dayalı esnek fiyat moneter model) döviz kurunun parasal faktörler, reel gelir ve beklentisel faktörler tarafından ortak olarak etkilendiğini göstermektedir. Buna göre döviz kuru para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. İç para arzı artığında ulusal para değer kaybedecektir. Yurtiçi gelirin artması (azalması) ya da enflasyonun düşeceği (yükselineceği) yönünde bir beklentinin oluşması iç para talebini artıracğından (azaltacağından) ulusal para değeri kazanacaktır (kaybedecektir)

Söz konusu modelde yatırımcıların ulusal para ve döviz tutma oranı arasındaki tercihindeki değişme döviz kurunu etkilememektedir. Çünkü model ülke sakinlerinin yalnızca kendi parasını tuttuğunu varsaymaktadır. Bu varsayım yumuşatılır ve her iki

ülke sakinlerinin portföylerinde ulusal paranın yanısıra yabancı parayı da tutmasına izin verilirse, para ikamesinin döviz kurunun belirlenmesine etkisi ortaya konulabilir.

Para ikamesinin oynadığı rol geleneksel moneter modelde dikkate alındığında, her iki ülkedeki para talebi fonksiyonu döviz kuru riski ilave edilerek değiştirilecektir. Burada her iki ülkedeki ekonomik birimlerin kendi piyasalarındaki yüksek ve değişken enflasyon riskiyle ilgilendiği ve buna karşı tek korunma aracının diğer ülkenin parası olduğu varsayılmıştır. Böylece ekonomik birimler enflasyondan korunmak için toplam para balanslarının bir bölümünü diğer ülkenin parası şeklinde tutacaklardır. Oransal olarak kendi ülkelerindeki enflasyonun daha fazla artacağı yönündeki bir beklenti diğer ülkenin parasını portföylerinde artırmalarına yol açacaktır. Daha önce de yapıldığı gibi, nispi enflasyon oranlarında beklenen değişimlerin otomatik olarak döviz kurunda beklenen değişimlere yansıdığı varsayılırsa, her bir piyasadaki nispi olarak ulusal para talebi gelecekteki döviz kuru beklentisindeki değişimlerden direkt olarak etkilenecektir. Bu durumda yukarıda (1a) ve (1b)' de belirlenen geleneksel para talebi fonksiyonu aşağıdaki şekilde değiştirilecektir:

$$m - p = b_1 y - b_2 i - b_3 e^{oe} \quad (10a)$$

$$m^* - p^* = b_1 y^* - b_2 i^* + b_3 e^{oe} \quad (10b)$$

(10a) döviz kurunun yükseleceği beklentisinin (ulusal paranın değer kaybı beklentisinin) ulusal paraya olan talebin düşmesi ile sonuçlanacağını göstermektedir. Bu nedenle para ikamesi katsayısı (b_3) (10a)'da negatif işaret taşımaktadır. Aynı şekilde böyle bir beklenti, (10b)'de görüldüğü gibi dövize talebi artıracaktır. Bu (10b)'de para ikamesi katsayısının (b_3) neden pozitif işaretli olduğunu açıklar. Ulusal ve yabancı para balansları arasındaki ikame elastikiyetinin her bir piyasada aynı olduğu varsayımı ile her bir durumda para ikamesi katsayısı (b_3) aynıdır. (10a) ve (10b) denklemleri (1a) ve (1b) denklemleri için uygulanan çözümlemelerle yeniden düzenlendiğinde moneter döviz kuru belirleme modeli para ikamesi ile birleştirilmiş olur. Bu durumda yeni döviz kuru dengesi şu şekilde olacaktır:

$$e = (m - m^*) - b_1 (y - y^*) + b_2 (m^{oe} - m^{oe*}) + 2b_3 e^{oe} \quad (11)$$

$e^{oe} = (m^e - m^{e*})$ varsayımı nedeniyle (11) nolu denklem yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki gibi olacaktır:

$$e = (m - m^*) - b_1 (y - y^*) + (b_2 + 2b_3) (m^{oe} - m^{oe*}) \quad (12)$$

(9) nolu denklemde açıklanan geleneksel esnek fiyat-moneter model (2) nolu denklemle karşılaştırıldığında her iki modelde de ulusal para arzındaki %x'lik bir artış yabancı paraya göre eşit oranda ulusal paranın değer kaybına yol açacaktır. Aynı zamanda her iki modelde de reel ekonomik etkinlikteki değişmeler paranın değeri üzerinde aynı etkiye sahiptir.

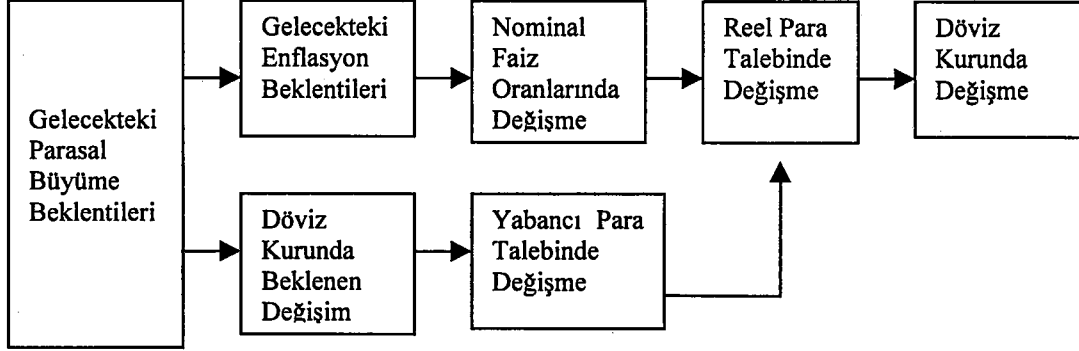
Geleneksel moneter modelde iç parasal büyüme hızının daha da artacağı yönündeki beklentiler ulusal enflasyon oranının artacağı beklentisinin oluşmasına ve bu beklenti de iç faiz oranında artışa yol açacaktır. İç faiz oranındaki bu artış ulusal paraya olan talebi düşürecek ve bu gelişme ulusal paranın değerinin düşmesiyle sonuçlanacaktır.

Para ikamesinin etkileri ile birleştirilen moneter modelde, parasal büyüme hızında artış yönündeki beklenti nedeniyle iç enflasyon oranındaki artış beklentisi, iç faiz oranlarının artışı yoluyla ulusal para talebini düşürür. Aynı zamanda ulusal paranın değer yitireceği beklentisi ekonomik birimlerin toplam para balanslarındaki dövizin payını artırarak ulusal paraya olan taleplerini düşürecektir. Böylece, para ikamesinin varlığı durumunda parasal büyüme hızının artacağı yönündeki bir bekleyiş döviz kuru dengesini geleneksel esnek fiyat moneter modeldeki durumdan çok daha güçlü bir şekilde etkileyecektir. Çünkü (9) ve (12) nolu denklemler karşılaştırıldığında ikisi arasındaki tek farklılığın birincisindeki (b_2) katsayısı yerine ikincisinde $(b_2 + 2b_3)$ katsayısının yer almış olduğu görülecektir ki, $(b_2 + 2b_3)$ katsayısının (b_2) katsayısından daha büyük olduğu açıktır.

Her iki ülkenin vatandaşları portföylerinde yalnızca kendi paralarını tutuyorlarsa, bir başka deyişle yabancı para ve ulusal para arasında ikame yoksa, b_3 sıfıra eşit ($b_3 = 0$) olacak ve (12) nolu denklem (9) nolu denklem haline dönüşecektir. Paralar arasında tam ikame varsayımı durumunda ($b_3 = \infty$) döviz kurlarının belirlenmesi olanaksız hale gelecektir. Söz konusu iki uç durumun dışında, gelecekteki

parasal büyüme hızında küçük bir değişme beklentisi dahi döviz kurlarında büyük dalgalanmalara yol açacaktır. Para ikamesi ile birleştirilmiş moneter döviz kuru belirlenmesi modeli Şekil 5’de şematize edilmiştir.

Şekil 5: Para İkamesi ile Birleştirilmiş Moneter Döviz Kuru Belirlenme Modeli



Literatürde para ikamesinin döviz kurlarındaki dalgalanmaları artırdığı kabul görmektedir. Bir çok çalışma, artan para ikamesinin ulusal paranın değer kaybedeceği yönündeki beklentilerin artmasıyla döviz kurunda dalgalanmaya yol açabildiğini ortaya koymaktadır⁸². He- Sharma tarafından yapılan çalışmada para ikamesinin döviz kurlarını belirlemedeki etkisi moneter modele göre test edilmiştir. Bu çalışmada Amerikan doları –Alman markı, Amerikan doları –Japon yeni ve Amerikan doları –İngiliz sterlini arasındaki değişim oranının belirlenmesi üzerine 1978-1991 verileriyle üç ayrı uygulama yapılmıştır. Söz konusu ülkeler arasında para ikamesinin önemi test edilmiştir. Her üç modelde de para ikamesinin döviz kurlarını belirlemede hem kısa dönemde hem de uzun dönem için önemli olduğu sonucu elde edilmiştir⁸³. Dolayısıyla döviz kurlarının kısa dönemde parasal değişkenlere (parasal genişleme gibi) bağlı olduğu, uzun dönemde de tamamen reel değişkenler tarafından belirlendiği⁸⁴ öngörüsü, para ikamesi durumunda geçerliliğini yitirmektedir. Paralar tam olarak ikame edilmese bile, döviz kurları temel değişkenlerle ilişkisiz dalgalanmalar gösterebilecek veya ekonomik değişkenlerdeki

⁸² Alan G. ISAAC, "Exchange rate volatility and currency Substitution", *Journal of International Money and Finance* v. 8, 1988, s.282

⁸³ Yijian HE- Subhash C. SHARMA, "Currency Substitution and Exchange Rate Determination", *Applied Financial Economics*, v.7, 1997, s. 327-336

⁸⁴ Guillermo A. CALVO. – Carlos Alfredo RODRIGUEZ, "A Model of Exchange Rate Dtermination under Currency Substitution", *Journal of Political Economy*, v. 85, no. 31, 1977, s. 624

değişmelere karşı çok daha duyarlı olacak ve bu nedenle dalgalanmalar artacaktır⁸⁵.

4. PARA İKAMESİ VE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİ

Devalüasyon veya revalüasyon ödemeler bilançosu dengesizliklerinin giderilmesine yönelik uygulanan döviz kuru politikalarıdır. Aşağıda, söz konusu politikaların etkilerine yönelik yaklaşımlardan massetme yaklaşımı ve moneter model ele alınacak, para ikamesi durumunda devalüasyon ve revalüasyonun etkileri üzerinde durulacaktır.

4.1. Massetme Yaklaşımı ve Döviz Kuru Ayarlamalarının Etkileri

Massetme yaklaşımı her ne kadar elastikiyet yaklaşımına bir alternatif olarak geliştirilmişse de, gerçekte bu analizin devamı niteliğindedir. Bu nedenle elastikiyet yaklaşımına kısaca değinilmesi uygun olacaktır. Elastikiyet yaklaşımında ithal mallarına ait talep elastikiyeti ile ihracat mallarına ait dış talep elastikiyeti önem taşımaktadır. Devalüasyonun ticaret bilançosu üzerindeki etkileri A. Marshall ve A. Lerner tarafından formüle edilmiştir. Marshall ve Lerner'e göre devalüasyonun ticaret bilançosu üzerindeki etkisinin olumlu olabilmesi için, söz konusu iki elastikiyetin toplamının 1'den büyük olması gerekir. Bu nedenle, bu koşula Marshall-Lerner (ML) koşulu denilmektedir. Bu koşulun varlığında döviz piyasasının istikrarlı olacağı ifade edilmiştir⁸⁶.

Yaklaşımına göre devalüasyonun dış ticaret bilançosu üzerine etkileri, ihracat gelirlerini arttırıp, ithalat giderlerini azaltması şeklinde olacaktır. Devalüasyon sonucu ithal mallarının ulusal para cinsinden pahalanması ile, yurtiçi talep elastikiyetine bağlı olarak, bu malların talebi ve dolayısıyla ithalat azalacaktır. İhracat malları ise, yabancı para türünden ucuzlayacağından, ihracat mallarına ait dış talep elastikiyetine bağlı olarak, ihracat hacmi artacaktır. Bu iki etki dış ticaret bilançosunda olumlu bir gelişmeye neden olacaktır. Söz konusu iki elastikiyet ne kadar yüksekse devalüasyonun döviz giderlerinin azalması ve döviz gelirlerinin artması üzerine etkisi o kadar fazla olacaktır⁸⁷.

⁸⁵ Mahnaz MAHDAVI, B. Kazemi HOSSEIN, "Indeterminacy and Volatility of Exchange rates Under Imperfect Currency Substitution", Economic Inquiry, 34 (1), 1996, www.global.ebscohost.com/cgi-bin/epwswooka, 04.11.1998, s.1

⁸⁶ Sadık ACAR, Devalüasyonun Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkisi (Türkiye Örneği), Basılmamış Doçentlik Tezi, EÜ İktisat Fakültesi, İzmir, 1980, s. 48-49.

⁸⁷ SEYİDOĞLU, a.g.e., s. 208.

Özetle, elastikiyet yaklaşımında devalüasyonun dış ticaret bilançosu üzerindeki olumlu etkisi ithal malları iç talep ve ihraç malları dış talep elastikiyetlerinin yüksek olmasına bağlanmıştır.

Elastikiyet yaklaşımı ihraç mallarının ve ithal malları ikamelerinin yurtiçi fiyatlarını döviz kurundan bağımsız varsaymıştır. İlgili, fakat açıkça belirtilmeyen varsayım; yerli ve yabancı malların ikame edilebilirliğinin yüksek olduğudur. Bu nedenle, devalüasyonun ilk etkisinin, göreceli fiyat yapısını değiştirerek yurtiçi ve yurtdışı talepleri yerli mal ve hizmetlere yönlendirmek şeklinde olacağı kabul görmüştür. Dolayısıyla atıl kapasiteye sahip ülke devalüasyon yaptığında, ihraç ve ithal mallarıyla rekabet eden sanayilerinin uluslararası fiyatlarda rekabet edebilirliklerinin artması ve bunun sonucunda da ticaret bilançosunda bir gelişme meydana gelmesi beklenmelidir⁸⁸.

Elastikiyet yaklaşımında nispi fiyat değişimleri sonucunda ihracat ve ithalat değiştiği halde masnetme yaklaşımında ticaret bilançosundaki dengeleme yönündeki eğilim ithalatın gelire bağıllığı nedeniyle ithalattaki değişme sonucunda sağlanmaktadır⁸⁹. Devalüasyonun ticaret bilançosu ve yurtiçi gelir etkileri arasındaki ilişkiyi topluca irdeleyen masnetme yaklaşımında kullanılan temel denklem milli gelir denge koşulu;

$$Y \equiv C + I + G + X - M \text{ şeklindedir}^{90}.$$

Denklemden $(C+I+G)$, masnetme, kısaca "A" olarak tanımlanmış, $(X-M)$ ise ihracatla ithalat arasındaki fark olup "B" olarak tanımlanmıştır. Bu açıklamalar doğrultusunda milli gelir denge koşulu;

$$Y \equiv A + B$$

olarak yazılabilir. Bu denklemden dış ticaret dengesini;

$B \equiv Y - A$ şeklinde ifade edebiliriz. Buradan dış ticaret bilançosundaki açık veya fazla gibi sonuçların ülkenin üretimi ile tüketimi arasındaki farktan doğduğu anlaşılmaktadır.

⁸⁸ E. Robert BALDWIN –David J. RICHARDSON, *International Trade and Finance*, Little Brown and Company, Boston, 1986, s. 297.

⁸⁹ GÜRAN, a.g.e., s52

⁹⁰ Y: toplam hasıla, C: tüketim harcamaları, I: yatırım harcamaları, G: kamu harcamaları, X: ihracat, M: ithalat.

Dış ticaret açığının döviz kuru değişimi ile kapatılması amaçlanan bir ekonomide pozitif görelî fiyat etkisi, negatif gelir etkisinden büyük ve ticaret bilançosu (B) lehte gelişir. Döviz kuru değişiminin ticaret bilançosu üzerinde olumlu etkisinin görülebilmesi için, ya massetmenin azalması, ya yurtiçi üretiminin artması ya da yurtiçi üretimindeki artışın massetmedeki artıştan daha fazla olması gerekir.

Massetme yaklaşımını geliştiren S. Alexander, ticaret bilançosunun pozitif kalıntı vermesi durumunu ($Y > A$) ekonomide bir gömülemenin (hoarding) varlığı ile açıklamıştır. Bu durumda dış ticaret dengesi;

$$B \equiv Y - A \equiv H \text{ şeklini alır (H=gömüleme)}$$

Döviz kurlarındaki değişimin ticaret bilançosu üzerinde meydana getireceği etki;

$$\Delta B \equiv \Delta Y - \Delta A \equiv \Delta H \text{ şeklinde gösterilir.}$$

Ticaret bilançosunu etkileyen ögeler; kur değişiminin gelir üzerindeki etkisi (ΔY), gelir değişiminin massetme üzerindeki etkisi ve kur değişiminin massetme üzerinde dolaysız etkisi (ΔA) olmak üzere üç şekilde ortaya çıkar⁹¹. Massetmede gelirin uyardığı değişmeyi ($\alpha \Delta Y$) olarak gösterebiliriz. Burada α "marjinal gelir massetme eğilimi" dir. Marjinal gelir massetme eğilimi, marjinal tüketim eğilimi ile marjinal yatırım eğilimlerinin toplamıdır ($\alpha = c + i$). Buna göre, devalüasyon masetmeyi ($\Delta Y - \alpha \Delta Y$) kadar etkiyecektir. Devalüasyonun massetme üzerindeki dolaysız (otonom) etkisini βA ile gösterebiliriz. Bu durumda devalüasyonun ticaret bilançosu üzerindeki etkisi;

$$\Delta B \equiv (1 - \alpha) \Delta Y - \beta A \equiv \Delta H$$

şeklinde ifade edilir.

α marjinal massetme eğilimi olduğundan, $(1 - \alpha)$ marjinal massetmeme eğilimidir. Devalüasyonun ticaret bilançosu üzerindeki etkisi, ΔY , α ve βA 'nın görelî büyüklüklerine bağlıdır. Denklemin sağ tarafındaki büyüklüklerin pozitif sonuç vermesi için $\Delta Y > 0$ iken $\alpha > 1$ ve $\beta A < 0$ koşullarının gerçekleşmesi gerekir. Bu durumda ticaret bilançosu pozitif değer alacaktır. $(1 - \alpha) \Delta Y$ gerektiği kadar yüksek olduğu durumlarda $\beta A > 0$ olsa bile, devalüasyonun ticaret bilançosu üzerindeki etkisi olumlu olacaktır. Böylece olumsuz dolaysız (otonom) gelişmeler, uyarılmış (dolaylı) etkilerdeki olumlu gelişmeler tarafından elimine edilecektir. Her iki etki de negatif ise, (mutlak değer

⁹¹ Fritz MACHLUP, Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation, *International Monetary Economics* içinde, London, Second Impression, 1970,

olarak) her iki etkinin de büyük olması durumunda, devalüasyon ticaret bilançosunu olumlu yönde geliştirecektir⁹².

Özetlemek gerekirse, yaklaşımda devalüasyonun ticaret bilançosu üzerindeki etkileri gelir üzerindeki ve gelir yolu ile etkiler $[(1-\alpha)-\Delta Y]$ ve massetme üzerindeki dolaysız etkiler (βA) olmak üzere iki bölümde incelenmektedir.

Fiyat ve gelir etkilerinden birlikte yararlanabilmek için yüksek elastikiyetlere sahip bir ülkenin dış ticaret açığını kapatmak üzere devalüasyon yaptığını varsayalım. Bu durumda ilk aşamada ithalatın azalması, ihracatın artması sonucu ticaret bilançosunda olumlu bir gelişme ortaya çıkacaktır. İthalat ve ihracattaki bu değişim ülkenin gelirinde bir artışa yol açar. Ticaret dengesindeki ilk değişimle birlikte, karşı önlemler alınmadığı sürece, artan gelir çarpan etkisini başlatır. Gelirdeki çarpılarak büyüyen artış, marjinal massetme eğilimine bağlı olarak, doğrudan massetmeyi arttıracaktır. Sonuçta, devalüasyonun ticaret bilançosu üzerindeki birincil etkisinin ne kadarının kalıcı olduğu, gelirden meydana gelen uyarılmış etkilerin tersine çevirici gücüne bağlı olmaktadır⁹³.

Marjinal massetme eğilimi (α) 1'den küçük ise, marjinal massetmeme eğilimi $(1-\alpha)$ pozitif olacaktır. Eksik istihdamdaki bir ekonomi için devalüasyon, diğer etkiler olumsuz olmamak koşuluyla dış ticaret bilançosunu olumlu etkileyecektir. $\alpha > 1$ ise sonuç tersi olacaktır⁹⁴.

Fiili açık durumunda sabit kur sisteminde otoriteler tarafından gerçekleştirilen devalüasyon sonucu, ilk etki ticaret açığını kapatsa da tersine çevirici etkiler nedeniyle açık, başlangıç düzeyinin altında olmakla birlikte devam edecektir.

Sabit kur sisteminde fiili açık nedeniyle yaşanan bu süreç esnek kur sisteminde şu şekilde işler; Potansiyel dış açık nedeniyle ortaya çıkan döviz kurundaki artış, ithalat ve ihracatı dengeleyecektir. Ancak, tersine çevirici gelir etkileri, ithalatın artıp, ihracatın düşmesi sonucunu doğuracaktır. Özetle, tersine çevirici güçler nedeniyle dış ticaret bilançosu dengesi daha büyük döviz kuru değişimi ile sağlanacaktır⁹⁵.

⁹² ACAR, a.g.t., s. 61-62.

⁹³ GÜRAN, a.g.e., s. 79.

⁹⁴ ACAR, a.g.t., s. 64.

⁹⁵ GÜRAN, a.g.e., s. 79.

Yukarıda açıklanan süreç farklı paraların talep yönünden ikame edilebileceğini göz ardı etmiştir. Oysa para ikamesi döviz kurunun yükselmesinin harcama kaydırıcı ve harcama azaltıcı fonksiyonunu zayıflatarak döviz kuru politikasının etkisini zayıflatır.

Ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer yitirmesi para ikamesinin yaşanmadığı bir ekonomide ülke sakinlerinin yabancı mal ve hizmet alım güçlerini düşürerek satın alma güçlerini zayıflatır. Bu devalüasyonun harcama azaltıcı etkisidir. Ancak, ülke sakinlerinin bir bölümü servetlerini döviz cinsinden tutarsa, servet etkisi küçüleceğinden devalüasyonun tam etkisi ortaya çıkmayabilir. Nihai etki servetin ne kadarının döviz olarak tutulduğuna bağlıdır.

Bir ülkenin toplam finansal servetinde dövizin payı ne kadar büyükse, devalüasyonun harcama kaydırıcı etkisi o kadar azalacaktır⁹⁶. Devalüasyonla hedeflenen, ithal mallarının fiyatının artırılması ve dolayısıyla ülke sakinlerinin bu mallara karşı talebinin düşürülmesidir. Ancak, toplam finansal servette dövizin payının yüksek olması söz konusu fiyat artışının etkisini azaltacaktır. Devalüasyonla ithal mallarının fiyatı ulusal para cinsinden yükselirken döviz olarak değişmeyecektir. Bu durumda toplumun belli bir kısmının satın alma gücünde herhangi bir değişme meydana gelmeyecektir.

4.2. Moneter Yaklaşım ve Döviz Kuru Ayarlamalarının Etkileri

Devalüasyonun ödemeler bilançosu üzerindeki etkileri inceleyen diğer bir yaklaşım ise moneter yaklaşımdır. Ödemeler dengesine moneter yaklaşım kuramı bir stok değişkeni olarak para ankesleri reel değerindeki ayarlamaların çok önemli olduğu, fiyat-para akım mekanizmasınca öngörülen klasik düşüncenin yeniden ortaya konması şeklindedir⁹⁷. David Hume'a kadar dayanan klasik analize göre para arzı açık veya fazlası ülkenin nominal fiyat düzeyini etkileyerek dış ödemeler dengesinde fazlalık veya açıklara yol açacaktır. Buna göre, açık bir ekonomide ödemeler bilançosundaki problemlerin nedeni bir stok olarak para arz ile para talebi arasındaki dengesizliktir. Para arzı fazlası kapalı bir ekonomide fiyat düzeyini yükselterek para talebini artırması

⁹⁶ BRAND, a.g.e., s. 68

⁹⁷ Suat ÖKSÜZ, *Türkiye'de Para ve Dış Denge*, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları No: 223/146, Eskişehir, 1980, s.29

yoluyla eşitlenirken, açık bir ekonomide artan dışalım yoluyla dışarıya akarak ortadan kalkacaktır. Ana çizgileriyle aynı mantığı yürüten moneter yaklaşıma göre ödemeler bilançosundaki problemler yanlış para politikaları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla problem para politikaları ile çözülmelidir.

Ödemeler bilançosu açıkları stok ve akım açık olarak tanımlanmaktadır. Stok açık kendi kendini tedavi etme eğiliminde olduğundan geçicidir, akım açık ise uygulanan politikalarla açığın finanse edilmesi durumudur ve stok açıktan daha fazla sürerek ülkenin ekonomik durumunu zora sokabilir⁹⁸.

Rezerv giriş ve çıkışları olarak tanımlanan dış ödemeler dengesindeki fazlalık veya açıklar geçicidir. Yaklaşıma göre ödemeler bilançosu şöyle tanımlanmaktadır;

$$B = R_f - P_f$$

(R_f) , ülke sakinlerinin yabancılardan elde ettiği toplam gelir; (P_f), ülke sakinleri tarafından yabancılara yapılan ödemelerdir. Elde edilen gelirin ödemelerden küçük olduğu ($R_f < P_f$), diğer bir deyişle ödemeler bilançosu açığı durumu para otoriteleri tarafından kredi yaratılması ve paranın dolanım hızındaki bir artış ile ortaya çıkabilir. Bu açık, iddiharın çözülmesi ve/veya kredi yaratılması ile finanse edilebilir⁹⁹. Birinci durumda stok açık, ikinci durumda ise akım açık söz konusudur.

İddiharın çözülmesi durumunda ülke sakinlerinin para balansları azalmış olacaktır. Toplum para balanslarını belli bir düzeyde tutmak ister. Bu nedenle açık, geçici olacak, yükselen faiz oranları (sıkı kredi koşulları) toplam harcamaların daralmasına ve dolayısıyla açığın kendi kendini tedavi etmesi eğilimini doğuracaktır¹⁰⁰.

⁹⁸ JOHSON, Towards ..., s.51-52

⁹⁹ Harry G. JOHSON, "Towards a General Theory of the Balance of Payment", *The Monetary Approach to the Balance of Payment*, Edited by FERNKEL A. Jacop – JOHSON G. Harry, Gresham Press, 1977, s. 51

¹⁰⁰ GÜRAN, a.g.e, 50

İkinci finansman yolu ise otoritelerin açık piyasa işlemleri aracılığıyla kredi yaratmasıdır. Azalan rezervler otoritelerin politikalarını değiştirmeye zorlayınca kadar bu tür bir açık devam edebilir.

Sabit kur sisteminde para politikası ile yalnızca iç kredi hacmini kontrol edilebilir, para arzı ise belirlenemez. Çünkü para arzı iç kredilerin (D) yanısıra uluslararası rezervleri de (R) kapsamaktadır¹⁰¹:

$$M_s = k (R+D)$$

k= para çoğaltanı

Nominal para talebi ise reel gelirin (y) ,fiyat düzeyinin (P) ve faiz oranının veya para tutmanın fırsat maliyetinin (i) bir fonksiyonudur. Dünya fiyatları ile iç fiyat düzeyi arasında sıkı bir ilişki olduğu varsayımı nedeniyle (P) aynı zamanda dünya fiyat düzeyini de göstermektedir. Söz konusu sıkı ilişki küçük ülke varsayımından kaynaklanmaktadır.

$$M_d = L (P, y, i)$$

Denge durumunda para arzı ve talebinin eşit olduğu varsayımı altında,

$$k (R + D) = L (P, y, i)$$

Denklemin tam diferansiyelini alındığında,

$$\delta R = 1/k (\delta L (P, y, i)) - \delta D$$

yazılabilir.

Denklemin moneter yaklaşımın temel denklemidir. Otoriteler tarafından yurtiçi kredi hacminin artırılması uluslararası rezervlerde azalmaya yol açacaktır¹⁰². Para arzı dışsal olarak para talebi tarafından belirlenmektedir. İç kredi hacminin artırılması durumunda para arz ve talebi arasındaki denge bozulacağından bireyler portföylerini yeniden düzenleyeceklerdir. Para talebini aşan para arzı fazlası bireylerin uluslararası mal ve hizmet piyasalarına yönelik talebinde bir artışa yol açacaktır. Söz konusu talep artışı rezervlerde iç kredilerdeki artışla aynı oranda bir azalmaya neden olacaktır¹⁰³.

¹⁰¹ Harry G. JOHNSON, "The Monetary Approach to Balance of Payment", **The Monetary Approach to the Balance of Payment**, Edited by FERNKEL A. Jacop – JOHNSON G. Harry, Gresham Press, 1977, s. 156-157

¹⁰² ERTÜRK, a.g.e., s.54

¹⁰³ JOHNSON, a.g.e., s. 157

Standart moneter yaklaşıma göre devalüasyon iç fiyat düzeyini yükselterek veri para balanslarının reel değerini düşürür. Parasal servetin büyük bir bölümü ulusal paradan oluşuyorsa diğer reel varlıklara oranla para balanslarının reel değerindeki bu düşüş ulusal para için ek bir para talebine ve portföy dengesinin yeniden kurulmasına yol açacaktır. İç kredi yaratımına gidilmediğinde yabancı ülkelere para akımı ile ek para talebi tatmin edilecektir. Yeni stok dengesi kurulana dek ödemeler bilançosu geçici olarak iyileşecektir. Bununla beraber devalüasyon yapılan ülkede parasal servetin büyük bir bölümü yabancı para olarak tutuluyorsa, ülkenin parasal refahında bir artış yaşanacak ve böylece ticaret bilançosu kötüleşebilecektir. Bu sonuca göre, ele alınan ülkenin parasal servetinin önemli bir bölümü kendi parasından oluşuyor ve tercihleri ulusal mallara yönelik ise devalüasyon dış ticaret bilançosunu iyileştirir¹⁰⁴. Ancak, para ikamesinin büyümesi durumunda devalüasyonun ticaret bilançosunu iyileştirmesinin garantisi yoktur.

Ulusal paraların tam olarak ikame edilmediği varsayımı altında, reel para balansları azaldığında balans arzının üzerindeki balans talebi yalnızca iç para balansları ile karşılanmaya çalışılacaktır. İkame olmadığı varsayımı para arzının ayarlanma süreci açısından iki anlama gelmektedir. Bunlardan ilki yabancı parayı ulusal paraya çevirmek için bir merkez bankasına olan gereksinim, ikincisi ise yabancı para akımının her zaman merkez bankasına ulaşması ve merkez bankasının tuttuğu yabancı rezervlerde bir artışa yol açmasıdır. Böylece ödemeler bilançosunda bir gelişme olarak ölçülecek olan yabancı para akımına izin verilmiş olacaktır.

Bununla beraber para ikamesinin varlığının kabulü durumunda devalüasyonu takiben para arzının ayarlanma süreci farklı olacaktır. Bireyler parasal hizmetlerden yararlanmak için hem ulusal para hem de yabancı para tuttuklarından devalüasyon sonrasında ortaya çıkan ek para taleplerini karşılamak için her iki parayı da kullanabilirler. Ülkeye yabancı para aktığında bunlar özel portföylerde bulunabilir. Bu nedenle para ikamesinin varlığı durumunda devalüasyon sonrası reel para arzını artırmak için merkez bankasına gereksinim yoktur. Yabancı para balansları

¹⁰⁴ J. H. BREECE., "Devaluation, Money and Currency Substitution", *Economia Internazionale*, v. 40, 1987, s.173-191

tutabildiklerinden, bireyleri yabancı parayı ulusal paraya dönüştürmeye iten bir zorlama yoktur. Böylece para arzı merkez bankası tarafından herhangi müdahaleye gerek kalmaksızın artabilir.

Yabancı para ulusal paraya çevrilmesi için merkez bankasına götürüldüğünde bir rezerv akımı olarak görülür. Söz konusu rezerv akımı ödemeler bilançosunun durumu açısından önemli bir etkiye sahiptir. Yabancı paraların özel portföylerde kalması durumunda merkez bankası bilançosuna bir döviz girişi olarak kaydedilmeyecek ve ödemeler bilançosu iyileşmeyecektir. Böylece para ikamesi durumunda devalüasyon, para ikamesini dikkate almayan standart moneter yaklaşımın öngördüğü ölçüde bir iyileşmeye yol açmayacaktır.

Devalüasyon merkez bankası tarafından döviz kurunun ve fiyatların sabit tutulacağı yönündeki taahhüdünden vazgeçmesi anlamına gelmektedir¹⁰⁵. Dolayısıyla bir devalüasyon sonrasında bireylerde geleceğe ilişkin devalüasyon beklentisi oluşabilir ve para ikamesinin derecesi artabilir. Böylece devalüasyonun ödemeler bilançosunda yol açacağı iyileşme daha da azalabilecektir.

5. PARA İKAMESİNİN SENYORAJ GELİRİ ÜZERİNE ETKİSİ

Parasallaşma (monetizasyon) kanalıyla hükümetin elde ettiği vergi geliri türlerinden biri senyorajdır. Büyüyen bir ekonomide, halkın işlem güdüsüyle talep edeceği reel para miktarı artacağından hükümet enflasyonist bir baskı yaratmadan piyasadaki para arzını arttırabilir. Diğer bir deyişle, eğer para stokundaki artış, reel büyüme sonucu halkın reel para talebindeki artıştan daha fazla değilse enflasyonist bir baskı oluşturmada para basmak suretiyle reel gelir elde edebilir. Dolayısıyla senyoraj, para basma konusunda monopol gücünün bir sonucu olarak hükümet tarafından elde edilen reel gelir(satın alma gücü) olarak ifade edilir¹⁰⁶ ve genellikle para stokundaki değişimin reel değeri biçiminde tanımlanıp ölçmeye çalışılır. Şöyle ki M para stokunu,

¹⁰⁵ Arthur B. LAFFER. – Miles A. MILES, *International Economics in an Integrated World*, Scott, Foresman and Company, England, 1982, s.381-84

¹⁰⁶ Besim Bülent BALI, “Türkiye’de 1980 Sonrası Para Yaratma Gelirleri”, *TÜGİAD*, Eylül 1996,s.2

P fiyat düzeyini ve S senyoraj gelirini gösterdiğinde, S ile ilgili olarak aşağıdaki eşitliğe ulaşılabilecektir.¹⁰⁷:

$$S = [(M - M_{-1})/M] \cdot [M/P] = \Delta M/P$$

Senyoraj gelirini ülkelerin hükümetleri elde eder. Ancak, bazı özel durumlarda bu değişebilir. Bu özel durumlardan birisi,* bir ekonomide para ikamesinin yaşanması ile ortaya çıkar. Ulusal Merkez Bankası ulusal parayı yaratmada monopol gücüne sahiptir. Bununla beraber, parasal istikrarsızlık geçmişine sahip bir ülkede, ülkenin yerleşikleri ulusal işlemleri için yabancı parayı da kullanırlar. Böylece iki veya daha fazla para, değişim aracı olma fonksiyonunu üstlenir. Bu durumda, senyoraj gelirlerinin, bir kısmı ulusal hükümet tarafından, bir kısmı da ikame edilen parayı çıkaran yabancı hükümetler tarafından elde edilir¹⁰⁸.

İkame derecesi aşırı boyutta ise ulusal paranın sirkülasyonu artar ve ülkenin parasal egemenliği ortadan kalkar. Bunun anlamı senyoraj gelirini ikame parayı çıkaran ülkeye terk etmektir. Durum daha az şiddetli olsa dahi, para ikamesi önemli parasal istikrarsızlıklara yol açabilecektir¹⁰⁹.

Senyoraj gelirinin hükümetin politika uygulamalarında kullandığı bir kaynak olduğu düşünülürse, söz konusu gelirin azalması makroekonomik dengeleri sağlamada güçlüklerle karşılaşılacağı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla senyoraj gelirinin düşmesi tüm ekonomi için bir refah kaybı demektir¹¹⁰.

Burada esnek kur sistemi, sabit kur sistemi ve ekonomide yabancı paranın kullanıldığı üç farklı sistem birbirinden ayrılmalıdır.

¹⁰⁷ Yongsung CHANG, "Government Revenue from Money (Seniorage, Inflation tax, Inflation finance)", www.econ.upenn.edu/Courses/s00/econ4/sec_001/econ4_seniorage.pdf

* Diğer iki özel durumdan ilki, ülkenin, başka bir ülkenin parasını kullanmasıdır. Böyle bir durumda, senyoraj kazancı parayı basan ülkeye gider. Örneğin, Liberya ve Panama'da resmi para olarak ABD doları kullanılmaktadır. Bu ülkelerin ulusal paralarının olmaması ABD hükümetine senyoraj gelirini toplama olanağını verir. Diğer tarihi bir örnek, özel sektörün para basma hakkı olduğunda ortaya çıkar. Modern Merkez Bankaları yaratılmadan önce paranın, genelde özel bankalar tarafından basıldığı dönemlerde senyorajın tümü veya bir kısmı özel sektör tarafından elde edilirdi. J. D. SACHS - B.Felipe LARRAIN, *Macroeconomics in the Global Economy*, New York: Harisester Wheatsheaf, 1993, s.344

¹⁰⁸ SACHS-LARRAIN, a.g.e., s. 344

¹⁰⁹ ORTIZ, 1983, s.180

¹¹⁰ FASONO-FILHO, a.g.e., s.69

Esnek kur sisteminde hükümet senyorajı toplar. Hükümet, sistemin para politikası açısından sağladığı bağımsızlık olanağı ile optimal senyorajı elde edebileceği potansiyel para politikalarına sahiptir. Ancak, esnek kur sistemi uygulayan bir ülkede para ikamesi olgusunun yaşanması senyoraj gelirini azaltacaktır.

Sabit kur sisteminde ise mali açık nihai olarak tamamen rezervlerle finanse edileceğinden senyorajın hükümet tarafından toplanması güçleşmekle birlikte, bu iki yolla sağlanabilir. Birincisi, dünyanın geri kalan kısmında yaşanan bir enflasyon aracılığıyla. Dış fiyatların artması iç fiyatları da artıracığından reel para balanslarının değeri düşecek ve bir para talebi fazlası yaşanacaktır. Bu durum Merkez Bankasına artan fiyatları dengelemeye yetecek kadar para arzını artırma fırsatını verecektir. Burada hükümet fiyat artışları yoluyla senyorajı elde etmektedir ve herhangi bir rezerv kaybı söz konusu değildir. İkinci yol reel para balanslarına olan talepte meydana gelen bir artışla ortaya çıkar. Örneğin Gayri Safi Milli Hasıladaki bir artış reel para balanslarına olan talebi artırabilir. Merkez Bankası para arzını para talebindeki artışı karşılayabilecek kadar artırırsa, para arzı fazlası ve enflasyona yol açmadan senyorajı elde edebilecektir.

Ekonomide başka bir ülkenin parası kullanılıyorsa senyorajı yabancı ülkenin hükümeti elde eder. Söz konusu ülke, vatandaşlarının para taleplerindeki artışı karşılaması için yabancı para cinsinden borçlanmak ve/veya ödemeler bilançosu fazlası vermek durumundadır. Her iki durumda da banknotları basan yabancı ülke senyorajı elde edecektir¹¹¹.

Ülkenin sabit ve esnek kur sistemi arasında seçimi, sabit kur sistemindeki senyoraj kaybı ile esnek kur sisteminin avantajlarını dengeleyecek şekilde olmalıdır. Her iki sistemde de ulusal para kullanılmalıdır.

6. PARA İKAMESİNİN ENFLASYON VERGİSİ ÜZERİNE ETKİSİ

Hükümetin para basma yoluyla elde ettiği diğer bir gelir, yani senyoraj gelirinin bir türü de, enflasyon vergisidir. Enflasyonun yükselmesi kamu gelirlerini dolaylı yoldan artırır. Enflasyon tıpkı bir vergi gibi işlemektedir. Adeta para balansları

¹¹¹ Ruben LAMDANY – Jorge DORLHIAC, “The Dollarization of a Small Economy”, *Scand. J. of Economics*, 89(1), 1987, s. 102-103

üzerine konan zımni bir vergidir. Böylece kamu kesimi kendisini enflasyon vergisi ile finanse edebilmektedir. Enflasyonun yükselmesiyle iç borçlanmanın sabit değeri düşer ve enflasyon nedeniyle artan nominal gelirlerden daha fazla gelir vergisi almak olası hale gelir¹¹². Enflasyon vergisi genellikle hükümet harcamalarının finansmanında önemli rol oynar. Enflasyon vergisi yalnızca mali gelir kaynağı değildir aynı zamanda reel para talebini etkiler¹¹³.

Halk belirli bir gelir düzeyi ve faiz oranında elinde belli bir para stoku tutmak istiyorsa, enflasyon oranında bir yükselme olduğunda elinde tuttuğu para stokunun reel olarak değeri düşecektir. Bu durumda, para talebinin enflasyon oranında artması beklenebilecektir. Böylece hükümet artan para talebi karşısında para arzını artırma olanağı bulacaktır. . Hükümetin enflasyon vergisi (IT) kanalıyla elde edeceği gelir, enflasyon oranı ($\pi = \Delta P/P$) ile reel para talebi (M/P)' in çarpımına eşittir¹¹⁴:

$$IT = [(P - P_{-1})/P] \cdot [M/P] = [\Delta P/P] \cdot [M/P]$$

Klasik enflasyon vergisi analizlerinde enflasyon vergisi yoluyla elde edilen gelirin en üst düzeye çıkarılması için bir para arzı ve enflasyon denkliğinden söz edilmektedir. Enflasyonun belli bir oranın üzerine çıkarılması sonucunda enflasyon vergisinden elde edilen kazanç azalacaktır. Sabit bir para talebi koşulunda, mali açığı finanse etmek için para basılması yoluyla enflasyon oranının (π) yükselmesi ile hükümetin bu kanalla elde ettiği gelir artacaktır. Ancak, enflasyon belli bir noktaya ulaştığında hükümetlerin para arzını artırarak enflasyonu daha da yukarıya çekmeleri reel para talebinin (M/P) azalmasına yol açacaktır. Böylece hükümetlerin elde ettikleri gelir, enflasyon vergisinin kaynağı olan para talebinin aşınması (erozyona uğraması) nedeniyle azalacaktır.

Para ikamesi ekonomik birimler tarafından enflasyona karşı kullanılan mali bir araçtır. Reel para talebini azaltıcı yönde etki yapan para ikamesi kamu kesimi açık

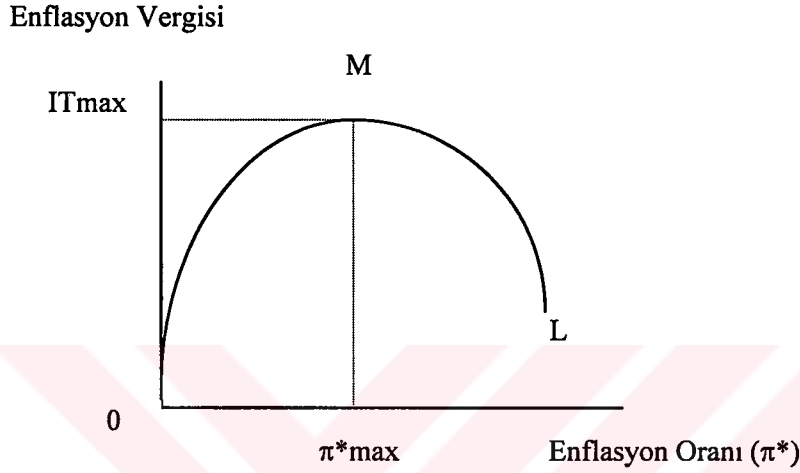
¹¹² M. Hanifi ASLAN, *Enflasyonist Finansman Politikası*, Ak-bil Yayıncılık, 1997, Bursa, s.94-95- Melih NEMLİ, *Mali Açığın Parasallaştırılmasında Elde Edilen Net Gelir: Türkiye’de “Tanzi Etkisi”nin İncelenmesi*, TC Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırma ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Yıl Belirtilmemiş, s.203-204

¹¹³ A. Carlos VEGH, “The Optimal Inflation Tax in the Presence Currency Substitution”, *Journal of Monetary Economics*, 24 , 1989, s.139

¹¹⁴ NEMLİ, a.g.e., s.205

finansmana başvurduğu sürece azalmayacak ve enflasyon vergisi geliri elde edilmeye devam edilecektir. Ancak, enflasyon vergisi Laffer Eğrisi özelliğini gösterdiğinden belli bir noktadan sonra enflasyondaki artışa karşın para ikamesi yoluyla azalan reel para talebi sonucu söz konusu gelir azalacaktır¹¹⁵. Bu ise açıkların enflasyon vergisi yoluyla kapatılmasının önemli olduğu durumlarda var olan açıkları daha da genişletecektir.

Şekil 6: Enflasyon İçin Laffer Eğrisi



Şekil 6'da görüldüğü gibi, enflasyon oranı sıfırken enflasyon vergisi yoluyla elde edilen gelir de sıfırdır. Enflasyon oranı yükseldikçe, para talebi de arttığından gelir artmaktadır (OM arası). π^* enflasyon oranında, gelirden en yüksek düzeye ulaşılmıştır. Ancak, optimal enflasyon oranı olarak nitelenen bu oranın daha da üstündeki enflasyon oranlarında reel para balanslarındaki düşüş nedeniyle gelir azalır. Bu durum enflasyon için Laffer Eğrisi'nin ML kısmı boyunca devam eder.

π^* max noktasından sonra hükümet, açıkları para basma yoluyla finanse etmekte ısrar ederse bu politikanın maliyeti hiperenflasyon olacaktır.

Yabancı paranın talep elastikiyetine göre Laffer eğrisinin tepe noktası farklılık gösterebilecektir. Yabancı paranın talep elastikiyeti düşükse Laffer eğrisinin tepe noktası da yayvanlaşır. Diğer bir deyişle yükselen enflasyona karşın senyoraj geliri daha

¹¹⁵ Vural KURAL, "Para İkamesi Altında Enflasyonun Finansmanı", *Hazine Dergisi*, Ocak1997, Sayı 5, s. 46-52

az azalır. Yabancı paranın talep elastikiyeti büyüdükçe eğrinin tepe noktası da dar, yani daha dik olacaktır¹¹⁶.

7. PARA İKAMESİNİN İSTİKRAR POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİSİ

Para ikamesi enflasyonun yan ürünü olduğundan, bu olguyu önlemek için gerekli temel koşul enflasyonu önlemektir. Açık bir ekonomide enflasyonu önlemek için yürürlüğe konulan istikrar programı, hem döviz kuru bazlı hem de para bazlı olabilir.

7.1. Para Bazlı İstikrar Politikası

Ortodoks istikrar politikaları olarak da adlandırılan para bazlı istikrar politikaları ödemeler dengesi açıklarını ve fiyatlar genel düzeyinin yükselişini üç temel faktöre bağlar. Bunlar; para arzındaki hızlı artış, aşırı değerlenmiş döviz kuru ve kamu kesimi açıklarıdır.

Ortodoks model miktar teoremine dayandığından bu modele göre fiyatlar genel seviyesinin düşürülmesi için para arzının artış hızı yavaşlatılmalıdır. Ödemeler dengesi açıkları kurların aşırı değerlenmesinden ileri geliyorsa yüksek oranlı devalüasyon, kamu kesimi harcama fazlasından ileri geliyorsa kamu harcamalarının kısılması ve/veya kamu gelirlerinin artırılması önerilen politika araçlarıdır. Para arzının artış hızının yavaşlatılması, döviz kuru ve kamu kesimi dengesi politikaları birlikte ele alındığında sıkı para ve maliye politikalarını oluşturmaktadır¹¹⁷.

7.2. Döviz Bazlı İstikrar Politikası

Heterodoks politika adıyla da nitelen döviz kuru bazlı istikrar programında temel hedef, yüksek enflasyonu ani ve hızlı bir şekilde, kısa sürede durdurmaaktır.

¹¹⁶ Selahattin IMROHOROGLU, "International Currency Substitution and Seigniorage in a Simple Model of Money", *Economic Inquiry*, Vol. 34, Issue 3, Jul 1996, www.global.ebscohost.com/cgi-bin/epwsnooka/page=kwresult/sub, s. 8-9, İYAS İŞİKLAR, "Currency Substitution an Seigniorage Revennue in a Developing Country: The Turkish Case", *Yapı Kredi Economic Rewiew*, Vol. 9, Number: 1, June 1998, s.8

¹¹⁷ Serdar ŞAHİNKAYA, "İstikrar Programları Üzerine Bazı Gözlemler ve Yeni İktisat Politikası" Yaklaşımı, *Mülkiyeliler Birliği*, Temmuz 93, sayı 157, cilt xviii. S.19-20

Heterodoks programın temel araçlarından biri fiyat ve ücretlerin dondurulmasıdır. Amaç kısa dönem enflasyon beklentilerinin kırılarak fiyat-ücret döngüsünün kırılmasıdır. Ancak, fiyat ve ücretlerin dondurulmasından önce uygulamanın kaynak dağılımının bozulmasına ve kaynakların yanlış kullanımına yol açmasının engellenmesi amacıyla göreceli fiyatların denge düzeyine çekilmesi gerekmektedir¹¹⁸.

Heterodoks politikada ücret ve fiyatların dondurulmasının yanısıra diğer önemli bir araç döviz kuru politikasıdır. Döviz kurları sabit tutularak çapa politikasının uygulanması ile enflasyonun kontrolü hedeflenmektedir. Bu politikanın başarılı olmasının ön koşulu mali disiplindir. Hükümetler mali açığın monetizasyonuna başvururlarsa sabit kurların devamlılığı için döviz rezervlerini kullanmak durumunda kalırlar. Bu durumda eriyen döviz rezervleri devalüasyon beklentisine neden olarak spekülasyon hareketlere neden olur¹¹⁹. Devalüasyon beklentisinin para ikamesini artırdığı göz önüne alınırsa bu istenilen bir sonuç değildir.

Kurların sabitlenmesi , enflasyonun devamlılığı durumunda, ulusal paranın değerlendirilmesine neden olacağından ihracat sektörü cezalandırılmış olacak ve aynı zamanda sermaye kaçışını engellenmek için yüksek faiz politikası resesyona yol açarak başlangıçta ortodoks programa göre daha küçük olmakla beraber bir maliyete yol açacaktır. Dolayısıyla kurların sabitlenmesi durumunda, enflasyon kontrol altına alınamazsa önemli krizlere neden olabilir. Bu nedenle nominal çapa, kontrol kaybedilmeksizin belirli aralıklarla yenilenmelidir¹²⁰.

¹¹⁸ Suat OKTAR, "Hiperenflasyon ve Heterodoks İstikrar Programları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 91, sayı7,s.36-38

¹¹⁹ İlker PARASIZ , **Kriz Ekonomisi- Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995, s.41

¹²⁰ A. Miguel KUGUEL- LIVIATAN, "Progreess Report on Heterodox Stabilization Programs", **Finance and Development**, March, 1992, s. 24

Yapısal mali reformlar* gerçekleştirilirken fiyat, ücret ve kur kontrolleri aşamalı olarak kaldırılmalıdır. Kısa bir süre sonra döviz kuru kontrolleri kaldırılarak kaygan kur sistemine geçilerek ulusal paranın gerçek değerini bulması sağlanır. Aynı şekilde mali disiplinin gerçekleştirilmesiyle fiyat ve ücret kontrolleri de kaldırılmalıdır.

Görüldüğü gibi ortodoks ve heterodoks istikrar programlarında başarının ön koşulu mali disiplindir. Kontrol altına alınmayan bütçe açıklarının monetizasyonu gerek enflasyonla mücadeleyi gerekse kurların sabitlenmesini olanaksız hale getirir. Bu nedenle bütçede gelir - gider dengesi kurulmalıdır. Gelirleri artırmak amacıyla kayıt-dışı ekonominin kayıt altına alınması ve yeni vergi mekanizmaları oluşturulmalıdır. Vergi reformunun yanında kamu sektörünün girişimlerdeki sübvansiyonların kaldırılarak harcamaların üretken sektörlere kaydırılması gerekmektedir¹²¹.

7.3. Para İkamesi ve İstikrar Politikası Seçimi

Kapalı ekonomilerde istikrar politikası olarak sabit bir para arzı artışı yerine sabit faiz ilkesi uygulanmalıdır. Açık ekonomilerde ise para ikamesinin engellenmesi için uygulanan anti enflasyonist istikrar programları döviz kuru bazlı ya da para bazlı olabilir. Ancak, geleneksel görüş, yabancı paranın yurtiçindeki yerleşikler tarafından tutulma derecesi yüksekse, beklentilerin kırılması için sabit döviz kurunun daha etkili bir nominal çapa sağlayacağı yönündedir¹²².

Diğer bir deyişle para ikamesinin varlığı döviz kuru bazlı heterodoks istikrar programının, para bazlı ortodoks programa yeğlenmesini gerektirir. Eğer döviz kurunun dalgalanmasına izin verilirse, para ikamesi nedeniyle elde tutulan para yabancı parayı da

* Heterodoks ve Ortodoks istikrar programları hem enflasyonu hem de ödemeler bilançosu dengesizliklerini parasal nitelikli bir olgu olarak ele almaktadırlar. Yapısalcı politika savunucuları ise GOÜ'lerin dış dengesizliklerinin bu ülkelerin ekonomik yapılarını yansıtan yapısal nitelikli bir olgu olduğuna inanmaktadırlar. Yapısalcılara göre, ekonomik yapıda kemikleşmiş rahatsızlıklar, kaynakların hareketsizliği, sektörel arz ve talep dengesizliği, parçalanmış piyasalar ve gıda malları arzında, döviz stokunda, hükümetin vergi ve harcama yapısında, iç tasarruf oranının yükseltilmesinde ve çeşitli ara malı girdileri arzında darboğazlar olarak kendini göstermektedir. Yapısalcı istikrar programlarının ortaya koyduğu köklü yapısal ve kurumsal düzenlemelerin bazıları şunlardır: Vergi reformu, bölgeler arası dengesizliklerin giderilmesi, rantların kaldırılması, mali alanda yeni yasal ve kurumsal düzenlemelere gidilmesi, reel ekonomiye yönelik önlemlerin alınması, konut, sağlık, eğitim harcamalarının artırılması, ücret politikalarının halkın refahını artırıcı yönde yeniden düzenlenmesi: Bkz. PARASIZ, a.g.e., s.30-31

¹²¹ Nurdan ASLAN, "Yüksek Enflasyon ve İstikrar Programları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Nisan 94, sayı, 4, s.41)

¹²² ALTINKEMER, a.g.m., 294

içerdiğinden para otoritesi ulusal paraya dayanarak para arzını kontrol edemez.

Kurların sabitlenmesi para ikamesine yol açan enflasyonla mücadelede kullanılan en yaygın yöntemdir. Döviz kurları ile enflasyon arasındaki ilişki göz önüne alındığında kurların dalgalamaya bırakılması enflasyonu da artıracaktır.

Para arzına dayalı istikrar programlarında para arzının büyüme oranı düşürülerek enflasyon beklentisinin kırılması hedeflenir. Böylece ekonomik birimler, yabancı parayı ulusal paraya dönüştürmeye teşvik edilir. Ekonomik birimlerin yabancı parayı satarak ulusal paraya olan talebinin artması ulusal paranın değer kazanmasına -apresiasyonuna- yol açacaktır. Ancak, reel iç para balanslarını artıran bu gelişme bir durgunluğa (resesyona) neden olur. Ulusal ve yabancı para arasındaki çok yüksek ikame elastikiyeti ulusal paranın daha çok apresiasyonu ve daha şiddetli resesyon anlamına gelir. Bu nedenle Merkez Bankası bir para talebi fazlasına yol açmayacak şekilde para arzını ayarlamalıdır. Diğer bir deyişle, para bazlı istikrar programının en önemli politika aracından taviz verilmiş olunacaktır.

Para talebi fazlasını karşılayabilecek şekilde bir para programının uygulanması için para talebinin gelir esnekliğinin ve enflasyona ilişkin beklentilerin seyrinin bilinmesi gerekir. Söz konusu verilere ilişkin belirsizlik para ikamesinin varlığı durumunda nominal çapa olarak para arzının kullanılmasının oldukça zor olduğunu göstermektedir.

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması durumunda para talebindeki değişimlerin bilinmesinin bir zorunluluk olmaması nedeniyle söz konusu durgunluk yaşanmaz. Burada, hükümet sermaye kontrollerini kaldırmıştır ve belirlenen kurlardan döviz alıp satmaktadır. Yüksek sermaye hareketliliği varsayımı altında iç para arzı para talebindeki değişimlere otomatik olarak ayarlanır. Ancak, enflasyonun maliyetsiz bir şekilde düşürülmesi gelecek için oldukça düşük oranda bir devalüasyon beklentisi yaratılması ile olasıdır. Söz konusu güven yaratılamazsa başarısız olunur¹²³.

Para ikamesi durumunda nominal çapa olarak döviz kurunun seçilmesi, beraberinde bir takım sorunları da getirmektedir. Bunlardan biri döviz kurunun

¹²³ CALVO – VEGH, a.g.m., s.36

ödemeler bilançosu ayarlamalarında bir politika aracı olarak kullanılamamasıdır. Ancak, bu sorun başarıyla yürütülen talep politikaları ve/veya yapı politikalarıyla aşılabılır.

Diğer bir sorun döviz kurunun neye sabitleneceğidir. Döviz kurunun bir paraya sabitlenmesi yerine çeşitli paralardan oluşan bir sepete sabitlenmesi daha yerinde olacaktır. Böyle bir sepetin reel değeri tek bir paranın reel değerine göre daha istikrarlı olmanın yanısıra, belli bir paranın egemenliğini, diğer bir deyişle tam dövizleşmeyi engelleyecektir¹²⁴.

Para ikamesinin doğuşundaki temel problem olan enflasyonun düşürülmesi için uygulanan istikrar programları ister döviz kuru bazlı olsun isterse para bazlı olsun, reel sektöre yönelik yapısal önlemlerle desteklenmelidir. Aksi durumda bu programların başarısı sınırlı kalacak veya geçici olacaktır.

8. PARA İKAMESİNİN REEL EKONOMİ ÜZERİNE ETKİSİ

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarının başında tasarruf ve döviz yetersizliği gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelere tasarruf yetersizliğinin yanında, kıt olan bu tasarrufları verimli yatırımlara dönüştürmek için gerekli olan sermaye piyasaları da yoktur veya etkin değildir. Bu özelliklere yüksek enflasyon ve bir kalkınma politikası aracı olarak uygulanan düşük faiz politikası da eşlik ettiğinde tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirme şekli ekonomi açısından olumsuzluk yaratacak şekilde gelişir. Bu tür ülkelerde ekonomik birimler enflasyondan korunmak amacıyla, alternatif yatırım araçlarının olmaması nedeniyle, tasarruflarını dövizle yönlendireceklerdir. Bu dövizlerin ekonomiye kanallanması durumunda olumsuzluklar sınırlı düzeyde kalabilir. Ancak, finansal sistemin ve bankacılık sisteminin yeterince gelişmediği, gelişmekte olan ülkelere söz konusu dövizlerin önemli bir kısmı gömü (iddihar) şeklinde saklanmaktadır. Sonuçta, esasen düşük düzeyde olan tasarruflar yine ekonomide kıt olan kaynaklara yönelik bir talep şeklinde ortaya çıkmaktadır. Genellikle gelişmiş ülkelere ve uluslararası finansal kuruluşlardan yüksek faizlerle borç almak

¹²⁴ Ünal ÇAĞLAR, “İstikrar Politikalarında Nominal Çapa Seçimi ve Para İkamesi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl. 34, Kasım 1997, s.36

durumunda olan ekonomiler için ellerinde bulunan dövizlerin gömü biçiminde saklanması reel ekonomi açısından önemli bir kayıptır.

Gömülemenin yanısıra ikame edilen dövizin bir bölümü döviz tevdiat hesapları aracılığıyla bankacılık sistemine girecektir. Bankacılık sistemi içinde döviz hesaplarına izin verilmesi durumunda yaşanan para ikamesinin reel sektöre etkisi de olumsuz olacaktır. Söz konusu dövizlerin krediye dönüşmesinde, yaşanan para ikamesi nedeniyle yüksek olan döviz riski kredi faizlerini yükseltecektir. Dolayısıyla kredinin geri ödenmesi ulusal para cinsinden olduğunda döviz kurunun yükseleceği yönündeki beklenti bankacılık sisteminde verilen krediye yüksek faiz isteme yönünde bir eğilime yol açacaktır. Yükselen faiz oranları ise yatırımları engelleyecek veya faizin bir maliyet unsuru olması nedeniyle fiyat yükselişlerine yol açacaktır.

Para ikamesinin reel sektör üzerindeki etkisi para politikasının aktarım sürecinin temel kanalları yoluyla ortaya konulabilir. Şekil 7'de parasal aktarım mekanizması verilmiştir. Para otoritelerinin API ile hazine bonosu, tahvil alımı yoluyla para arzını artırdığını varsayalım. Piyasada artan para arzı yoluyla portföy sahiplerinin portföylerinde aşırı likidite oluşacaktır. Eldeki bu fazla para miktarı, bankaların rezervlerini artırır. Bunun sonucunda daha likit hale gelen bankalar daha düşük faizle kredi arz etmeye başlarlar ve böylece MB parasındaki artışı dolanımındaki para miktarına aktarırlar¹²⁵. Böylece firmaların gerek para piyasalarından doğrudan gerekse finansal aracılar yoluyla dolaylı olarak elde ettikleri finansman maliyeti düşer. Bu süreç anahtar faiz oranlarının para piyasası üzerindeki etkisi yoluyla dolaylı olarak, firmaları etkilemesi anlamına gelmektedir.

Ellerinde tuttıkları para miktarında artış olanlar önce sattıklarına benzer tahvillere, yani sabit faizli ve düşük riskli olanlara yönelebilirler. Bu durumda tahvil fiyatları yükselecek, faiz oranları ise düşecektir. Bu durumda tüm ekonomik birimler yeniden bir uyarılma sürecine girecektir. Bu uyarılma sürecinde başlangıçtaki etki bir çok yöne yayılacaktır. İlk olarak, etkilenen aktif sayısı artar. İkinci olarak, piyasada en çok talep edilen aktifleri çıkaran kuruluşlar kendilerine önerilen en iyi faiz oranlarında harekete geçer. Bu durum sermayesini artırmak isteyen şirketler, dayanıklı tüketim malı

¹²⁵ Florin AFTALION- Patrice PONCET, *Monetarizm*, Cep Üniversitesi, İletişim yayınları, Presses Universitaires De France, Çeviren Lerzan ÖZKALE, s. 46

almak isteyen tüketiciler v.b. için geçerlidir. Üçüncü olarak, başlangıçta artan ve açık piyasa işlemlerine katılmış olanların elinde yoğunlaşan parasal ankesler artık tüm ekonomiye yayılmış olur.

Böylece firmaların gerek para piyasalarından doğrudan gerekse finansal araçlar yoluyla dolaylı olarak elde ettikleri finansman maliyeti düşer. Finansman maliyetinin düşüşünün üç temel etkisi görülecektir. Bunlardan biri firmaların üretimini artırmalarıdır. Diğer bir etki ise ikame etkisidir. Finansal varlıkların fiyatında ortaya çıkan yükseliş nedeniyle finansal varlıklar finansal olmayan varlıklara göre daha pahalı hale geldiğinden, firmalar yeni yatırım projelerini çekici bulacaktır. Böylece harcama kararları etkilenecek ve firmalar varlıklarını finansal plasmanlar yerine üretime kaydıracaktır. Bu şekilde harcama kararlarının etkilenmesine ikame etkisi denilmektedir. Finansman maliyetinin düşüşünün üçüncü etkisi ise, reel sektöre ait bilançoların durumunun finansal sektör bilançolarına göre daha iyi olmasıdır. Bu ise bir taraftan firmaların gelirlerini artırıcı, diğer taraftan da servetlerini artırıcı etki yaratacaktır. Bu da doğal olarak firmaların reel sektöre daha fazla yoğunlaşmasına dolayısıyla da üretimin yani arzın artmasını sağlayacaktır. Bu şekilde gelir, servet ve ikame etkileri üretimin artırılması yönünde ortak bir sonuç doğuracaktır.

Sektörel bilançoların olumlu yönde etkilenmesi yoluyla gelir ve servet etkisinin ortaya çıkmasına yol açan diğer bir etken ise finansal varlık getirilerindeki artıştır. Hisse senetlerine karşı artan talep nedeniyle sermaye stokunun değerindeki artış servet etkisi yoluyla firmaların harcama kararlarını etkileyecektir. Aynı şekilde hisse senedi sahipleri kendilerini daha zenginleşmiş saydıklarından söz konusu ekonomik birimlerin de harcamaları etkilenecektir. Servet etkisi olarak adlandırılan bu oluşum firmaların ve finansal kurumların borç alma ve verme olanaklarını değiştirecektir. Bu faktörün büyüklüğü kredi piyasasının işleyişine bağlıdır. Bu nedenle finansman maliyetindeki değişikliğin finansal olmayan aktivite üzerindeki kesin etkisi bilanço yapısı gibi yapısal özelliklere bağlıdır. Aynı şekilde şirketlerin kar payı dağıtımını artacağından hisse senedi sahiplerinin gelirlerindeki artış finansal olmayan varlık alımını etkileyecektir.

Öte yandan, faiz oranlarının düşüşü piyasadaki likidite artışı yoluyla gündeme geldiğinden nominal gelirleri artıracak ve ekonomik birimlerin yaratacağı ilave talep, talep çekişli enflasyon beklentisini artırabilecektir. Bu şekilde bir beklenti ise dövize

olan talebi artıracğından esnek kur sistemi altında kurlarda bir yükseliş yol açacaktır. Kurların yükseliş i ise ithalatı pahalı ihracatı ise ucuz hale getirecektir. Böylece ithal malları yerli mallarla ikame edilecek, yerli mallara olan talep artacaktır. Kuşkusuz bu durum girişimcilerin üretken faaliyetlerini artırıcı bir etki yapacaktır. İthalat ve ihracat fiyatlarında ortaya çıkan bu gelişme doğal olarak iç piyasada artan talep nedeniyle fiyat oluşum sürecini etkileyecek ve enflasyona yol açacaktır. Bu gelişme, bir taraftan ithal fiyatlarının yükseliş i nedeniyle maliyetlerin artışına yol açması, diğer taraftan da ihracat artışının iç piyasada mal ve para dengesini para lehine bozması nedeniyle ortaya çıkan fiyat yükselişleriyle de körüklenecektir.

Ücret ve fiyat oluşumu ise bir taraftan reel faaliyetlerin artışından, diğer taraftan da buna bağı lı olarak artan arzdan ve ayrıca enflasyon beklentilerinden etkilenmektedir. Bu etkilenme ise artan arz ve dolayısıyla istihdam sonucu ücretlerin artışını, ücret artışı ise enflasyon beklentileri ile birleşerek fiyat yükselişlerini, yani sonuçta enflasyonu getirecektir.

Bu durumda enflasyon beklentisi nedeniyle ulusal paranın değer kaybına uğrayacağı beklentisinin yanısıra ulusal paranın getirisinin düşmesi ulusal paradan kaçışı gündeme getirebilecektir.

Yukarıda anlatılan süreç içinde para ikamesi yaşanması durumunda, para arzındaki artışın reel sektör üzerindeki etkisi beklenenden daha az olacaktır. Para ikamesinin yaşanması durumunda MB'nın para arzını artırması sonucu ellerinde tuttıkları para miktarında artış olanlar sattıklarına benzer tahvillere, yani sabit faizli ve düşük riskli olanlara yönelmek yerine, döviz kurunda yükseliş beklentisi nedeniyle dövize yönelebileceklerdir. Bu durumda tahvil fiyatlarındaki yükseliş ve dolayısıyla faiz oranlarındaki düşüş para ikamesinin yaşanmadığı duruma göre daha az olacaktır. Bu uyarlama sürecinde başlangıçtaki etkinin bir çok yöne yayılması engellenecek yada öngörülen yayılma daha az olacaktır. Para ikamesinin yaşanmadığı duruma göre, etkilenen aktif sayısı daha az olacaktır. Dolayısıyla artan para arzı sermaye piyasasının derinleşmesini sağlamayacaktır. Artan para arzının dövize kayması sonucu bankalarda döviz tevdiat hesaplarındaki artış bankaların rezervlerini artırmakla beraber, söz konusu dövizlerin krediye dönüşmesinde yüksek olan döviz riski kredi faizlerini yükseltecektir.

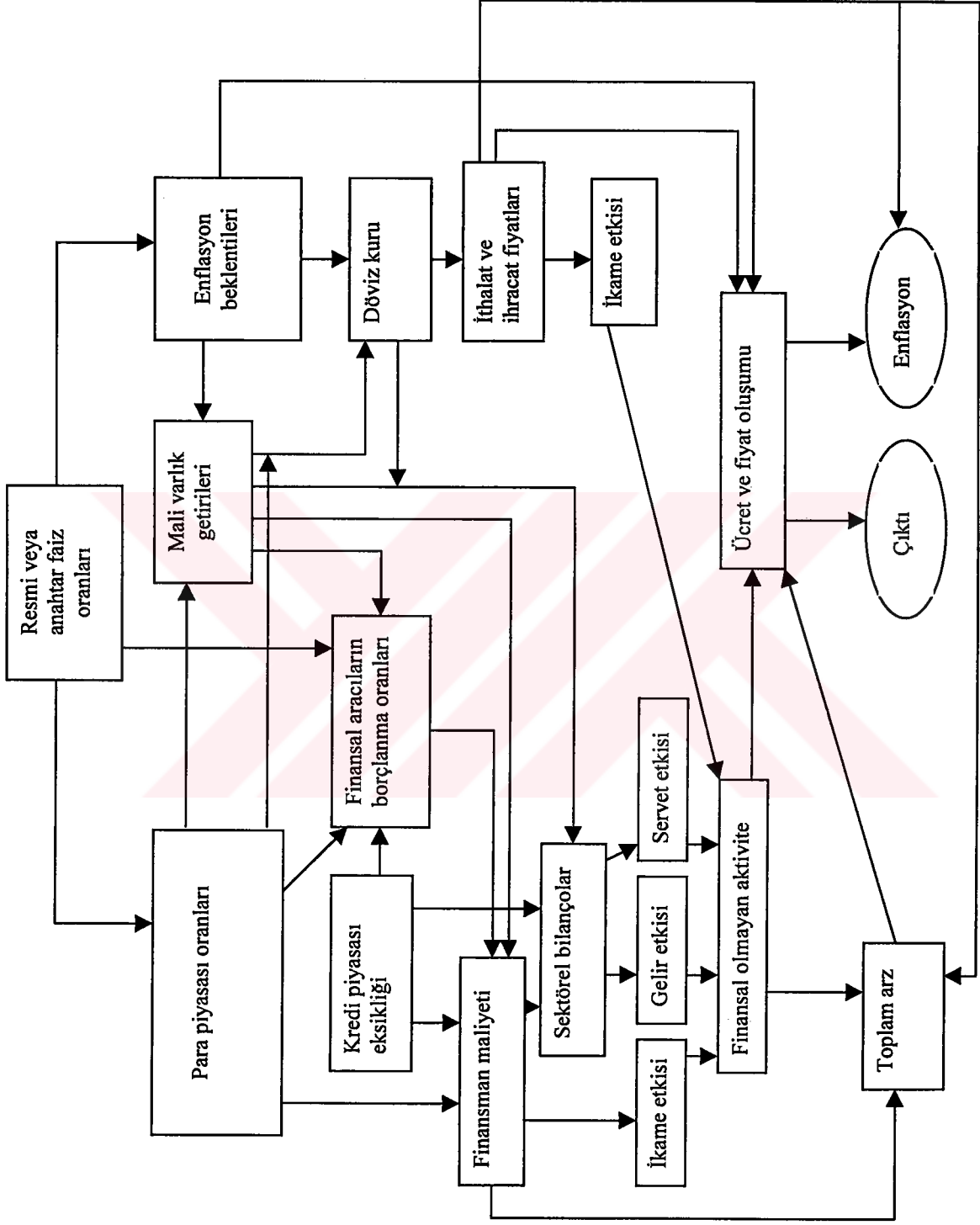
Yükselen faiz oranları ise yatırımları engelleyecek veya faizin bir maliyet unsuru olması nedeniyle fiyat yükselişlerine yol açacaktır.

Dolayısıyla para ikamesi durumunda, finansman maliyetindeki düşüş öngörülen ölçüde olmayacaktır. Diğer yandan fiyat artışı öngörülenden daha yüksek olabilecektir. Öte yandan, para ikamesinin yüksek olduğu bir ekonomide döviz kuruna ilişkin beklentilerin para talebi açısından önemli bir değişken olması nedeniyle, para arzındaki küçük bir değişiklik portföylerinde ulusal paranın yanısıra yabancı parayı da bulunduranlar tarafından döviz kurunun yükseleceği yönünde bir beklenti doğuracaktır. Bu beklenti hızlı bir portföy değişimi sonucu bireylerin ulusal paradan çıkarak dövize yönelmeleri şeklinde son bulabilecektir. Söz konusu gelişmeler ulusal paranın dolanım hızını otoritelerinin öngörmediği şekilde artırırken, döviz kurunda büyük artışlara yol açabilecek ve enflasyon oranında bir yükseliş gözlenebilecektir. Para arzı artışı ile faiz oranlarının düşürülerek gelirin artırılması beklentisi de, para ikamesi nedeniyle tam olarak gerçekleşmeyebilir. Şöyle ki, bu durumda, faiz oranlarında daha az düşüş gerçekleşirken reel sektördeki canlanma daha sınırlı kalabilecek veya faiz oranları yükselerek reel sektör bundan olumsuz biçimde etkilenecektir. Fiyat yükselişi ise tahmin edilenden çok daha fazla olacaktır.

Sonuç olarak portföy değişimi para ikamesi yoluyla dengeleniyorsa açık piyasa işlemleri gibi para politikası araçları istenilen etkileri oluşturmak açısından etkinliğini yitirecektir¹²⁶.

¹²⁶ Jaime MARQUEZ, " Money Demand in Open Economies: a Divisia Application to the U.S. Case, " **New Approaches to Monetary Economics**" Proceedings of the second International Symposium in economic Theory and Econometrics, Edt. By William A BARNET, Kenneth J. SINGLETON, Cambridge Univ. Press, Cambridge, 1987, s. 184

Şekil 7: Para Politikasının Aktarım Sürecinin Temel Kanalları



Kaynak: BERK, J.M., Monetary Transmission: What do we know and how can we use it, DNB Staff Report, 1997, s. 33

9. PARA İKAMESİNİ ÖNLEMeye YÖNELİK POLİTİKALAR

Para ikamesinin yarattığı sorunları çözümlmek üzere otoriteler bazı politikalar oluştururlar. Bunlar, ülkenin finans sisteminde döviz mevduatlarının özendirilmesi, döviz kontrolleri, ekonomideki ulusal paranın tamamıyla ikame edilen para ile değiştirilmesi ve daha esnek faiz oranı politikası uygulaması türünden önlemlerdir. Para ikamesini önlemeye yönelik politikalar para ikamesine yol açan faktörlere koşut olarak aşağıda “yapısal”, “kurumsal”ve “ekonomik sürece ilişkin” politikalar olmak üzere üç ana başlık altında ele alınmaktadır.

9.1. Yapısal Politikalar

9.1.1. Dış Ticaret Yapısına İlişkin Politikalar

Döviz arz elastikiyetinin düşük olması nedeniyle dövizin kıt kaynak olmasından kaynaklanan para ikamesinin önlenmesi amacıyla uygulanacak sektörel politikalar yoluyla döviz gelirlerinin esnekliği artırılarak, döviz gelirlerine istikrar kazandırılır. Kıt kaynak olmaktan çıktığında dövizin ekonomik birimlerin portföylerindeki oransal payı azalacaktır. Bunun için ihracatın ve ithalatın bileşimini değiştirme yönünde politikalar uygulanmalıdır.

Teknolojik açıdan üstün ve dolayısıyla ikamesi zor malların üretimi ve ihracatı özendirildiğinde döviz gelirleri istikrara kavuşacaktır. Ülke kendi teknolojisini kendisi üretir hale geldiğinde ekonominin üretim kapasitesinin ithalata bağımlılığı dolayısıyla da döviz talebi azalacaktır. Döviz talebi azalırken, arzının da artması dövizin kıt ve stratejik bir kaynak olmaktan çıkaracaktır.

9.1.2. Mali Piyasa Yapısına İlişkin Politikalar

Sermaye piyasalarının ve diğer alternatif yatırım araçlarının eksikliğinden kaynaklanan para ikamesinin önlenmesine yönelik kurumsal düzenlemelerle yatırım araçları çeşitlendirilebilir. Diğer bir araç da finansal sistemin regüle edilmesidir. Para ve sermaye piyasasına ilişkin yasal düzenlemelerle küçük yatırımcıların da korunması sağlanarak, hem bu piyasalara derinlik kazandırılmış hem de finansal enstürümanlarda çeşitlendirme sağlanmış olacaktır. Böylece atıl balanslar için farklı alanlar

yaratılabilecektir. Ekonomik birimlerin portföylerini farklı enstrümanlardan oluşturabilmeleri, döviz talebi azaltılabilecektir.

Ekonomide para ikamesini önlemenin diğer bir yolu ulusal para ve döviz için forward ve futures (gelecek) piyasalarının oluşturulmasıdır. Bu piyasalar döviz kuruna dayalı olacağından ekonomide döviz kullanımının temelinde yatan ulusal paranın gelecekteki belirsizliklerini ortadan kaldıracak ve buna bağlı olarak ortaya çıkabilecek döviz talebi azaltacaktır¹²⁷.

9.2. Kurumsal Politikalar

9.2.1. Döviz Kuru Sistemi Seçimi

Yabancı para balansları tutmanın çeşitli nedenleri arasında para ikamesi hipotezi yabancı paranın risk etkisinin önemini belirtir. Bu görüşe göre döviz kurları dalgalandığında yalnız ulusal para tutmanın riskli olduğu anlayışı yaygındır. Bu nedenle esnek kurlar altında sabit kurlara göre para varlıkları portföyünü çeşitlendirmeye iten daha fazla güdü vardır¹²⁸. Bu nedenle döviz kurlarının yıl boyunca ulaşacağı değer, dönem başında ilan edilerek ulusal paranın ani değer kaybı yönündeki spekülasyon beklentileri kırılabılır. Sabit kurun esnekleştirilmesi ile ortaya çıkan ve sürünen pariteler (crowling pegs) olarak adlandırılan bu sistemde kur ayarlamaları sık aralıklarla -günlük, haftalık, aylık- yapılır. Sabit kurun sık ayarlamalar ile esnekleştirilmesi iki şekilde ortaya çıkar. Yapılan kur ayarlaması yılda yaklaşık olarak toplam %30'u aşıyorsa sık ayarlamaların bu şekline tırıs giden pariteler (trotting parities) uygulaması adı verilir. Hiperenflasyon nedeniyle sık sık devalüasyon yapmak zorunda kalan çoğu Latin Amerika ülkelerindeki kur ayarlamaları buna örnektir. Sık yapılan kur ayarlaması ayda yaklaşık %5'i yılda toplam %30'u aşmıyorsa kayan paritelerden (sliding parities) bahsedilir¹²⁹.

¹²⁷ Abdullah ERSOY , “Dolarlaşmanın Dönüşü Yok”, Ekonomik Forum ,TOBB, 3/1994, s.19

¹²⁸ ORTIZ, 1983, s. 177

¹²⁹İŞGÜDEN-AKYÜZ, a.g.e., s. 123.

Sürünen pariteler sisteminin, özellikle döviz, sermaye ve para piyasalarının yeterince gelişmemiş olduğu gelişmekte olan ülkeler için ayarlanabilir sabit kur sistemine bir alternatif olabileceği görüşü yaygındır.

Bu görüşün nedenini, sürünen pariteler (mini devalüasyon) politikasının temel özelliğinde aramak gerekir. Bunun yalnızca kur değişikliklerinin ne kadar sık yapılması ile ilgisi yoktur. Kurda yapılacağı öngörülen değişikliklere ilişkin bekleyişler faiz oranlarını o şekilde etkileyebilmelidir ki, sermaye hareketleri ile ilgili denge kurulabilsin. Bu koşulun yerine gelmesinin, kurda yapılacak değişikliğin piyasadaki döviz kuru değerinde ani bir sıçramaya yol açacağına ilişkin bekleyişleri elimine edecek kadar küçük olmasına bağlı olduğu açıktır¹³⁰. Sürekli ve küçük oranlarda kur ayarlamaları yapıldıkça aynı oranda faiz oranlarında gerçekleşecek değişikliklerle sermaye hareketleri dengesi kurulabilecek ve spekülasyon hareketi önlenilecektir¹³¹.

Sürünen pariteler sisteminde döviz kurları sürekli ve küçük oranlarda ayarlansa bile, kur değişiklikleri yetkililerin elindedir. Sistemde otomatik bir mekanizma yoktur. Kur değişiklikleri, yetkililerin elinde olduğundan piyasada oluşan fiyat değişiklikleri aynen ve zamanında kurlara yansıyamayacaktır. Bu nedenle, döviz kurları piyasa koşullarına sürünerek yavaşça cevap verir.

Söz konusu sistemle dönem sonu itibariyle kurun saptanması yoluyla döviz kuru nominal çapa olarak kullanılarak enflasyonla mücadele edilerek para ikamesinin en önemli nedeni ortadan kaldırılabilir.

Bunun yanısıra, vergilendirme yoluyla döviz alış ve satış kurları arasındaki fark açılarak kısa dönemli alış-satışların maliyeti artırılarak spekülasyon amaçlı talepler caydırılabilir.

¹³⁰ Yavuz CANEVİ, *Mini Devalüasyon*, Türkiye Ekonomi Kurumu Konferansları Yay., No: 12, İstanbul, 1978, s. 7.

¹³¹ Vildan SERİN, *Para Politikası*, Marmara Üniv. Yay. No:440, İstanbul, 1987, s. 218.

9.2.2. Merkez Bankasının Kurumsal Yapısı ve Kambiyo Rejimi

Merkez Bankasının üzerindeki baskı kaldırılarak özerkliği sağlanmalıdır. Hedeflenen parasal büyüklüklere ulaşılması sonucu ulusal paranın değer kaybına ilişkin beklentiler kırıldığında dövizin spekülasyon ve ihtiyat amacıyla talebi azalacaktır.

Diğer kurumsal bir önlem ise para yaratmanın kurallarının belirlenmesidir. Para ikamesi olgusunu yaşayan ülkelerde bu alana ilişkin alınan uç bir önlem, ülkenin kendi parasını terk ederek yabancı parayı kabul etmesi (full dolarizasyon) şeklinde ortaya çıkmıştır. Bu tip bir uygulama genellikle başarısız bir kaç istikrar programı sonrasında sunulur. Merkez Bankasının rezerv parayı basma gücü olmayacağından enflasyonun durdurulacağı ümit edilir. Özellikle de, tam dolarize olmuş bir ekonomi, kabul edilen paranın enflasyon oranını devralmış olur. Örneğin, Amerikan Doları kabul edilmişse enflasyon dolar enflasyonu seviyesine çekilmiş olur. Böyle bir sistem sabit kur sisteminde daha yüksek bir güvenilirliği gerekli kılar.

Tam-full- dolarizasyonun hükümeti daha fazla disipline ettiği ileri sürülür. Bu görüşün temeli, enflasyonu finanse etmeye başvuramayan hükümetin alternatif finans kaynaklarına (iç borçlanma gibi) başvurmaya zorlanmasına dayanır. Calvo ve Vegh' e göre diğer yollardan çok, politikaların disiplinli izlenmesi daha uygundur. Diğer bir deyişle, döviz kuru sistemi hükümetlerin böyle bir rejimi destekleyecek mali politikaları izleyeceğini garanti etmez. Bir çok ödemeler dengesi krizinin gösterdiği gibi Avrupa Para Sistemi'nde 1990'lı yılların başlarında yaşananlar bu görüşü destekler niteliktedir¹³². Bunun yanında hükümetler kısmi veya tam dolarizasyona karşı çıkarlar. Tam veya kısmi dolarizasyon durumunda hükümetler senyorajdan elde ettiği geliri, son borç verme kurumu konumunu ve döviz kuru politikasında bağımsızlığını kaybedecektir. Dolayısıyla bu tür bir önleme hükümetler sıcak bakmayacaklardır.

Reel ve finansal piyasalardaki bütünleşmelerden kaynaklanan para ikamesinin önlenmesi amacıyla uygulanacak politikalar, ülkenin bütünleşmeye sınırlı ölçüde katılması ilkesi üzerine kurulmuştur. Bu ilke çerçevesinde uygulanan politikalardan en belirgini sermaye hareketlerinin kısıtlanmasıdır. Sermaye hesabı üzerindeki kısıtlamalar

¹³² Guillermo A.CALVO – Carlos A. VEGH., “Currency Substitution in High Inflation Countries”, Finance and Development, March 1993, s.35

para ikamesini azaltır. Örneğin dönüşüm sürecindeki ülkeler, yaşanan dolarizasyon sürecini engellemek için genellikle sabit kur sistemine ve sermaye hesabı konvertibilitesi üzerinde sınırlamalara geri dönmüştür. Bu tür kısıtlamalar bazı ülkelerde dolarizasyon oranının düşmesine yardım etmiş (Örneğin Macaristan'da) ya da dolarizasyon artış hızını düşürmüştür (Polonya'da bu tür kontroller 1990'da, Estonya'da 1992'de getirilmiştir.). Daha esnek kur sistemi uygulayan ülkeler de (Rusya ve Ukrayna) bu tür kısıtlamalar ile dolarizasyondaki artışı engellemiştir¹³³. Bu ülkelerdeki dolarizasyon örneği Latin Amerika ülkelerine benzemektedir. Ancak, söz konusu ülkeler Latin Amerika ülkelerinin aksine, başarılı istikrar politikaları ile enflasyonu düşürmüşler ve dolarizasyon sürecini tersine çevirebilmişlerdir.

Para ikamesini engellemek için gelişmekte olan bir çok ülkede döviz kontrolü uygulamaları uzun bir süre uygulanmıştır. Ancak, bu ülkelerin para ikamesi ve sermayenin yurtdışına çıkmasını önlemek üzere döviz kontrollerinden yararlanma çabaları etkili olmamıştır. Döviz kontrolleri, döviz karaborsasının oluşmasına, kaynak dağılımının kötüleşmesine yol açarak ve üretim artışını olumsuz yönde etkileyerek, ekonomi üzerinde oldukça olumsuz etkiler yaratmıştır.¹³⁴ Ayrıca bu tür önlemler ülke sakinlerine hükümetin ciddi mali önlemler almaya niyeti olmadığı yönünde sinyaller verir.

9.3. Ekonomik Sürece İlişkin Politikalar

Sürece ilişkin uygulanacak politikalar para ikamesinin ortaya çıkmasına yol açan faktörleri ortadan kaldırmak açısından birbirini tamamlar niteliktedir. Örneğin enflasyonun düşürülmesi ulusal paraya güveni sağlamanın yanında döviz kurlarına ilişkin beklentilerin de kırılmasına yol açacaktır.

Para ikamesinin en önemli nedeni olarak görülen yüksek enflasyon oranı ile mücadelede, ülkeler genelde sürece yönelik olarak para ve maliye politikalarını kullanma eğilimindedirler. Ancak, enflasyonun kaynaklarını yalnızca bu tür politikalarla ortadan kaldırmak mümkün değildir. Bu nedenle sıkı para ve maliye politikalarının

¹³³ Ratna SAHAY- Carlos A. VEGH, "Dollarization in Transition Economies", *Finance and Development*, March 1995, s. 37

¹³⁴ C. L. Ramirez ROJAS-, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz İkamesi", *Dış Ticarete Durum*, Türkrade Yay. Sayı:7, Kasım-Aralık, 1987, s.36.

yanında yapısal ve kurumsal sorunlar belirlenerek ekonomi politikasının tüm temel alanlarına ilişkin önlemler alınmalıdır. Sıkı para ve maliye politikalarının yanısıra piyasa yapısına ilişkin önlemler alınarak rekabetçi bir ortam yaratılmalıdır. Arz tıkanıklarını gidermeye yönelik, verimliliği artırıcı ar-ge çalışmaları ön plana çıkarılmalıdır. Hükümet tarafından verilen teşvikler verimli alanlara yönlendirilmelidir.

Enflasyonun düşürülmesi döviz kurunun yükseleceği beklentisini kırarken, ulusal paranın gerçekçi değerlendirilmesi de para ikamesini önlemek için destekleyici bir politika olacaktır. Bu nedenle dönem başında dönem sonu için enflasyon ve döviz kuru hedefleri belirlenmelidir. Burada dikkat edilmesi gereken döviz kuru hedefinin enflasyon hedefi ile uyumlu ve gerçekçi olmasıdır. Dönem sonu döviz kuru hedefi belirlenmesi ile döviz kurunda yüksek artışlar olacağına yönelik bekleyişler kırılırken bu politika aynı zamanda enflasyonun düşürülmesinde döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması sonucunu doğuracaktır. Döviz kuruna yönelik bu politikanın sonucunda faiz oranlarını para ikamesini önlemek için bir politika aracı olarak kullanma gereksinimi ortadan kalkacak ve faiz oranları piyasada gerçekçi bir şekilde belirlenebilecektir.

Para ikamesinin yoğun olarak yaşandığı Latin Amerika ülkelerinde genellikle sorunu erteleyici politikalar kullanılmıştır. Bunlardan en yaygın olarak kullanılan pozitif reel faiz politikası olmuştur. Bu politikanın amacı kısa dönemli atıl balansların döviz yerine ulusal para cinsinden tutulmasını çekici hale getirmektir. Söz konusu yöntemle ulusal paraya olan talebin artması olasıdır. Faiz politikasının para ikamesini önleme ölçüsü genel ekonomi politikasının güvenilirliğine ve istikrarına bağlıdır. Ancak, yüksek enflasyona yol açan temel (fundamental) problemler hızlı bir şekilde çözülmezse, bu tür bir yöntem yalnızca sorunları erteleyecektir. Faiz oranının enflasyon, para ikamesi ve alternatif finansal araçların getiri oranlarına bağımlı bir hale gelmesi parasal değişkenlerle reel kesim arasındaki bağlantıyı koparır. Diğer bir deyişle faiz oranlarının yatırım ve tasarrufla ilişkisini gevşetir yada tamamen ortadan kaldırır. Bu gelişmelerin doğal sonucu yatırımların ve üretimin olumsuz yönde etkilenmesidir. Bunun yanında yüksek faiz politikasının kamu kesimi borçlanma gereği yüksek olan bir ekonomide borç yükünü daha da artırmak ve sonunda enflasyonu çok daha yüksek boyutlarda yaşanır hale getirmek gibi olumsuzlukları da olacaktır. Ayrıca yüksek faiz

politikası, ulusal paranın maliyetinin yükselmesi nedeniyle bankacılık sistemini işlemlerini yabancı para ile yapmaya itebilir. Dış faiz oranı ve ulusal paranın değer kayıp oranı toplamı iç faiz oranından daha düşükse yabancı paraya karşı bir akım başlayabilir. Bu oluşumlar sonucunda devalüasyon riski belirebilir. Bu riski öngörüp önlem almayan kurum veya bireyler devalüasyon olduğunda mali açıdan oldukça zor duruma düşebilirler.

Uygulanan diğer bir politika ülkenin finans sistemi içinde döviz mevduatlarına izin verilmesidir. Burada amaç, kaynakların dışa akışını bir dereceye kadar önleyerek döviz ülke sınırları içerisinde tutmaktır. Bu uygulamalar sonucunda döviz kurları veya uluslararası döviz rezervleri üzerindeki baskı azaltılabilecektir¹³⁵. Ayrıca, ülkenin finans sisteminde tutulacak döviz mevduatları kamu ve özel sektör tarafından kullanılacak bir kaynak oluşturmakta ve mevduatlar üzerinde otoritelerin kontrolleri, yurtdışında tutulacak fonlara göre daha fazla olmaktadır. Ancak, sistemde temel makro ekonomik dengesizlikler düzeltilmezse toplam mevduat içinde döviz mevduatlarının oransal olarak artması kaçınılmazdır. Bu artış, ülkenin finans sistemi için bir istikrarsızlık unsuru haline gelecektir. Dolayısıyla, döviz mevduatlarının özendirilmesi politikası, para ikamesi sorununa çözüm getirmeyecektir¹³⁶.

Bolivya ve Meksika'da 1982'de, Peru'da 1985'te uygulanan diğer bir palyatif politika ulusal finansal sistemde yabancı para mevduatlarının ulusal paraya çevrilmeye zorlanmasıdır. Böyle bir de-dolarizasyon zorlaması genelde otoriteler tarafından tasarlanana zıt etkilere sahiptir. Söz konusu önlem, devletin uluslararası sermaye piyasalarında güvenilirliğini sarsabilir, dolarizasyonun yeraltına inmesinin yanında sermaye kaçışına da neden olabilir. Örneğin Bolivya'da otoriteler bu önlemin dolara olan talebi düşüreceği ve enflasyon vergisi için vergi tabanını artıracakını ummuştu. Ancak, bu önlem sonucunda beklenen gelişmeler gerçekleşmemiş, aksine dolarizasyon ekonominin altına (yeraltına) inmiştir. Sonuçta 1985 istikrar planıyla, resmi program sona erdirilmiştir.

¹³⁵ ROJAS, a.g.m., 1985, s.660

¹³⁶ C. L. Ramirez ROJAS, "Monetary Substitution In Developing Countries", *Finance and Development*, June 1986, Vol. 23, s.37

Para ikamesinin yaratacağı problemlere karşı Latin Amerika deneyimi indekslenmiş finansal enstrümanlar kullanmak, yüksek likit varlıklara faiz ödemek veya yabancı varlıkların ulusal varlıklara çevrilmesi yolunda baskı yapmak gibi suni önlemlerle dolarizasyonla mücadeleyi öngörür. Ancak, bu önlemler enflasyonist baskının artmasına neden olmuştur. Dolarizasyon olgusu mali ve parasal dengesizliklerin nedeni olmaktan daha çok, onların sonucudur¹³⁷. Söz konusu dengesizliklere yönelik politikalar uygun yapısal ve kurumsal politikalarla desteklenmelidir.

Yabancı parayı kullanmayı önlemek için alınan suni önlemler geçici olarak başarılı olur ve genelde temel amaca zarar verir. Bu tür önlemler hükümetin mali disiplini sağlamaya niyeti olmadığı yolunda işaretler verir ve yalnızca ulusal paradan kaçışı şiddetlendirir. Hükümet için açıklarını monetize etmek oldukça maliyetli hale geldiğinde para ikamesi önemli bir sorun olarak ortaya çıkar.

¹³⁷ SAHAY- VEGH, a.g.m., s.39

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE PARA İKAMESİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde ekonomik birimler tarafından yabancı para bulundurmak ve kullanmak yasak olduğu için para ikamesi olgusu ciddi ve önemli bir olgu ya da sorun olarak mevcut değildi. Ancak, 24 Ocak 1980 kararlarıyla kambiyo rejiminde yapılan değişikliklerle söz konusu yasak kalkmış ve yabancı para ekonomik birimler için çeşitli güdülerle talep edilir hale gelmiştir. Bu nedenle çalışmamız 1980 sonrası dönemle sınırlı tutulmuştur. Bu bölümde, önce Türkiye’de 1980 sonrası dönemde ortaya çıkan dönüşüm ve para ikamesinin oluşum süreci incelenmekte; daha sonra da, sırasıyla para ikamesini etkileyen faktörler ve para ikamesinin makro ekonomik etkileri ekonometrik olarak analiz edilmektedir.

1. 1980 SONRASI TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖNÜŞÜM VE PARA İKAMESİNİN OLUŞUM SÜRECİ

1980 öncesi dönemde izlenen para, faiz ve döviz kuru politikaları sonucu ülke ciddi bir enflasyon ve süreklilik gösteren bir dış açıkla karşılaşmıştır. Bu olumsuzlukların çözümü için yapısal bir reform programına gereksinim duyulmuş ve 24 Ocak 1980 tarihinde temel felsefesi piyasa mekanizmasına dayanan kararlar alınmıştır. 24 Ocak yapısal reform programının kısa dönemli hedefleri, iç talebin kısılmasıyla enflasyonun kontrol altına alınması ve devalüasyon yolu ile de dış dengenin sağlanmasıydı. Programın uzun dönemli hedefi piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırmaktı.

Yapısal reformaların yöneldiği konular, kısaca şu şekilde özetlenebilir:

- Sıkı para politikası uygulaması ve faizlerin serbestçe belirlenmesi ilkesi,
- Döviz kuru sistem ve politikasında yeniden yapılanma,
- İhracatın özendirilmesi,
- İthalat rejiminin serbestleştirilmesi,
- Finans kesimi ile ilgili önlemlerin alınması,

- KIT'lerin genel bütçeden bağımsız çalışmalarına olanak sağlayacak serbest fiyat uygulamasına geçilmesi,
- Vergi reformu.

Söz konusu yapısal kararlar içinde özellikle döviz kuru sistemine yönelik değişimi öngören karar, Türkiye'nin para ikamesi olgusu ile tanışmasına zemin hazırlamıştır. Çalışmamızın konusu açısından 24 Ocak kararları sonrası ortaya çıkan gelişmeler para, döviz kuru ve faiz oranlarına ağırlık verilerek ele alınacaktır.

1.1. 1980 Sonrası Dönemde Döviz Kuru Sistemi ve Kambiyo Rejimindeki Gelişmeler ve Para ikamesinin Ortaya Çıkışı

1.1.1. 1980 Sonrası Dönemde Döviz Kuru Sistemindeki Değişmeler

1980 öncesi dönemde geçerli olan sabit kur sistemi, ülkenin uyguladığı ithal ikamesi sanayileşme stratejisinin gereği olmuştur. Bu sistemde döviz kurları oldukça uzun bir süre sabit tutulmakta ve kur ayarlamasına çok seyrek gidilmekteydi. Bunun nedeni, uygulamanın ilk aşamalarında tüketim malı üreten endüstrilerin dahi henüz gelişmemiş olduğu bir ülkede devalüasyon ile istenen özendirmelerin yapılamayacağı düşüncesi olmuştur. İthal ikamesinin daha sonraki aşamasında ise, ithal edilen ara ve yatırım mallarının girişinin sağlanması için, kurların sabit tutulması yeterli olmuştur. Ülke içi enflasyonun dış dünya enflasyon oranından yüksek olması nedeniyle başvurulmuş devalüasyon uygulamaları sonrası döviz kurlarının uzun süre sabit tutulmasıyla aşırı değerlenen TL, bu amaca hizmet etmiştir. Bunun yanında, mevcut sanayileşme stratejisi gereği varolan yüksek koruma oranları ve ithalat kısıtlamaları yoluyla ulusal üretimin dış rekabetten korunması, döviz kurları yoluyla korunmayı etkisiz hale getirmiştir¹³⁸. Diğer bir deyişle ithalata yönelik uygulamalar döviz kurlarının

¹³⁸ İthalatın yasaklandığı bir sistemde iç fiyatların ne dünya fiyatları ile ne de döviz kurları ile bağlantısı kalmaz. İthalatın serbest olduğu ekonomilerde, ithalatı yapılan malın fiyatı ithalata rakip malların fiyatını da belirler. Ancak ithal yasaklaması ve yüksek koruma oranları, ithalata rakip malların fiyatlarının dünya fiyatlarının üstünde, tümüyle iç piyasa koşullarında oluşmasını sağlar. Bu durumda, iç ve dış piyasa koşullarındaki kârlılık farkı oldukça yüksektir. Döviz kuru sabit tutuldukça, enflasyon bu farkı sürekli olarak arttıracaktır. Emre GÖNENSAY, Döviz Kuru Politikası, 2. İktisat Kongresi II, Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliğleri, 2-7 Kasım İzmir, 1981, s. 271-274

önemini büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır.

Ülkemizde döviz kuru sisteminde 24 Ocak kararları sonrası köklü bir değişim yapılmıştır. Bu tarihten sonra döviz kuru sistemine ilişkin değişiklikler ihtiyaç doğdukça yapılmıştır. Bu değişiklikler aşağıda dönemler itibariyle ele alınmıştır.

1.1.1.1. 1980 – 1994 Dönemi

1980 öncesi dönemde uygulanan korumacı dış ticaret politikası ile sabit döviz kuru sistemi, dışa kapalı olan, dış dünya ile rekabet edemeyen bir sanayi yapısının oluşmasına neden olmuştur. 24 Ocak kararları ile dış dengeyi sağlamak ve dünya piyasalarında rekabet edebilecek bir sanayi yapısına kavuşmak amacıyla, bir döviz kuru sistem seçimi gündeme gelmiştir. Bu seçimde sanayinin korunması endişeleri bir yana bırakılarak dış rekabete uyum, ana hedef olarak belirlenmiştir.

24 Ocak kararları ile uygulanmaya başlanan döviz kuru sisteminin amacı, ekonominin değişen iç ve dış koşullara uyum sağlaması, ihracata dönük bir büyümenin gerçekleştirilmesi ve TL'nin değerinin dışa açılmayı özendirecek bir düzeye ulaştırılması olmuştur. Bu nedenle, döviz kurlarının, ihracatta rekabet ve kârlılığı arttıracak, ithalatta ise, iç piyasanın yabancı mallarla rekabet gücünü koruyacak şekilde belirlenmesi gerekmiştir.

24 Ocak kararları ile dışa dönük bir sanayileşme stratejisi benimsenmiştir. Bu büyük dönüşüm döviz kuru sistem seçimini de beraberinde getirmiştir. Böylece, 1980 yılına dek katı kambiyo kontrolü yoluyla süregelen sabit kur sistemine esneklik kazandırılmıştır. 24 Ocak kararlarının başında TL'nin yüksek oranda devalüe edilmesi gelmektedir. 1 ABD doları 47.10 TL'den 70 TL'ye çıkarılmıştır. Böylece, doların değeri % 48.62 (enserten) oranında yükselmiş, TL ise % 32.71 (serten) oranında devalüe edilerek gerçek değerinin biraz altında belirlenmiştir¹³⁹.

¹³⁹ Sadık ACAR ,Türkiye'de İktisadi Yapılanmadan Kaynaklanan Sorunlar ve Çözüme Yönelik Politikalar (1930-1988), Konya Ticaret Odası Yay. No: 6, Konya, 1988, s. 29

Bazı istisnalar dışında katlı kur uygulamasından tek kur uygulamasına geçilmiştir¹⁴⁰. 1 Mayıs 1981 yılına dek döviz kurları Merkez Bankası (MB) kontrolünde sık sık değiştirilmiştir. 1.5.1981 tarihinden itibaren MB tarafından günlük kur uygulamasına geçilmiştir. TL'nin piyasadaki eğilimleri ve çapraz kur değişimlerini yansıtacak şekilde ayarlanması ile, daha esnek bir sabit kur sistemi izlenmeye başlanmıştır. Döviz kurunun günlük olarak MB tarafından belirlenmesi, piyasa güçleri tarafından belirlenmesi sürecine geçişin bir aşaması olarak değerlendirilebilir. Kurların günlük olarak belirlenmesi ile, dış piyasalarda meydana gelen değişimler de gözönüne alınarak, TL'nin değerinde yapılması gereken değişikliklerin kısa sürelerde gerçekleştirilmesi düşünülmüştür. Uygulamanın sürekliliği ölçüsünde istikrar sağlanacağından, dış ticaret açısından döviz kuru riski minimize edilecek ve ileriye öngörüleme mümkün olabilecektir. Ayrıca iç ve dış piyasalarda meydana gelen değişimlerin döviz kurlarına kısa sürelerde yansıtılmasının, ihracatçının dış piyasalarda rekabet gücünü koruması nedeniyle, ihracatı özendirmesi doğaldır.

29 Aralık 1983 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 28 sayılı karar ile kambiyo rejimine önemli değişiklikler getirilmiştir. Karara göre, ticari bankalar, MB'nın günlük olarak ilan ettiği "esas kur"un dövizler için % 6, efektifler için % 8 altını veya üstünü geçmemek koşuluyla, döviz ve efektif alış-satış kurlarını serbestçe belirleyebilecektir¹⁴¹. Böylece, ticari bankalara kambiyo işlemleri üzerinde kendilerine en uygun kuru seçme serbestisi verilmesiyle, döviz kuru sistemine önemli bir esneklik getirilmiştir.

2.7.1984 tarihinde 30 sayılı karar ile serbestleşme doğrultusunda büyük adımlar atılmıştır. Döviz tahsis ve transfer işlemleri bankalara bırakılmış, bankaların döviz mevcutlarını bankacılık işlemleri çerçevesinde kullanmaları serbest bırakılmış, kişilerin döviz bulundurmaları suç olmaktan çıkarılarak, bankalarda döviz tevdiat hesapları açtırma olanakları tanınmıştır. Bunun dışında, ihracatçıların elde ettikleri dövizlerin % 20'sinin serbest kullanımlarına bırakılmasına ve görünmeyen işlemlere ilişkin dövizlerin yurda getirilme sürelerinin kaldırılarak, bu dövizlerin ilgililerce serbest kullanımlarına

¹⁴⁰ Gübre, gübre hammaddeleri ile zirai ilaç ve hammadde ithali için farklı kur uygulanmıştır.

¹⁴¹ TCMB Yıllık Rapor, 1984, s. 35

olarak tanımıştır¹⁴². Döviz Tevdiat Hesaplarına (DTH) uygulanacak faiz oranı konusunda banka ve müşteri arasında pazarlık yapılabilmesi, fakat uygulanacak oranların Euro piyasasında oluşan faizlerin üzerine çıkmasına izin verilmemesi kararlaştırılmıştır. Bu uygulamanın amacı bankacılık sisteminin kaynaklarını artırmak, bankaların yurtdışında bulunan dövizlerini yurtiçine çekmek, ve sermaye çıkışını durdurmaktır.

30 sayılı karar ile dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de yatırım yapmaları, ticari faaliyette bulunmaları, hisse almaları, gerekli sermayeyi döviz olarak yurda getirerek ilgili kurumlardan izin almak ve verilen izin çerçevesinde faaliyette bulunmak koşuluyla serbest bırakılmış, patent, lisans, know-how gibi gayri maddi hakların Türkiye'ye ithali de aynı esaslara bağlanmıştır¹⁴³. Benzer şekilde yabancı sermaye girişleri önemli ölçüde serbest bırakılmıştır.

29 Haziran 1985 tarihinden itibaren döviz kurlarının belirlenmesi MB güdümünden çıkarılmış ve bankalar kur belirlemede tümüyle serbest bırakılmıştır. Sisteme getirilen serbestlik, 1986 yılının ilk aylarında bankalar tarafından belirlenen kur ile resmi kur arasındaki farkın açılması ile geri alınmış ve Mart 1986'da bankaların kur belirlemede, MB kurlarının %1 altında veya üstünde olması ilkesi getirilmiştir. Uygulamada sakıncaları görülen bu sistem, Ekim 1986'da yeniden değiştirilmiştir. Yeni düzenlemeye göre, MB'na döviz satış kurunu günlük olarak, alış kurunu ise satış kurunun binde 5 altında belirleme yetkisi verilmiştir. Bankaların döviz satış kuru, MB'nın döviz satış kurunu geçmemek üzere, alış kuru serbestçe belirlenmiştir. Bankalararası işlemlerde uygulanacak döviz kuru eskiden olduğu gibi serbest bırakılmıştır¹⁴⁴.

1988 yılı başlarında döviz yönetiminde oldukça olumsuz gelişmeler olmuş, resmi ve paralel piyasalarda döviz kurlarında % 20'lere varan fiyat farklılıkları meydana gelmiştir. MB'nın ödeyeceği dış borç tutarının 6.8 milyar doları bulması, serbestleşme

¹⁴² Ahmet KIZIL, 1980-90 Döneminde Türkiye'de Ekonomik Politika ve Uygulamalar, TC. HDTM Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Müdürlüğü, s. 92.

¹⁴³ TCMB Yıllık Rapor, 1985, s. 29.

¹⁴⁴ TCMB Yıllık Rapor, 1986, s. 32-33.

nedeniyle artan ithalat talebi, döviz talebi arttırırken, petrol geliri azalan komşu ülkelerin durumu ve uygulanan kur politikası döviz arzını azaltmıştır.

Bu koşullar altında 4 Şubat (1988) kararları olarak adlandırılan birtakım önlemler alınmıştır. Bu kapsamda benimsenen yüksek faiz politikası ile toplam harcamaların kısılarak enflasyonun frenlenmesine ve döviz talebi azaltarak, resmi kur ile paralel piyasalarda oluşan kur arasındaki farkın giderilmesine çalışılmıştır¹⁴⁵.

4 Şubat kararları ile alınan önlemlerin diğer bir amacı da döviz girişlerinin arttırılması ve belli bir düzen kazanmasının sağlanması olmuştur. Alınan bu kararlar çerçevesinde, döviz gelirlerini ve ihracatı özendirmek amacıyla, döviz gelirini gecikmeden getiren ihracatçıya ek vergi iadesi ve ek ihracat teşviki verilmesi öngörülmüştür. Buna göre, ihracatçıların dövizlerini 30 gün içinde yurda getirmeleri durumunda vergi iade oranı % 20, 30-60 gün içinde getirmeleri durumunda % 90, 90 güne kadar getirmeleri durumunda ise, % 50 oranında olacaktır. Üç aydan daha fazla süre içerisinde döviz getiren ihracatçıya prim ve vergi iadesi verilmeyecektir. Altı aydan daha uzun sürede getirene ise 3 yıl ihracat yapamama cezası verilmesi öngörülmüştür.

İthalat teminatları ise 4 Şubat'da % 7'den % 15'e yükseltilmiş, bu oran Mart ayında % 14, Nisan ayında % 10'a indirilerek Mayıs ayında tekrar % 7'ye indirilmiştir¹⁴⁶.

İthalatı ve döviz talebi üzerindeki baskıyı azaltmak amacıyla, dövizin maliyetini ve bürokratik denetimlerin arttırılması yanında 1988 yılı Ağustos ayında döviz kurlarının piyasa koşulları altında belirlenmesi sistemine geçilmiştir. Bu amaçla MB

¹⁴⁵ Durum, Dış Ticarete Durum, Sayı 9, Mart-Nisan 1988, s. 4.

¹⁴⁶ Lale CANKAY , Türkiye'de Para Politikasının Ödemeler Bilançosuna Etkisi (1980-87), D.E.Ü. İktisat Fakültesi, Basılmamış Doktora Tezi, İzmir, 1990, s. 271.

bünyesinde döviz efektif piyasaları açılmıştır¹⁴⁷. Böylelikle MB'nın kur politikasına yardımcı olacak bir araç sağlanmış ve bankacılık sisteminde döviz ve efektif rezervlerinin etkin kullanımı yönünde önemli bir adım atılmıştır.

1989 yılı ile birlikte bankalar, yetkili kurumlar ve özel finans kurumlarının katılımıyla, kur belirleme seansları daha liberal bir hale dönüşmüştür.

1989 yılında meydana gelen önemli bir gelişme, 11.8.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 32 sayılı kararla kambiyo rejiminin daha da serbestleştirilmesi ve böylece IMF'in geçiş yeterlilik koşullarına ulaşılacak düzenlemelerle, Türkiye'nin VIII. madde ülke grubuna yani parası konvertibil ülke grubuna geçmesi olmuştur¹⁴⁸. IMF 22 Mart 1990 tarihinde TL'nin konvertibil dövizler ailesine katıldığını resmen ilan etmiştir. Cari işlemlerde serbestlik, sermaye hareketlerine ise miktar kısıtlaması ile yürürlüğe giren bu kısmi konvertibilite 25.2.1990, 20.6.1991 ve 21.3.1993 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan ek kararlarla daha da genişletilmiştir.

32 sayılı karar ve karardaki ek değişikliklerle döviz, döviz kuru ve dış ticaret alanında getirilen yenilikler şunlardır¹⁴⁹:

1. Belirsizliklere yol açan "Türkiye'deki kişiler" ifadesi kambiyo mevzuatından çıkarılarak "Türkiye'de yerleşik", "dışarıda yerleşik" kişiler şeklinde evrensel kambiyo uygulamasına geçilmiştir (Madde 2/b, c, 89/14391).

2. Türkiye'ye döviz ithali serbesttir (Madde 4/a, d, e, f, 91/1935).

¹⁴⁷ Döviz-Efektif Piyasaları faaliyetleri 8.8.1988 tarihinde kur belirleme seansları ile başlamış ve daha sonra 14.9.1988'de TL-Döviz, TL-Efektif Piyasaları, 21.9.1988'de Efektif-Efektif, Döviz-Döviz ve 12.10.1988'de Döviz Depoları ve TL Depo-Döviz Depo Piyasaları açılmıştır. TCMB Yıllık Rapor, s. 41.

¹⁴⁸ VIII. maddede; cari ödemelerde hiçbir kısıtlama yapılmaması, katlı kur uygulanmaması, ikili ticaret anlaşmalarının kaldırılması, ulusal paranın döviz karşılığı satın alınmak zorunda olduğu hükümleri yer almaktadır. Böylece Türkiye tarafından piyasaya döviz sınırlamaları getirmek şeklinde herhangi bir müdahalenin yapılmayacağı garantisi verilmiştir.

¹⁴⁹ TC Resmi Gazete, sayı 20249, 11.8.1989; TC Resmi Gazete, sayı 20444, 25.2.1990; TC Resmi Gazete, sayı 206.1991; TC Resmi Gazete, sayı 21531, 21.3.1993.

- Türkiye'de yerleşik kişilerin beraberinde döviz bulundurmaları; bankalar, yetkili kuruluşlar ve özel finans kurumlarından döviz satın almaları, dövizleri bankalarda açacakları döviz hesaplarında tutmaları, efektif olarak kullanmaları, bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yurt içinde ve dışında tasarruf etmeleri serbesttir.

Ayrıca 1989 yılında satın alınabilecek döviz miktarı 3000 ABD doları veya eşiti efektif iken 1991 yılında bu limit kaldırılmıştır.

- Dışarıda yerleşik kişiler; bankalar ve yetkili kuruluşlar ve özel finans kurumlarından döviz satın alabilirler.

- Türkiye'de yerleşik kişiler ile dışarıda yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yurtdışına döviz transfer etmeleri serbesttir.

- Yolcular, 5000 ABD doları veya eşitine kadar efektifi beraberlerinde yurtdışına çıkarabilirler. Bu limit 1989 yılında 3000 ABD doları veya eşiti efektifi.

Görüldüğü gibi 1991 yılında dövizle ilişkin geniş serbesti getirilmiştir.

3. Dövizle ilişkin işlemler, MB'nca belirlenen konvertibl dövizler üzerinden MB, bankalar, yetkili kuruluşlar ve özel finans kuruluşlarınca yapılır. Bankalar, MB'nca belirlenen usuller dahilinde vadeli döviz alım satımı yapabilirler. Bankalar, yetkili kuruluşlar ve özel finans kurumları döviz mevcutlarını, Bakanlık'ça belirlenerek oran ve esaslar çerçevesinde MB'na devrederler (Madde 6, 1989/14391). 1991 yılında 32 sayılı kararda yapılan bir değişiklik ile dövizle ilişkin işlemlerin PTT tarafından da yapılabileceği belirtilmiştir.

4. İhracat dövizlerinin, 90 gün içinde yurda getirilmesi durumunda, ihracat bedellerinin, ihracatçının serbest kullanımına bırakılan kısmı %20'den %30'a çıkarılmıştır (Madde 8/a-i, 1989/14391).

5. İthalat bedelleri, ithalata aracılık eden MB ve bankaların kendi kaynaklarından, bankacılık teamüllerine ve alıcı ile satıcı arasındaki anlaşmalara uygun olarak transfer edilir (Madde 9, 1989/14391). 1990 yılında 32 sayılı kararın 9. maddesinde yapılan değişiklik ile ithalat bedellerinin Türk parası veya döviz olarak transfer edileceği belirtilmiştir (Madde 4, 1990/20444).

6. Türkiye'de yerleşik kişiler, dışarıda yerleşik kişiler için yurtiçinde veya yurtdışında yapmış oldukları tüm hizmetler karşılığı elde edilen dövizlerin kullanımları tümüyle serbest bırakılmıştır (Madde 11, 1989/14391).

7. Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de şirket kurmak, mevcut ve kurulacak şirketlere iştirak etmek ve şube açmak şartıyla yatırım yapmaları ve her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyetlerde bulunmaları ile irtibat bürosu açmaları 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanununa göre gerekli izni almak, verilen izinler çerçevesinde faaliyette bulunmak ve öngörülen sermayeyi getirmek kaydıyla serbesttir (Madde 12, 1989/14391). Böylece, bu gibi faaliyetlerin izin verilmesi konusunda 30 sayılı karardaki boşluk ve yetki kargaşası giderilmiş olmaktadır.

8. Yurtdışına gidecek yerli sermaye ihracı ile ilgili Bakanlık yetkisi 3 Milyon ABD Doları veya eşitinden 25 Milyon ABD Doları veya eşitine yükseltilmiştir (Madde 13, 1989/14391). 1993 yılında 32 sayılı kararda yapılan değişiklik ile 5 Milyon Doları veya eşiti sermaye ihracı, bankalar veya özel finans kurumları aracılığı ile, aynı sermaye ihracı ise gümrük mevzuatı çerçevesinde serbest bırakılmıştır. Beş milyon ABD Dolarını aşan aynı ve nakdi sermaye ihracı Bakanlık iznine bağlanmıştır (Madde 13, 1993/4143).

9. Dışarıda yerleşik kişilerin Türk menkul kıymetlerini satın almaları ve satmaları ve Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından yabancı menkul kıymetleri satın almaları serbest bırakılmıştır (Madde 15, 1989/14391). 1993'de bu maddeye, menkul kıymetlerin yanında diğer sermaye piyasası araçlarının yurda giriş ve çıkışının serbestliği hükmü getirilmiştir (Madde 15, 1993/4143).

10. Dışarıda yerleşik kişilerin döviz bozdurmaksızın elde ettikleri gayri menkullerin satış bedelleri, yurtdışına transfer edilmemesi koşuluyla yurda getirilmesi serbesttir (Madde 16, 1989/14391). Daha önce elde edilen bu bedeller ABD'nda bloke edilirdi. Böylece, kambiyo mevzuatında uzun süreden beri varolan bu kısıtlama da ortadan kaldırılmıştır.

11. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından aynı ve nakdi kredi sağlamaları için gereken Bakanlık izni 32 sayılı karar ile serbest bırakılmıştır. Ancak, prefinansman kredilerinin vadesi bir yıl olup, bu kredinin vadesinin bir yılı aşması Bakanlığın iznine bırakılmıştır (Madde 17, 93/4143).

12. Türkiye'de yerleşik kişiler İthalat ve İhracat Rejimleri ile Teşvik Kararlarına göre açılacak döviz emtia kredisi açabilirler (Madde 18/a, 1989/14391).

13. MB ve bankalar, Türkiye'de ve yurt dışında yerleşik kişiler adına döviz tevdiat hesapları veya dövize dönüştürülebilir, TL mevduat hesapları açabilirler (Madde 19, 1989/14391).

14. Türkiye'de yerleşik kişilerin, Türkiye'de yerleşik kişilerden yapacakları işlemler nedeniyle döviz kabul etmeleri mümkün değildir. Kabul edilmesi halinde "Kambiyo suçu" işlenmiş olmaktadır. 28 Şubat 1989 tarih ve 3521 sayılı kanunla bu suçun cezası 375 milyon 750 bin TL'ye yükseltilmiştir. 1 Ağustos 1989'dan itibaren, 4421 sayılı kanunla bu ceza 60 milyon TL'ye indirilmiştir. 2001 yılında da 144 milyon 760 bin TL'ye yükseltilmiştir.

Türk Kambiyo Rejiminde yapılan değişikliklere karşın dövizin bir ödeme aracı olmasına izin verilmemiştir.

32 sayılı karar ve buna ilişkin tebliğler ile Türk Kambiyo Rejiminde önemli yenilikler getirilmiştir. Böylece, Türk Lirasına konvertibil olan bir para birimi niteliğinin kazandırılması için gerekli hukuki çerçeve çizilmiştir. 30 sayılı kararı izleyen 32 sayılı kararlar dış ticaret ve kambiyo rejimini libere etme özelliğini taşımaktadır.

Aynı zamanda yapılan düzenlemeler sonucu sermaye hareketleri de önemli ölçüde serbestleştirilmiştir.

Yabancı paraların TL karşısındaki değerinin MB'nca tespit edilen usuller çerçevesinde belirleneceği Karar'ın 5. maddesinde açıklanmıştır.

Buna göre:

- Ticari ve ticari olmayan işlemlere ilişkin olarak yapılan döviz ve efektif alım-satım işlemlerinde uygulanacak döviz kurları, bankalar, yetkili kuruluşlar, özel finans kurumları ve PTT'ce, piyasa kurları dahilinde serbestçe belirlenecektir.

Ancak, bankalar arası döviz piyasasında verilen TL alış ve satış kotasyonları arasındaki fark %3'ü geçemez.

Ticari ve ticaret-dışı işlemlere, döviz türlerine göre uygulanan TL kurları, ilgili kuruluşlarca günlük olarak MB'na bildirilir. MB'nca her işgünü ilan edilecek günlük kurlar, uluslararası ve iç piyasalardaki gelişmeler dikkate alınarak serbestçe belirlenir.

1.1.1.2. 1994 -1999 Dönemi

1989 yılından 1994 yılına kadar döviz kuru belirleme yönteminde herhangi bir değişiklik olmamıştır. Bu dönemde MB'nın döviz piyasasına müdahaleleri resmi kur ile serbest piyasa kurları arasındaki farkın kapatılması ve döviz kurlarına istikrar kazandırılması yönünde olmuştur. Döviz kurlarının bu şekilde belirlenmesi, kontrollü (güdümlü) kur sistemi (kontrollü dalgalanma) olarak adlandırılmaktadır.

İleride değinileceği gibi 1988 sonrası dönemde genelde ulusal parayı aşırı değerlendiren döviz kuru politikası egemendir. Bu politika, ülke ekonomisinin sorunların çözümünü ileri tarihlere atmıştır. TL'nin değerli tutulması ve uygulanan yüksek faiz politikası, ülke içi tasarruf yetersizliğini dışarıdan sermaye çekerek, elimine ediyordu. Uygulanan döviz kuru politikası, ithalatı özendirirken ihracatı cezalandırıyor, böylece, iç piyasa arzı arttırılarak enflasyonist baskı önlenmiş oluyordu. Enflasyonla mücadele aracı olarak kullanılan aşırı değerli TL ve yüksek faiz politikası, aynı

zamanda bankacılık sektöründe açık pozisyona neden olmuştur¹⁵⁰. 1989-90 ve 1991 yıllarında TL'nin aşırı değerlenmesi 1993 yılında, 9.298 milyar ABD Doları dış ticaret açığına neden olmuştur. Bu gelişmelere karşın MB döviz piyasalarında alımlar yaparak döviz kurlarının yavaş bir tempoda yukarı çekilmesini sağlamamıştır. Bu nedenle, 1993 yılının son aylarında yüksek oranlı bir depresiasyon (kur yükselişi) beklentisi egemen olmuş ve döviz kurlarında önceki aylara oranla büyük oranlı yükselmeler baş göstermiştir.

Vergi gelirlerini arttıramayan hükümetin, 1986 yılından itibaren özel sektörün tasarruf fazlasını, borçlanma yoluyla kendine transfer etme yoluna gitmesi ve borçların yeniden borçlanarak ödenmesi, faiz oranlarını yükselterek, iç borçlanmanın katlanarak artmasına neden olmuştur.

1980 yılında kamu açıklarının finansmanında iç borçlanma payı %30 oranında iken, 1990'lı yılların başlarında ortalama %80'lere ulaşmıştır¹⁵¹. Bu gelişmenin yanında, iç borçlanmanın kompozisyonu kısa vadeli borçlar lehine değişmiştir. Ancak, kamu açıklarının kapatılmasında kullanılan ödünç alınan fonların, geri ödeme tarihinde daha yüksek faizlerle tekrar borçlanılarak ödenmesi, enflasyonist bir etki doğurmuştur. Bütçeye oldukça ağır yük getiren bu uygulamaya son vermek amacıyla hükümetin politika değişikliği, 1994 yılında ülke ekonomisini oldukça olumsuz etkileyen finansal bir krize neden olmuştur.

Hükümetin faiz oranlarını düşürmek için borç yerine dış borca yönelmesi yanında, iç borç ödemlerinde MB kaynakları kullanılmıştır. Hazine'nin 1994 yılı içinde kullanabileceği toplam Merkez Bankası kısa vadeli avans miktarının yarısından fazlasını yılın ilk 20 gününde kullanması, dış borçlanma ve sıcak para akımıyla ülkeye giren döviz miktarındaki artış, piyasadaki likiditenin yükselmesine neden olmuştur. Hazine'nin faiz oranlarını düşürmesiyle, geri çekemediği fazla likidite borsaya

¹⁵⁰ Bankacılık sektörünün 1993 yılında taşıdığı açık pozisyon oranı %14 olup, miktar olarak 3.5 milyar ABD Dolarıdır. *Milliyet Gazetesi*, 25.2.1993.

¹⁵¹ Burak ATAMTÜRK, "Türkiye'de Kamu Finansman Politikası ve Kriz İlişkisi", *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, Sayı 31, Yıl 9, Eylül 1994, s. 24.

yönelmiştir. Bu arada, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından "Standart and Poor's" ve "Moody's" tarafından daha önce BAA3 olana Türkiye'nin kredi notu BA1'e düşürülmüştür. Ortaya çıkan bu gelişme, uzun bir süreden beri süren döviz kurlarında yüksek oranlı artış beklentisini daha da güçlendirmiş ve piyasadaki likidite döviz piyasasına kaymıştır. Artan döviz talebinin baskısıyla serbest piyasa kurları ile MB kurları arasındaki kur makası %25'lere kadar açılmıştır¹⁵². Talebin şiddeti, MB'nın döviz alım-satım yoluyla piyasaya müdahalelerini sonuçsuz bırakmıştır. Bunun üzerine piyasada oluşan fiili (de facto) devalüasyon (=depresiasyon) MB tarafından 27 Ocak 1994 günü onaylanarak 15.200 TL olan bir ABD Doları 17.300 TL'ye çıkarılmış ve böylece TL, ABD Doları karşısında %12 oranında değer kaybetmiştir. Ancak, depresiasyon oranı piyasayı tatmin etmemiş, MB'nin müdahaleleri yanında diğer parasal önlemlerin de devreye sokulmasına karşın, kur artışları sürmüştür. MB'nın piyasaya müdahaleleri sonucunda, döviz rezervinin hızla tükenmesi, resmi kurların piyasada oluşan kurlara yakın düzeyde ilan edilmesini gerekli kılmıştır. Böylece, 1994 yılında kısa aralıklarla TL, yabancı paralar karşısında yüksek oranlı değer kayıplarına uğramıştır.

Özetlemek gerekirse, 1986 yılından itibaren kamu ve ödemeler bilançosu açıklarının giderilmesi amacıyla izlenen yanlış finansman biçimleri, 1993'te uzun süreden beri yaşanmayan, bir döviz krizine neden olmuştur.

Döviz piyasasında yaşanan kriz sürecinde MB'nın döviz kuru belirleme fonksiyonunu hemen hemen kaybetmesi üzerine TPKK kanununda değişiklik yapılmıştır. Sermaye tabanları ve grupları temsil ölçütü temel alınarak on banka seçilmiştir¹⁵³. MB döviz kurları, bu on bankanın Bankalar arası Döviz Piyasası'ndaki kotasyonlarının saat 15.00'deki ortalaması esas alınarak ilan edilmeye başlanmıştır. Böylece MB, kur belirleme yetkisini bir ölçüde, bu on bankaya devretmiş oluyordu.

¹⁵² 1993'de MB başkanlığına Ali Gültekin'in getirilmesine dek MB kurları ile serbest piyasa kurları arasındaki kur makasının %1.5'u aşması durumunda müdahale yoluna gidilmiştir. Başkan değişikliğinden sonra bu politika değiştirilerek müdahale için kur makasının %4'lere varması beklenmiştir. Dolayısıyla, marj genişlemiş ve MB'nin piyasaya müdahaleleri, her gün yerine haftada bire düşmüştür. Böylece şok müdahaleler yeğlenmiştir.

¹⁵³ Bu bankalar Akbank, Citibank, Garanti Bankası, Koçbank, Tütünbank, Vakıflar Bankası, Ziraat Bankası, Yapı Kredi Bankası, İş Bankası ve Osmanlı Bankası'dır.

MB, kurların spekülâtif olarak yükselmesi durumunda piyasalara müdahale edecektir¹⁵⁴. Böylece, kur belirlemede dünyanın hiç bir ülkesinde uygulanmamış bir yöntem devreye sokulmuştur.

32 sayılı kararda yapılan bir diğer değışiklik de, döviz devirlerinin "cari kur" üzerinden yapılması uygulamasının getirilmesidir. Bu tarihe kadar döviz devirleri MB kurundan yapılmıştır. Bu kur, piyasaya oranla %10'a varan oranlarda düşük kalabiliyordu¹⁵⁵.

Ekonominin iç ve dış dengelerindeki hızlı bozulma nedeniyle finansal kesimde ortaya çıkan krizin kontrol altına alınması ve bu krizin reel kesimi etkilemesinin önlenmesi için 24 Ocak istikrar önlemlerinden 14 yıl sonra, 5 Nisan (1994) Kararları adı altında yeni bir istikrar paketinin açılması gündeme gelmiştir. Bu programın amacı; enflasyonun hızını düşürmek, TL'ye istikrar kazandırmak, ihracat artışını hızlandırmak, ekonomik ve sosyal kalkınmayı sosyal dengeleri de gözetten sürdürebilir bir temele oturtmaktır. 5 Nisan Kararları ile alınan önlemler sonrası, Türk hükümetinin niyet mektubu üzerine IMF ile stand-by anlaşması gerçekleşmiştir. 5 Nisan istikrar önlemleri ile alınan konjoktürel ve yapısal kararlar şu şekilde özetlenebilir¹⁵⁶.

Konjoktürel kararlar;

- Döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu bir şekilde gelişmesini sağlamak. Böylece gerçekçi kur politikası izlenerek, spekülâtif hareketlere izin verilmeyecektir.

¹⁵⁴ Tayfun DEVECİOĞLU, "Güç Merkezden Kaçıyor", Milliyet, 14.4.1994.

¹⁵⁵ Vahap MUNYAR, Hürriyet, 3.9.1994.

¹⁵⁶ İlker PARASIZ , a.g.e., , s. 174-186, Hüsnü ERKAN, Beş Nisan Önlemleri Uygulama Sonuçlarının Değerlendirilmesi, EĞİAD Ekonomik Raporlar No: 11, Kasım 1995-İZMİR, s. 8-9, Trend, 5 Nisan Kararları, Özel Ek, 10 Nisan 1994.

- Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının MB'dan kredi kullanımına sınır getirilerek, MB daha bağımsız bir yapıya kavuşturulacaktır. Böylece, kamu açıkları nedeniyle MB'nın para politikalarının kullanımı üzerindeki etkinliği ortadan kaldırılacaktır.
- MB, para politikasını ekonomideki fiyat, ücret ve döviz kuru için hedeflere uygun bir şekilde yürütecek ve parasal büyüklükler kontrol altında tutulacaktır. Bunun için MB'nın bağımsız bir yapıya kavuşturulması yanında mevduat zorunlu karşılığı ve disponibilite uygulamaları yeniden düzenlenmiştir.
- Kamu gelirlerini artırıcı önlemler yürürlüğe konulacaktır. Bunun için sıkı vergi denetimleri yanında bir defaya özel olmak üzere ek vergiler yoluyla vergi gelirlerinin artırılması sağlanacaktır. Yine kamu gelirlerinin artırımı için KİT ürünlerine, döviz kurundaki artışlar ve piyasa koşullarına göre zamların yapılması öngörülmüştür.
- Kamu giderlerinin azaltılması için memur maaş artışları bütçe ödenekleri ile kısıtlanırken yatırımların kısıtlanması hatta durdurulması öngörülmüştür.
- İhracatın gelişimi için Türk Eximbank kredi ve sigorta programlarının kapsamı genişletilecektir.

Yapısal önlemler;

- Özelleştirilmenin hızlandırılması için yasal ve kurumsal eksikliklerin giderilmesi.
- Sosyal güvenlik kurumlarının finansman yapısının iyileştirilmesi ve bütçe üzerindeki yükünün hafifletilmesi.

1994 yılında yaşanan döviz krizinin sonrasında, krizin nedeninin uygulanmakta olan döviz kuru sistemi olduğu tartışmaları gündeme gelmiştir. Bu bağlamda, sistem değişikliği yönünde, kurların gerçekçi belirlenebilmesi için IMF'in önerileri doğrultusunda "dövizin önceden belirlenen, belli bir alt ve üst limitlerde dalgalanmaya bırakılması" şeklinde özetlenebilecek aylık kur sistemin üzerindeki

alışmalar sürdürülmüştür. Ekonomide yaşanan daralma sonucu IMF ile 1999 yılında imzalanan stand-by anlaşması ile söz konusu sisteme geçiş için adımlar atılmıştır.

1.1.1.3. 1999 – 2001 Dönemi

1997 yılı haziran ayında G. Doğu Asya lkelerinin paralarını dolara karşı değerini dşrmeleriyle başlayan G. Doğu Asya krizine 1998 yılında yaşanan Rusya krizinin eklenmesiyle Türk ekonomisinde önemli bir kriz yaşanmaya başlanmış ve sermaye çıkışı gözlenmiştir. Bunun sonucunda hazine ihale faizleri ve dolayısıyla faizler önemli oranda yükselmiştir. Daralan ekonomide azalan fonların kamu tarafından kullanılması özel sektör yatırımları üzerinde dışlama etkisi yaratırken, yurtiçi ve yurtdışı talepteki daralma sanayi üretiminde önemli düşüşlere yol açmıştır. Tüm bu yaşanan olumsuzluklara ek olarak 1999 Ağustos ve Kasım aylarında yaşanan depremler ekonominin daralma sürecine girmesine yol açmıştır.

1999 Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşmasının programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makro ekonomik politikaların erevesi çizilmiştir. 9 Aralık 1999 tarihinde Türk hükümeti tarafından verilen niyet mektubu 22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Kurulu tarafından onaylanmıştır. Üç yıl sürmesi konusunda görüş birliğine varılan enflasyonu düşürme programında aşamalı strateji izlenmesi ngrlmřtr¹⁵⁷. Bu anlaşmanın temel amacı;

-Tketic i enflasyonunun yapısal reformlarla desteklenen, birbiriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulaması ile 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılı sonunda %7'ye indirmek ,

-Reel faiz oranlarının makul düzeylere düşürülmesi ,

-Ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımının sağlanması amaçlanmıştır.

¹⁵⁷ Gazi ERÇEL, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı. Kur ve Para Politikası Uygulaması , 9

2000 yılı ocak ayından 2001 yılı Temmuzuna kadar programın çapası olarak döviz kuru ve MB'nın iç varlıkları seçilmiştir. Program süresince döviz kuru politikası iki farklı dönemde, iki farklı kur rejimi altında şekillendirilmiştir. Döviz kuru politikası 2000 Ocak –2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede, “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”, takip eden dönemde ise “kademeli olarak genişleyen bant” çerçevesinde yürütülecektir.

2000 yılında başlatılan sistemde döviz kuru bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanmaya başlanmıştır. Kur sepeti eskiden olduğu gibi 1 ABD Doları+0.77 Euro olarak belirlemiştir. 2000 yılı Ocak-Aralık dönemini kapsayan ilk 12 ayda, MB olarak yıllık bazda döviz kuru sepeti artış oranı %20 olan TEFE yıl sonu artış hedefi oranında olacağı açıkça taahhüt edilmiştir. MB 1 Temmuz 2001'e kadar günlük bazda kur sepetinin alacağı değeri bir tablo halinde kamu oyuna duyurmuştur. Buna göre kur sepeti değerinde Ocak ,Şubat ,Mart ayları için %2.1, Nisan, Mayıs, Haziran ayları için %1.7, Temmuz, Ağustos, Eylül ayları için %1.3 ve Ekim, Kasım, Aralık ayları için ise %1 oranında bir artış öngörülmüştür. Yıl sonu bazında kümülatif oranı %19.9 olacaktır. 2001 yılının ilk üç ayı için kur sepetinin değerindeki artış oranı %090 , ikinci üç ayında ise %085 olması kararlaştırılmıştır. Programın ikinci 18 aylık dönemini kapsayan Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise “bant uygulamasına geçilecektir. Söz konusu aralığın toplam genişliği aşamalı olarak artırılacaktır. Buna göre, 1 Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar aşamalı olarak %7.5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar %15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar %22.5'e yükseltilecektir. “Bant” uygulamasında, kurun “bant” ın içindeki hareketlerine MB'nın müdahalesi olmayacaktır. Böylece 1 Temmuz 2001 dönemine kadarki dönemde kurların seyri ile ilgili ayrıntılı bir taahhütte bulunulurken, bu taahhütten aşamalı olarak çıkış stratejisi de önceden kamuoyuna açıklanmıştır.

Uygulanacak döviz kuru politikasının enflasyonu düşürmeye hizmet edecek en önemli araç olarak görüldüğü de açıkça belirtilmiştir.

Stand-by anlaşmasının ilk 18 aylık döneminde para politikasının işleyişinin ise şöyle olmasına karar verilmiştir: Kur politikasının likidite politikası üzerindeki

yansıması, MB'nın önceden açıkladığı fiyatlarla kendisine getirilecek tüm döviz satın almayı, yani istendiğinde piyasaya döviz karşılığı Türk Lirası likidite vermesi şeklinde gerçekleşecektir. MB'nın Türk Lirası yaratma işlemi, önceden belirlenmiş kurların açıklanmasının devam ettirildiği 18 aylık dönem süresince döviz satın alınarak yapılacaktır. Uygulanacak bu fonlama prensibi Net İç Varlıklar (NİV) değişkeni üzerine kısıt getirilmesi ve NİV'larda dalgalanmanın azaltılması ile daha da güçlendirilecektir. Buna göre 1999 yılı sonundan başlayarak üç aylık dönem sonları itibarıyla NİV'ların alabileceği maksimum değer, performans kriteri olarak, değerlendirme hesabındaki değişimin etkisi hariç tutulduğunda, 1200 Trilyon TL'sına sabitlenmiştir.

Dönem boyunca, NİV'ların hedeflenen bu maksimum değeri merkez alan ve bir önceki üç ayın sonunda para tabanı büyüklüğünün (+ -) %5'inin belirlediği paralel bir bant içinde dalgalanmasına özen gösterilecektir. Önceki dönemde olduğu gibi NİV artışına yol açabilecek büyüklükte bir kamu sistemi fonlamasına para politikasında yer verilmeyeceği belirtilmekle beraber, döviz girişlerinin arttığı dönemlerde uygulanan TL likiditeyi sterilize ederek NİV'ları azaltma politikasına da son verilmiştir.

2001 yılının ikinci yarısından sonra döviz kuru bandı uygulamasına başlanmasıyla NİV politikası daha da esneklik kazanacaktı. Bu esneklik sonucunda para politikasının faizler üzerindeki etkisi artacaktı.

MB bilançosu açısından olaya bakıldığında NİV'ların sabit kalması para tabanındaki değişimin ancak Net Dış Varlıklar (NDV) daki (yeni tanımlı)* değişim karşılığı olması anlamına gelmektedir. Bu ise likiditenin döviz karşılığı yaratılacağı anlamındadır. Bu sistem döviz rezervlerini belli bir seviyenin üzerinde tutacak otomatik bir mekanizmayı da beraberinde getirmektedir. Döviz talebi olduğu günlerde piyasadan TL çekilecek olması ve MB'nın çekilen bu TL' nı NİV'ları telafi etmemesi, TL'sına olan talebin artmasına neden olacaktır. Bu durum ise sonuç olarak döviz talebinin kesilmesini gerektirecektir¹⁵⁸.

* Net Dış Varlıklar, "Net Uluslararası Rezervler (+,-), Orta Vadeli Dış Krediler (net) (+,-) ve Diğer (TCMB tarafından verilen döviz depoları hariç) (+,-)" kalemlerin toplamından oluşacaktır.

¹⁵⁸ ERÇEL, www.tcmb.gov.tr

MB'nın bu yöntemi seçmesindeki amaç bilançosunu otomatik bir mekanizma ile idare etmektir. Bankanın döviz varlıkları arttıkça karşılığında TL yaratıldığı için para arzı da artacak ve para talebinin değişmediği durumlarda faizler düşecektir. Faizler bu şekilde döviz getirisinin (devalüasyon+döviz faizi) altına indiğinde bu kez döviz talep edilmeye başlanacak ve Banka'nın net dış varlıkları düşmeye başlayacaktır.

2000 yılı Kasım ayı ortalarına kadar MB para arzına ilişkin hedeflerini kolaylıkla yerine getirdi. Bilançosunda döviz varlıklarını artırdığı (azalttığı) sürece piyasaya para vererek (piyasadan para çekerek) TL yükümlülüklerini de artırdı (azalttı). Diğer bir deyişle döviz satın almadıkça yani bilançosuna döviz girmedikçe piyasalara fazla likidite vermedi¹⁵⁹.

Yukarıda genel hatları verilen istikrar programı yürürlükteyken, Türkiye'de 22 Kasım 2000'de finansal bir kriz yaşanmaya başlamıştır. Bu tarihte bankalararası piyasada gecelik borçlanma basit faizi yaklaşık üç kat artarak ortalama %110.8'e, en yüksek %210'a çıkmıştır. 22 Kasım ve sonraki günlerde TCMB'nın döviz rezervlerinde de önemli bir azalma gözlenmiştir. İki haftada brüt döviz rezervi 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara inmiştir. Döviz rezervlerindeki hızlı erime de finansal piyasalardaki baskının ve gerginliğin derecesini yansıtmaktadır. Söz konusu krizi TCMB, döviz hedef alan spekülasyon saldırıyı çok yüksek faiz, önemlisi döviz rezerv kaybı ve en önemlisi de 7.5 milyar dolarlık ek IMF kredisi ile atlatabilmiştir. Diğer bir deyişle döviz kuru taahhüdü, oldukça yüksek bir maliyetle korunabilmiş ve özellikle yabancılar arasında programın sürdürülebilirliği konusunda güven kaybı ortaya çıkmıştır.

İstikrar programının gereği olarak TCMB son başvuru mercii olmaktan çıkmış adeta "para kurulu" benzeri bir konuma gelmiştir. TCMB bankacılık kesiminden gelen aşırı likidite talebi karşısında ikilem içinde kalmıştır. Bankalar-arası piyasada piyasa yapımcıların bankaların gerekli likiditeyi sağlamamaları da krizi tetiklemiştir. TCMB'nın NİV'lerinin sabit olmasına karşın sterilizasyon da yapılamıyor ve parasal taban TCMB'nın NDV'lerine göre belirleniyordu. Böyle bir düzende bankaların dışarıdan borçlanması nominal faizi ve daha hızlı olarak da reel faizleri düşürüyordu. Bu durum iç

¹⁵⁹ PARASIZ, 2001, s.436

talebin artması ve TL'nin reel değeri artması sonucu ihracatın duraklamasına neden oluyordu. Bu gelişmeler cari açığı hızla artırmıştır. Program cari açığı GSMH'nın %1.5-2 si dolayında, 3-4 milyar dolar civarında, öngörmüş olmasına karşın gerçekleşme 9.8 milyar dolar olmuştur. Cari açığın sürdürülebilmesi için dış kaynak girişi gerekiyordu. Ancak, 2000 yılı içinde gelen yabancı yatırım sınırlı kalmakla beraber giriş yapan yatırım kadar çıkış yapan yatırım oldu ve net doğrudan yatırım 112 milyon dolarda kaldı. Dolayısıyla 2000 yılındaki dış kaynağın hemen hemen tümü borçlanma şeklinde olmuştur.

2000 yılının sonbaharında yurtdışından fon girişinin beklenen boyutta olmaması ve döviz tevdiat hesaplarının TL'ye dönmemesi giderek piyasada TL likiditeyi azaltmıştır. Bu durum faiz oranlarının artırıcı etki yaratmıştır. Bankaların alacaklarının uzun vadeli, borçların ise kısa vadeli olması faiz oranlarını yükseltiyordu. Bunun yanı sıra, Türkiye'nin dış piyasalarda borçlanma faizi üzerinde risk primi yükselmeye başlamıştı¹⁶⁰. Krizi ateşleyen olay hem kamu bankalarının hem de yüksek DİBS taşıyan bazı özel bankaların iç piyasada kısa vadeli borçlanma telaşına girmeleri hem de bu sırada bazı bankaların yıl sonunda kapatmaları gereken açık pozisyonlarını kapatma telaşına düşmeleri idi.

Kasım krizinin hemen ardından 19 Şubat 2001'de Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki tartışma ikinci bir spekülasyon saldırıyı başlatmış ve bu kez döviz krizi ortaya çıkmıştır. 21 Şubat'ta BPP'da gecelik faiz %6200'e kadar çıktı ve ortalama %4018.6 oldu. 23 Şubat'ta MB döviz rezervleri 22.58 milyar dolara inerek 5.36 milyar dolar rezerv kaybı gerçekleşti. Kasım krizinde döviz saldırı yalnızca yabancılardan gelirken, Şubat krizinde yerliler de döviz yöneldi. Döviz yapılan saldırıya dayanma gücü kalamayınca, 21 Şubat gecesi kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Böylece Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programının da sonu gelmiştir¹⁶¹. 2001 yılının geri kalan dönemi için ise yeni bir para programı hazırlanmıştır.

¹⁶⁰ TUSİAD KONJONKTÜR, Üretim ve Enflasyon Bütçe ve Para Politikaları Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi 2001 Yılı Beklentileri, Sayı 26 Ocak 2001, s. 2, www.tusiad.org

¹⁶¹ Ercan UYGUR, Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, www.politics.ankara.edu.tr., 21 Mart 2001, s. 4-16

Yeni programa göre, dalgalı kur rejimi çerçevesinde, döviz kurlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi esas alınacaktır. MB'nın döviz piyasalarına müdahaleleri ancak, döviz kurlarındaki kısa dönemde oluşacak aşırı dalgalanmaları telafi etme yönünde olabilecek ve döviz kurunun uzun dönem denge değerini etkileyecek içerik ve boyutta olmayacaktır. MB'nın döviz piyasasına müdahaleleri çoğunlukla döviz ihale yöntemi kullanılarak yapılacaktır. Öte yandan sermaye girişlerinin ani olarak azaldığı dönemlerde, uluslararası rezervlerin düzeyinin öneminin artacağı gözardı edilmemelidir. Mevcut politikada bu faktör MB tarafından dikkate alınacaktır¹⁶². Dolayısıyla yeni kur rejimi karma bir sistem olan temiz dalgalanma olarak nitelenebilir.

Söz konusu sistemde döviz arz ve talebine taraf olan finansal ve reel sektör kuruluşları kur riski ile karşılaşabileceklerinden bu riski etkin bir şekilde yönetebilmeleri için vadeli piyasalara işlerlik kazandırılması öngörülmüştür. MB piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla kısa dönem faizleri etkin bir şekilde kullanacaktır. Doğrudan enflasyon hedeflemesinin ön koşulları sağlanana kadar bir geçiş aşaması olarak görülen bu dönemde MB kısa vadede parasal büyüklüklerin kontrol edilmesinde yoğunlaşacaktır.

1.1.2. Türkiye'de Para İkametinin Gelişimi

1980 sonrası dönemde yerleşiklere döviz tutabilme ve dövizle mevduat açabilme serbestisinin getirilmesi para ikamesini gündeme getirmiştir. 1984 yılında yerleşiklere verilen DTH açma serbestisinin tanınmasından sonra söz konusu hesapların toplam mali varlıklar içindeki payı yıllar itibarıyla önemli bir artış kaydetmiştir (Tablo 1). Tablo 1'de sunulan gelişme DTH'lerinin önemli bir finansal araç haline geldiğini göstermektedir. Özellikle DTH'ları yıllar itibarıyla artarken TL cinsinden mevduatın toplam finansal varlıklar içindeki payındaki düşüş dikkat çekicidir. Finansal enstrümanların artmasıyla toplam mevduatın toplam mali varlık içindeki payı düşerken, aynı zamanda TL mevduatından çözülen mevduatın bir kısmının DTH'larına yöneldiği söylenebilir.

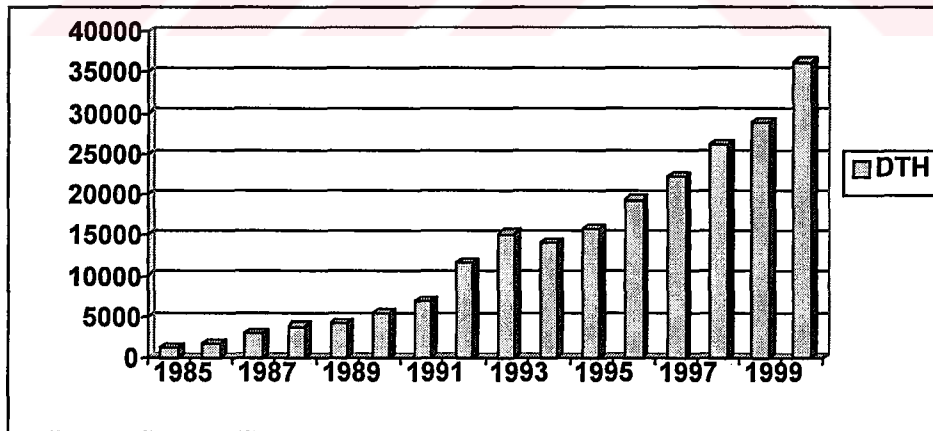
¹⁶² Süreyya SERDENGEÇTİ, 2001 Yılı Para Politikası Raporu, TCMB, Ankara, s. 26, www.tcmb.gov.tr

Tablo 1: Toplam Mali Varlıklar (Toplam İçindeki % Pay)

	1984	1986	1988	1990	1992	1993	1994	1996
Toplam Mevduat	80.1	75.8	73.0	67.4	57.8	52.5	61.2	60.8
Türk Lirası	75.9	66.3	56.4	51.8	37.2	31.1	31.2	33.4
DTH	4.3	9.5	13.6	15.5	20.6	21.3	30.0	27.4
Menkul Kıymet	19.9	24.2	27.0	32.6	42.2	47.5	38.8	39.2
Kamu	13.4	17.8	18.6	20.0	29.1	33.6	31.5	34.0
-Hazine Bonusu	5.2	4.7	5.6	4.3	9.1	5.0	16.9	18.2
-Devlet Tahvili	8.1	8.7	10.8	14.8	18.6	23.6	12.9	14.9
-Diğer	0.2	4.4	2.2	0.9	1.3	2.0	1.7	0.8
Özel	6.5	6.4	8.5	12.7	13.1	13.9	7.3	5.3
-Hisse Senedi	5.5	5.6	6.9	11.4	10.6	8.8	6.1	5.1
-VDMK					2.0	4.5	1.1	0.1
-Diğer	1.0	0.8	1.6	1.3	0.5	0.5	0.1	0.1
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1998) den yararlanarak hazırlanmıştır.

DTH'larının gelişiminin sunulduğu Şekil 8'de de açıkça izlenebildiği gibi, yıllar itibariyle DTH'ları düzenli ve önemli bir artış eğilimi göstermiştir.

Şekil 8 : DTH'ların Gelişimi (Milyon Dolar)

Yabancı para talebindeki bu artışa karşılık, para ikamesine ilişkin gösterge olarak farklı rasyolar kullanılabilmektedir. Para ikamesinin ölçülmesi ile ilgili gösterge olarak literatürde döviz tevdiat hesaplarının dar ve geniş para arzına oranı (DTH/M2 veya DTH/M2Y), toplam mevduata oranı (DTH/Toplam Mevduat), veya ulusal parayla

tutulan mevduata oranı (DTH/TL Mevduatı) şeklinde farklı tanımlar kullanılmaktadır. Yaşanan para ikamesinin ölçümünde kullanılacak değerin, döviz tevdiat hesaplarının yanısıra dolaşımdaki yabancı parayı da kapsaması gerekmektedir. Ancak, dolaşımda bulunan veya yastık altında tutulan yabancı para ölçülemediğinden, yalnızca ölçülebilen döviz tevdiat hesapları kullanılmaktadır. Çalışmamızda da para ikamesine ilişkin ölçüt olarak döviz tevdiat hesapları kullanılmıştır. Tablo 2' de görüldüğü gibi, Türkiye'de yerleşiklere DTH açılmasına izin verilmesiyle ortaya çıkan para ikamesi, farklı tanımlara göre benzer eğilimi vermektedir.

Tablo 2: Türkiye'de Para İkamesine İlişkin Ölçütler

Yıllar	dth/top mev	dth/tl mev	dth/m2	dth/m2y
1986	0.08	0.10	0.14	0.13
1987	0.11	0.16	0.21	0.18
1988	0.14	0.21	0.31	0.24
1989	0.14	0.20	0.32	0.24
1990	0.15	0.21	0.30	0.23
1991	0.18	0.27	0.41	0.31
1992	0.27	0.46	0.68	0.47
1993	0.32	0.67	0.88	0.57
1994	0.35	0.74	1.48	0.88
1995	0.29	0.65	1.16	0.61
1996	0.27	0.57	1.26	0.66
1997	0.28	0.63	1.16	0.63
1998	0.30	0.63	1.21	0.64
1999	0.27	0.56	1.07	0.60
2000*	0.37	0.82	1.03	0.56

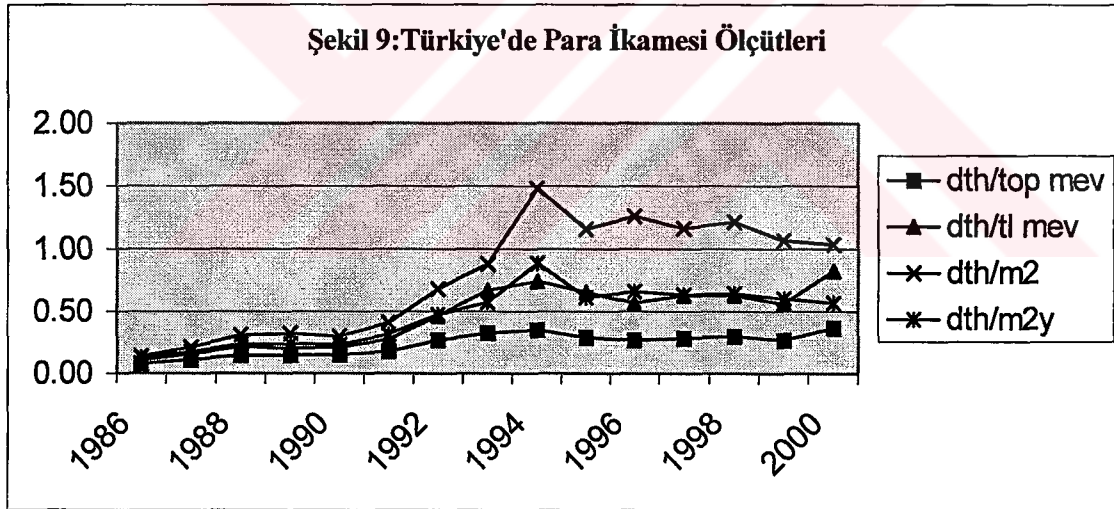
Kaynak: DTH, toplam mevduat, M2 ve M2Y verileri www.tcmb.gov.tr sitesinden Merkez Bankası Veri Dağıtım Siteminden elde edilerek tarafımızca düzenlenmiştir. (DTH yerleşiklere ilişkindir.)

* 2000 yılına ilişkin oranlar Kasım 2000 tarihi itibarıyla hesaplanmıştır.

Tablo 2'den de izlendiği gibi yıllar itibarıyla yaşanan para ikamesi artış eğilimindedir. Özellikle kambiyo sistemine ilişkin 1989 yılında alınan kararlarla para ikamesi süreci daha da hızlanmıştır. Bu artış süreci döviz piyasalarında kriz yaşanan 1994 yılında en üst seviyeye ulaşmıştır. Alınan istikrar önlemlerine karşın para ikamesindeki artış, 1994 yılına göre hız kesmekle beraber, yine de yüksek düzeyde seyretmeye devam etmiştir. 1999 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasına göre dövizin bir sepet olarak yıllık artış hızı 2000 yılına ilişkin %19.9 olarak belirlenmiş ve bu oran yıl sonu itibarıyla tutturulmuş olmakla beraber DTH'larının TL mevduatı ve

toplam mevduat içindeki payı döviz krizi yaşan 1994 yılındaki oranın da üstüne çıkmıştır. Daha önceki bölümlerde de belirttiğimiz gibi, para ikamesinin en önemli tetikleyicileri enflasyon ve döviz kuru artışına ilişkin beklentilerdir. 2000 yılı için döviz kuru artış oranı %20, enflasyon oranı da söz konusu yıl için %20 olarak ilan edilmişti. Bu taahhütlere karşın ekonomik birimlerin döviz taleplerinin büyük oranda artması bize Türkiye’de para ikamesinin yapısal bir olgu olduğunu göstermektedir. Ekonomik birimlerin beklentisi enflasyon oranının daha yüksek olacağı ve döviz kurlarındaki artışın %20 ile sınırlı olmayacağı şeklindeydi. Latin Amerika ülkelerinde yaşanan para ikamesi olgusun da, istikrar önlemleri sonucu enflasyonun düşmesine karşılık ikamenin engellenememesi bir histeri olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Türkiye için de bu terimi kullanabiliriz.

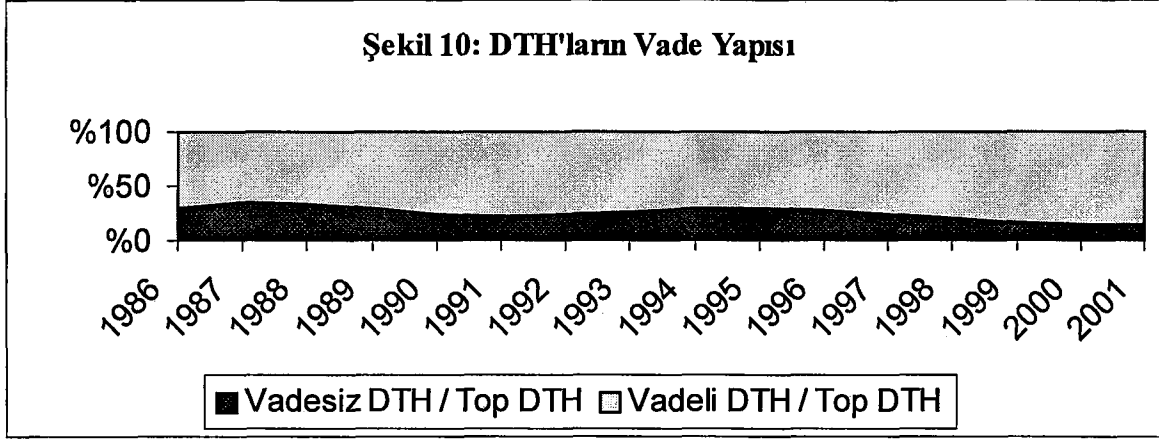
Dört ayrı ölçüte göre oluşturduğumuz para ikamesi rasyosu da paralellik göstermektedir. Şekil 9’da da görüldüğü gibi bu rasyolar aynı eğilimi vermektedir. Dolayısıyla çalışmamızda, oluşturduğumuz indekslerden herhangi birini kullanabiliriz.



Döviz tevdiat hesaplarının vade yapısına bakıldığında vadeli hesapların ağırlıkta olduğu görülmektedir (Şekil 10). Dolayısıyla Türkiye’deki yerleşikleri döviz tutmaya iten temel güdünün işlem güdüsü olmadığı ileri sürülebilir.

Para ikamesinin ortaya çıkmasının en önemli kurumsal nedeni mali liberalizasyon sürecinde kambiyo sisteminin serbestleşmesidir. Bununla beraber ortaya

ıkan para ikamesinin yıllar itibariyle artış göstermesinin nedenleri ise 1980 sonrası dönemde uygulanan süreç politikalarıdır. Bu politikalar sonucu ortaya çıkan faiz, enflasyon ve döviz kurunda ortaya çıkan gelişmeler aşağıda ele alınmaktadır.



1.2 . Faiz ve Enflasyon Oranındaki Gelişmeler

1980 sonrası dönemde dışa dönük sanayileşme politikasına koşut olarak dış ticaretin serbestleşmesini daha sonraki yıllarda finansal serbestleşme uygulamaları takip etmiştir.

1970’li yıllar boyunca yatırımları teşvik etmek ve kamunun borçlanma maliyetini düşük tutmak amacıyla nominal faiz oranları düşük düzeyde tutulmuştur. Mevduatın reel getirisinin azalması, banka mevduatı gibi mali varlıklara olan talebi azaltmıştır. Bu gelişmeler birikimler banka sisteminde çıkarak fiziki mallara ve örgütlenmemiş mali piyasalara yönelmiştir.

1980 yılında uygulanmaya başlanan istikrar programının kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak, 1980 yılının temmuz ayında mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birikimler büyük ölçüde banka sistemine yönelmiştir¹⁶³. Bununla beraber para piyasasında gerekli kontrol

¹⁶³ Mehtap KESRİYELİ, 1980’li Yıllardan Günümeze Para Politikasındaki Gelişmeler, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yay. No: 97/4, Ankara, Mart 1997, www.tcmb.gov.tr, s.4-5

mekanizmalarının yeterince bulunmaması nedeniyle, 1982 yılında ortaya çıkan banker krizi o zamana kadar sürdürülen serbestleşme uygulamalarının ekonomiyi olumsuz yönde etkilemesine yol açmıştır¹⁶⁴. 1983 yılında mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi üç ayda bir gözden geçirilmek üzere MB'na verilmiştir. 1984 yılında mevduat faiz oranları MB tebliğleri ile genel olarak yükseltilmiştir. Faiz oranlarındaki artışa koştur olarak faizden alınan gelir vergisi %10'a düşürülerek mevduat çekici bir hale getirilmeye çalışılmıştır¹⁶⁵. Faiz oranlarındaki bu yükseliş 1985 yılında da devam etmiştir. Daha öncede belirttiğimiz gibi 1984 yılında yerleşiklere döviz taşıma, döviz cinsinden banka mevduatı açma ve yurt dışına transfer olanağı sağlanmıştı. Söz konusu uygulama ile döviz cinsinden birikimler de mali sisteme çekilmekle beraber, enflasyonist bir ortamda TL'nin dövizle ikamesini de gündeme getirmiştir. Para ikamesinin teorik analizinde de ele aldığımız gibi ulusal paranın dövizle ikamesini engellemekte kullanılan en yaygın yöntem ulusal paranın getirisini artırmaktır. Dolayısıyla 1984 yılının sonlarına doğru ve 1985 yılında faiz oranlarındaki yükselişin, birikimlerin mali sisteme çekilmesi amacının yanında, para ikamesi ile mücadele amacını da taşıdığı ifade edilebilecektir.

1986 yılında düşen enflasyona koştur olarak faiz oranları aşamalı bir şekilde düşürülmüştür. Faiz oranlarının düşürülmesiyle enflasyon oranı düştüğü %24.5'lik düzeyden, 1987 yılında %48.9'a yükselmiştir. 1987 yılının sonundan başlamak üzere reel faiz oranları negatife dönmüştür. Aynı yıl MB açık piyasa işlemlerine geçerek para piyasalarında kullanabileceği önemli bir araca sahip olmuştur. 1988 yılında likidite fazlasının mali piyasalarda yarattığı dengesizlikler nedeniyle bazı köklü önlemler alınmak zorunda kalınmıştır. TL'nin dövizle ikamesinin yaygınlaşması üzerine 1988 yılının Şubat ayında döviz talebini ve enflasyonu kontrol altına almak amacıyla faiz oranları tekrar yükseltilmiştir. Faizlerle ilgili önlemlerin yanısıra munzam karşılık oranları ve dispoñibilite oranları da artırılmış ve bunun sonucu olarak Türk Lirası cinsinden mali araçların getirisi yükselmiştir. Böylece paranın bu mali araçlar dışındaki alternatif alanlara kayması engellendiği için de döviz piyasasındaki dengesizlik giderilmiştir. Tablo 2'den de izlendiği gibi söz konusu önlemler sonucu para ikamesi

¹⁶⁴ Kadir ESER, "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri", *Hazine Dergisi*, Sayı 1, Ocak 1996, s. 30

¹⁶⁵ TCMB Yıllık Rapor, 1984, 51-52

indeksi düşmüştür. Enflasyonun hızlanma dönemine girmesiyle reel faiz oranları bir süre daha negatif düzeyde seyretmiştir. Sonuç olarak MB faiz oranlarını bir kez daha serbest bırakmak zorunda kalmıştır . Ancak faizlerin kontrolsüz yükselişi, MB'nın piyasalara müdahalesini tekrar gerekli kılmıştır. MB bu defa faizlere üst limit getirmiş ve bankaların ileriye dönük faiz oranlarını açıklamaları beklenmiştir ¹⁶⁶. Öte yandan, vadesiz döviz tevdiat hesapları munzam karşılıklarında yapılan artışın, TL'si cinsinden yatırılması şeklindeki düzenleme de MB'nın TL'si üzerindeki denetimini güçlendiren bir diğer uygulama olmuştur¹⁶⁷. 12 Ekim 1988'de mevduat türlerine uygulanacak faiz oranları bankalar tarafından belirlenmek üzere serbest bırakılmıştır.

1990 yılında MB ilk defa Para Programı açıklamıştır. 1990 yılındaki parasal gelişmeler bu açıdan değerlendirildiğinde, parasal program hedeflerinin büyük ölçüde tutturulduğu, buna bağlı olarak da para piyasalarında istikrarın arttığı söylenebilir¹⁶⁸.

1991 yılında Körfez krizi, Hükümet değişikliği ve daha sonra yapılan erken seçim ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle parasal program açıklanamamıştır. Bu belirsizlik ortamı enflasyonist beklentilere ve faiz oranlarına yansımıştır¹⁶⁹. 1994 yılına kadar faiz oranlarında büyük artışlar olmamakla beraber, faiz oranları reel olarak pozitif düzeyde seyretmiştir.

1994 yılı başında ortaya çıkan mali kriz sonucunda alınan 5 Nisan kararlarından sonra krizin çıkış noktası olan para piyasalarındaki dengesizliğin giderilmesi için TL ve döviz hesaplarının devlet güvencesine alınmasının yanısıra, yüksek faiz politikası devreye sokulmuştur. Para ikamesinin engellenmesi amacıyla kamu borçlanma faizleri yıllık bileşik %406 oranında gerçekleşmiştir. MB, yüksek faiz politikasının yanısıra parasal kontrolü artırabilmek ve piyasalarda kaybolan güveni sağlayabilmek için mevduat munzam karşılık oranlarında ve disponibilite sisteminde değişikliğe gitmiştir. DTH lehine olan munzam karşılık uygulaması, TL lehine değiştirilmiştir. En önemli

¹⁶⁶ Şükrü BİNAY- Kürşat KUNTER, *Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997*, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışama Tebliği No:9803, Aralık 1998
www.tcmb.gov.tr/evds/teblig/98/gece2.html, s. 16

¹⁶⁷ TCMB Yıllık Rapor, 1988, s.46

¹⁶⁸ İlker PARASIZ, *Para Politikası Keynesgil İktisadın Düşüşü ve Yükselişi*, 3. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1993, s.243

¹⁶⁹ TCMB Yıllık Rapor, 1991, s.34

gelişme ise, bankalardaki tüm tasarruf mevduatının devlet güvencesi altına alınarak birikimlerin bankacılık sektörüne yönlendirilmesidir¹⁷⁰.

1995 yılının ilk on ayında uygulanan 1994'ün ikinci yarısında izlenen para politikasının devamı niteliğindedir. Bu dönemde MB enflasyonla mücadelede kurları nominal çapa olarak kullanmayı sürdürürken, kur politikasının kredibilitesini artırmak için dış varlıklara önem vermeye devam etmiştir. Öte yandan, dış varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkaracağı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve açık piyasa işlemleri uluslararası rezerv artışının sterilizasyonunda kullanılmıştır.

1995 yılı sonunda erken seçim yaşanması, gümrük birliğine girilmesi, yıl içinde yaşanan hükümet değişiklikleri ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının sona erdirilmesi gibi nedenler ekonomide belirsizlikleri artırmıştır. Söz konusu belirsizlikler nedeniyle 1996 yılında istikrar hedefini en az enflasyonla mücadele hedefi kadar önemli hale getirmiştir. Faiz oranları para ve döviz piyasalarında oluşan istikrarlı hareketten olumlu etkilenmiş ve reel faiz oranları sene başında en yüksek noktaya ulaşmış, daha sonra azalış eğilimine girmiştir. Yılın ilk yarısı boyunca devam eden bu eğilim, yaz aylarında ulaştığı %125'ler düzeyinde istikrar kazanmıştır¹⁷¹.

1997 yılında MB gerek döviz gerekse TL piyasalarında oluşabilecek dalgalanmaları azaltarak finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya çalışmıştır. Döviz kurlarının beklenen enflasyon paralelinde götürülmesi, reel kurlarda istikrarı sağlamıştır.

Dönem boyunca döviz kurlarının beklenen enflasyon paralelinde hareketi ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliğinin azalması söz konusu hedefin uygulamadaki yansımalarıdır.

¹⁷⁰ TCMB Yıllık Rapor, 1994, s.49-50

¹⁷¹ TCMB Yıllık Rapor, 1996, www.tcmb.gov.tr, s.34

Enflasyonun piyasalar üzerinde doğurduğu olumsuzluğu giderebilmek için, MB altı aylık dönemler itibariyle piyasalara enflasyon öngörülerini ve para programı uygulamalarının bu öngörüler altında şekilleneceğini açıklamıştır. Bu yaklaşım, piyasaların enflasyon ile ilgili beklentilerinin oluşmasındaki belirsizliklerin azalmasına önemli bir katkı sağlamıştır¹⁷².

Mevduat faiz oranları 1996'daki düşüş eğilimini 1997 yılında da sürdürmüştür. Ancak, 1998 Ağustosunda yaşanan Rusya krizi ve buna bağlı olarak başlayan sermaye çıkışı, Japon Yeninin ABD Doları karşısında değer kaybetmesi, Çin'in devalüasyon yapma olasılığının ortaya çıkması ve bankaların menkul kıymet gelirlerinden alınacak vergiye dair mevzuatın piyasalarda belirsizlik yaratması gibi gelişmelere bağlı olarak mevduat faizleri üzerinde bir baskı oluşmuştur. Reel faizlerdeki yüksek düzey yılın ikinci yarısında belirginlik kazanmıştır¹⁷³.

1999 yılı faiz oranlarında dalgalanmaların yaşandığı bir yıl olmuştur. Yılın başında olumlu siyasi beklentiler nedeniyle faiz oranları düşüş trendine girmişken bir ticari bankanın tasarruf mevduat fonuna devri bu trendi tersine çevirmiştir. Şubat ayında IMF ile bir anlaşma yapılacağı beklentisi tekrar faizleri düşüş eğilimine sokmuştur. Mayıs ayında Nisan ayının enflasyonunun beklentilerin üzerinde çıkması faizleri yükseltici bir etken olurken, 17 Ağustos'ta yaşanan deprem bu yükselmeyi tetikleyen diğer bir unsur olmuştur. MB piyasa araçlarını etkin bir şekilde kullanarak likidite sıkışıklığını gidermiştir. Yılın son üç ayında istikrar programının şekillenmesiyle faiz oranları düşüş eğilimini devam ettirmiştir¹⁷⁴.

DTH'larının açılmasına izin verildiği 1984 sonrası döneme ilişkin yıllık bazda reel faizlerdeki (Tablo 3) ve para ikamesindeki gelişmeler (Tablo 2) birlikte değerlendirildiğinde, söz konusu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ifade edebiliriz. Para ikamesi ile mücadelede yaygın olarak kullanılan yöntem pozitif faiz uygulaması olmakla beraber söz konusu dönemde faiz oranlarındaki yükselişlerden para ikamesinin negatif yönde etkilenmediğini söyleyebiliriz.

¹⁷² TCMB Yıllık Rapor, 1997, www.tcmb.gov.tr, s.34

¹⁷³ TCMB Yıllık Rapor, 1998, s.23

¹⁷⁴ TCMB Yıllık Rapor, 1999, s. 96-97

Tablo 3: Faiz ve Enflasyon Oranlarının Gelişimi

YIL	Faiz Oranı	TEFE(DİE)	Reel Faiz*
1984	45	50.4	-3.3
1985	55	43.2	8.4
1986	48	29.6	13.8
1987	58	32.5	18.8
1988	83.9	70.5	7.6
1989	58.8	64	-3.0
1990	59.4	52.3	4.6
1991	72.7	55.3	11.6
1992	74.2	62.1	7.4
1993	74.8	58.4	10.8
1994	95.6	120.7	-11.3
1995	92.3	86	3.2
1996	93.7	75.9	10.2
1997	90.6	81.8	4.9
1998	94.8	71.8	13.4
1999	46.7	53.1	-3.9
2000	45.6	52.2	-3.9

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1998) ve TCMB Veri Dağıtım Sisteminden, www.tcmb.gov.tr, yararlanılarak hazırlanmıştır.

*Reel faiz oranı $i_r = [(1+i)/(1+\pi)] - 1$ formülü yardımıyla hesaplanmıştır. (i_r = fiili reel faiz oranı, i = nominal faiz oranı, π = fiili enflasyon oranı)

Faiz oranları yılın son ayının cari olan oranlarını yansıtmaktadır.

Tasarruf Mevduatı faiz oranları için bir yıl vadeli tasarruf mevduatı faiz oranları değerleri verilmektedir.

1.3. Döviz Kurlarındaki Gelişmeler

Ülkemizde uygulanan kur politikaları sonucu TL'nin reel değerini ortaya koymak için, MB tarafından hesaplanarak yayınlanan %75'i ABD Doları %25'i Alman Markından oluşan bir döviz sepeti karşısında, çapraz kurların da dikkate alındığı Ticaret Ağırlıklı Tartılı Reel Efektif Kur (TERK) kullanılmıştır¹⁷⁵.

$$^{175} \text{TERK} = (P_t) = \frac{[0.75\$/\text{TL}(t)] + 0.25\text{DM}/\text{TL}(t)\$/\text{DM}}{0.75\text{PUS}(t) + 0.25\text{PGE}(t)[\$/\text{DM}(t)/\$/\text{DM}]}$$

$P(t)$ = Türkiye'nin fiyat indeksi

$\$/\text{TL}(t)$ = Cari ABD doları kuru

$\text{DM}/\text{TL}(t)$ = Cari Alman markı kuru

$\$/\text{DM}$ = Çapraz kur

$\text{PUS}(t)$ = ABD'nin sınai mallar indeksi

$\text{PGE}(t)$ = Almanya'nın sınai mallar indeksi

TERK arttığında TL'nin değer kazandığı, düştüğünde ise değer kaybettiği anlamına gelir. TCMB, İstatistik ve Değerlendirme Bülteni, 1987, s. 4.

Tablo 4: Reel Döviz Kurlarındaki Gelişmeler

YILLAR	TERK	Zincirleme İndeks
1980	106.4	—
1981	89.8	84.4
1982	79.3	88.31
1983	78.3	98.74
1984	77.7	99.23
1985	72.9	93.82
1986	66.8	91.63
1987	66.3	99.25
1988	60.6	91.4
1989	75.4	124.42
1990	78.5	104.11
1991	73.5	93.63
1992	73.7	100.27
1993	73.5	99.73
1994	64.4	87.61
1995	65.5	101.7
1996	67.2	102.59
1997	70.5	104.91
1998	68.6	97.3
1999	66.4	96.8
2000	69.7	105

Kaynak : TCMB Yıllık Rapor Çeşitli Sayılar, TCMB Üç Aylık Rapor Ekim-Aralık Dönemi, 2000, www.tcmb.gov.tr/ucaylik/ua1/A12.pdf

Hesaplanmasında Almanya ve ABD sınai mallar fiyat indekslerinin de kullanıldığı TERK'in gelişimi incelendiğinde, 1980 yılında 106.40 olan TERK 1988'e kadar gerilemiş, başka bir deyişle, TL reel olarak değer kaybetmiştir. 1988 yılında 60.60 gibi oldukça düşük bir seviyeye gerileyen TERK 1988 sonrasında yükselme eğilimine girmiştir. Söz konusu dönemde TL'nin reel olarak değer kaybı %43 oranındadır. 1988 sonrası dönemde TERK yükselme eğilimine girmiş olmakla beraber 1980 yılındaki değerinin altında kalmıştır. 1994 yılında yaşanan kriz sonrasında TL'nin büyük oranda değer kaybetmesi sonucu TERK 64.4'e düşmüştür. 1994-1997 döneminde TERK yeniden yükselme eğilimine girmiştir. 1998 yılında yaşanan Doğu Asya krizi nedeniyle TERK'in yeniden düştüğü görülmektedir. 2000 yılında döviz kurunun çapa olarak belirlenmesi sonucunda yıl sonunda TERK'in aldığı değer 69.7 olmuştur. TL'nin yabancı paralar karşısındaki aşırı veya eksik değerlenmesinin açıkça görülebilmesi amacıyla hesaplanan zincirleme TERK indeksinden de görülebileceği gibi, 1989, 90 ve 95,96,97 ve 2000 yılları dışında TL eksik değerlenmiş durumdadır¹⁷⁶. Söz konusu yıllar incelendiğinde 1980 kararları sonrası ihracatın özendirilmesi ve ithalatın çekiciliğinin azaltılması amacıyla 1988 yılına kadar net bir şekilde ulusal parayı eksik değerlendiren

¹⁷⁶ 100'ün altındaki değerler TL'nin değer kaybettiğini, üstündeki değerler ise değer kazandığını gösterir.

döviz kuru politikası uygulanmıştır. 1988 sonrası dönemde ise, yıllar itibariyle değişmekle beraber, genelde ulusal parayı aşırı değerlendiren döviz kuru politikası egemen olmuştur. Özellikle 20 yıllık dönem değerlendirildiğinde zincirleme indeks, en yüksek değere döviz kurunun çapa olarak kullanıldığı 2000 yılında 105 değerini alarak ulaşmıştır. Söz konusu yılda DTH'larının toplam mevduat içindeki payı yıllar itibariyle en yüksek değerine ulaşmıştır. Ekonomik birimleri bu davranışa, aşırı değerlenen ulusal paranın belli bir zaman sonra değer kaybedeceği beklentisi itmiştir. Aynı süreç 1989-1994 yılları arasında yaşanmıştır. 1989 yılından itibaren ulusal paranın aşırı değerli tutulması ekonomik birimlerde bir beklenti yaratmıştır. Belirtilen dönem itibariyle, para ikamesine ilişkin ölçütlerimizin hepsi artış eğilimindedir. Özellikle 1990 sonrası yıllarda bu artış daha da kuvvetlenmiştir. Ulusal parayı aşırı değerli tutulduğu bu yıllar sonucunda ekonomik birimlerdeki beklenti gerçekleşmiş ve 1994 yılında bir döviz krizi yaşanmıştır. Kriz sonrasında ulusal para yüksek oranda değer kaybetmiştir. Bu süreç içerisinde 1994 yılında para ikamesine ait ölçütler oldukça yüksek düzeye çıkmıştır.

2. TÜRKİYE'DE PARA İKAMESİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN EKONOMETRİK ANALİZİ

2.1. Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi

Bu bölümde Türkiye'de para ikamesini etkileyebilecek faktörler ekonometrik açıdan analiz edilecektir. Çalışmamızın teorik kısmında da ele alındığı gibi para ikamesini etkileyen faktörler enflasyon başta olmak üzere alternatif yatırım araçlarının fiili ve beklenen getirileridir. Buradan hareketle ülkemizde yaşanan para ikamesinin belirleyicileri olarak birbirinin yerine geçebilecek değişkenler belirlenmiştir. Bunlar; Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı, mevduat faiz oranı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası getiri indeksi, beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranı, döviz kurunda beklenen değişim, fiili döviz kuru değişimleri, TERK indeksi olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede, belirlediğimiz değişkenlere ilişkin ekonometrik analiz yapmadan önce korelasyon testi yapma gereksinimi doğmuştur. Bu test, kullandığımız değişkenler arasında korelasyon düzeyi ve yönünün belirlenmesi amacıyla yapılmıştır. Böylece, çalışmada incelenen değişkenlerden para ikamesi üzerinde büyük oranda etkili olanların belirlenmesi amaçlanmıştır. Korelasyonun yönü ise, değişim yönünün farklı para ikamesi göstergelerini ne yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Test sonuçlarına (korelasyon matrisi) bağlı olarak, oluşturulacak modeller için anlamlı değişkenler belirlenmiştir.

Ayrıca, çalışmamızda değişkenler arasında nedenselliğin yönünün belirlenmesinde kullanılan nedensellik testi (Granger test for causality) de, modellerin oluşturulması sürecinde kullanılmıştır. Böylece, oluşturulan modellerde hangi değişkenin bağımlı, hangisinin bağımsız değişken olarak alınması gerektiği test edilerek, bunların belirlenmesinde hata payının azaltılmasına çalışılmıştır.

2.1.1. Analizde Kullanılan Veriler

Türkiye’de para ikamesini etkileyen faktörlerin analizinde kullanılacak veriler 1986-2000 dönemine ait olup, aylık verilerdir. Beklenen döviz kuruna ilişkin veriler, İbrahim ÇANAKÇI’nın çalışmasında¹⁷⁷ yer alan TUSİAD’ın yıllık beklenen döviz kuru tahminlerinin (1986-1996 yılları arası) ve TUSİAD’ın Konjontür Değerlendirme Raporlarından (1996-2001yılları arası) yararlanılarak, tarafımızdan aylık beklentiler haline dönüştürülmesi suretiyle elde edilmiştir. Döviz tevdiat hesapları, tefe, imkb indeksi ve para arzı’na ait veriler TCMB veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları ise DPT’nin web sitesinden yararlanarak elde edilmiştir.

2.1.2. Yöntem

Analizimiz zaman serisi analizidir. Bir çok ekonometrik çalışmada kullanılan makro ekonomik zaman serileri çoğu zaman durağan (stationary) değildir. Bir serinin durağan olması, ortalama değerinde ve standart sapmasında sistematik değişikliklerinin olmaması ve serilerin periyodik dalgalanmalardan arındırılması anlamına gelir. Bu analiz için en fazla kullanılan Augmented Dickey-Fuller testi (ADF) bu çalışmada serilerin durağan olup olmadığını belirlemek amacıyla kullanılmıştır. Serilerin durağanlığı sağlandıktan sonra model kurulmuştur. Çalışmanın tümünde “econometric views” paket programı kullanılmıştır.

¹⁷⁷ İbrahim ÇANAKÇI, **Makroekonomik Tahminlerin Performansı Üzerine Bir Değerlendirme**, DPT, Yıllık Programlarve Konjontür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları 1997-01, Mayıs 1997

2.2. Araştırma Bulguları

2.2.1. Serilerin Durağanlık Testleri

ADF'ye göre uygulanan test sonuçları Tablo 5' de verilmiştir. Çalışma tam doğrusal kalıpla yapılacağı için serilerin doğrusal kalıpları alınmıştır. Bu testler sonucunda bulunan t istatistiklerinin mutlak değeri olarak kritik değerlerden büyük olması gerekmektedir. Para ikamesini etkileyen faktörler için kullanılacak veriler ve analizindeki gösterimleri şu şekildedir;

$P_i = dth/M_2$ = para ikamesi indeksi

İmkb= İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İndeksi (1986= 1 TL)

Dibs= Devlet iç borçlanma Senetleri faiz oranı (aylık ortalama bileşik faiz oranı)

Dkbd= Döviz kurunda beklenen değişim (kendi hesaplamalarımız)

Tefe= Toptan Eşya Fiyat İndeksi (1987=100)

M_s = Para arzı (M_1)

Tablo 5 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları

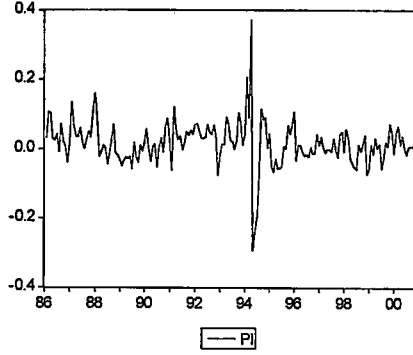
Değişkenler	T değerleri	Kritik değer
Pi	-9.24	-1.94
Pi (-12)	-5.80	-1.94
İmkb	-9.21	-2.87
Dibs	-13.38	-2.87
Dkbd	-13.07	-2.87
Tefe	-8.41	-2.87
Ms	-11.81	-2.87

- Hesaplamalar %5 anlamlılık düzeyinde yapılmıştır.

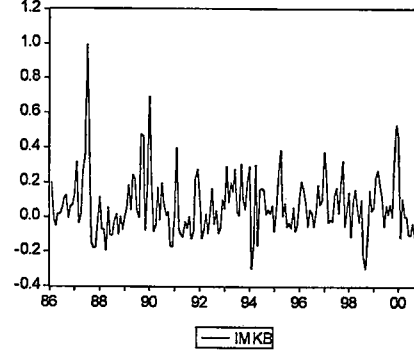
Tablo 5'de görüldüğü gibi değişkenler birim kök testine tabi tutulduklarında durağan çıkmışlardır. Dolayısıyla durağan olan serilerimizin regresyon analizinde kullanılabilir halde olduğu belirlenmiştir. Çalışmada kullanılan serilerin durağan durumları ayrıca aşağıda şekiller yardımıyla da gösterilmiştir.

Para ikamesi parametresi olarak kullanılan değişken (π) 12 aylık gecikme ile dahi durağan olduğu belirlenmiştir. Bu test sonucuna göre Türkiye’de para ikamesinin var olduğunu ve yapısal bir olgu olduğunu ifade edebiliriz.

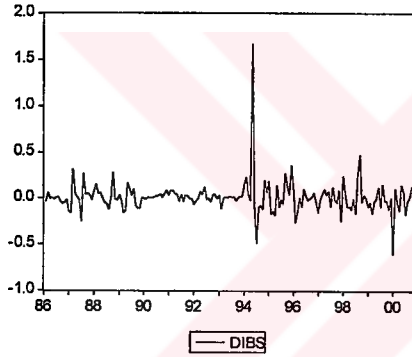
Şekil 11: π indeksi Serisi



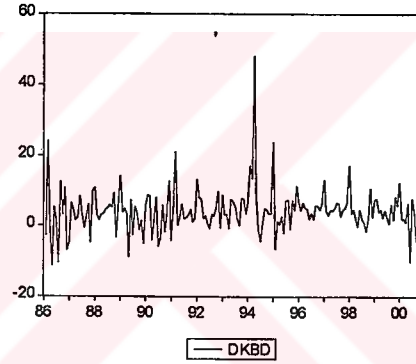
Şekil 12: İMKB Serisi



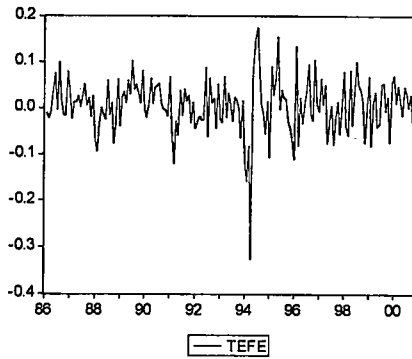
Şekil 13: DİBS Serisi



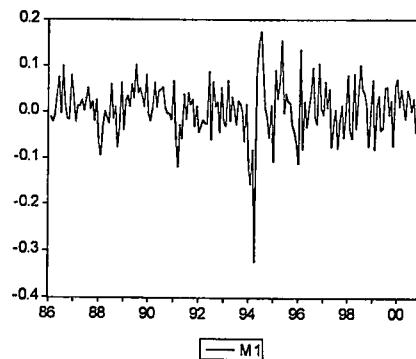
Şekil 14: DKBD Serisi



Şekil 15: TEFE Serisi



Şekil 16: M1 Serisi



2.2.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Yukarıda da belirttiğimiz gibi yaptığımız korelasyon testi sonucu para ikamesini etkileyen değişkenler olarak İMKB indeksi, DİBS faiz oranları, döviz

kurunda beklenen değişim ve TEFE olarak belirlenmiştir. Kurduğumuz modelde otokorelasyon olması nedeniyle açıklayıcı değişkinlerin yetersiz olabileceği ve artan para arzının belli bir bölümünün dövizle yöneldiği düşüncesiyle, para arzı da modele dahil edilen diğer bir bağımsız değişken olmuştur.

Çalışmada beş değişkenli regresyon modelinin sonuçları en küçük kareler yöntemi kullanılarak elde edilmiştir. Bu çerçevede, model aşağıdaki gibidir;

$$\dot{P}I = -c - \alpha \dot{IMKB} - \beta \dot{DİBS} + \lambda \dot{DKBD} + \gamma \dot{TEFE} + \sigma \dot{M}_s + \alpha \dot{P}I_{(-1)}$$

Tablo 6: Para İkamesi ile Para İkamesini Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları

Bağımlı değişken $\dot{P}I$				
	Katsayı	Std.sapma	t istatistik	anlamlılık
C	-0.024	0.006	-3.715	0.000
$\dot{IMKB}$	-0.06	0.21	-2.764	0.006
$\dot{DİBS}$	-0.112	0.024	-4.643	0.000
$\dot{DKBD}$	0.003	0.000	5.852	0.000
$\dot{TEFE}$	0.404	0.145	2.781	0.006
$\dot{M}_1(-1)$	0.362	0.082	4.415	0.000
$\dot{P}I_{(-1)}$	0.544	0.077	7.000	0.000

R^2 : 0.46 t (tablo): 1.64
DW: 1.81 Regresyonun standart hatası: 0.047

Tablo 6' da gösterilen regresyon sonuçlarına göre para ikamesi ile para ikamesini etkilediğini öngördüğümüz faktörler arasında istatistik ve ekonometrik açıdan anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenlere ait tahminin anlamlılığını gösteren t istatistiğine ilişkin değerler anlamlıdır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin % kaçını açıklayabildiğini gösteren belirlilik katsayısı (R^2), yaklaşık %46 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca (R^2)'nin değeri DW'den küçük olduğundan sahte regresyon da söz konusu değildir.

Yaptığımız regresyon sonucuna göre para ikamesi beklendiği gibi alternatif yatırım araçları faiz oranı ve borsa'dan negatif yönde; enflasyon, para arzı ve döviz

kurundaki beklenen değişmeden pozitif yönde etkilenmektedir. Ayrıca, para ikamesi en fazla bir ay gecikmeyle yine para ikamesinden etkilenmektedir.

Regresyon sonucunda, Türkiye’de para ikamesinin, beklenen döviz kurundaki değişiklikler, enflasyon, para arzı ve alternatif yatırım araçlarından etkilendiği önermesi test edilmiş ve model ekonometrik ve iktisadi açıdan yeterli sonuçlar vermiştir.

Modelimiz doğrusal olduğu için katsayılar elastikiyetleri vermemektedir. Bu nedenle elastikiyetler aşağıdaki formül kullanılarak ayrıca hesaplanmıştır¹⁷⁸;

$$E_{yx}=b_2 [(\sum X_i/n) / (\sum Y_i/n)]$$

Regresyon sonuçlarına göre borsa indeksi bir birim artığında para ikamesi 0.06 birim düşecektir. Para ikamesinin borsa indeksi elastikiyeti ise yukarıdaki formülden yararlanılarak (0.27) olarak hesaplanmıştır. Buna göre, borsa indeksi %1 yükseldiğinde para ikamesi indeksi % 0.27 düşecektir. Öte yandan, elde edilen sonuçlara göre, DİBS faiz oranlarındaki bir birimlik artış para ikamesini 0.112 birim düşürecek. DİBS’lerinin para ikamesi elastikiyeti ise 0.07 dir. DİBS’lerinde %1’lik bir artış para ikamesinin %0.07 oranında düşmesine yol açacaktır. Döviz kurunda beklenen değişim ile para ikamesi arasındaki ilişki de yine beklendiği gibi pozitif yönlü ve oldukça yüksek çıkmıştır. Regresyon sonucuna göre döviz kurunda bir birimlik artış beklentisi para ikamesinde 0.003 birim artışa yol açarken, döviz kurunda %1’lik bir artış para ikamesini % 0.84 oranında artırmaktadır. Diğer bir deyişle para ikamesinin döviz kurundaki artışlara oldukça duyarlı olduğu söylenebilecektir.

Regresyon sonuçlarına göre para ikamesinin en duyarlı olduğu değişken ise enflasyon olarak çıkmıştır. Enflasyon oranındaki bir birimlik artış para ikamesini 0.404 birim olarak artırırken enflasyon oranındaki %1’lik bir artış para ikamesini %1.16 oranında artırmaktadır.

¹⁷⁸ Şahin AKKAYA-Vedat PAZARLIOĞLU, Ekonometri I, 3. Baskı, İzmir, 1995, s.69

Para arzı (m_1) bir birim artığında para ikamesi bir dönem sonra 0.362 birim artarken, para arzı %1 artığında para ikamesi bir dönem sonra %0.14 oranında artmaktadır.

Tüm bu değişkenler yanında para ikamesi gecikmeli ($P\bar{I}-1$) olarak kendini etkilemektedir. Bu durum DTH'larının özellikle vadeli hesaplarda yoğunlaştığı göz önüne alındığında doğal bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sonuçlar topluca değerlendirildiğinde para ikamesinin en çok enflasyon ve döviz kuruna yönelik artış beklentisinden kaynaklanmaktadır. Bu sonuç teori ile de uyumludur. Para ikamesi ile alternatif yatırım araçları arasındaki ilişki beklendiği yönde çıkmıştır. Özellikle enflasyon ve döviz kuruna ilişkin beklentilerinin para ikamesinin en önemli belirleyicileri olması bu sorunla mücadele için ek bir politikaya ihtiyaç olmadığını göstermektedir. Enflasyonla mücadelede başarılı olduğunda bu oluşum döviz kuruna ilişkin beklentileri de olumlu yönde etkileyecektir. Dolayısıyla enflasyonla mücadelede başarılı olduğunda bu sorun da büyük ölçüde ortadan kalkmış olacaktır.

3. TÜRKİYE'DE PARA İKAMESİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİLERİ

3.1. Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi

Çalışmamızın teorik kısmında değinildiği gibi para ikamesinin makroekonomik değişkenler üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Bu kısımda Türkiye'de para ikamesinin döviz kurları, paranın dolanım hızı, senyoraj ve enflasyon vergisi üzerine etkileri analiz edilecektir.

3.3.1. Araştırmada Kullanılan Veriler

Para ikamesinin döviz kurları üzerine etkisini analiz edilirken MB tarafından yayınlanan Dolar ve Mark ortalama satış kurundan yararlanılmıştır. Söz konusu seri DTH'ların dağılımı göz önüne alınarak %60 Mark %40 Dolar olarak ağırlıklandırılmıştır. Veriler aylık olup 1986-2000 dönemini kapsamaktadır. Söz konusu veriler MB Elektronik veri dağıtım sisteminden yararlanılarak oluşturulmuştur. Paranın

dolanım hızı ile ilgili analizimizde kullanılan veriler aynı döneme ait olup yıllık verilerden yararlanılmıştır. Paranın dolanım hızı, analizimizde M2 para arzının gayri safi milli hasılaya (GSMH) oranı şeklinde ele alınmıştır. Söz konusu veriler MB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilerek oluşturulmuştur. Senyoraj ve enflasyon vergisi ile uygulamamızda ise üç aylık veriler kullanılmıştır. Hesaplamalarda kullanılan deflatör MB elektronik veri dağıtım sisteminden üç aylık cari yıl ve sabit yıl fiyatlarıyla (1987=100) hesaplanan GSMH (üretim) rakamlarından yararlanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır. Yine senyoraj ve enflasyon vergisi hesaplamalarında para arzı olarak rezerv para kullanılmıştır. Söz konusu veri yine MB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir ve çalışma 1989/Q3- 2000/Q4 dönemini kapsamaktadır.

3.1.2. Yöntem

Yabancı para talebinin makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini ölçmek için kullandığımız yöntem daha önce kullandığımız yöntemin aynısıdır. Burada da ilk önce serilerin durağanlığı test edilmekte ve durağanlığı sağlandıktan sonra model kurulmaktadır. Kullanılan paket program “econometric views”tir.

3.2. Para İkamesinin Paranın Dolanım Hızı Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma Bulguları

3.2.1. Serilerin Durağanlık Testleri

ADF'ye göre uygulanan test sonuçları Tablo 7' de verilmiştir. Çalışma tam doğrusal kalıpla yapılacağı için serilerin doğrusal kalıpları alınmıştır. Analizde kullanılacak verilerin gösterimleri aşağıdaki gibidir;

$$P_i = M_2 / dth = \text{para ikamesi indeksi}$$

$$V = \text{GSMH} / M_2$$

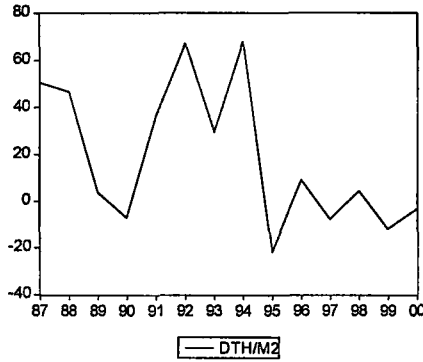
Tablo 7 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	T değerleri	Kritik değer
Pi	-9.47	-1.96
V	-2.80	-1.96

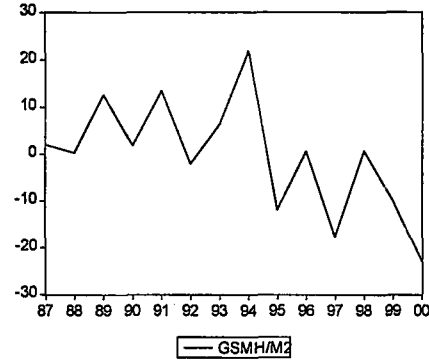
- Hesaplamalar %5 anlamlılık düzeyinde yapılmıştır.

Tablo 7’de de görüldüğü gibi, değişkenler birim kök testine tabi tutulduklarında durağan çıkmışlardır. Dolayısıyla durağan olan serilerimizin regresyon analizinde kullanılabilir halde olduğu belirlenmiştir. Çalışmada kullanılan serilerin durağan durumları ayrıca aşağıda şekiller yardımıyla da gösterilmiştir.

Şekil 17= DTH/M2



Şekil 18: Paranın Dolanım Hızı



3.2.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Para ikamesinin paranın dolanım hızı üzerindeki etkisini ortaya koymak açısından,

$$V = c + \alpha P\dot{I}$$

şeklinde kurduğumuz tam doğrusal modele ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 8: Paranın Dolanım Hızı ile Para İkamesi İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları

Bağımlı değişken :V				
	Katsayı	Std. Sapma	T istatistiği	Anlamlılık
C	-4.91	3.26	1.50	0.15
Pİ	0.24	0.093	2.56	0.02

$$R^2 = 0.35$$

$$t_{tab} = 2.17$$

$$DW = 1.85$$

$$\text{Regresyon Std. Hatası} = 10.05$$

Elde ettiğimiz regresyon sonucuna göre paranın dolanım hızı para ikamesi (dth/m2) arasında istatistiki ve ekonometrik olarak anlamlı bir ilişki çıkmıştır. $DW > R^2$ koşulunun sağlanması da sahte regresyonun olmadığını göstermektedir. Regresyon sonucuna göre paranın dolanım hızı ile para ikamesi arasında pozitif yönlü bir ilişki

saptanmıştır. Buna göre para ikamesi 1 birim artığında paranın dolanım hızı 0.24 birim artmaktadır. Paranın dolanım hızının para ikamesi esnekliği ise 1.6 olarak hesaplanmıştır. Buna göre para ikamesi %1 artığında paranın dolanım hızı %1.6 artmaktadır. Bu sonuç bize paranın dolanım hızının para ikamesine oldukça duyarlı olduğunu göstermektedir. Bu sonuç iktisadi olarak beklendiği gibidir. Ekonomik birimlerin dövize olan talebindeki artış ulusal paranın dolanım hızında da artışa (para talebinde azalışa) yol açmaktadır.

3.3. Para İkamesinin Döviz Kurları Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma Bulguları

3.3.1. Serilerin Durağanlık Testleri

ADF'ye göre uygulanan test sonuçları Tablo 10'da verilmiştir. Çalışma tam doğrusal kalıpla yapılacağı için serilerin doğrusal kalıpları alınmıştır. Analizde kullanılacak verilerin gösterimleri aşağıdaki gibidir;

$$\text{Döviz Kurları} = \%60\text{DM} + \%40 \text{ Dolar}$$

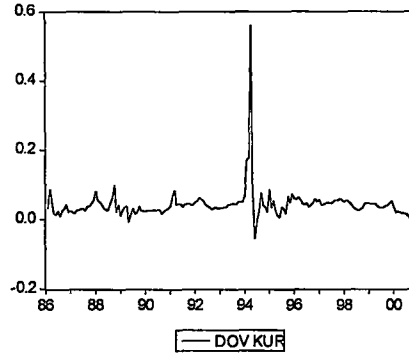
$$P_i = (DTH/M2)$$

Tablo 9 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	T değerleri	Kritik değer
Pi	-9.27	-1.94
Döviz Kurları	-6.10	-1.94

Tablo 9'da görüldüğü gibi, değişkenler birim kök testine tabi tutulduğunda durağan çıkmıştır. Dolayısıyla durağan olan serilerimizin regresyon analizinde kullanılabilir halde olduğu belirlenmiştir. Para ikamesi serisinin durağanlığı grafik ile daha önce gösterildiğinden burada, yalnızca Döviz Kurları serisinin durağanlığı grafik aracılığıyla gösterilmiştir.

Şekil 19= Döviz Kurları



3.3.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Para ikamesinin döviz kurları üzerindeki etkisini ortaya koymak açısından,

$$\text{Döviz Kurları} = c - \alpha \text{PI} + \beta \text{Döviz Kurları} (-1)$$

şeklinde kurduğumuz tam doğrusal modele ilişkin regresyon sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 10: Döviz Kurları ile Para İkamesi İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları

Bağımlı değişken: Döviz Kurları				
	Katsayı	Std. sapma	T istatistiği	Anlamlılık
C	0.017	0.003	5.092	0.000
PI	0.445	0.038	11.680	0.000
Döv. Kur.(-1)	0.427	0.053	8.037	0.000

$R^2 = 0.51$

$t_{tab} = 1.64$

DW= 1.75

Regresyon Std. Hatası= 0.032

Elde ettiğimiz regresyon sonucuna göre Döviz Kurları ile para ikamesi (dth/m2) arasında istatistiki ve ekonometrik olarak anlamlı bir ilişki çıkmış, ancak otokorelasyona rastlanmıştır. Bağımlı değişkenin gecikmeli olarak bağımsız değişken olarak modele eklenmesi ile otokorelasyon önlenmiştir. $DW > R^2$ koşulunun sağlanması da sahte regresyonun olmadığını göstermektedir. Regresyon sonucuna göre Döviz Kurları ile para ikamesi arasında pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Buna göre para ikamesi 1 birim artığında Döviz kurları 0.445 birim artmakta yani döviz TL karşısında değer kazanmaktadır. Bu sonuç iktisadi olarak beklendiği gibidir. Ekonomik birimlerin

döviz kurundaki artış döviz kurunda da artışa yol açmaktadır. Döviz kurlarının para ikamesi elastikiyeti ise 0.16 olarak hesaplanmıştır. Buna göre para ikamesi indeksi %1 artışında döviz kurları %0.16 artmaktadır.

3.4. Para İkamesinin Senyoraj Geliri Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma Bulguları

3.4.1. Serilerin Durağanlık Testleri

ADF'ye göre uygulanan test sonuçları Tablo 11'de verilmiştir. Analizde kullanılacak verilerin gösterimleri aşağıdaki gibidir;

$$\text{Reelsen} = \Delta M/P = (\Delta M/M) \cdot (M/P)$$

$$P_i = DTH/M2$$

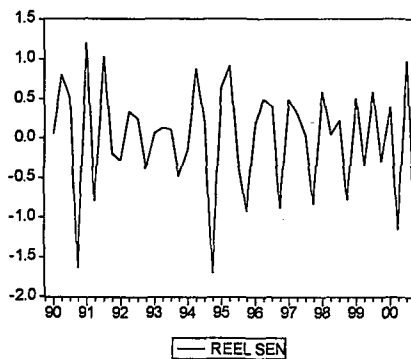
Tablo 11: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Fark 0			Fark 1	
Değişkenler	T değerleri	Kritik değer	T değerleri	Kritik değer
Pi	1.60	-1.94	-5.50	-1.94
reelsen	-0.35	-1.94	-10.87	-1.94

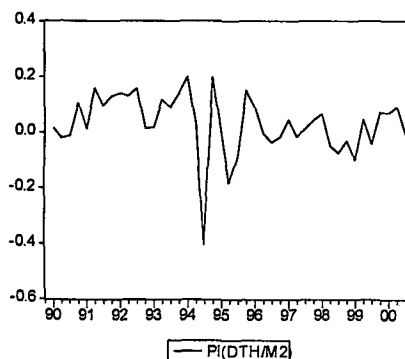
- Hesaplamalar %5 anlamlılık düzeyinde yapılmıştır.

Tablo 11'de de görüldüğü gibi, değişkenlerin birim kök testine tabi tutulduklarında durağan olmadığı belirlenmiştir. Bunun üzerine birinci dereceden farkları alınarak durağan hale getirilen serilerimizin regresyon analizinde kullanılabilir hale dönüştürülmüştür. Çalışmada kullanılan serilerin durağan durumları ayrıca aşağıda şekiller yardımıyla da gösterilmiştir.

Şekil 20= Senyoraj Geliri



Şekil 21= DTH/M2



3.4.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Para ikamesinin senyoraj geliri üzerindeki etkisini ortaya koymak açısından,

$$\text{Logreelsen} = c - \alpha \log pi - \beta \log reelsen(-1)$$

şeklinde kurduğumuz doğrusal logartimik modele ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 12: Reel Senyoraj Geliri ile Para İkamesi İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları

Bağımlı değişken: Reel Senyoraj				
	Katsayı	Std. sapma	T istatistiği	Anlamlılık
C	0.10	0.08	1.14	0.25
Pİ	-2.69	0.79	-3.37	0.00
Reel sen (-1)	-0.57	0.12	-4.55	0.00

$R^2 = 0.41$ $t_{\text{tab}} = 2.02$
DW = 1.90 Regresyon Std. Hatası = 0.55

Tablo 12’de gösterilen regresyon sonuçlarına göre para ikamesi ile senyoraj geliri arasında istatistik ve ekonometrik açıdan anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkene ait tahminin anlamlılığını gösteren t istatistiğine ilişkin değerler anlamlıdır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin % kaçını açıklayabildiğini gösteren belirlilik katsayısı (R^2), yaklaşık %41 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca, (R^2)’nin değeri DW’den küçük olduğundan sahte regresyon da söz konusu değildir. Senyoraj gelirinin para ikamesinden etkilenip etkilenmediğine yönelik regresyon sunucunda otokorelasyon çıkması nedeniyle denkleme senyoraj geliri gecikmeli olarak ilave edilerek bu sorun giderilmiştir.

Regresyon sonuçlarının tahmin katsayısı tam logaritmik kalıpla çalışıldığı için esnekliği göstermektedir. Bu durumda para ikamesinde %1’lik bir artış senyoraj gelirini

%2.69 düşürmektedir. Faruk SELÇUK tarafından yapılan bir çalışmada¹⁷⁹ da aynı sonuçlara ulaşılmış ve para ikamesinin senyoraaj gelirini düşürdüğü belirlenmiştir.

3.5. Para İkamesinin Enflasyon Vergisi Üzerine Etkisi'ne Yönelik Araştırma Bulguları

3.5.1. Serilerin Durağanlık Testleri

ADF'ye göre uygulanan test sonuçları Tablo 13'de verilmiştir. Analizde kullanılacak verilerin gösterimleri aşağıdaki gibidir;

$$\text{Reelenfver} = (\Delta P/P)(\Delta M/P)$$

$$P_i = \text{DTH/TOPLAM TL MEV}$$

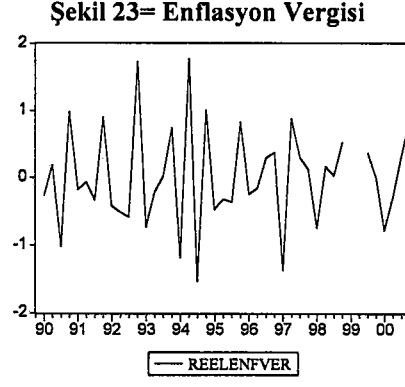
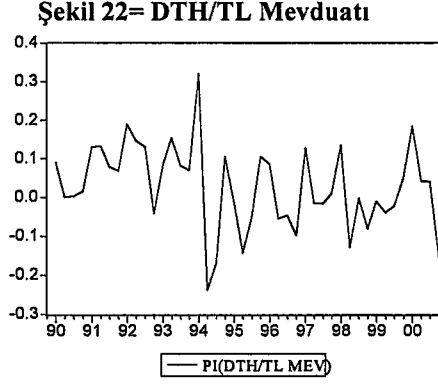
Tablo 13 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Fark 0			Fark 1	
Değişkenler	T değerleri	Kritik değer	T değerleri	Kritik değer
Pi	1.45	-1.94	-5.44	-1.94
reelenfver	-0.23	-1.94	-11.89	-1.94

- Hesaplamalar %5 anlamlılık düzeyinde yapılmıştır.

Tablo 13'de de görüldüğü gibi, değişkenlerin birim kök testine tabi tutulduklarında durağan olmadığı belirlenmiştir. Bunun üzerine birinci dereceden farkları alınarak durağan hale getirilen serilerimizin regresyon analizinde kullanılabilir hale dönüştürülmüştür. Çalışmada kullanılan serilerin durağan durumları ayrıca aşağıda şekiller yardımıyla da gösterilmiştir.

¹⁷⁹ Faruk SELÇUK, "Currency Substitution in Turkey", *Applied Economics*, 1994, s. 509-518



3.5.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Para ikamesinin enflasyon vergisi üzerindeki etkisini ortaya koymak açısından,

$$\text{Logreelenfver} = c - \alpha \log pi - \beta \log \text{reelenfver}(-1)$$

şeklinde kurduğumuz tam logaritmik modele ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 14: Reel Enflasyon Vergisi ile Para İkamesi İlişkisinin Analizine Yönelik Regresyon Sonuçları

Bağımlı değişken: reel enflasyon vergisi				
	Katsayı	Std. Sapma	T istatistiği	Anlamlılık
C	0.07	0.09	0.73	0.46
PI	-2.18	0.83	-2.63	0.01
Reel enf ver(-1)	-0.54	0.12	-4.31	0.00

$R^2 = 0.43$ $t_{\text{tab}} = 2.02$
 $DW = 2.16$ Regresyon Std. Hatası = 0.58

Tablo 14’de gösterilen regresyon sonuçlarına göre para ikamesi ile enflasyon vergisi arasında istatistik ve ekonometrik açıdan anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkene ait tahminin anlamlılığını gösteren t istatistiğine ilişkin değerler anlamlıdır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişmelerin % kaçını açıklayabildiğini gösteren belirlilik katsayısı (R^2), yaklaşık %41 olarak hesaplanmıştır. Ayrıca (R^2) DW’den küçük olduğundan sahte regresyon da söz konusu değildir. Enflasyon vergisinin para ikamesinden etkilenip etkilenmediğine yönelik

regresyon sunucunda otokorelasyon çıkması nedeniyle denkleme enflasyon vergisi gecikmeli olarak ilave edilerek bu sorun giderilmiştir.

Regresyon sonuçlarının tahmin katsayısı tam logaritmik kalıpla çalışıldığı için esnekliği göstermektedir. Bu durumda para ikamesinde %1'lik bir artış enflasyon vergisini %2.18 düşürmektedir. Ayrıca enflasyon vergisindeki %1'lik bir artış bir dönem sonra kendisini %0.54 düşürmektedir.



SONUÇ

Para; değişim, değer saklama ve hesap birimi fonksiyonlarını gören, soyut veya somut bir belge olarak tanımlanır. Her ülkenin parası, ülke ekonomisinin gücünü gösteren bir gösterge, dolayısıyla da siyasi egemenliğin de bir simgesi olarak algılanmaktadır.

Paranın fonksiyonlarını yerine getirebilmesi için ekonomik birimler tarafından genel kabul görmüş olmalı ve yaygın bir şekilde kullanılıyor olmalıdır. Ekonomilerin gücünü kaybetmesiyle ulusal paralarının da diğer ekonomiler karşısında değer yitirmesi halkın ulusal paraya olan güvenini sarsar ve para üstlendiği fonksiyonları yerine getiremez. Bu durumda ekonomik birimler daha güçlü olan paralara yöneleceklerdir. Ülkeler arasında ekonomik bağlantılar dikkate alındığında, ülke sakinlerini tuttukları paranın kompozisyonunu çeşitlendirmeye iten önemli güdüler vardır. Uygulanan politikalarında etkisiyle oluşan yüksek enflasyon ve dış dengesizlikler, bu tür ülkeleri turizm ve ticaret işlemlerinin gerektirdiği talebi fazlası ile aşan bir döviz talebi ile karşı karşıya getirmiştir.

Günümüz dünyasında piyasaların entegrasyonu paralar arasında ikameyi gündeme getirmektedir. Dolayısıyla, piyasa entegrasyonunu belirleyen faktörler farklı paraların benzer hizmetleri yerine getirme derecesini artırarak para ikamesinin alanını da genişletecektir. Para ikamesi, paranın geleneksel üç fonksiyonu arasındaki ayırmadan yararlanılarak ve paranın sağladığı hizmetler göz önüne alınarak, ulusal paranın diğer paralarla yer değiştirmesi ve para birimlerinin birbirleri ile potansiyel tercih edilebilirliklerine karşılık kullanılmaktadır.

Döviz kuru sistemi, Merkez Bankasının kurumsal yapısı ve kambiyo rejimi para ikamesine yol açan faktörler arasındadır. Para ikamesinin en önemli belirleyicileri ise, yaşanan yüksek enflasyon ve döviz kurlarında artış yönünde beklentidir.

Para ikamesi ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklı şekillerde ortaya çıkabilmektedir. Gelişmiş ülkelerde (GÜ) söz konusu ikame simetrik olarak yaşanırken, Gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) ise asimetrik olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla bu ülkeler açısından para ikamesinin ortaya çıkmasına yol açan faktörler de farklılaşmaktadır. GÜ'lerde daha çok artan dış ticaret ve sermaye piyasalarının

bütünleşmesinden doğan para ikamesi, GOÜ'lerde ise hükümetin uyguladığı enflasyonist politikalar sonucu ortaya çıkmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde para ikamesi daha yaygın olarak yaşanır. Bu tür ülkelerde iç finansal piyasa serbestisi oldukça düşüktür. Böylece, ülke sakinlerinin enflasyondan korunma araçları da sınırlı kalmaktadır. Yüksek enflasyon riski bu tür ülkelerde ekonomik birimlerin para depolarını ulusal para ve döviz arasında çeşitlendirmeye iten önemli bir etkidir.

Para ikamesi; para talebi, para politikasının bağımsızlığı, döviz kurlarının belirlenmesi, kur politikası, enflasyon vergisi, istikrar politikaları ve reel ekonomi üzerinde etkileri bulunan bir olgudur. Para politikası açısından para talebinin istikrarlı olması, başka bir deyişle gayri safi milli hasıla, enflasyon, faiz gibi bir takım temel ekonomik değişkenler aracılığıyla sistematik bir şekilde açıklanması oldukça önemlidir. Para talebi ile para arzı arasında dengesizlik olması durumunda ekonomide dengeler bozulacaktır. Bu nedenle para talebinin, dolayısıyla paranın dolanım hızının ne yönde geliştiği ve önceden tahmin edilebilen nedenlerle değişmesi para politikasını yürütenler için oldukça önemlidir. Para ikamesi, para talebi fonksiyonunu istikrarsız hale getirerek para politikasının başarısını engelleyecektir.

Para ikamesinin güçlü olduğu bir ülkede para politikasının etkisinin zayıflayacağı tezi, yabancı ve ulusal paralar arasındaki ikame elastikiyetinin esnek kur sisteminde oldukça arttığı yönündedir. Bu durumda otoritelerin para politikasını sürdürme olanağı, toplam para arzının bir unsuru olan döviz direkt olarak kontrol edemediklerinden, önemli şekilde zayıflayabilmektedir. Para ikamesi tanımına göre “efektif” anlamdaki paranın tanımı genişlediğinden, sermaye hareketleri para arzını aniden etkileyebilmekte ve paranın kontrolünü oldukça güçleştirmektedir.

Para ikamesi, döviz kurlarının oluşum ve değişiminde belirsizliklere ve dalgalanmalara da yol açabilmektedir. Para ikamesinin yoğun olarak yaşandığı ekonomilerde, portföylerinde büyük miktarda döviz balansı tutan ekonomik birimler beklenen getiri oranındaki değişimler nedeniyle portföylerinde para kompozisyonunu hızlı bir şekilde ayarlayabilecekler ve bu durumda ekonomiye ilişkin değişkenlerdeki küçük bir değişme dahi döviz kurunda büyük dalgalanmalara yol açabilecektir.

Ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer yitirmesi para ikamesinin yaşanmadığı bir ekonomide ülke sakinlerinin yabancı mal ve hizmet alım güçlerini düşürerek satın alma güçlerini zayıflatır. Bu devalüasyonun harcama azaltıcı etkisidir. Ancak, ülke sakinlerinin bir bölümünün servetlerini döviz cinsinden tuttuğu para ikamesi ortamında, servet etkisi küçüleceğinden devalüasyonun tam etkisi ortaya çıkmayabilir. Nihai etki servetin ne kadarının döviz olarak tutulduğuna bağlıdır.

Öte yandan, bir ülkenin toplam finansal servetinde dövizin payı ne kadar büyükse, devalüasyonun harcama kaydırıcı etkisi o kadar azalacaktır. Devalüasyonla hedeflenen, ithal mallarının fiyatının artırılması ve dolayısıyla ülke sakinlerinin bu mallara karşı talebinin düşürülmesidir. Ancak, toplam finansal servette dövizin payının yüksek olması, söz konusu fiyat artışının etkisini azaltacaktır. Devalüasyonla ithal mallarının fiyatı ulusal para cinsinden yükselirken döviz olarak değişmeyecektir. Bu durumda toplumun belli bir kısmının satın alma gücünde herhangi bir değişme meydana gelmeyecektir.

Para ikamesi senyoraj ve enflasyon vergisi üzerinde de olumsuz etkiler yapmaktadır. Para ikamesi durumunda, senyoraj gelirlerinin bir kısmı ulusal hükümet tarafından, bir kısmı da ikame edilen parayı çıkaran yabancı hükümetler tarafından elde edilir. Para ikamesi ekonomik birimler tarafından enflasyona karşı kullanılan mali bir araçtır. Reel para talebini azaltıcı yönde etki yapan para ikamesi kamu kesimi açık finansmana başvurduğu sürece azalmayacak ve enflasyon vergisi geliri elde edilmeye devam edilecektir. Ancak, enflasyon vergisi Laffer Eğrisi özelliğini gösterdiğinden belli bir noktadan sonra enflasyondaki artışa karşın para ikamesi yoluyla azalan reel para talebi sonucu söz konusu gelir azalacaktır.

Para ikamesinin yaşanması durumunda, parasal aktarım mekanizması da tam olarak işlemeyecektir. Portföy değişimi para ikamesi yoluyla dengeleniyorsa açık piyasa işlemleri gibi para politikası araçları istenilen etkileri oluşturmak açısından etkinliğini yitirecektir. Para ikamesi nedeniyle para politikası araçlarının etkisizliği, para arzı artışı ile faiz oranlarının düşürülerek gelirin artırılması hedefinin tam olarak gerçekleşmesini engelleyebilecektir.

Para ikamesinin yarattığı sorunları çözmek üzere otoriteler bazı politikalar oluştururlar. Bunlar, ülkenin finans sisteminde döviz mevduatlarının özendirilmesi, döviz kontrolleri, daha esnek faiz oranı politikası ve ulusal paranın yerine ödeme aracı olarak yabancı bir paranın kabul edilmesi (tam dolarizasyon) uygulaması türünden önlemlerdir.

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde para ikamesi olgusunun ciddi ve önemli bir olgu ya da sorun olarak mevcut olmaması ekonomik birimler tarafından yabancı para bulundurma ve kullanmanın yasak olmasından kaynaklanıyordu. Ancak, 24 Ocak 1980 kararlarıyla kambiyo rejiminde yapılan değişikliklerle söz konusu yasağın kalkmasıyla kambiyo rejimine getirilen serbesti ile, yabancı para ekonomik birimler için çeşitli güdülerle talep edilir hale gelmiştir.

1984 yılında yerleşiklere Döviz Tevdiat Hesapları (DTH) açma serbestisinin tanınmasından sonra, bu mevduat türü önemli bir finansal araç haline gelmiştir. Söz konusu hesapların toplam mali varlıklar içindeki payı yıllar itibariyle önemli bir artış kaydetmiş; özellikle DTH yıllar itibariyle artarken, TL cinsinden mevduatın toplam mali varlık içindeki payı düşüş göstermiştir.

Türkiye’de yaşanan para ikamesi yıllar itibariyle artış eğilimindedir. Bu artış özellikle kambiyo sistemine ilişkin 1989 yılında alınan kararlarla daha da hızlanmış ve döviz piyasalarında kriz yaşanan 1994 yılında çok yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. Alınan istikrar önlemlerine karşın para ikamesindeki artış, 1994 yılına göre hız kesmekle beraber yine de yüksek düzeyde seyretmeye devam etmiştir. 1999 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasına göre dövizin bir sepet olarak yıllık artış hızı 2000 yılına ilişkin %19.9 olarak belirlenmiş ve bu oran yıl sonu itibariyle tutturulmuş olmakla beraber, DTH’larının TL mevduatı ve toplam mevduat içindeki payı döviz krizi yaşan 1994 yılındaki oranın da üstüne çıkmıştır.

Yaptığımız regresyon analizinin sonucuna göre para ikamesi, beklendiği gibi, alternatif yatırım araçları faiz oranı ve İMKB indeksinden negatif yönde, enflasyon, para arzı ve döviz kurundaki beklenen değişmeden pozitif yönde etkilenmektedir.

Regresyon sonuçlarına göre İMKB indeksi bir birim artığında para ikamesi 0.06 birim düşmektedir. Para ikamesinin İMKB indeksi elastikiyeti ise 0.27 olarak hesaplanmıştır. Buna göre, İMKB indeksi %1 yükseldiğinde para ikamesi indeksi % 0.27 düşmektedir. Öte yandan, elde edilen sonuçlara göre, DİBS faiz oranlarındaki bir birimlik artış para ikamesini 0.112 birim düşmektedir. Buna göre, DİBS'lerinin para ikamesi elastikiyeti ise 0.07 dir. DİBS'lerinde %1'lik bir artış para ikamesinin %0.07 oranında düşmesine yol açmaktadır. Döviz kurunda beklenen değişim ile para ikamesi arasındaki ilişki de yine beklendiği gibi pozitif yönlü ve oldukça yüksek çıkmıştır. Regresyon sonucuna göre döviz kurunda bir birimlik artış beklentisi para ikamesinde 0.003 birim artışa yol açarken, döviz kurunda %1'lik bir artış para ikamesini % 0.84 oranında artırmaktadır. Diğer bir deyişle para ikamesinin döviz kurundaki artışlara oldukça duyarlı olduğu söylenebilecektir. Öte yandan, para arzı (m_1) bir birim artığında para ikamesi bir dönem sonra 0.362 birim artarken, para arzı %1 artığında para ikamesi bir dönem sonra %0.14 oranında artmaktadır.

Regresyon sonuçlarına göre para ikamesinin en duyarlı olduğu değişken ise enflasyon olarak çıkmıştır. Enflasyon oranındaki bir birimlik artış para ikamesini 0.404 birim olarak artırırken, enflasyon oranındaki %1'lik bir artış para ikamesini %1.16 oranında artırmaktadır.

Tüm bu değişkenler yanında para ikamesi gecikmeli ($PI-1$) olarak kendini etkilemektedir. Bu durum, DTH'larının özellikle vadeli hesaplarda yoğunlaştığı göz önüne alındığında, doğal bir sonuç olarak değerlendirilebilecektir.

Çalışmamızda, Türkiye'de yaşanan para ikamesinin makroekonomik etkileri çerçevesinde paranın dolanım hızı, döviz kurları, senyoraj gelirleri ve enflasyon vergisi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Yapılan regresyon sonuçlarına göre, para ikamesi 1 birim artığında paranın dolanım hızı 0.24 birim artmaktadır. Paranın dolanım hızının para ikamesi esnekliği ise 1.6 olarak hesaplanmıştır. Buna göre para ikamesi %1 artığında paranın dolanım hızı %1.6 artmaktadır. Bu sonuç bize paranın dolanım hızının para ikamesine oldukça duyarlı olduğunu göstermektedir. Bu sonuç da iktisadi olarak

beklendiği gibidir. Ekonomik birimlerin dövize olan talebindeki artış ulusal paranın dolanım hızında da artışa (para talebinde azalışa) yol açmaktadır.

Para ikamesi 1 birim artığında döviz kurları 0.445 birim artmakta, yani döviz TL karşısında değer kazanmaktadır. Bu sonuç da iktisadi olarak beklendiği gibidir. Ekonomik birimlerin dövize olan talebindeki artış döviz kurunda da artışa yol açmaktadır. Döviz kurlarının para ikamesi elastikiyeti ise 0.16 olarak hesaplanmıştır. Buna göre para ikamesi %1 artığında döviz kurları %0.16 artmaktadır.

Öte yandan, çalışmamızda elde edilen bulgulara göre, para ikamesinde %1'lik bir artış senyoraj gelirini %2.69 oranında, enflasyon vergisini %2.18 oranında düşürmektedir.

Sonuçlar topluca değerlendirildiğinde, para ikamesinin en çok enflasyon ve döviz kuruna yönelik artış beklentisinden kaynaklandığı ifade edilebilecektir. Bu sonuç teori ile de uyumludur. Para ikamesi ile alternatif yatırım araçları arasındaki ilişki beklendiği yönde çıkmıştır. Özellikle enflasyon ve döviz kuruna ilişkin beklentilerinin para ikamesinin en önemli belirleyici olması bu sorunla mücadele için ek bir politikaya ihtiyaç olmadığını göstermektedir. Enflasyonla mücadelede başarılı olduğunda bu oluşum döviz kuruna ilişkin beklentileri de olumlu yönde etkileyecek ve para ikamesi sorunu da büyük ölçüde ortadan kalkmış olacaktır.

Ülkemizde enflasyonun en önemli belirleyicisinin kamu gelir-gider dengesizliği olduğu düşünülürse, para ikamesi kamu açıklarının finansmanını zora sokarken, söz konusu açıklar tekrar enflasyona yola açarak bir kısır döngüye neden olmaktadır. Türkiye'de bütçe açıklarının finansmanında kullanılan en önemli araç senyoraj gelirleridir. Ancak, para ikamesinde artış senyoraj gelirlerini azaltmaktadır.

Bir çok ülkede pozitif faiz oranları para ikamesiyle mücadelede kullanılan en önemli araç olmuştur. Ancak, elde ettiğimiz sonuçlara göre faiz oranlarının para ikamesi üzerindeki etkisi oldukça düşüktür. Aynı zamanda, yüksek faiz politikası reel ekonomi üzerindeki olumsuz bir etkiye sahiptir.

Türkiye’de 2001 yılının Şubat ayında yaşanan krizle döviz kuru sisteminde değişikliğe gidilmiştir. Yeni programa göre, dalgalı kur rejimi çerçevesinde, döviz kurlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi esas alınacaktır. MB’nın döviz piyasalarına müdahaleleri ancak, döviz kurlarındaki kısa dönemde oluşacak aşırı dalgalanmaları telafi etme yönünde olabilecek ve döviz kurunun uzun dönem denge değerini etkileyecek içerik ve boyutta olmayacaktır. MB’nın döviz piyasasına müdahaleleri çoğunlukla döviz ihale yöntemi kullanılarak yapılacaktır. Öte yandan sermaye girişlerinin ani olarak azaldığı dönemlerde, uluslararası rezervlerin düzeyinin öneminin artacağı gözardı edilmemelidir. Mevcut politikada bu faktör MB tarafından dikkate alınacaktır.

Söz konusu sistemde döviz arz ve talebine taraf olan finansal ve reel sektör kuruluşları kur riski ile karşılaşabileceklerinden bu riski etkin bir şekilde yönetebilmeleri için vadeli piyasalara işlerlik kazandırılması öngörülmüştür. MB piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla kısa dönem faizleri etkin bir şekilde kullanacaktır. Doğrudan enflasyon hedeflemesinin ön koşulları sağlanana kadar bir geçiş aşaması olarak görülen bu dönemde MB kısa vadede parasal büyüklüklerin kontrol edilmesinde yoğunlaşacaktır.

Şubat 2001’den itibaren uygulamaya başlanan dalgalı kur sistemi döviz piyasaları için istikrarsızlığı da beraberinde getirmiştir. Kurlardaki günlük büyük dalgalanmalar yatırımcılar için belirsizliğe neden olmuştur. MB’nın müdahalelerinin seyrek ve yetersiz olması ekonomik birimlerde kurlarda artış beklentisini daha da artırmış ve 2001 yılının ilk üç çeyreğinde ekonomideki keskin bir daralma sürecine girilmiştir. Hangi kur sisteminde belirlenirse belirlensin kurlar gerçekçi, aşırı veya eksik değerelebilir. Önemli olan, döviz kurlarının öngörülebilir ve gerçekçi düzeylerde oluşmasını sağlayacak politikalar izlenmesidir. Dolayısıyla, getirdiği sakıncalar nedeniyle dalgalı kur sisteminin sürdürülmesi uygun olmasa bile, kurlara yönelik beklentileri kırmak amacıyla ulusal parayı gerçekçi değerlendiren döviz kuru politikası benimsenmelidir. Ayrıca, döviz kuru dalgalanmalarının doğurduğu risklere karşı korunma sağlamak üzere, vadeli piyasaların etkin bir şekilde devreye sokulması gerekmektedir.

Döviz kurlarında ve genel olarak ekonomide istikrarı sağlama çabalarının yanısıra ekonomiyi canlandırma senaryolarında da, yaşanan para ikamesinin gözönüne alınması gerekmektedir. Uygulanacak genişletici para ve maliye politikaları sonucu piyasaya çıkacak paranın dövize yönelmesi durumunda hedeflenen amaca ulaşılamayacaktır. Bu nedenle öncelikle piyasaların istikrara kavuşturulması gereklidir.

Döviz alım-satımına getirilecek vergi uygulaması işlem maliyetini artıracığından kısa dönemli spekülâtif amaçlı döviz talebinin önüne geçebilecektir. Ülkemizde dövizin bir ödeme aracı olarak kullanılması kambiyo suçu olmasına karşın, ulusal paraya olan güvensizlik ekonomik birimlerce bilinçli veya bilinçsiz olarak kanunlara uyulmamasına dahi yol açmaktadır. Dolayısıyla yabancı paraya olan talebin önüne geçilmesi ulusal paraya güvenin yeniden oluşturulması ile gerçekleşebilecektir. Bunun için de, enflasyonun kaynaklarını dikkate alan ve ekonomik süreç politikalarının ekonomik yapı ve sistem politikaları ile desteklendiği kapsamlı bir program belirlenip kararlılıkla uygulanması gerekmektedir. Aksi halde, 20 yıldır kronik bir şekilde yaşanan enflasyonist sürecin tersine çevrilmesi mümkün olmayacağı gibi, para ikamesi olgusunun da önüne geçilemeyecek ve hatta tam dolarizasyon sürecine girilmesi kaçınılmaz olacaktır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

ACAR, Sadık

Genel İktisat, Dokuz Eylül Ün. Döner Semaye
İşl. Yayın No. 48, Gözden Geçirilmiş İkinci Bası,
Anakara 1994

ACAR, Sadık

**Türkiye'de İktisadi Yapılanmadan Kaynaklanan
Sorunlar ve Çözüme Yönelik Politikalar (1930-
1988)**, Konya Ticaret Odası Yay. No: 6, Konya,
1988

**AFTALION, Florin
PONCET, Patrice**

Monetarizm, Cep Üniversitesi, İletişim yayınları,
Presses Universitaires De France, Çeviren Lerzan
ÖZKALE

**AKKAYA, Şahin
PAZARLIOĞLU, Vedat**

Ekonometri I, 3. Baskı, İzmir, 1995

ASLAN, M. Hanifi

Enflasyonist Finansman Politikası, Ak-bil
Yayıncılık, 1997, Bursa

**BALDVIN, E. Robert
RICHARDSON, J. David**

International Trade and Finance, Little Brown
and Company, Boston, 1986

BALİ, Besim Bülent

**Türkiye'de 1980 Sonrası Para Yaratma
Gelirleri**, TÜGİAD, Eylül 1996

BERK, J.M

**Monetary Transmission: What do we know and
how can we use it**, DNB Staff Report, 1997, s. 33

BERKSOY, Taner

**Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve
Türkiye'de Uluslararası Bankacılık**, SPK Yayın
No. 109, Anakara, 1998

BRAND, Diana

**Currency Substitution in Developing Countries
Theory and Empirical Analysis for Latin
America and Eastern Europe**, Ifo Institute for
Economic Research, Munich, 1993

CANEVİ, Yavuz

Mini Devalüasyon, Türkiye Ekonomi Kurumu
Konferansları Yay., No: 12, İstanbul, 1978

ERKAN, Hüsnü

Ekonomi Politikasının Temelleri, Yenilenmiş
İkinci Baskı, Aydın Yayınevi, İzmir, 1990

- ERTÜRK, Emin** **Türkiye İktisadında Yeni Bir Boyut Para İkamesi Kavramı, Teori, Oluşum Süreci ve Sonuçları**, Uludağ Yayınları, Bursa, 1991
- FASANO, Filho Ugo** **Currency Substitution and Liberalization; The Case of Argentina**, Gower Publishing Company , Vermont, 1984
- FASANO, Filho Ugo** **Currency Substitution and Liberalization The Case of Argentina**, Paradigm Print, Great Britain, 1986
- GIOVANNINI, Alberto** **The Handbook of International Macroeconomics**, Edited by Frederick VAN DER PLOEG, Blackwell Publishers, First Published 1994
- TURTELBOOM, Bart**
- GÜRAN, Nevzat** **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Ün. Yay. İzmir-1987
- KAZGAN, Gülten** **Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen – Ne Getiriyor? Ne Götürüyor? Nereye Gidiyor?- Bilimsel Sorunlar Dizisi, Altın Kitaplar Yayınevi, 1. Basım, Ekim 1997**
- LAFFER, Arthur B.** **World**, Scott, Foresman and Company, England, 1982
- MILES, Miles A.**
- MARQUEZ, Jaime** **Money Demand in Open Economies: a Divisia Application to the U.S. Case, " New Approaches to Monetary Economics" Proocedings of the second International Sympoium in economic Theory and Econometrics**, Edt. By William A BARNET, Kenneth J. SINGLETON, Canbridge Unv. Press, Cambridge, 1987
- MADURA, Jeff** **Internetalional Financial Management**, Third Edition, West Publishing Company, USA, 1992
- MCKINNON, Ronald I** **An International Standard for Monetary Stabilization, Institute For International Economics Policy Analyses in International Economics**, March 1984
- MELVIN, Michael** **International Money and Finance** Second Edition, Harper Collins, 1982

- NEMLİ, Melih** **Mali Açığın Parasallaştırılmasında Elde Edilen Net Gelir: Türkiye’de “Tanzi Etkisi”nin İncelenmesi**, TC Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırma ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Yıl Belirtilmemiş
- ÖKSÜZ, Suat** **Türkiye’de Para ve Dış Denge**, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları No İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları No: 223/146, Eskişehir, 1980
- PARASIZ, İlker** **Kriz Ekonomisi- Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995
- PARASIZ, İlker** **Para Politikası Keynesgil İktisadın Düşüşü ve Yükselişi**, 3. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1993
- ROSENBERG, Michael R.
IRWIN, Michael D** **Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination**, a Times Mirror Higher Education Group, Inc. Company, 1996
- SACHS, J.D.
LARRAIN, B. Felipe** **Macroeconomics in the Global Economy**, NewYork: Harisester Wheatsheaf, 1993
- SERİN, Vildan** **Para Politikası**, Marmara Üniv. Yay. No:440, İstanbul, 1987
- SEYİDOĞLU, Halil** **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul-1994
- UZUNOĞLU, Sadi vd** **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları No. 6, 1995

MAKALELER

- AARLE, van Bas**
BUDINA, Nina "Currency Substitution in Eastern Europe", January 1995,
<http://greywww.kub.nl:2080/greyfiles/center/1995/doc/2.pdf>
- ALTINKEMER, Melike** "Para İkamesi, Hiperenflasyon ve İstikrar Programları", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No: 9629 Kasım 1996
- AKHTAR, M.A.**
PUTNAM, B.H. "Money Demand and Exchange Risk: The German Case", 1972-76, *The Journal of Finance*, Vol:XXXV, No:6, June, 1980.
- ASLAN, Nurdan** "Yüksek Enflasyon ve İstikrar Programları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Nisan 94,sayı,4
- ATAMTÜRK, Burak** "Türkiye'de Kamu Finansman Politikası ve Kriz İlişkisi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı 31, Yıl 9, Eylül 1994
- BİNAY, Şükrü**
KUNTER, Kürşat **Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997**,TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliğ No:9803, Aralık 1998,
www.tcmb.gov.tr/evds/tebliğ/98/gece2.html
- BORDO, D. Michael**
CHOUDHRI, U. Ehsan "Currency Substitution and the Demand for Money", **Journal of Money, Credit, and Banking**, vol.14, no. 1, February 1982
- BREECE, J. H.** "Devaluation, Money and Currency Substitution", **Economia Internazionale**, v. 40,1987
- BRILLEMBOURG, Arturo**
SCHADLER, M. Susan A Model of Currency Substitution in Exchange Rate Determination, 1973-1978, **IMF Staff Papers**, vol. 26, 1979
- BRITTAIN, Bruce** International Currency Substitution and the Apparent Insatibility of Velocity in Some Western European Economies and in the United States, **Journal of Money, Credit , and Banking**, Vol. 13, no. 2, May 1981
- BERKSOY, Taner** "Serbestleşmenin Ulaştığı Nokta Kur, Faiz Kısılacı", **Görüş**, TÜSİAD Yayın Organı, Sayı:8, Mart 1993

- ÇAĞLAR, Ünal** "İstikrar Politikalarında Nominal Çapa Seçimi ve Para İkamesi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl. 34, Kasım 1997
- CALVO, Guillermo A.** "Currency Substitution in High Inflation Countries", **Finance and Development**, March 1993
- VEGH, Carlos A.**
- CALVO, Guillermo A.** "A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution", **Journal of Political Economy**, v. 85, no. 31, 1977
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo**
- CLEMENTS, Benedict** "Currency Substitution: The Recent Experience of Bolivia", **World Development**, Vol. 21, No: 11, 1993
- SCHARTZ, Gerd**
- CHANG, Yongsung** Government Revenue from Money (Seniorage, Inflation tax, Inflation finance), www.econ.upenn.edu/Courses/s00/econ4/sec_001/econ4_seniorage.pdf
- CHEN, Chau-non** "Currency Substitution and Foreign Inflation", **Quarterly Journal of Economics**, 1983
- TRASUR, Tien-wong**
- CHU, Fong-Lin** "An Extension of into the Near Framework: a case for Canada", **Applied Economics**, July 1998, v.30, n. 7
- HOU, Jack W** <http://web2.Londan.searchbank.com/infotrack/seession>
- ÇANAKÇI, İbrahim** "Makroekonomik Tahminlerin Performansı Üzerine Bir Değerlendirme", DPT, Yıllık Programlarve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları 1997-01, Mayıs 1997
- DARRAT, Ali F** "On Currency Substitution and Money Demand Instability", **International Review of Economics and Finance**, 1996, Vol. 5, Issue 3, p.321, <http://www.global.ebscohost.com/cgi-bin/epwtop/key=cAgdEqs>
- AL-MUTAVA, Ahmet**
- Durum** **Dış Ticarete Durum**, Sayı 9, Mart-Nisan 1988
- EL-ERIAN, Mohammed** "Currency Substitution and The Yemen Arabic Republic", **IMF Staff Papers**, vol. 35, March 1988
- EL-ERIAN, Mohamed A.** "Foreign Currency Deposits in LDC", **Finance and Development**, December, 1987

- ERKAN, Hüsnü** “ Beş Nisan Önlemleri Uygulama Sonuçlarının Değerlendirilmesi”, EĞİAD Ekonomik Raporlar No: 11, Kasım 1995-İZMİR
- ERÇEL, Gazi** “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı. Kur ve Para Politikası Uygulaması” , 9Aralık 1999, www.tcmb.gov.tr
- ERSOY, Abdullah** “Dolarlaşmanın Dönüşü Yok”, Ekonomik Forum ,TOBB, 3/1994
- ESER, Kadir** “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, Hazine Dergisi, Sayı 1, Ocak 1996
- FRENKEL, Jacop A.** “The Forward Exchange Rate Expectations, and the Demand for Money:The German Hyperinflation”, The American Economic Review, September, 1977
- FRIEDMAN, Milton** “The Case for Flexible Exchange Rates”, CAVES Richard – JOHNSON Harry, Reading in International Economics, American Economic Association Series, The Third Impression, Vol. XI, London, 1975
- GÖNENSAY, Emre** “Döviz Kuru Politikası”, 2. İktisat Kongresi II, Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliğleri, 2-7 Kasım İzmir, 1981
- GUIDOTTI, Pablo E.** “ Currency Substitution and Financial Innovation”, Journal of Money, Credit and Banking, Feb 1993 v25 n1, p109(16)
- GUIDOTTI, P. E.
RODRIGUEZ, C. A.** “Dollarization in Latin America: Gresham’s Law in Reverse?”, IMF Staff Papers, Vol. 39, 1992
- HAGEN, von Jurgen
NEUMANN, J.M. Manfred** “Currency Substitution and the Demand for Money Further International Evidence”, Sonderforschungsbereich 303, Rheinische Friedrich- Wilhems- Universität Bonn, D-53113 Bonn, Lennestraße 37, , May 1990

- HE, Yijian**
SHARMA ,C. Subhash "Currency Substitution and Exchange Rate Determination", **Applied Financial Economics**, v.7, 1997
- ISAAC, G. Alan** "Exchange rate volatility and currency Substitution", **Journal of International Money and Finance** v. 8, 1988
- IMROHOROGLU, Selahattin** "International Currency Substitution and Seigniorage in a Simple Model of Money", **Economic Inquiry**, Vol. 34, Issue 3, Jul 1996, www.global.ebscohost.com/cgi-bin/epwsnooka/page=kwresult/sub
- İŞIKLAR İlyas** "Currency Substitution an Seignorage Revennu in a Developing Country: The Turkish Case", **Yapı Kredi Economic Rewiew**, Vol. 9, Number: 1, June 1998
- JOHSON, G. Harry** "The Monetary Approach to Balance of Payment", **The Monetary Approach to the Balance of Payment**, Edited by FERNKEL A. Jacop – JOHSON G. Harry, Gresham Press, 1977
- JOHSON, G. Harry** "Towards a General Theory of the Balance of Payment", **The Monetary Approach to the Balance of Payment**, Edited by FERNKEL A. Jacop – JOHSON G. Harry, Gresham Press, 1977
- KESRİYELİ, Mehtap** "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikasındaki Gelişmeler", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yay. No: 97/4, Ankara, Mart 1997, www.tcmb.gov.tr,
- KEYDER, Nur** "The Behavior of Velocity and its policy relevance in Turkey", **METU Studies in Development**, 25 (3), 1998
- KIZIL, Ahmet** "1980-90 Döneminde Türkiye'de Ekonomik Politika ve Uygulamalar", TC. HDTM Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Müdürlüğü

- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut** “2000-2002 Enflasyonla Mücadelede ve Yeniden Yapılanma Programının Döviz Kuruna Dayalı Diğer İktisat Politikası Uygulamalarından Farklılıkları”, <http://dialup.ankara.edu.tr/~kibritci/program.html>, 15.09.2000
- KUGUEL, A. Miguel
LIVIATAN** “Progreess Report on Heterodox Stabilization Programs”, **Finance and Development**, March, 1992
- LAMDANY, Ruben
DORLHIAC, Jorge,** “The Dollarization of a Small Economy”, **Scand. J. of Economics**, 89(1), 1987
- LANYI, Anthony
SARACOGLU, Rüşdü** “The Importance of Interest Rates in Developing Economies”, **Finance and Development**, June, 1983
- MILES, Marc A** “Currency Sustitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence”, **American Economic Review**, Vol.68, No. 3, June 1978
- MAHDAVI, Mahnaz
HOSSEIN, B. Kazemi** "Indeterminacy and Volatility of Exchange rates Under Imperfect Currency Substitution", **Economic Inquiry**, 34 (1), 1996, www.global.ebscohost.com/cgi-bin/epwsnooka, 04.11.1998
- MACHLUP, Fritz** “Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation”, **International Monetary Economics** içinde, London, Second Impression, 1970
- MC KINNON, Ronald I.** “Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standart”, **The American Economic Review**, vol. 72, No. 3, June 1982
- MCKINNON, Ronald I.** “Direct and Indirect Concepts of International Currency Substitution”, in **The Macroeconomics of International Currencies Theory**, Policy and Evidence, Edited by Paul MIZEN-Eric J. PENTECOST, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 1996
- MELVIN, Michael** "Currency Substitution and Western European Monetary Unification", **Economica**, 52, 1985

- OKTAR, Suat** “Hiperenfilyasyon ve Heterodoks İstikrar Programları”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 91, sayı 7
- ORTIZ, Guillermo** “Currency Substitution in Mexico”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.15, No.2, May 1993
- ÖZKARAMETRE, Nazende** “Türkiye’de Dolarizasyon ve Para İkamesi”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt7, Bahar 1996
- RAMIREZ ROJAS C.L.** “Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay”, **IMF Staff Papers**, vol: 32, No: 4, December 1985
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo** "Money and Credit Under Currency Substitution", **IMF Staff Paper**, June 1993, v 40, n 2, p414(13), [www. Infotrac/session/247/793/1499351w/24!stat](http://www.infotrac/session/247/793/1499351w/24!stat)
- PUTNAM, B.H. Wilford D.S. KIND D.T** “ A Currency Portfolio Approach To Exchange Rate Determination: Exchange Rate Stability and The Independence of Monetary Policy” **The Monetary Approach To International Adjustment**, Proeger Publisher, New York, 1986
- ROJAS, C.L. Ramirez** “Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz İkamesi”, **Dış Ticarete Durum**, Türktrade Yay. Sayı:7, Kasım-Aralık, 1987
- ROJAS, C.L. Ramirez** “Monetary Substitution In Developing Countries”, **Finance and Development**, June 1986, Vol. 23
- SAVASTONA** “Dollarization in Latin America”, **The Macroeconomics of International Currencies**, 1996
- SCHULER, Kurt** So You Want To Dollarize, <http://www.erols.com/kurrency>, May 1998
- SAHAY, Ratna VEGH, Carlos A.** “Dollarization in Transition Economies”, **Finance & Development**, March 1995
- SELÇUK, Faruk** “ Currency Substitution in Turkey”, **Applied Economics**, 1994

- ŞAHİNKAYA, Serdar** “İstikrar Programları Üzerine Bazı Gözlemler ve Yeni İktisat Politikası” Yaklaşımı, **Mülkiyeliler Birliği**, Temmuz 93, sayı 157, cilt xviii.
- TANZI, Vito**
BLEJER, Mario I. “Inflation, Interest Rate Policy, and Currency Substitutions in Developing Countries: A Discussion of Some Major Issues”, **World Development**, Vol. 10, No. 9, 1982
- THOMAS, Lee** “Portfolio Theory and Currency Substitution”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 17, No. 3, August, 1985
- TOGAY, Selahattin** “Para İkamesi-Nedenleri ve Yarattığı Sonuçlar”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 8, Sayı 26, Sonbahar 1997
- TUNAY, K. Batu** “Para İkamesi, -Ülkelerarası Enflasyon Transferi ve Uluslararası Döviz Kuru Rejimi Tartışmaları”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 29, 1999
- TUSİAD KONJONKTÜR** “Üretim ve Enflasyon Bütçe ve Para Politikaları Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi 2001 Yılı Beklentileri”, Sayı 26 Ocak 2001, www.tusiad.org.tr
- ÜÇER, Murat** “Dolarizasyon Kader Değil”, **GÖRÜŞ**, Haziran, 1994
- VAUBEL, Roland** “International Shifts in the Demand for Money, Their Effects on Exchange Rates and Price Levels”, and Their Implications for the Preannouncement of Monetary Expansion, **Weltwirtschaftliches Archiv Bd. CXVI.**, 1980
- VEGH, A. Carlos** “The Optimal Inflation Tax in the Presence Currency Substitution”, **Journal of Monetary Economics**, 24, 1989
- Vural, KURAL** “Para İkamesi Altında Enflasyonun Finansmanı”, **Hazine Dergisi**, Ocak 1997, Sayı 5,
- YAMAK, Nebiye**
YAMAK, Rahmi “Para İkamesi (Dolarizasyon) ve Türkiye Örneği”, Doç.Dr. **Yaman AŞIKOĞLU’na Armağan** içinde, SPK Yay No. 56, Ocak 1997

DİĞER YAYINLAR

ACAR, Sadık	Devalüasyonun Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkisi (Türkiye Örneği) , Basılmamış Doçentlik Tezi, EÜ İktisat Fakültesi, İzmir, 1980
CANKAY, Lale	Türkiye'de Para Politikasının Ödemeler Bilançosuna Etkisi (1980-87) , D.E.Ü. İktisat Fakültesi, Basılmamış Doktora Tezi, İzmir, 1990
DEVECİOĞLU, Tayfun	Güç Merkezden Kaçıyor, Milliyet , 14.4.1994
DPT	Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1998)
HAZİROLAN, Ufuk	Para İkamesi Teorisinin Para Politikası ve Enflasyon Açısından Analizi , TC HDTM Uzmanlık Tezi, Ocak 1994
İSKENDEROĞLU, Lerzan	Currency Substitution Hypothesis and Money Demand in Turkey a Dynamic Model , Middle East Yechanical Unv. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1989
KAPTAN, Fatih	Para İkamesi ve Makroekonomik Etkileri , Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1988
Milliyet Gazetesi	25.2.1993
MUNYAR, Vahap	Hürriyet , 3.9.1994
Para ve Sermaye Piyasası Sözlüğü	Edt. Deniz GÖKÇE, Creative Yayıncılık, İstanbul, 1996
SERDENGECİ, Süreyya	2001 Yılı Para Politikası Raporu , TCMB, Ankara, www.tcmb.gov.tr
SEYİDOĞLU, Halil	Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük , Gizem Can Yayınları, İstanbul, 1999
TC Resmi Gazete	sayı 20249, 11.8.1989
TC Resmi Gazete	sayı 20444, 25.2.1990
TC Resmi Gazete	sayı 20.6.1991

TC Resmi Gazete	sayı 21531, 21.3.1993
TCMB	Yıllık Rapor, 1984
TCMB	Yıllık Rapor, 1985
TCMB	Yıllık Rapor, 1986
TCMB	Yıllık Rapor, 1988
TCMB	Yıllık Rapor, 1991
TCMB	Yıllık Rapor, 1994
TCMB	Yıllık Rapor, 1997, www.tcmb.gov.tr
TCMB	Yıllık Rapor, 1998
TCMB	Yıllık Rapor, 1999
TCMB	İstatistik ve Değerlendirme Bülteni, 1987
The Columbia Electronic Encyclopedia	Columbia University Press, 2000, www.factmonster.com/ce6/bus/A0815136
Trend	5 Nisan Kararları, Özel Ek, 10 Nisan 1994.
UYGUR, Ercan	Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, www.politics.ankara.edu.tr, 21 Mart 2001

EKLER

Ek Tablo 1: Para İkamelerini Etkileyen Faktörlerin Analizinde Kullanılan Veriler

(Şubat 1986-Kasım 2000)

	Döviz Kuru. Bek Değ %	İMKB 100 %	M1	TEFE	DİBS faiz oranı %	%60DM+% 40\$	DTH/M2	DTH/Top TL mev.
Oca.86								
Şub.86	-2.80174	0.2	-0.01105	0.024854	-0.03937	0.031203	0.030526	0.060894
Mar.86	24.16054	-0.01667	-0.02191	0.012839	0.058834	0.085784	0.106231	0.036771
Nis.86	-0.57529	-0.05085	-0.00985	0.021127	-0.00551	0.049095	0.10157	0.08564
May.86	-11.4522	0.017857	0.032346	0.016552	0.003806	0.015578	0.029338	0.025498
Haz.86	5.292245	0.017544	0.074715	0.010855	-0.01361	0.013574	0.02443	0.022533
Tem.86	0.961794	0.051724	-0.00428	0.014765	0.009259	0.023011	0.042925	0.047112
Ağu.86	-10.5205	0.106557	0.099099	0.003968	0.010559	0.008108	-0.00915	0.061684
Eyl.86	12.52304	0.125926	0.016952	0.02108	-0.03477	0.023532	0.071538	0.010936
Eki.86	3.125304	-0.00658	-0.01447	0.036129	-0.06176	0.030852	0.020101	-0.010142
Kas.86	10.80804	0.059603	-0.01729	0.014944	-0.05126	0.042491	0.007037	0.016393
Ara.86	-7.00725	0.06875	0.079062	0.009816	-0.01754	0.020368	-0.03844	-0.09207
Oca.87	-4.93598	0.128655	0.036459	0.036452	-0.14245	0.023454	0.010174	0.23094
Şub.87	6.530335	0.316062	-0.02283	0.037515	-0.16186	0.020172	0.133813	0.073963
Mar.87	4.447408	-0.03543	0.013153	0.033898	0.317899	0.016624	0.067893	0.014558
Nis.87	1.622154	0.012245	0.011958	0.04153	0.047772	0.024587	0.035056	0.014349
May.87	2.293421	0.262097	0.025152	0.056663	0.010427	0.0271	0.033869	0.092492
Haz.87	8.286396	0.361022	0.001811	-0.04369	-0.02671	0.028754	0.059967	0.000498
Tem.87	3.471676	0.992958	0.027285	0.002077	-0.25302	0.030686	0.020953	0.056247
Ağu.87	-0.63573	0.473498	0.0512	0.031088	0.269691	0.024325	0.000513	0.010839
Eyl.87	2.247629	-0.14708	0.005023	0.039196	0.036607	0.036249	0.026667	0.03683
Eki.87	6.010105	-0.17807	0.021354	0.035783	0.053923	0.037017	0.05045	0.042716
Kas.87	-4.70436	-0.1756	-0.01928	0.039216	0.029294	0.045386	0.031384	0.085813
Ara.87	9.87559	-0.0332	0.025854	0.121294	-0.02105	0.053244	0.100507	-0.059174
Oca.88	10.85129	0.114449	-0.06618	0.084135	0.075866	0.081342	0.159615	0.245673
Şub.88	3.026482	-0.06675	-0.09375	0.062084	0.150657	0.053041	0.096098	0.003389
Mar.88	1.605674	-0.07565	-0.03083	0.068894	0.050024	0.048894	-0.02208	-0.011483
Nis.88	3.018289	-0.19196	0.000898	0.044922	0.057598	0.041377	-0.0118	0.018791
May.88	3.327219	0.055249	-0.01508	0.013084	-0.00275	0.03096	0.010232	-0.023139
Haz.88	4.624183	-0.10471	-0.02552	0.007995	-0.0488	0.026646	0.002026	-0.00309
Tem.88	4.93366	-0.10526	0.059858	0.026846	-0.07039	0.025689	-0.04414	-0.032713
Ağu.88	5.8985	-0.02397	-0.01553	0.033868	-0.12796	0.045966	-0.0141	0.046992
Eyl.88	5.227235	0.015625	0.010936	0.045977	0.009041	0.061926	0.029317	0.067324
Eki.88	9.261002	-0.1011	-0.07679	0.048352	0.278514	0.097023	0.069469	0.045237
Kas.88	-3.33114	0.002445	-0.03304	0.055031	-0.01373	0.020547	-0.01234	-0.036879
Ara.88	5.556412	-0.07317	0.062574	0.041232	-0.02176	0.040904	-0.0194	-0.086392
Oca.89	14.15411	0.002632	-0.04001	0.071565	0.033596	0.010311	-0.03354	0.039834
Şub.89	3.768176	0.055118	0.023369	0.036509	-0.02782	0.026028	-0.04962	-0.038641
Mar.89	4.876348	0.181592	0.034824	0.036512	-0.15964	0.034388	-0.03395	-0.019058
Nis.89	3.304572	0.042105	0.01085	0.052632	-0.13799	0.035802	-0.02381	-0.006005
May.89	-8.92784	0.242424	0.059305	0.044488	0.164241	-0.008674	-0.02826	-0.034826
Haz.89	7.380297	0.21626	0.02971	0.032416	0.103571	0.013896	-0.02151	-0.025773
Tem.89	-2.75092	0.032086	0.101568	0.051479	0.02589	0.030311	-0.05741	0.013983
Ağu.89	5.436305	-0.00259	0.03997	0.026042	0.097792	0.014611	0.018143	-0.002609
Eyl.89	3.346869	0.475325	0.050954	0.025381	-0.08764	0.018106	-0.02461	-0.020927
Eki.89	-1.25197	0.463028	0.030752	0.027723	-0.11339	0.036955	-0.03915	-0.027863
Kas.89	1.487417	-0.07702	0.010886	0.041747	-0.11012	0.024357	0.009507	0.028269

Ara.89	-5.09705	0.186441	0.080298	0.048705	0.005988	0.023253	-0.00718	-0.051165
Oca.90	5.64127	0.695604	-0.00382	0.044386	-0.00794	0.021221	0.018067	0.054728
Şub.90	8.666137	0.234608	-0.02001	0.046158	-0.014	0.025017	0.057232	0.002671
Mar.90	8.286119	-0.08347	0.006681	0.0417	0.008114	0.023903	-0.00084	0
Nis.90	-4.18153	-0.04983	0.063486	0.024019	0.004024	0.023625	-0.0357	-0.033866
May.90	1.816807	0.168475	0.008713	0.015385	0.004008	0.026671	0.005226	0.038992
Haz.90	8.111402	-0.01702	0.04424	0.014655	0.007984	0.02423	0.012998	-0.009098
Tem.90	-5.89834	0.196012	0.048625	0.016891	0.019802	0.027113	-0.05389	-0.013007
Ağu.90	-3.6185	0.074594	0.053086	0.044295	0.023301	0.026285	0.001808	0.04186
Eyl.90	5.844656	0.008371	0.0083	0.05763	0.041746	0.014681	0.029783	-0.011161
Eki.90	-1.83701	0.028548	-0.00321	0.046207	0.007286	0.022293	-0.01139	0.033108
Kas.90	3.148639	-0.1685	-0.00433	0.027708	0.047016	0.026941	0.062943	0.067007
Ara.90	12.67357	-0.17211	-0.0179	0.024934	0.082902	0.030461	0.086322	-0.043003
Oca.91	-4.30036	0.028024	0.066948	0.045886	0.031898	0.037615	0.015355	0.058131
Şub.91	5.428016	0.39694	-0.04219	0.052572	0.085008	0.059834	-0.06314	0.022245
Mar.91	20.97803	-0.0691	-0.12104	0.048509	0.079772	0.083902	0.119855	0.104847
Nis.91	0.04317	-0.10032	-0.02832	0.053804	0.044855	0.040399	0.054054	-0.000895
May.91	2.568885	-0.11626	-0.059	0.029106	0.044192	0.045858	0.025641	0.091398
Haz.91	6.125953	-0.02717	0.037873	0.013588	-0.03507	0.042945	0.035667	-0.004379
Tem.91	1.955774	-0.06361	-0.01668	0.022447	0.035088	0.034798	-0.00354	0.030236
Ağu.91	2.267897	0.001181	0.041534	0.047263	-0.03632	0.041691	0.015504	0.070171
Eyl.91	2.999291	-0.13127	0.014512	0.04382	0.032663	0.043089	0.048028	0.008726
Eki.91	4.592214	-0.08251	0.026631	0.035146	0.024331	0.045303	0.03824	0.033613
Kas.91	1.087379	0.223538	-0.0324	0.038534	-0.00594	0.041195	0.053201	0.074366
Ara.91	2.085695	0.273442	0.012175	0.044369	-0.01075	0.040511	0.041632	-0.042511
Oca.92	13.10986	0.130404	-0.04534	0.110311	-0.06763	0.049433	0.069278	0.138075
Şub.92	7.940136	-0.12461	-0.03102	0.052473	-0.02979	0.051788	0.07376	0.054943
Mar.92	7.611828	-0.07801	-0.01788	0.04284	-0.00668	0.061349	0.050824	0.005034
Nis.92	2.029347	0.016662	-0.02559	0.021916	0.068548	0.056997	0.030256	0.023695
May.92	2.901913	-0.09629	-0.02678	0.006983	0.040252	0.05196	0.030011	0.109146
Haz.92	0.411213	0.034854	0.087394	0.002476	0.118501	0.041461	0.032674	0.02511
Tem.92	-0.81261	0.164841	-0.06185	0.018379	-0.01189	0.037334	0.069528	0.072327
Ağu.92	3.326532	-0.04231	0.064614	0.048321	-0.00328	0.034639	0.047108	0.013274
Eyl.92	2.766078	0.035592	0.010878	0.062662	-0.04171	0.027745	0.03977	0.041889
Eki.92	5.034782	-0.09362	0.02091	0.055483	0.041237	0.030294	0.066805	0.012281
Kas.92	9.666313	-0.06381	-0.04468	0.034907	0.033003	0.034991	0.032771	-0.021086
Ara.92	-0.64403	0.098603	0.052031	0.036042	-0.00639	0.029825	-0.0765	-0.095308
Oca.93	8.744106	0.048309	-0.02324	0.050412	0.026795	0.031645	-0.01973	0.075342
Şub.93	3.024956	0.290808	-0.03136	0.052169	-0.11587	0.031383	0.013535	0.030482
Mar.93	3.185953	0.084555	0.067641	0.047563	-0.00118	0.034183	0.011813	0.066961
Nis.93	-0.74343	0.199931	-0.02088	0.026125	0.013002	0.034442	0.091371	0.044414
May.93	7.487928	0.146838	0.032173	0.028764	0.001167	0.041585	0.071628	0.034865
Haz.93	6.881506	0.27584	0.008756	0.023426	0.017483	0.041453	0.02445	0.020163
Tem.93	5.38442	0.028913	-0.02847	0.04744	0.006873	0.043892	0.019206	0.023518
Ağu.93	1.965438	0.010358	0.0243	0.037537	0.013652	0.044479	-0.0018	0.017233
Eyl.93	0.071985	0.305363	0.016397	0.040143	-0.03143	0.042812	0.021655	0.091554
Eki.93	7.761412	0.097659	0.000114	0.035654	-0.00116	0.049586	0.102989	0.069675
Kas.93	7.594669	0.044054	-0.06464	0.063545	0.019722	0.049593	0.075511	0.017699
Ara.93	3.372548	0.195558	0.016145	0.029009	0.01479	0.048364	0.010652	-0.050556
Oca.94	6.87082	0.289937	-0.12073	0.052877	0.147982	0.070528	0.040571	0.157934
Şub.94	17.20602	-0.29821	-0.15729	0.100534	0.228516	0.168983	0.206491	0.13437

Mar.94	13.56931	-0.15026	-0.08155	0.084884	0.034181	0.176842	0.088012	0.089995
Nis.94	48.11529	0.298261	-0.3272	0.328481	-0.02767	0.559751	0.372604	0.118194
May.94	8.585243	-0.164	0.07755	0.089811	1.666403	0.063122	-0.29431	-0.176146
Haz.94	-1.07641	0.158795	0.147597	0.018867	-0.10347	-0.055362	-0.23555	-0.254501
Tem.94	-4.36766	0.166603	0.174532	0.008728	-0.48876	-0.004296	-0.19518	-0.190621
Ağu.94	0.242748	0.153202	0.090317	0.027293	-0.10026	0.024539	-0.0646	0.074267
Eyl.94	4.941524	0.018023	0.008798	0.05406	-0.08052	0.074908	0.114452	0.132038
Eki.94	4.567403	0.041977	-0.01333	0.068763	-0.12119	0.038929	0.083734	0.075154
Kas.94	3.36603	0.021219	-0.05504	0.064006	0.192171	0.034327	0.088848	0.035104
Ara.94	3.47898	0.063954	0.014472	0.083488	0.064925	0.019563	0.001245	-0.058038
Oca.95	23.75496	-0.08258	-0.10752	0.083521	0.185004	0.087225	0.043178	0.072741
Şub.95	-6.58899	0.066446	0.089669	0.070334	-0.17209	0.031725	-0.05342	-0.066047
Mar.95	1.20479	0.240942	0.028086	0.061248	-0.14429	0.052998	-0.06628	-0.008277
Nis.95	0.361281	0.383513	0.063685	0.039435	-0.18781	0.02314	-0.02942	-0.05937
May.95	2.528927	0.004718	0.15557	0.016758	0.140802	0.008907	-0.05785	-0.05885
Haz.95	-2.08211	0.079053	-0.00326	0.012783	-0.0973	0.004568	-0.05631	-0.070048
Tem.95	7.097751	-0.05696	0.038915	0.023914	-0.01796	0.033877	-0.052	-0.046452
Ağu.95	7.283713	-0.03426	0.02242	0.029362	-0.06301	0.029601	0.006744	0.008074
Eyl.95	-0.95236	-0.06483	0.018452	0.047665	0.267896	0.016133	0.000744	0.031771
Eki.95	7.238327	0.055248	-0.02928	0.043843	0.118905	0.064755	0.067232	0.060551
Kas.95	4.439932	-0.08301	-0.04301	0.043332	0.037462	0.047547	0.042509	0.027937
Ara.95	11.36219	-0.04637	-0.06529	0.040694	0.355195	0.073096	0.064973	0.107762
Oca.96	6.890495	0.110422	-0.11279	0.081124	0.092985	0.059006	0.106327	-0.012963
Şub.96	4.439887	0.203824	0.134969	0.055527	-0.26169	0.055783	-0.03404	-0.034408
Mar.96	6.50036	0.16164	-0.08213	0.066497	-0.14353	0.062922	0.009867	0.078575
Nis.96	5.119624	0.082986	0.02143	0.088544	0.00236	0.055448	0.010236	-0.006983
May.96	4.677315	-0.05434	-0.03379	0.040168	-0.09812	0.044983	-0.01013	-0.041667
Haz.96	1.885912	0.040585	0.004475	0.022464	0.096606	0.040476	-0.02117	-0.020918
Tem.96	3.512566	0.019344	0.041584	0.021316	0.024603	0.045207	-0.01699	0.031655
Ağu.96	1.715355	-0.05599	0.094899	0.035269	-0.02401	0.035032	-0.02406	-0.02613
Eyl.96	5.719415	0.03707	-0.01418	0.055763	-0.00318	0.038802	0.003716	-0.051993
Eki.96	5.598788	0.184217	-0.0273	0.054718	0.011146	0.046012	-0.01419	-0.026307
Kas.96	4.465287	0.070556	0.104572	0.055299	0.05748	0.057188	-0.01327	0.038596
Ara.96	6.43471	0.099639	0.007787	0.038972	-0.0484	0.049444	0.039838	-0.076414
Oca.97	13.01539	0.371182	-0.00718	0.053978	-0.15493	0.055613	0.009273	0.097322
Şub.97	4.193395	0.239709	0.064173	0.061017	-0.01204	0.039807	0.033728	0.031741
Mar.97	2.955088	-0.02992	0.007698	0.053852	0.043112	0.040988	0.003976	-0.014549
Nis.97	4.510674	-0.01377	0.049656	0.052576	0.095238	0.044449	-0.01293	-0.044179
May.97	4.259995	-0.02569	-0.07606	0.050814	0.033634	0.048282	-0.00212	0.057894
Haz.97	4.955747	0.12668	-0.02967	0.03241	0.07381	0.045404	-0.00284	-0.033103
Tem.97	6.586739	0.168394	0.00433	0.057053	-0.08943	0.045824	-0.00913	-0.009222
Ağu.97	6.21562	0.023267	-0.07881	0.061246	0.119318	0.052274	0.028845	0.060617
Eyl.97	2.657597	0.170401	-0.02398	0.061044	-0.01378	0.055066	-0.00268	-0.053642
Eki.97	4.462042	0.322233	0.013485	0.067905	-0.05221	0.053546	-0.02438	-0.033152
Kas.97	5.010553	-0.05209	-0.05618	0.058188	0.083786	0.059408	0.039574	0.086321
Ara.97	6.689373	0.048229	0.006266	0.052918	-0.24839	0.054328	0.048074	-0.011478
Oca.98	17.15767	0.141517	0.079078	0.06135	0.24	0.050368	-0.00933	0.078374
Şub.98	3.549718	-0.11357	-0.03996	0.042836	0.060676	0.055219	0.055716	0.044932
Mar.98	4.621669	0.085754	-0.0586	0.036559	-0.09341	0.051427	0.032001	-0.016447
Nis.98	2.014321	0.158471	0.081883	0.03801	-0.09265	0.044408	-0.0304	-0.047648
May.98	-0.10615	0.052508	-0.03733	0.034108	-0.12412	0.03759	-0.04278	-0.01153

Haz.98	4.490574	-0.02854	0.026667	0.013854	-0.01005	0.030852	-0.05335	-0.089353
Tem.98	1.924144	0.098788	0.100015	0.020984	-0.16244	0.026698	-0.05913	-0.024677
Ağu.98	0.936297	-0.2191	0.050482	0.027904	0.218182	0.02374	0.01193	0.077229
Eyl.98	-1.50604	-0.29719	0.038238	0.051607	0.470647	0.027347	-0.00668	-0.024829
Eki.98	2.075242	-0.13651	0.015055	0.034511	-0.04601	0.031464	0.010033	0.023856
Kas.98	10.76849	0.152397	-0.0749	0.033936	0.029787	0.043958	0.037916	-0.069676
Ara.98	2.417796	0.036087	-0.00848	0.027364	-0.00069	0.04543	-0.07306	-0.065864
Oca.99	7.311559	0.058253	0.068689	0.034621	-0.09373	0.043869	-0.0583	-0.016886
Şub.99	7.653065	0.226796	-0.08216	0.031109	-0.04791	0.044398	0.011499	0.002229
Mar.99	3.93563	0.269249	0.011308	0.041485	-0.16534	0.04176	-0.01626	0.033098
Nis.99	4.597216	0.190036	0.034218	0.053084	-0.03349	0.04489	0.030771	-0.002659
May.99	2.342061	0.124139	-0.04064	0.037332	-0.00792	0.037796	0.001434	-0.011681
Haz.99	4.355572	-0.05205	-0.03422	0.022279	0.11477	0.033277	0.012887	-0.033787
Tem.99	2.200369	0.065256	0.051455	0.045094	-0.09221	0.031923	-0.05783	0.00226
Ağu.99	0.55161	0.015051	0.053082	0.035428	0.148915	0.032069	-0.02837	-0.004112
Eyl.99	6.025384	0.070894	-0.00698	0.056631	-0.02833	0.036945	0.018953	0.004662
Eki.99	1.697019	0.001699	0.024294	0.047565	-0.03445	0.039284	0.005924	0.04707
Kas.99	8.279272	0.32014	-0.07427	0.04551	-0.11802	0.045742	0.070264	0.038242
Ara.99	5.806224	0.528983	0.055421	0.071348	0	0.052127	0.041976	-0.019149
Oca.00	12.29488	0.45503	0.069759	0.05251	-0.60373	0.03669	-0.01363	0.01803
Şub.00	1.917271	-0.11874	0.011107	0.038738	0.102094	0.019575	0.046196	0.104922
Mar.00	1.874955	0.104934	0.047602	0.029219	-0.05226	0.021468	0.064866	0.035043
Nis.00	1.063177	0.003298	0.01432	0.02541	-0.13534	0.018931	0.010953	0.002136
May.00	6.295712	-0.00142	-0.01579	0.019161	0.142029	0.016757	0.036042	0.054886
Haz.00	-10.2908	-0.10363	0.045403	0.004463	0.063452	0.017579	-0.00192	-0.026874
Tem.00	7.726434	-0.10385	0.031655	0.010239	-0.17661	0.014889	-0.01721	-0.043501
Ağu.00	3.479575	-0.03838	0.000419	0.011851	-0.03768	0.009106	0.004678	0.060024
Eyl.00	-4.24743	-0.11488	0.028054	0.023664	0.012048	-0.000259	0.005414	-0.002253
Eki.00	9.379479	0.102928	-0.04511	0.024478	0.130952	0.017318	0.007754	-0.013342
Kas.00	-0.79172	-0.03664	0.03039	0.023078	0.078947	0.015157	-0.01614	-0.035885

Kaynak: Beklenen döviz kuruna ilişkin veriler, İbrahim ÇANAKÇI'nın çalışmasında(Makroekonomik Tahminlerin Performansı Üzerine Bir Değerlendirme, DPT, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları 1997-01, Mayıs 1997) yer alan TUSİAD'ın yıllık beklenen döviz kuru tahminleri (1986-1996 yılları arası) ve TUSİAD'ın konjonktür Değerlendirme Raporlarından (1997-2001 yılları arası) yararlanılarak, tarafımızdan aylık beklentiler haline dönüştürülerek elde edilmiştir. Döviz tevdiat hesapları, tefe, IMKB indeksi ve para arzı'na ait veriler TCMB veri dağıtım sisteminden (www.tcmb.gov.tr) elde edilmiştir. Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları ise DPT'nin web sitesinden yararlanarak elde edilmiştir.

TC YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMAN YAYIN MERKEZİ

Ek Tablo 2: Para İkamisinin Enflasyon Vergisi ve Senyoraj Geliri
Üzerindeki Etkisinin Analizinde Kullanılan Veriler (1989/4-2000/4)

	Enflasyon Vergisi	Senyoraj Geliri	DTH/TOP MEV
1989/4	703.0408	175.8686	16.78342
1990/1	533.363	185.4638	18.47936
1990/2	643.3358	411.8656	18.58551
1990/3	231.6782	692.3182	18.33713
1990/4	620.9317	134.7504	18.39401
1991/1	518.6433	445.084	20.65965
1991/2	484.6785	202.1904	23.28909
1991/3	346.0623	566.339	24.22762
1991/4	856.8059	465.3312	25.48206
1992/1	561.5664	349.5879	29.53751
1992/2	335.9906	487.3906	32.65986
1992/3	187.6054	623.0246	35.65092
1992/4	1059.808	426.3144	35.22454
1993/1	509.6947	454.2452	38.03112
1993/2	410.6606	518.3302	41.41134
1993/3	416.6876	577.4455	44.06829
1993/4	880.3811	357.9165	42.9357
1994/1	268.9254	307.5624	52.18572
1994/2	1581.945	737.6071	50.11873
1994/3	340.8608	908.2101	39.39119
1994/4	931.8704	165.4127	42.69721
1995/1	580.7836	312.0285	42.74402
1995/2	421.6783	778.2081	40.19531
1995/3	292.2138	588.9114	37.74248
1995/4	667.0932	235.2002	36.19385
1996/1	520.7172	283.4504	40.20686
1996/2	443.0288	463.7339	39.51892
1996/3	591.0866	694.8067	38.63716
1996/4	858.1502	288.8579	35.06064
1997/1	217.3722	471.1284	38.97464
1997/2	524.4982	641.8053	38.54822
1997/3	704.0707	661.4099	37.89034
1997/4	796.3002	288.6302	36.93281
1998/1	378.3947	521.0524	40.22767
1998/2	447.8094	545.8991	37.70797
1998/3	460.8387	681.455	34.76049
1998/4	779.4913	310.3089	36.10582
1999/1	-22.1647	513.7507	34.87939
1999/2	481.0014	365.5366	34.11212
1999/3	698.5716	656.3014	33.63765
1999/4	699.7957	490.0022	35.47533
2000/1	319.9947	723.4451	38.60966
2000/2	240.992	228.2108	39.44007
2000/3	338.7561	604.8777	40.22112
2000/4	826.5718	198.4574	39.15858

Kaynak: Hesaplamalarda kullanılan deflatör MB elektronik veri dağıtım sisteminden (www.tcmb.gov.tr) üç aylık cari yıl ve sabit yıl fiyatlarıyla (1987=100) hesaplanan GSMH (üretim) rakamlarından yararlanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır. Yine senyoraj ve enflasyon vergisi hesaplamalarında para arzı olarak rezerv para kullanılmıştır. Söz konusu veri yine MB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir

Ek Tablo 3: Para İkamelerinin Paranın Dolanım Hızı Üzerindeki Etkisi
Analizinde Kullanılan Veriler (1986-2000)

	GSMH/M2	DTH/M2
1986	4.07262	0.14
1987	4.083749	0.21
1988	4.59583	0.31
1989	4.677019	0.32
1990	5.304808	0.3
1991	5.190572	0.41
1992	5.518905	0.68
1993	6.729306	0.88
1994	5.921391	1.48
1995	5.951089	1.16
1996	4.89369	1.26
1997	4.923989	1.16
1998	4.436548	1.21
1999	3.414808	1.07
2000	5.002268	1.03

Kaynak: Paranın dolanım hızı, analizimizde M2 para arzının gayri safi milli hasılaya (GSMH) oranı şeklinde ele alınmıştır. Söz konusu veriler MB elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir.