

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Serdar MORAL

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI:
DÖVİZ KURU KANALI**

İktisat Ana Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Antalya 2014

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Serdar MORAL

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI:
DÖVİZ KURU KANALI**

Danışman:
Doç. Dr. Koray DUMAN

İktisat Ana Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Antalya 2014

Akdeniz Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Serdar MORAL'ın bu çalışması, jürimiz tarafından İktisat Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Yrd. Doç. Dr. Mehmet MERT (İmza)

Üye (Danışmanı) : Doç. Dr. Koray DUMAN (İmza)

Üye : Prof. Dr. Sayim IŞIK (İmza)

Tez Başlığı: Türkiye Ekonomisinde Parasal Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 17/01/2014

Mezuniyet Tarihi : 23/01/2014

Prof. Dr. Zekeriya KARADAVUT
Müdür

İÇİNDEKİLER

ŞEKİLLER LİSTESİ	iv
TABLolar LİSTESİ	v
KISALTMALAR LİSTESİ	vi
ÖZET	vii
SUMMARY	viii
ÖNSÖZ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

1.1 Teorik Yaklaşımlarda Paranın Yeri	5
1.2 Miktar Teorisi ve Uzun Döneme Uyarlama	6
1.3 Keynesyen İktisatta Para Politikasının Rolü	7
1.4 Parasalcı Yaklaşımda Para Politikasının Rolü	8
1.5 Teorik Yaklaşımlarda Aktarım Mekanizmaları	8
1.5.1 Dolaysız Aktarım Mekanizması	8
1.5.2 Dolaylı Aktarım Mekanizması	8
1.6 Parasal Aktarım Kanalları	8
1.6.1 Geleneksel Faiz Oranı Kanalı	8
1.6.1.1 Diğer Varlık Fiyatları Kanalı	9
1.6.1.2 Döviz Kuru Kanalı	9
1.6.1.3 Hisse Senedi Kanalı	9
1.6.1.3.1 Tobin'in Q Teorisi	9
1.6.1.4 Servet Etkisi Kanalı	10
1.6.2 Kredi Kanalı	10
1.6.2.1 Banka Kredi Kanalı	10
1.6.2.2 Bilanço Kanalı	10
1.6.2.3 Nakit Akım Kanalı	10
1.6.2.4 Beklenilmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı	10
1.6.2.5 Hanehalkı Likidite Etkisi Kanalı	11
1.6.3 Beklentiler ve Belirsizlikler	11
1.7 Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler ve Türkiye'de Finansal Sistemin Yapısı	11

1.7.1	Resmi Müdahaleler.....	11
1.7.1.1	Faiz Oranları Kontrolü.....	11
1.7.1.2	Banka Kredilerindeki Sınırlamalar.....	11
1.7.1.3	Kamu Destekli Finansman	12
1.7.2	Finansal Piyasaların Gelişmişliği ve Derinliği	12
1.7.3	Finansal Sözleşmelerin Vadesi.....	12
1.7.4	Uluslararası Sermaye Akımları	13
1.7.4.1	Sermaye Girişleri Para Politikası ve Maliye Politikası	13
1.7.4.1.1	Esnek Döviz Kurları Altında Sınırlı Sermaye Hareketliliği.....	13
1.7.4.1.2	Esnek Döviz Kurları Altında Tam Sermaye Hareketliliği.....	15
1.7.5	Para İkamesi ve Aktif İkame	16
1.7.6	Türev Ürünlerin Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkisi.....	17
1.7.7	Başlangıçtaki Finansal Şartlar	17
1.7.7.1	Finansman Kaynakları.....	17
1.7.7.2	Finansal Portföyün Bileşimi	19
1.7.7.3	Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu	20
1.8	Türkiye’de Kredi Kanalı ve Türkiye’deki Parasal Aktarım Mekanizmaları.....	21
1.8.1	Para Görüşü	21
1.8.1.1	Faiz Oranı Kanalı.....	21
1.8.1.2	Diğer Varlık Fiyatları Kanalı.....	21
1.8.1.2.1	Döviz Kuru Kanalı	21
1.8.1.2.2	Hisse Senetleri Fiyatları Kanalı	21
1.8.2	Kredi Görüşü	21
1.8.2.1	Bilanço Kanalı	22
1.8.2.2	Banka Kredileri Kanalı	22
1.9	Döviz Kuru ve Reel Ekonomiye Etkileri.....	22
1.9.1	Döviz Kuru ve Döviz Piyasası.....	22
1.9.1.1	Nominal Döviz Kuru Tanımı (İki Taraflı Nominal Döviz Kuru).....	22
1.9.1.2	Reel Döviz Kuru Tanımı	23
1.9.2	Döviz Piyasasının Özellikleri	23
1.9.3	Döviz Kuru Rejimleri	23
1.9.4	Döviz Kuru Sistemleri	31
1.9.4.1	Sabit Döviz Kuru	31
1.9.4.1.1	Tam Sabit Kur Yöntemi	32
1.9.4.1.2	Yarı Sabit Kur Yöntemi.....	34

1.9.4.2	Esnek Döviz Kuru	37
1.9.4.3	Karma Sistemler	38
1.9.4.3.1	Müdahaleli Esnek Kur Yöntemi (Managed Float)	38
1.9.4.3.2	Serbest Dalgalanan Kur Yöntemi (Free Float)	38
1.9.5	Kurları Belirleyen Faktörler	39
1.9.5.1	Ödemeler Dengesi	39
1.9.5.2	Enflasyon Oranları	39
1.9.5.3	Faiz Oranları	44
1.9.5.4	Politik İstikrar	46
1.9.5.5	Para İkamesi Modeli	46
1.10	Döviz Kuru Rejiminin Belirlenmesinde Rol Oynayan Temel Unsurlar	47
1.10.1	Üçlü Açmaz (Impossible Trinity/Trilemma)	47
1.10.2	İki Kutup Hipotezi (Bipolar View)	49
1.10.3	Dalgalanma Korkusu Hipotezi (Fear of Floating)	51
1.11	Döviz Kurundaki Değişkenlik ve Enflasyon (Dolarizasyon)	51
1.12	Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi	52
1.12.1	Devalüasyon	52
1.12.2	Faiz Paritesi Teorisi (Interest Rate Parity Theory)	53
1.12.3	Massetme Yaklaşımı (Toplam Harcama Yaklaşımı)	57
1.12.4	Mark-Up Modelleri	57

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİ ve KUR POLİTİKALARI

2.1	Türkiye’de 1980 Öncesi İthal İkameci Yapılanmada Uygulanan Döviz Kuru Politikaları	60
2.2	Türkiye’de 1980 Sonrası Dışa Açılma Sürecinde Uygulanan Döviz Kuru Politikaları	62
2.3	Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması İçin Bir Uygulama	66
2.3.1	Veriler	66
2.3.2	Yöntem ve Ampirik Bulgular	71
SONUÇ		85
KAYNAKÇA		87
Ö Z G E Ç M İ Ş		95

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 Esnek Kur Uygulamalarında Para Politikası (Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde)	14
Şekil 1.2 Esnek Kur Uygulamalarında Maliye Politikası (Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde) .	14
Şekil 1.3 Esnek Kur Uygulamalarında Para Politikası	15
Şekil 1.4 Esnek Kur Uygulamalarında Maliye Politikası.....	16
Şekil 1.5 IMF Tarafından Kullanılan Kur Rejimi Sınıflandırması.....	25
Şekil 1.6 Sabit Kur Rejimleri	32
Şekil 1.7 Yarı Sabit Kur Yönteminin Çeşitleri.....	34
Şekil 1.8 Avrupa'nın Döviz Kuru Volatilitesi.....	35
Şekil 1.9 Şili'nin Yıllar İçerisindeki Döviz Kuru Gelişimi	37
Şekil 1.10 Üçlü Açmaz.....	48
Şekil 1.11 Tutarlılık Üçgeni	49
Şekil 1.12 Faiz Paritesi Teorisi.....	54
Şekil 1.13 Kur Faiz İlişkisi	56
Şekil 2.1 TÜFE Verilerinin Grafiği.....	67
Şekil 2.2 TEFE Verilerinin Grafiği	67
Şekil 2.3 USD Verilerinin Grafiği	68
Şekil 2.4 TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Verilerinin Grafiği	68
Şekil 2.5 2005 Bazlı TÜFE Verilerinin Grafiği	68
Şekil 2.6 TEFE/TÜFE Verilerinin Grafiği	69
Şekil 2.7 Reeskont Faiz Oranı Verilerinin Grafiği	69
Şekil 2.8 Nominal Döviz Kuru Verilerinin Grafiği	69
Şekil 2.9 3 Aylık Vadeli Mevduat Faiz Verilerinin Grafiği	70
Şekil 2.10 USD Verilerinin Grafiği (LN).....	70
Şekil 2.11 TÜFE Verilerinin Grafiği (LN).....	70
Şekil 2.12 TEFE Verilerinin Grafiği (LN)	71
Şekil 2.13 Para Arzı Serisinin Grafiği	71
Şekil 2.14 Varyans Etki-Tepki Grafikleri	82

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1 Tarihsel Süreç İçerisinde Döviz Kuru Rejimleri.....	24
Tablo 1.2 Alternatif Döviz Kuru Rejimleri	27
Tablo 2.1 Türkiye’de Uygulanan Kur Rejimleri (1930-2003)	64
Tablo 2.2 TUFE Verilerine İlişkin Korelagram Testi	73
Tablo 2.3 Para Arzı Verilerine İlişkin Korelagram Testi	74
Tablo 2.4 USD Kuru Verilerine İlişkin Korelagram Testi	75
Tablo 2.5 ADF Birim Kök Testi Sonuçları	77
Tablo 2.6 Birinci Dereceden Farklar Alınarak Yapılan Yeni Birim Kök Testi Sonuçları	77
Tablo 2.7 Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları.....	78
Tablo 2.8 Granger Nedensellik Testi Sonuçları	79
Tablo 2.9 VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	80
Tablo 2.10 VAR Modeli Tahmin Sonuçları	81

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
TL	Türk Lirası
SPK	Serbest Piyasa Kurulu
SDR	Special Drawing Rights
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
OECD	İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı
NDV	Net Dış Varlıklar
ADF	Genişletilmiş Dickey Fuller
VAR	Vektör Otoregresyon
TCMB	T.C.Merkez Bankası
MB	Merkez Bankası
IMF	Uluslararası Para Fonu
ECU	European Currency Unit
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
ERPT	Döviz Kurunun Fiyatlara Yansıması
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri

ÖZET

Bu çalışma kapsamında para politikası şoklarının reel ekonomi ve fiyatlar üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Bu nedenle çalışmada parasal aktarım kanalları incelenerek, Türkiye’de bu kanallardan hangilerinin etkin olarak çalıştığı analiz edilmiştir. Özellikle döviz kuru kanalı temelinde parasal aktarım mekanizmalarının çalışmalarını test etmek amacıyla da VAR modeli kapsamında bazı etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma yöntemleri gibi çeşitli modellerden yararlanılarak Türkiye’nin 1986-2010 yılları arası üçer aylık verileri test edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Parasal Aktarım Mekanizması, Parasal Aktarım Kanalları, Döviz Kuru VAR modeli

SUMMARY
MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN ECONOMY OF TURKEY:
EXCHANGE RATE CHANNEL

In this study it's aimed to examine the impact of a monetary policy shock on output and prices for Turkey. Therefore, this paper is to explain firstly the channel of monetary transmission mechanism in general and to determine which monetary transmission channels work effectively in Turkey. Then in view of currency channel to explain in order to test the working of monetary transmission channel, VAR model is constructed and the results, which are based on impulse response functions and variance decomposition with quarterly aggregate data covering the period 1986-2010 , are reported.

Keywords: Monetary Mechanism, Monetary Transmission Channel , Exchange rate, VAR Model

ÖNSÖZ

Çalışmalarım boyunca bana yol gösteren ve benden yardımını esirgemeyen, tezin fikir aşamasından oluşumuna kadar fikir alışverişi ve katkı sağlayan değerli hocam Doç. Dr. Koray DUMAN'a, abim Dr. Mustafa NURAN'a teşekkürlerimi sunuyorum.

Serdar MORAL

Antalya, 2014

GİRİŞ

Para, mübadele aracı, değer ölçüsü ve değer biriktirme fonksiyonları ile günlük yaşantımızın vazgeçilmez unsurları arasındadır. Para, genel olarak, toplumun ödeme aracı olarak kabul ettiği her şeydir. Para sistemleri, paranın işleyişi ve niteliği ile ilgili kurallar bütünüdür. Para standartları, işlemlerin kurallara bağlı etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlamak amacıyla vardır.

Tarihte çok çeşitli para standartları kullanılmıştır. Para politikalarının başarıyla yürütülmesi için otoritelerin uyguladıkları politikaların ekonomiye etkileri konusunda tam bir değerlendirmeye sahip olmaları gerekir. Bu değerlendirme sürecinde para politikalarının hangi kanal vasıtasıyla ekonomiyi etkilediğinin anlaşılması, uygulanacak politikaların belirlenmesi bakımından önemlidir.

Para politikalarının ekonomiyi etkileme yolları ile ilgili ilk çalışmalar Keynesyen IS-LM analizi çerçevesinde yürütülmüştür. Ancak daha sonraki çalışmalarda finansal piyasalardaki asimetrik enformasyonun, para politikaları aktarımındaki rolü önem kazanmıştır. Ekonomi politikasının alt dalı olan para politikası, toplam üretim, istihdam ve fiyat hareketlerini kapsayan genel ekonomik faaliyetlerin yönünü ve gelişimini etkilemek amacıyla kullanılan temel araçlardan biridir. Para politikasının arz yönlü doğrudan etkisi azdır ve ekonomi üzerindeki asıl etkisini çoğunlukla toplam talebi etkileyerek gösterir. Dolayısıyla para politikası uzun vadede, mal ve hizmetlerin nominal değerini, yani genel fiyatlar düzeyini belirlerken, kısa ve orta vadede de reel aktiviteler üzerinde oldukça önemli etkiye sahiptir.

1970 öncesi dönemde, ekonomi politikaları asıl olarak maliye politikaları çerçevesinde oluşturulmuş, para politikaları ise sürdürülebilir büyüme, fiyat istikrarı ve tam istihdam hedeflerine ulaşılmasında destekleyici bir unsur olarak görülmüştür. 1970’li yılların başında petrol krizinin etkisiyle petrol fiyatlarının aşırı yükselmesi ve merkez bankalarının bu dışsal şokun ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek amacıyla geniş para politikaları izlemeleri sonucu birçok ülkede enflasyonist bir süreç yaşanmıştır. Bu süreçte para politikalarının, yukarıda sayılan hedeflerin hepsini dikkate alarak düzenlenmesinin para politikasını nispeten etkisiz kıldığı, üstelik özellikle ekonomik kalkınmaya destek olması amacıyla oluşturulan para politikalarının uzun dönemde hem ekonomik kalkınmaya beklenen desteği sağlamadığı, hem de enflasyona yol açtığı genel kabul görmeye başlamıştır.

Literatürdeki çeşitli çalışmalar, üretim düzeyi potansiyel seviyesinin altında olmadığı müddetçe, uygulanan geniş para politikalarının üretim ve istihdam üzerindeki olumlu

etkilerinin çok kısa süreli olduğunu, orta ve uzun vadede sadece enflasyona yol açtığını göstermiştir. Bu çalışmalarla birlikte 1970-80'lerde yaşanan gelişmeler, merkez bankalarının üretim ve istihdama katkılarının ancak ve ancak fiyat istikrarını gözeten politikalarla olabileceğini göstermiştir. Bu çerçevede, özellikle 1980'lerden itibaren merkez bankalarından beklentiler değişmeye başlamış, merkez bankası politikaları açısından fiyat istikrarı asıl hedef olarak ön plana çıkmıştır.

Bu noktada, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlama hedefi çerçevesinde aldığı kararlarda başarılı olabilmeleri, uygulanan politikaların ekonomiye etkileri ve ortaya çıkış süreleri hakkında doğru değerlendirmelere sahip olmalarını gerekli kılmaktadır. Merkez bankalarının, parasal şokların hangi kanallarla ve ne ölçüde üretim sürecini etkilediğini bilmeleri, etkin para politikası enstrümanlarını belirleme ve hedeflere ulaşabilme kabiliyetini güçlendirmektedir. Bu sebeple 1980'lerden itibaren, para politikası-reel ekonomi arasındaki etkileşimi gösteren parasal aktarım mekanizmasına ilişkin çalışmalar yoğunlaşmıştır. Başlarda yapılan araştırmalar, yalnızca para ve tahvil piyasalarının modellenmesine dayanan geleneksel faiz oranı kanalı üzerine yoğunlaşmışken, 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren banka kredilerinin üretim üzerindeki etkileri de araştırılmaya başlanmıştır.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişini belirlemeye yönelik yapılan araştırmalarda, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ekonomisi için yapılan araştırmalar yoğunluktadır. 1990'lı yıllardan itibaren uluslar arası kuruluşlar ve gelişmekte olan ülkelerin de parasal aktarım mekanizması ve işleyiş kanalları konusunda çalışmalara ağırlık verdiği gözlenmektedir. Türkiye'de ise parasal aktarım mekanizmasına ilişkin çalışmalar daha çok 2000'li yıllarda artış göstermiştir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de para politikası-reel ekonomi etkileşimini ve parasal aktarım kanallarından hangilerinin etkin olarak çalıştığını araştırmak, bu konu hakkındaki bilgiyi geliştirmektir. Bu çerçevede, çalışmanın birinci bölümünde parasal aktarım mekanizmasının işleyişine ilişkin Keynesyen ve Parasalcı yaklaşımlardan bahsedilecek, parasal aktarım kanallarının neler olduğu ve üretim seviyesini nasıl etkiledikleri teorik olarak ele alınacaktır. Bu bölümde ayrıca, parasal aktarım mekanizmasını etkileyen faktörlerden de bahsedilecektir. Çalışmanın ikinci bölümünde, parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişinin araştırılmasında yaygın olarak kullanılan Vektör Otoregresyon (VAR) modelinden ve bu modelin araçlarından bahsedilecektir. Üçüncü bölümde, Türkiye'de parasal aktarım mekanizmasının işleyişine ilişkin yapılan çalışmalardan bahsedilecek ve Türkiye için bir VAR modeli oluşturulacaktır. Dördüncü bölümde ise çalışma ana hatlarıyla özetlenecek ve ampirik bulguların genel bir değerlendirmesi yapılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

İktisat biliminin bir alt dal olan para politikaları; istihdam, fiyat, toplam üretim ve genel ekonomik faaliyetlerin geneliyle ilgilenen iktisadi disiplindir. Para politikaları kısaca, genel ekonomik faaliyetlerin işleyişini ve gelişimini etkilemek ve yönlendirmek amacıyla telem araçların işletilmesi yönünde çalışmalar gerçekleştirmektedir. Para aktarımı ve mekanizmalarının anlaşılabilmesi için öncelikle paranın tanımı, işlevleri, fiyatı ve ekonomideki yerini bilmek ve anlamak gerekir.

“Para, mal ve hizmet değişiminde genel olarak, kabul edilen herhangi bir şeydir. Paranın değişim işlemindeki başarısının zorunlu koşulu, borç ödemelerindeki kabul edilebilirliğidir” (Parasız, 1999: 1).

“Para mal ve hizmetlerin fiyatlarının belirlenmesinde, borçların değerlerinin belirlenmesinde, muhasebe işlemlerinde hesap birimi olarak kullanılır” (Yalta, 2011: 1).

“Para politikası uzun vadede, mal ve hizmetlerin nominal değerini, yani genel fiyatlar düzeyini belirlerken, kısa ve orta vadede de reel aktiviteler üzerinde oldukça önemli etkiye sahiptir”(Kasapoğlu, 2007: 1).

“Bankalarda kredi tanımlaması ve diğer bazı işlemlerde kullanılan materyal paradır. Para ile değerler ölçülüp buna göre hareket edilir. Bankaların işlem temelini hukuki açıdan ele alan sistemlerin başını parasal hareketler izler. Bankalar kanununun 81 ve 82 nci maddelerinde ifade edildiği gibi karşılıklı taahhütleri içeren bir niteliğin oluşturulabilmesi için parasal değer ortaya çıkmış olması gerekir. Sözleşmeler bu sistem üzerine oluşturulur ve düzenlenir”(Aydoğan, 2009).

Yukarıda yapılan tanımlardan da anlaşıldığı gibi paranın bir değişim aracı olduğunu görmekteyiz. Para mekanizmalarında her türlü işlem para ile ölçülmekte ve düzenlenmektedir. Türk Ticaret Kanunu ve Bankalar kanununun ilgili maddelerinde paranın tanımı bir değişim aracı olarak gösterilmiştir. Ödemeler ve ödemelere ilişkin yapılan sözleşmelerde paranın niteliği ve miktarı üzerinden hareket edilmektedir. Paranın bir değişim aracı olduğunu düşündüğümüzde bu değişimin sağlandığı ve işletildiği bir mekanizmanın varlığından da bahsedilmesi gerekmektedir.

Sosyal açıdan para kavramına bakıldığında ise, günlük hayatın adeta vazgeçilmezi olarak görülmektedir. Bu anlamda parasal güç vazgeçilmez bir kavramdır. İnsanların hatta

toplumların birbiri üzerinde parasal güç ile etki yaratmaya çalıştığı söylenebilir. Para çok yönlü fonksiyonel bir yapıya sahiptir. Bu nedenle paranın işletilmesi ve kullanılması yönünde birçok teori ortaya atılmış ve bu teoriler üzerine çeşitli çalışmalar gerçekleştirilmiştir(Önder,2005).

Paranın en önemli fonksiyonunu, mübadele yani değişim aracı olma özelliği almaktadır. Geçmişte takas sistemi yaşanırken bugün bu durum para ile değerlendirilmekte paranın satın alma gücü fonksiyonu ile değişim gerçekleştirilmektedir. Bu sayede takasın meydana getirdiği güçlükler paranın değişim fonksiyonu ile ortadan kalmaktadır. Mübadele ve değişim aracı olma özelliğiyle para; ticaretin daha etkin, insan ilişkilerinin daha resmi ve kati olması yönünde bir önem ortaya çıkarmıştır. Toplumlar hatta bireyler arasındaki mal ve ticaret ilişkisini paranın şekillendirdiği bilinmektedir. Şekillenen ilişkiler mevcut kullanılan hukuk sisteminde de tanımlanan özellikler ve yaptırımlarla işlevsellik kazanmaktadır. Bugün birçok alanda olduğu gibi insan ilişkilerinde düzenleyen sözleşmelerde maddi değer yönünde ifade ile tanımlandığı görülmektedir. Bu maddi önem yine paranın değişim aracı olma yönündeki fonksiyonel yapısı ile gerçekleştirilmektedir.(Dal,2008)

Para fonksiyonlarından bir diğeri ise hesap birimi olma özelliğidir. Örnekle açıklanacak olursa; A'nın B ve C cinsinden iki değeri olduğunu farz edildiğinde B ve C arasında da bir ilişki olduğu görülmekte ve A'nın üç fiyatı ortaya çıkmaktadır. Ekonomiye uyarlanan örneği para olmadığı ve fakat 10 mal olduğu varsayımından hareketle ele aldığımızda, karşımıza 45 fiyat $[(10-1).10/2]$ çıkmaktadır. Aynı şekilde bu ekonomide mal yerine para kullanılmış olduğu durumunda ise karşımıza sadece 10 fiyat çıktığı görülmektedir.

Para aynı zamanda bir tasarruf aracı ya da borçlanma aracı şeklinde de tanımlanmaktadır. Bu yönüyle talep olunan ihtiyaçların karşılanmasında ya da geleceğin güvence altına alınmasında paranın gücü kullanılmaktadır. Maddi açıdan sağlanmak istenen ya da sağlanan tasarruflar yine paranın değer fonksiyonu ile sağlanabilmektedir. Bu nedenle tasarruflar, ister kişiler isterse ülkeler bazında olsun her iki açıdan da ele alınabilmektedir. Ülkeler açısından ele alındığında ekonomi politikasının en önemli araçlarından birisi konumunda olan para, üretim ve tüketim fonksiyonlarının da belirlenmesindeki çok önemli bir rol üstlenmektedir.

Nihai olarak devletler ve ekonomi dünyası dengeli büyüme, istikrar ve sürdürülebilir politikaları da paranın işlevsel gücü ile sağlamaktadır. Devletin ve siyasetin en önemli politika araçlarından birisini bu anlamda para oluşturmakta, paranın fonksiyonel yapısının özellikleri ile işlevsellikleri üzerinde önemle durulması gerektiği görülmektedir ve paranın ekonomi

açısından büyük bir öneme sahip olduğu, kısa ya da uzun dönemli politikalarda paranın işlevselliği ile ekonomi dünyasının reel hareketlerini şekillendirdiği gerçeği de ekonomistler tarafından bu anlamda belirtilmektedir.

Para mekanizmasında paraya yönelik teorik yaklaşımların belirlenmesi ve açıklanması önemli olduğundan bu nedenle teorik yaklaşımlarda paranın yeri ve önemi konusunda literatür çalışmalarına değinmek gerekmektedir.

1.1 Teorik Yaklaşımlarda Paranın Yeri

Önceki bölümde de belirtildiği üzere paranın fonksiyonları geçmişten günümüze oldukça önem arz etmiş, para ve özellikleriyle ilgili çok fazla tanım ve araştırma gerçekleştirilerek paranın teorik önemi üzerinde durulmuştur:

“Para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerinde yaratmış olduğu etkilerin ne şekilde ve nasıl gerçekleşeceğinin bilinmesi, merkez bankalarının alacağı kararlar açısından önem taşır” (Gür, 2003: i).

“Türkiye ekonomisinde aktarım mekanizmasını analiz etmek amacıyla para arzı kullanılmaktadır. Para arzı, toplam kredi hacmi, faiz haddi, fiyat değişimleri ve GSMH’deki değişimleri temsil eder” (Seyrek vd., 2004: 6).

Siyasi çerçevede de en önemli politika aracı paradır. Parasal hareketler ve ekonomik faaliyetler bir seçim propagandası şeklinde kullanılmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmalar incelendiğinde özellikle ulusal ve uluslararası siyaset malzemelerinin başında para ve işlevselliği üzerinde durulduğunu görmekteyiz.

“Para politikaları ekonomiyi en azından kısa dönemde etkilediği genel kabul gören bir görüştür. Ancak para politikalarının ekonomiye aktarımını sağlayan kanalların nispi önemi hakkında aynı görüş birliği sağlanamamaktadır. Bu anlamda para politikasında değişkenlerin hangi vasıtalarla ekonomiyi etkilediği konusunda değişik görüşler ortaya çıkmıştır. Özellikle aktarım mekanizmaları konusundaki bu görüş farklılıkları paranın ekonomideki rolü ve işlevselliği yönündedir” (Aklan, 2008: 2).

“Kamu harcamalarının denetimsizliği bir değer oluşturmakta ve kayıt dışı ekonominin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Devlet kamu harcamalarını ve hizmetlerini ifade ederken parasal değer üzerinden açıklama gerçekleştirir. Bu nedenle paranın ekonomik değeri önemli bir kavramdır” (Demir, 2008: 113).

Yukarıdaki tanımlardan da anlaşıldığı gibi kayıt dışı başta olmak üzere para politikalarında da en önemli malzemenin para olduğunu görmekteyiz. İstihdam yaratılması, yatırımlar, siyasi istikrar, politik yaklaşımlar da paranın gücü ve önemiyle sağlanmaktadır. Bu nedenle paranın teorik önemi de oldukça fazladır. Paranın teorik açıdan önemi literatür açısından da fazlası ile ele alınmıştır. Devletlerin de uzun ve kısa vadeli para politikalarında paranın işlevselliği ile paranın gücünün çok fazla kullandığını söyleyebiliriz. Demir'in çalışmasında da belirtildiği gibi bir ülkenin dışarda ya da içeride istikrarlı bir seyir sürdürebilmesi için parasal mekanizmaların etkin ve kusursuz çalışmasının önemi vurgulanmaktadır. Bu nedenle para mekanizmalarının sağlıklı işlemesi ile işletilmesi oldukça önemlidir. Para teorilerinde miktar teorisi başta olmak üzere uzun vadeli çalışmalarda da para istikrarının sürdürülmesi yönünde çok fazla çalışma yapıldığını görülmektedir. Para politikaları ve miktar teorisi arasında paralel bir ilişki olduğu düşünüldüğünde bu durumun uzun döneme yansıtılmasının önemli olduğu sonucuna ulaşılabilir.

1.2 Miktar Teorisi ve Uzun Döneme Uyarlama

En eski teori miktar teorisidir. Teoriye göre; ekonomideki para miktarı artar, harcamalar artar, fiyatlar yükselir. Fisher'in Miktar Teorisi, Cambridge Yaklaşımı ve Yeni Miktar Teorisi şeklinde üç çeşit miktar teorisinden bahsedilebilir(Çakmaklı,2005).

Fisher'in Miktar Teorisi

$$M.V=P.T$$

Formülden de anlaşılaacağı üzere M durumunda para stokları el değıştirmekte ve milli gelire tekabül etmektedir. Fisher T işlem sayısından hareket ederek T'nin hesaplanmasında sıkıntının olması T'nin y şekline dönüşmesine neden olduğunu ortaya koymuştur. Bu bakımdan Teori $M.V=P.y$ şeklini almaktadır. Burada V ve y'nin sabit olduğu kabul edilmektedir ve Y'nin sabit olması otomatik tam istihdam tezi ile ilişkilendirilmektedir. Çünkü ekonomi her zaman tam istihdam denge düzeyindedir. (Yalta, 2011)

Liberal iktisatçılarda doğal kaynakların ve sermayenin kısa dönemde sabit olması nedeniyle emek piyasasından yola çıkılmaktadır. Uzun dönemde bataklıkların kurutulması ve yeni fabrikaların açılması söz konusu ayrıca emek piyasasında ortaya çıkmakta böylelikle ekonominin tam istihdamda dengede olduğu söylenebilmektedir. V sabittir. Burada ödeme alışkanlıklarının para talebi üzerindeki etkisine bakılmaktadır. Ayda 1 milyon kazanan ve kazancını bir kerede alan bir birey düşünüldüğünde, bu kişi harcamalarını bir defada yapmayacak, gelirini harcamalarını karşılayacak şekilde yayacaktır. Kişinin gelirinden tasarrufta bulunmadığı ve her gün eşit miktarda harcama yaptığı düşünülürse; ortalama para

talebi 500.000 olacaktır. Bu kişi gelirini 15 günlük aralar ile alınırsa ortalama para talebi 250.000 olacaktır. Para talebinin değişme nedeni ödeme şeklinin değişmiş olmasıdır.  deme şeklinin değişme sebebi ise teknolojik değişmelerdir. Liberalciler para talebinin teknolojik gelişmeler ile değişeceğini kabul ederler ancak bunların sıklıkla değişmeyeceğini ileri sürmektedirler(Yalta,2011).

$M.V=P.y$ doğrudan para talebi teorisi için $M=1/v.P.y$ ekonomideki para talebi milli gelirin $1/v$ kadarıdır. V artar ise tutulan para talebi azalmaktadır.

Cambridge Yaklaşımı;

$M=k.P.y$ bu denklemde k milli gelirin ne kadar para olarak tutulduğunu göstermektedir. Marshall k 'sıdır. Fisher ile aynı sonuçları üreten bir teoridir.

Fisher'in Yeni Miktar Teorisi ışığında Nispi Fiyatlar Teorisi;

Bu teoride Friedman sürekli geliri devreye sokmaktadır. Ona göre sürekli gelir istikrarsız değildir. Tüketim de sürekli gelire bağlıdır. Tüketim de istikrarsız değildir. Yani kişiler para talep ederler, ve para kişilere fayda sağlamaktadır. Tutulan para miktarı ise kişilerin geliri ile ilgilidir. Ancak para tutmanın bir alternatif maliyeti mevcuttur. Para talep etmenin temel sebeplerine bakılacak olursa ; para tutmanın faydası, fiyatlar genel düzeyi, reel gelir düzeyi, piyasalarda geçerli faiz oranları ve fiyatlar genel düzeyinin değişme oranlarına ilişkin beklentilerdir (şıklar,2004:185).

1.3 Keynesyen  ktisatta Para Politikasının Rolü

Keynes'in Para Talebi Teorisi, aynı zamanda Likidite Tercihi Teorisi olarak bilinmektedir. Likidite Tercihi Teorisi bu anlamda ilk portföy teorisi olarak ele alınmıştır. Bu teoriye göre rasyonel davranan insanın portföyünü nasıl oluşturduğu sorusuna cevap aranmaktadır. Rasyonel davranış ilkesinin uyarlandığı alanları artırarak iktisat teorisi gelişmektedir. Portföy teorisi bu bağlamda önem kazanmaktadır. Yani buna göre insanlar ya para tutmaktadırlar ya da tahvil almaktadırlar. Keynes'te ise mübadele ve değer saklama amacıyla para talep edilmektedir. Spekülasyon kasasında tasarruf amacıyla da para tutulmaktadır. Kısacası Keyneste toplam likidite, paracılarda da para miktarı önemlidir. Toplam likiditeyi ölçmek nispeten daha zor olduğundan o nedenle faiz ile ilgilenilmektedir. II. Dünya Savaşı'ndan 1960'lara kadar Maliye Politikası oldukça önemlidir. Para politikasına ise daha az önem verilmiştir. Keynes'e göre ekonominin bunalımda olmasının sebebi tüketim harcamalarının azalmış olmasıdır. Parasal genişlemeler ekonomiyi uyarmaktadır fakat ne zaman uyaracağı bilinmemektedir. Bu nedenle para politikasının Keynes'e göre etkisiz olduğu

belirtilmektedir. Diğer taraftan para politikaları enflasyon, dış denge, büyüme ve istihdam üzerinde etkili olduğu artık günümüzde kabul görmektedir ve finansal sistemin istikrarına da katkı sağlamaktadır. Ancak 1960'lara maliye politikası kadar güçlü değildir (Yalta,2011).

1.4 Parasalcı Yaklaşımda Para Politikasının Rolü

Bu yaklaşıma göre kısa dönemde para yanlıdır. Para uzun dönem ile kısa dönemin birleşmesi sonucunda, miktarının muntazam bir şekilde artırılması ile uzun dönemde de yanlı kılınabilmektedir. Hiçbir zaman mutlak yansız olamamaktadır. Uzun dönemde ise ne maliye politikası ne de para politikası gelir ve istihdam düzeyini tek başına etkileyemediği görülmektedir Para arzı dar anlamıyla temel bir politika aracıdır. Miktar teorisinde paranın dolaşım hızı sabit, yeni miktar teorisinde ise değişkendir (Cengiz,2009).

1.5 Teorik Yaklaşımlarda Aktarım Mekanizmaları

1.5.1 Dolaysız Aktarım Mekanizması

Para miktarındaki değişimler ile harcamalar arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla para miktarı artar ise harcamalar artmaktadır (Cengiz,2009).

1.5.2 Dolaylı Aktarım Mekanizması

Neoklasikler (Wicksell), Keynes yaklaşımlarını benimsemişlerdir. Özetle bu mekanizmanın işleyişi para miktarındaki değişimler fon piyasasına uğramakta oradan reel piyasalara intikal etmektedir. Wicksell doğal faiz oranının parasal genişlemeden etkilenmediğini söylemektedir. Ayrıca kredi piyasasında arz ve talebe göre belirlenen kredi faizinden (piyasa faiz oranı) de bahsetmiştir. Parasal genişleme ile piyasa faizi düşmektedir. Tasarruflar azalmaktadır. Bankacılık kesimi fon sağlamaktadır. Yatırım harcamaları artar, toplam talep artar. Toplam talebin artması fiyatları artırmaktadır. Bankacılık kesiminin tuttuğu para miktarı azalmaktadır. Piyasa faizleri artar. Doğal faiz oranı=piyasa faiz oranı olmaktadır (Cengiz, 2008).

1.6 Parasal Aktarım Kanalları

1.6.1 Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

En etkin aktarım mekanizması olarak görülmektedir ve IS-LM analizine dayanmaktadır. IS-LM modeli ise Keynes'in görüşlerini, geleneksel iktisatçıların görüşleri ile karşılaştırmak üzere Hicks tarafından geliştirilmiştir, daha sonra diğer iktisatçılar tarafından da genişletilmiştir. Buna göre para arzı genişlediğinde faizler düşmekte, düşen faizler ise yatırımlar yanında tüketim harcamalarını da uyarmaktadır. Keynes yaklaşımında ise sadece yatırımlar uyarılmaktadır. Örnek vermek gerekirse konut sektöründeki fiyatlar aşırı

yükselirse bu durum paraya olan talebi artırmakta ve konut sahipleri ellerindeki evleri düşük fiyattan çıkarmaya çalışmaktadır. Merkez bankası konut fiyatlarına bakarak para arzını artırıp, artırmamaya karar vererek bir para politikası uygulamaktadır (Gür, 2003).

1.6.1.1 Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Makro ekonomik portföy teorisi kapsamında döviz kuru kanalı ve hisse senedi kanalı ekonomiyi iki ayrı şekilde uyarabilmektedir.

1.6.1.2 Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı para politikasının döviz kurları üzerinde etki yaratması ve bunun net ihracata yansması sonucu reel üretimde meydana gelen değişimi ifaden bir parasal aktarım mekanizması olarak tanımlanmaktadır. Açık ekonomilerde temel ekonomik göstergeleri etkileyen en önemli değişkenlerden biri döviz kurlarındaki değişimler olmuştur. Gelişmiş ülkelerin döviz piyasalarına daha az müdahale etmelerine karşın özellikle gelişmekte olan ülkelerin çoğu döviz piyasalarına aktif olarak müdahalede bulunmaktadırlar. Para otoriteleri ise bu durumdan yola çıkarak zaman zaman politika araçlarını kullanarak kurların seyrini etkilemeye çalışmaktadırlar (Cambazoğlu, 2012).

1.6.1.3 Hisse Senedi Kanalı

Çalışmada para politikası uygulamaları sonucu hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin ekonomiye etkisi dört kategoride incelenecektir (Kasapoğlu, 2007).

1.6.1.3.1 Tobin'in Q Teorisi

Tobin Keynes'in görüşlerine katılmakta ancak likidite tuzağını onaylamamaktadır. Artık hükümet para arzını artırarak faizleri düşürerek harcamaları etkileyememektedir. Tobin'e göre insanlar servetlerini değerlendirirken rasyonel davranırlar. Getiriye ve riske bakarlar. Özel sektör kendi finansal varlık çıkarır ve alır. Bunlar özel sektörün net finansal servetini artırmaz. Net serveti değiştiren dış paradır. Bir kişinin %50 finansal varlık, %50 maddi varlık olarak bir portföy kurduğu düşünülürse; Devletin para arzını artırması durumunda kişi tahvil alır. Tahvil fiyatı artar, ilk aşamada finansal varlık portföyü içinde faiz getirmeyen kağıdın değeri artmıştır. Tahvil fiyatı artar, piyasa faizi düşer böylelikle para arzı artışı bir sonuç yaratmıştır. İkinci aşamada tahvil aldıkları için finansal portföy büyümüştür. Risk artmıştır. Finansal portföyden maddi varlıklara geçiş yapılacaktır. Kişi konut talep eder. Hisse senedi fiyatları yükselir, fiyatlar artar. Hisse senetleri satılarak fabrika kurulabilir reel kesim etkilenmiş olur. Para yanlıdır. Tobin paranın önemli olduğunu söylüyor ancak par politikasından uzak durulması gerekliliğini vurguluyor. Para politikasının etkisi ne zaman

ortaya çıkar ve kontrol edilebilir mi gibi sorulardan dolayı maliye politikası önem kazanıyor(Kasapoğlu,2007).

1.6.1.4 Servet Etkisi Kanalı

Birinci aşamada emisyonun artması ile kişiler tahvil almaktadır, tahvil fiyatı artmakta ve faizler düşmektedir. Kişilerin finansal varlıklarının getirisi de düşmektedir. Bu da maddi varlıklar portföyünde yatırımların cazibesini artırmaktadır. Finansal aktifler ile maddi aktifler arasında henüz bir ikame söz konusu değildir. İkinci aşamada emisyon artışı ile finansal portföyün değeri yükselmiştir. Bu durum riski artırır. Bozulan risk yapısını düzeltmek üzere yatırımcılar finansal varlıkların bir kısmını maddi varlıklar ile değiştirir. Ya da kamu kesimi tahvil ve bono piyasaya çıkartır. Kişilerin bunları alabilmesi için faizlerin yüksek olması gerekir. Faizler artar, kişiler tahvil ve bono alırlar. Finansal portföylerin riski artar. Finansal portföyden maddi varlıklar portföyüne ikame başlar. Maddi varlık tutmak cazip hale gelir. Yatırımlar güçlenir. Burada getiri etkisi daraltıcı, servet etkisi genişletici rol oynar(Gür,2003).

1.6.2 Kredi Kanalı

Kredi kanalında beş farklı aktarım mekanizması vardır.

1.6.2.1 Banka Kredi Kanalı

Küçük ve orta ölçekli kurumlar kredi kanalına mahkumdurlar. Bunlar banka bağımlıdırlar. Harcamaları banka kredilerine çok duyarlıdır. Yeni Keynesçiler bu kanala önem vermektedirler(Erdoğan ve Beşballı,2009).

1.6.2.2 Bilanço Kanalı

Bilanço varlıklarındaki değişmelere önem verilmektedir. Para arzı artar, faizler düşer, toplam talep artar. Çeşitli kurumların aktiflerindeki varlıkların değeri yükselmektedir. Firmaların değeri yükselir. Bankalar bu firmalara daha fazla kredi açarlar(Cengiz,2009).

1.6.2.3 Nakit Akım Kanalı

Nakit alımları, firmanın nakit girişi ve çıkışları arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Genişletici para politikası ile firmaların nakit alımları olumlu etkilenmektedir. Likit akışları kolaylaşmaktadır. Bankalar bunlara daha kolay kredi vermektedir(Yalta,2011).

1.6.2.4 Beklenilmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı

Para arzı artar, fiyatlar genel düzeyi artar. Ekonomide bazı varlık fiyatları yükselir. Bu durumda kredi alınabilirliği fazlalaşır(Ertong,2005).

1.6.2.5 Hanehalkı Likidite Etkisi Kanalı

Para arzı azalır. Faizler artar. Hane halkının nakit akımları olumsuz etkilenir. Tüketim harcamalarının kısılmalarına neden olabilir(Gür,2003).

1.6.3 Beklentiler ve Belirsizlikler

Gelecekteki oluşacak olan koşul ve olaylar hakkında iktisadi ajanların tam bir öngöründe bulunamaması gerek hane halklarını gerekse iktisadi kurumları çeşitli beklentiler içerisine sokmaktadır. Belirsizlik ortamında beklentiler uygulanacak olan para politikasının önceden bilinmesine, geçmiş deneyimlere, elde edilen bilgilere dayalı olmaktadır. Para politikasının önceden bilinerek doğru bir şekilde anlaşılması beklentileri olumlu yönde etkileyerek para politikasının etkinliğini artırmaktadır(Öztürk ve Biner,2008).

1.7 Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler ve Türkiye’de Finansal Sistemin Yapısı

1.7.1 Resmi Müdahaleler

Hükümetler finansal piyasalarda çeşitli yollar ile doğrudan müdahalelerde bulunabilirler. Bu yollar faiz oranları kontrolleri ile, banka kredilerini sınırlandırarak ve kamu destekli finansman sağlayarak gerçekleşebilmektedir. Ancak finansal serbestleşme süreci ile hükümetlerin resmi müdahalelerde bulunması önemini kaybetmiştir. Aşağıda hükümetin resmi müdahaleleri açıklanmaktadır(Alkin,2012).

1.7.1.1 Faiz Oranları Kontrolü

Merkez bankası mevduat ve kredi faizlerini belirleyerek çeşitli sınırlamalar koyabilmektedir. Her ne kadar faiz oranlarını belirlenmeye çalışsa da serbest piyasa ekonomilerinin gereği faizlerdeki değişiklikler kredi arz ve talebine göre gerçekleştiği için faiz oranları ile kontrol geçerli bir yöntem olmaktan çıkmıştır(Koçyiğit,2009).

1.7.1.2 Banka Kredilerindeki Sınırlamalar

Müdahalelerin bir diğeri banka kredilerindeki sınırlamalardır. Sınırlamalarda başlıca yöntem zorunlu karşılık oranları ile olabilmektedir. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi ile bankaların ödünç verebilecekleri fon miktarları etkilenmeye çalışılarak piyasadaki para arzı kontrol altına alınabilmektedir(Kasapoğlu,2007).

1.7.1.3 Kamu Destekli Finansman

Sermaye piyasalarının etkinliğini artırmak için hükümetin bazı kurumlara finansman desteğinde bulunmasını içermektedir. Bu şekilde fon arz fazlası olan bölgelerden fon talebi fazla olan bölgelere fon akışı sağlanabilmektedir(Gür,2003).

1.7.2 Finansal Piyasaların Gelişmişliği ve Derinliği

Uygulanacak olan para politikalarının etkinliği için özellikle günümüzde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için mali disiplin, gelişmiş ve derinliğe sahip olan mali piyasaların bulunması gerekmektedir. Mali disiplinsizlik sonucu bütçe açığının oluşması devleti emisyonu ya da borçlanmaya yönlendirmektedir. Düşük bir mali baskınlığın özellikleri şu şekilde sıralanabilmektedir (Öztürk,2003:13):

- Kamu sektörünün MB'den doğrudan borçlanması ya hiç söz konusu değildir, ya da son derece düşük olacaktır,
- Ülke geniş bir gelir tabanına sahip olacaktır,
- Ulusal piyasalar kamu borçlarını karşılamaya yeterli derinlikte olacaktır. Çünkü sıkı sermaye piyasaları mali baskınlığın en önemli göstergelerinden birisidir,
- Kamu borçlarının toplamı, yıkıcı ya da kötü dinamiklere neden olmayacaktır,
- Hükümet senyoraj gelirlerinden sistematik olarak bağımsız olacaktır. Senyoraj gelirlerine bağlılık mali baskınlığın en basit ve en yaygın göstergesidir. Gelişmekte olan ülkelerde bu ilişki yapısal özelliklerden dolayı (istikrarsız vergi gelir kaynakları, zayıf vergi toplama prosedürü, bozuk gelir dağılımı vb. gibi) çok güçlüdür ve senyoraj gelirlerin kötüye kullanılması özellikle pek çok kereler krizlere neden olmaktadır.

1.7.3 Finansal Sözleşmelerin Vadesi

Finansal sözleşmelerin vadeleri kredi ve mevduatların ne kadar sıklıkta yenilenebileceğini göstermektedir. Süresi kısa tutulmuş bir finansal sözleşme kredi ve mevduatların sıklıkla yenilenmesine neden olmaktadır. Böylelikle yenilenen kredi ve mevduatlar para politikası ile değişen yeni faiz oranlarından verilebilmektedir (Kasapoğlu,2007).

1.7.4 Uluslararası Sermaye Akımları

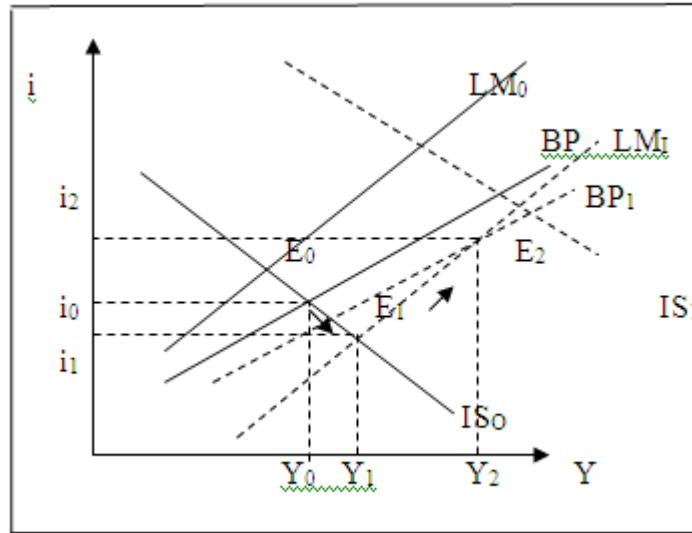
Mundell-Fleming modelinde para ve maliye politikalarının etkinlikleri döviz kuru düzenlemelerine ve sermaye hareketliliğine bağlıdır. Ödemeler dengesini etkileyen uluslararası sermaye hareketliliğinin açıklayan model yurtiçi faiz oranlarının esnekliğinin sonsuz olduğu varsayımına dayanarak mükemmel bir sermaye hareketliliğinin olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca yüksek sermaye hareketliliği nedeniyle kurlarda değişim beklenmediğinde iki ülke arasındaki faiz oranlarının eşit olması gerektiğini ifade etmektedir.

Mal piyasasında dengeyi ($AE=Y$) sağlayan faiz haddi-hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini IS, para piyasasında dengeyi ($L=M/P$) sağlayan faiz haddi-hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini LM ve ödemeler dengesinde dengeyi sağlayan faiz haddi-hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini BP eğrisi göstermektedir. Mal-para ve döviz piyasalarında eşanlı dengenin sağlanması uygulanan döviz kuru rejimleri ile ilgilidir (Özdurak,2012).

1.7.4.1 Sermaye Girişleri Para Politikası ve Maliye Politikası

1.7.4.1.1 Esnek Döviz Kurları Altında Sınırlı Sermaye Hareketliliği

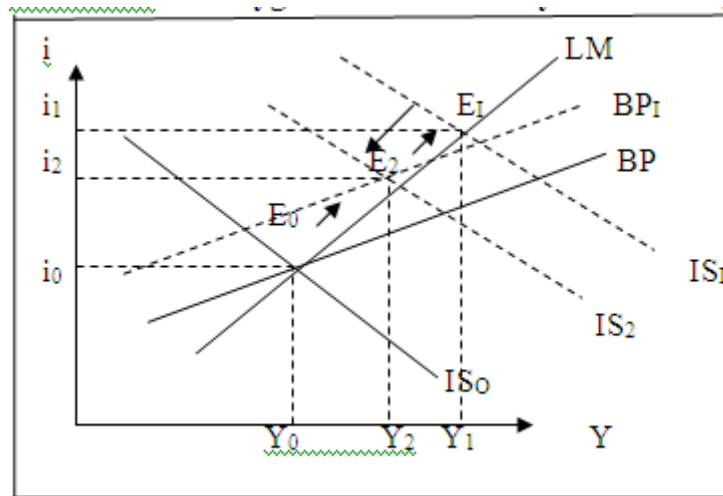
Esnek döviz kurları altında sınırlı sermaye hareketliliğinde uygulanan genişletici para politikası sonucu LM eğrisinin sağa kayması ile denge noktası E_0 'dan E_1 'e gelmektedir. Faizlerde düşme gözlemlenmektedir. Faiz oranlarındaki düşme ile ülkeden sermaye çıkışı gerçekleşmektedir. Sermaye çıkışları ve yurtiçi gelir artışları ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Kurların yükselmesi ihracatta artış yaratmaktadır. Kurların yükselmesi BP eğrisini sağa kaydırmakta, ihracattaki artış ise IS eğrisini sağa kaydırmaktadır. Bu durumda denge E_2 noktasında sağlanmış olmaktadır (Özdurak, 2012).



Şekil 1.1 Esnek Kur Uygulamalarında Para Politikası (Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde)

Kaynak: www uluslararası ticaret.org/.../bolum_19%20İÇ%20VE%20DIŞ%20..., 15.09.2012

Sınırlı sermaye hareketliliğinin olduğu bir ortamda uygulanan genişletici bir maliye politikasının etkisi Şekil 1.2’ de gösterilmiştir.



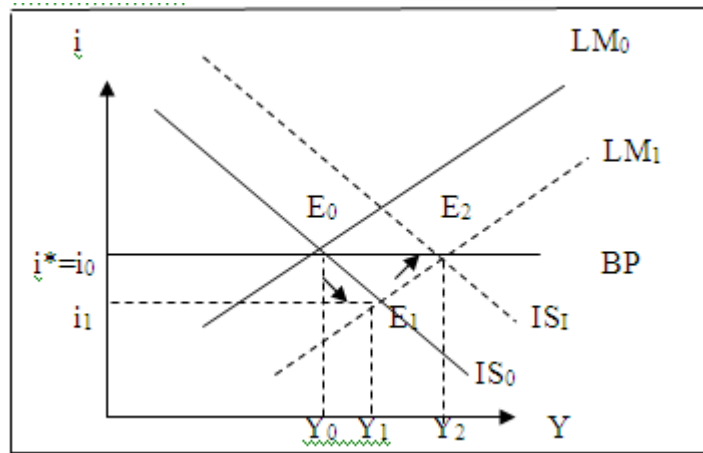
Şekil 1.2 Esnek Kur Uygulamalarında Maliye Politikası (Sınırlı Sermaye Hareketliliğinde)

Kaynak: www uluslararası ticaret.org/.../bolum_19%20İÇ%20VE%20DIŞ%20..., 15.09.2012

Genişletici bir maliye politikası IS eğrisini sağa doğru (IS_1) kaydırmaktadır. Ödemeler dengesinde fazla oluşmuştur. Faiz oranları i_0 ’dan i_1 ’e yükselmiştir. Genişletici maliye politikasının genişletici bir para politikası uygulanmadan yapılması kamu otoritelerini daha da borçlu konumuna düşürmektedir. Faizlerin yükselmiş olması sermaye girişine neden olmaktadır. Ulusal paranın değeri artmaktadır. Bu değerlendirme ile BP eğrisi sola doğru kaymaktadır. IS eğrisi ise sola kayarak yeni denge E_2 ’de oluşmaktadır (Tanören, 2009).

1.7.4.1.2 Esnek Döviz Kurları Altında Tam Sermaye Hareketliliği

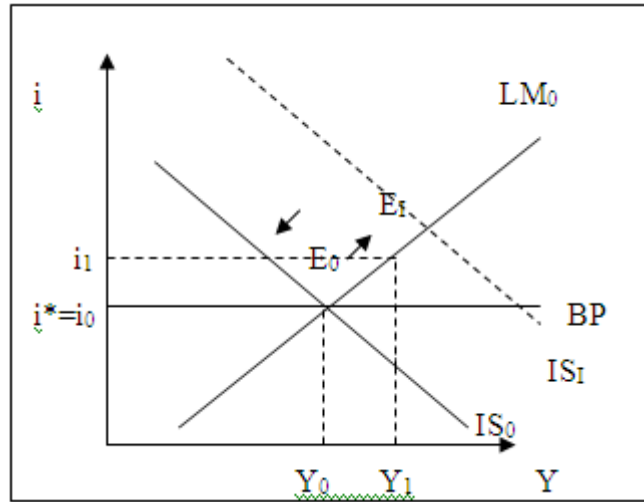
Tam sermaye hareketliliğinde BP yatay konumda olup para otoritesi kurları savunmamaktadır. Esnek döviz kurları altında uygulanan genişletici para politikası sonucu ekonomi E_0 noktasındayken ($i_0=i^*$) LM_0 'dan LM_1 'e kayış ile yurtiçi faizler (i_0), yurtdışı faizlerin (i^*) altına inmektedir. Bu durumda ülkeden sermaye çıkışı olmakta yatırımcılar düşük getirili ulusal tahvil yerine yabancı tahvil satın almak istemektedirler. Bu durumda dövize olan talep artmaktadır. Döviz kurları yükselmektedir. Kurun esnek olması sonucu E_1 noktasında dış açık oluşmakta ve $i_1 < i^*$ olmaktadır. Bu durumda döviz kuru yükselmekte ve ulusal para değer kaybetmektedir. IS'nin sağa kayması ile E_2 noktasında denge oluşmaktadır. Bu durumda para politikası etkindir. Sermaye hareketliliği artıkça para politikasının etkinliği artmaktadır. Daraltıcı bir para politikasının uygulanması sonucunda da politika etkili olacaktır. Şekilde esnek kur uygulamalarında para politikasının etkinliği açıklanmaktadır(Tanören,2009).



Şekil 1.3 Esnek Kur Uygulamalarında Para Politikası

Kaynak: web.itu.edu.tr/~ekonomi/begg%208e/begg%208e/ch29tr.ppt,15.09.2012

Esnek kur uygulamalarında para politikasının etkili olmasına rağmen maliye politikası etkisizdir. Şekilde esnek kur uygulamalarında maliye politikasının durumu açıklanmaktadır.



Şekil 1.4 Esnek Kur Uygulamalarında Maliye Politikası

Kaynak: web.itu.edu.tr/~ekonomi/begg%208e/begg%208e/ch29tr.ppt,15.09.2012

Esnek kur uygulamalarında genişletici bir maliye politikası uygulanması sonucu ekonomi E_0 noktasındayken ($i_0=i^*$) IS_0 'dan IS_1 'e kayış ile yurtiçi faizler yükselmiştir. Bu durumda ülkeye sermaye girmekte olup yatırımcılar döviz arzını artırmaktadır. Döviz arzının artması ile döviz fiyatı düşmektedir. Ulusal para değer kazanmaktadır. Ulusal mallara karşı yurtdışı talep azalmaktadır. IS_1 'in tekrar IS_0 konumuna gelmesi ile $i_0=i^*$ olmaktadır. Bu durumda maliye politikası etkisizdir(Tanören,2009).

1.7.5 Para İkamesi ve Aktif İkame

Ulusal paranın hangi işlevlerini yabancı paraya bıraktığı konusu ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği için dolarizasyon her ülkede aynı şekilde gerçekleşmemektedir. Kur tercihini etkilemesi açısından dolarizasyonun iki boyutu olan para ikamesi ve aktif ikame önem taşımaktadır(Alpan,2002:6).

Para ikamesi kronik enflasyon ve hiper enflasyona sahip ülkelerde görülen dolarizasyonun ileri bir aşamasıdır. Akım değişkenleri olan kira, ücret ve mal fiyatları yabancı paraya endekslenmiştir. Para ikamesinin olduğu ekonomilerde sabit kur rejimi önerilmektedir(Alpan,2002:6).

Para ikamesi yalnızca yurtiçi faiz oranlarının değil, dış faiz oranlarının da bir fonksiyonudur. Paralar arasında bu ikame edilebilirlik arttıkça döviz kurları da kararsız hale gelmektedir. Para ikamesinin varlığı durumunda uygulanan rejim esnek kur olsa dahi bağımsız para politikasına imkan verilmez. Çünkü para arzı artışı diğer ülkelerde de para arzında artışa neden olacak ve ülkelerdeki enflasyon yurtiçi para arzından ziyade dünya para arzına bağlı olacaktır (Ünal,2003:96-97).

İlk olarak kapsamlı bir para ikamesi gerçekleştirildiğinde ulusal ve yabancı para arasında beklenmeyen değişimler gerçekleşeceği için parasal şoklar nispi olarak büyük oranda olmaktadır. Bu durum döviz kurunu sabitleme isteğini güçlendirmektedir. İkinci olarak dalgalı döviz kurundaki hareketlilik, döviz ikamesinin önemli olduğu bir ekonomide çok büyük oranda gerçekleşmeye eğilimlidir. Bu durumun gerçekleşme sebebi dolarize olmuş bir ekonomide, yüksek faiz oranlı, esnekliğe sahip ulusal para talebinin, döviz kurunun parasal arzda beklenen değişimlere duyarlı olmasını sağlamasıdır. Faiz esnekliği yüksektir. Çünkü toplam para talebi üzerinde döviz kurunun olağan sonuçlarının yanı sıra, dolarize olmuş bir ekonomide ulusal paranın nispi olarak fırsat maliyetindeki değişimleri dolayısıyla bu paranın ulusal bileşeni de bahsedilen durumdan etkilenmektedir. Ancak genel olarak şoklara yol açan kaynaklar halen önem taşıdığı için böyle bir sonuç kesin olmamaktadır. Eğer parasal şoklar piyasaya hakimse, sabit döviz kuru piyasaya daha fazla kararlılık getirmektedir. Ancak, şoklar büyük oranda gerçek ya da dışsal ise dalgalı kur rejimi hareketliliği azaltmada daha etkin olmaktadır(Helene,2001:5).

Aktif ikame dolarizasyonun ilk aşamasıdır. Ulusal para aktiflerin getirileri ile döviz aktiflerin getirileri arasındaki farklılıktan dolayı ortaya çıkmaktadır. Aktif ikamenin olduğu ekonomilerde serbest kur rejimi önerilmektedir(Alpan,2002:6). Aktif ikame biçimindeki dolarizasyon parasal otorite ve döviz kuru açısından özel bir etkiye sahip değildir. Dolarizasyon yüksek sermaye hareketliliğine yakın bir durumu ifade etmektedir. Bu yüksek sermaye hareketliliğinin özelliği, döviz kurundan ulusal piyasa varlıklarına geçişte düşük işlem maliyetlerine sahip ve tahminen faiz oranlarındaki değişmelere karşı yüksek duyarlılığa sahip olmasıdır. Ancak döviz kuru rejimi tercihinin yapıldığı temel koşullar yüksek oranda sermaye hareketliliği ölçüsünde değişmektedir ve ikame edilebilirlik sterilizasyonu ya daha da zor hale getirmekte ya da daha maliyetli kılmaktadır(Borensztein:8).

1.7.6 Türev Ürünlerin Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkisi

Bankalar türev ürünler ile de likidite sağlayabilmektedir. Ancak alternatif yatırım araçlarının henüz istenen ölçüde gelişmemiş olması kredi kanalı gibi diğer parasal aktarım mekanizmalarını ön plana çıkarmaktadır.

1.7.7 Başlangıçtaki Finansal Şartlar

1.7.7.1 Finansman Kaynakları

Finansman kaynakları üç başlık altında değerlendirilebilir.

a. Öz Kaynak Finansmanı ve Kredi Finansmanı

Öz kaynaklarla Finansman: bir işletmenin sahip veya sahiplerince gerek kuruluş aşamasında, gerekse daha sonra sermaye artırımı yoluyla, ya da kardan dağıtılmayarak şirkete fon tahsis edilmesine öz kaynaklarla finansman denir. Öz kaynaklarla finansmanda işletmeye tahsis edilen fonlar süresiz veya çok uzun süre için işletmeye verilmiştir. Yatırımcıların kendi kişisel varlıklarından ayırarak işletmeye tahsis ettikleri maddi ve maddi olmayan iktisadi değerlere öz kaynaklar denir. Para, mal, bina, patent hakkı, işletme adı, marka vb. her türlü varlık öz kapsamına girer.

b. Otofinsanman ve Dış Finansman

Otofinsanman: işletmenin kendi faaliyetleri sonucu elde ettiği karların tümünü veya bir kısmını dağıtmayarak işletmede bırakması yoluyla sermaye ihtiyacının karşılanmasıdır.

Otofinsanman gücü=Dağıtılmayan kar+amortismanlar

İç finansman veya teknik tabiriyle otofinansman işletme sahipleri tarafından sağlanan fonlardan değil, işletmenin kendi çalışması sonucunda yarattığı finansman imkanlarını kapsamaktadır. Kredi finansmanı daima dış finansman şeklidir. Buna karşılık öz kaynak finansmanı hem iç hem de dış finansman biçiminde gerçekleşebilir. Otofinsanman bir öz kaynak finansman şeklidir ve aynı zamanda bir iç finansmandır. Mevcut işletme sahiplerinin ortaklık paylarını arttırmalarıyla veya işletmeye yeni ortaklar almak suretiyle gerçekleştirilen bir özkaynak finansmanı dış finansman grubuna girer.

c. Vadelerine Göre Finansman Kaynakları

Kısa, orta ve uzun vadeli olmak üzere üçe ayrılır. Bu sınıflandırma esas itibariyle kredi finansmanı ile ilgilidir. İşletmeye tahsis edilen krediler vade süresi içinde faiziyle birlikte geri ödenecektir. 1 yıla kadar olan krediler kısa, 1-3 yılı kapsayanlar orta, 3 yılı aşanlar uzun vadeli kredi olarak kabul edilir. Kısa vadeli krediler: işletmenin satıcı ve müşteri olarak ilişkili olduğu diğer işletmelerden veya kişi ve kurumlardan sağladığı krediler, kısa süreli banka kredileri ile SSK primlerinden oluşur.

Orta vadeli krediler genellikle bankalar tarafından sağlanır. Bu krediler yatırım, donatım ve çalışma sermayesi olarak kullanılır. Dönen varlıklar toplamından kısa vadeli borçlar toplamı çıkarıldıktan sonra kalan miktara net çalışma sermayesi denir. İşletmelerin çalışma sermayesini ihtiyacını işletmenin faaliyet alanı, müşteri kredi ihtiyacı, imalat ve satış süresinin uzunluğu belirler. Uzun vadeli krediler yatırım bankaları, kalkınma bankaları ve sermaye piyasasından sağlanır. Sermaye piyasalarında tahvil ve hisse senedi finansman aracı olarak kullanılır.

Tahvil çıkarma: şirketin kişileri hisse sahibi yapmadan, tahvillere karşılık önceden belirlenmiş faiz ödeme taahhüdü ile uzun vadeli finansman sağlama olayıdır. Yani tahvil bir borç senedir. Tahviller çıkarılış şekline göre devlet veya özel sektör tahvilidir.

Hisse senedi: sahibine şirkete ortaklık hakkı verir. Büyüklüğü oranında şirket geliri ve varlıkları üzerinde hak sahibi ve denetim sahibi olunur. Hisse senedi olanlar şirkete ortak olduklarından giren para öz sermayedir. Hisse senedi bir öz kaynak finansman aracıdır. Hisse senedi sahibinin geliri ana para ve faiz ödemeleri değil, işletmenin karının dağıtımından kendine düşen paydır. Bu nedenle tahvile göre daha risklidir.

1.7.7.2 Finansal Portföyün Bileşimi

Portföy yönetimi, mevzuatın ve içtüzüğün izin verdiği sınırlar dahilinde, portföye varlık (hisse senedi, tahvil ve bono gibi yatırım araçları) alınıp satılması ve bu varlıkların getirilerinin (faiz ve kar payı gibi) tahsil edilmesi faaliyetleridir. Varlıkların alınıp satılması kararlarına dayanak teşkil eden her türlü araştırma ve analiz gibi faaliyetler de portföy yönetiminin kapsamına girer. (SPK,2010).

Portföye alınacak menkul kıymetler göz önünde bulundurularak, 17 ayrı yatırım fonu türü tanımlanmıştır. Bunlar; Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Altın Fonu, Diğer Kıymetli Madenler Fonu, Değişken Fon, Karma Fon, Likit Fon, Endeks Fon, Fon Sepeti Fonu, Özel Fon, Koruma Amaçlı Fon, Garantili Fon ve Serbest Yatırım Fonu'dur. (SPK,2010).

Portföy yöneticilerinin portföy yönetimi süreci içerisinde iki ana gereksinimi vardır:

- 1- Verilen risk düzeyi içerisinde ortalama getirinin üzerinde getiri elde edebilme,
- 2- Tüm sistematik olmayan riskleri tamamen elimine etmek için portföy çeşitlemesi yapabilme.

Getiri açısından birinci gereksinim zaten açıktır. Ancak risk üzerinde düşünmenin 1960'lerden önce kolay anlaşılır bir kavram olmadığı da kabul edilmelidir. Bu noktada farklı stratejilerden bahsetmek mümkündür; ilk olarak piyasa trendinden bahsedebiliriz. Hisse piyasasının zirve ve dip noktalarını tahmin etmede iyi bir tahmin yeteneği olan hisse portföyü yöneticisi, piyasanın trendinden önce davranmak için portföy bileşimini ayarlar(Eken ve Pehlivan,2009).

Atan(2005)'e göre, menkul kıymetler arası ilişkiye dikkat edildiği takdirde portföyün sistematik olmayan riski azaltılabilmekte, hatta sıfırlanabilmektedir. İki orijinal portföy eşit

varyansa sahipse, meydana gelen birleşik portföyün varyansı orijinal portföyün her birisinin varyansından küçük olmaktadır. Kuadratik programlama yoluyla her risk düzeyinde maksimum getiri sağlayan portföy bileşimleri etkin sınır ile ortaya konulabilmektedir. Etkin sınır üzerindeki portföyler belli bir risk düzeyinde en yüksek beklenen getiriye sahip portföyler olduğundan, etkin sınır üzerindeki hangi portföyün seçileceği yatırımcının riske karşı tutumuna göre değişecektir. Portföy sahibinin özellikleri ve beklentileri dikkate alınarak arzuladığı risk düzeyindeki getirisini maksimum yapan bir portföy bileşimi oluşturulabilir (Uyar ve Kangallı,2012).

Optimal yatırım portföyü aracılığıyla yatırım yapabilmeleri için öncelikle risk yönetimi, finansal kavramlar ve enstrümanlar, paranın zaman değeri gibi temel finansal kavram ve konuların yanı sıra, etkin bir portföy bileşimi elde edebilmek amacıyla vergi teşvikleri, portföy çeşitlendirmesi, uluslararası yatırımlar gibi alternatif yatırım konularında da, farkındalıklarının artırılması gerekmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde çeyrek asırdan uzun bir süredir uygulanan 401(k) olarak tanımlanan belirlenmiş katkı esaslı emeklilik planlarının, her iki taraf (işçi ve işveren) açısından tatminkar sonuçlar elde edebilmesinin, ancak katılımcıların birikim dönemi boyunca etkin bir portföy bileşimi aracılığıyla yatırım yapması ile mümkün olacağı belirtilmiştir. Ancak, sistemin tüm yatırım sorumluluğunun katılımcıya ait olması, katılımcıların genellikle daha muhafazakar yatırım araçlarını tercih etmelerine sebep olmaktadır(Altıntaş,2009).

Yatırım fonunun kazancı portföyünde bulundurduğu araçların getirisine bağlı olduğundan, yatırımcıların fonun türü ve tipi, bir başka ifade ile portföy bileşimi hakkında bilgi sahibi olduktan sonra yatırım yapacakları fonu seçmeleri uygun olacaktır(SPK,2010).

1.7.7.3 Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu

Finansman, ihtiyaç duyulan fonların uygun şartlarda sağlanması ve etkin bir şekilde kullanılmasıyla ilgili faaliyetlerdir. Bankacılık sisteminin finansal durumu banka kredileri arzını ve maliyetini belirleyen önemli bir faktördür. Bankaların risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankaların kredi faiz oranlarını yükselterek ve kredi şartlarını ağırlaştırarak kredi arzlarını sınırlandırmalarına neden olabilir. Dolayısıyla, para politikası sıkılaştırıldığı dönemlerde, bankaların finansal durumu ne kadar zayıfsa, kredi arzı o derece azalacaktır. Bankanın sermaye yeterlilik oranının yüksek olduğu durumlarda, varlık fiyatlarında düşüşler yaşanması durumunda bile sermaye yeterliliği sağlanabilecek, bu durum sermaye yeterlilik oranını sağlama endişeleriyle kredi arzında kısıntıya sebebiyet vermeyecektir (Kasapoğlu,2007:36)

Bankacılık sisteminde önemli olan bankacılık risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranıdır. Bu oranın yüksek olması bankaların kredi faiz oranlarını azaltarak onların kredi arzını genişletebilmektedir. Böylelikle bankanın finansal durumunun iyi olduğu söylenebilmektedir.

1.8 Türkiye’de Kredi Kanalı ve Türkiye’deki Parasal Aktarım Mekanizmaları

1.8.1 Para Görüşü

Para görüşü faiz oranı kanalı ve diğer varlık fiyatları kanalını kapsamaktadır.

1.8.1.1 Faiz Oranı Kanalı

Türkiye’de faiz oranı kanalı da çalışmaktadır. Faiz oranlarının sanayi üretimi üzerinde etkisinin daha fazla olduğu görülmektedir. Faiz oranına verilen şoklara sanayi üretim endeksi güçlü tepki vermektedir (Cengiz, 2009).

1.8.1.2 Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Çalışmada para politikası uygulamalarının diğer varlık kanallarına etkisi döviz kuru kanalı ve hisse senedi fiyatı kanalı olarak iki başlıkta incelenmiştir:

1.8.1.2.1 Döviz Kuru Kanalı

Türkiye’de döviz kuru kanalının üretim seviyesi üzerinde belirleyici olmadığı, ancak fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilediği sonucuna varılabilir. Döviz kuru şokları ithal girdilerin ve nihai malların fiyatlarını artırarak, hem doğrudan hem de maliyet yönlü fiyat artışlarına sebep olmaktadır(Büyükakın vd,2008).

1.8.1.2.2 Hisse Senetleri Fiyatları Kanalı

Türkiye’de hisse senedi piyasası fazla gelişmemiştir. Bu nedenle bu kanal fazla etkili olamamaktadır (Kasapoğlu, 2007).

1.8.2 Kredi Görüşü

Kredi görüşü geleneksel faiz oranı kanalının açıklarını gidermek için ortaya atılmıştır. Geleneksel faiz oranı kanalını geliştiren bir mekanizma olmuştur. Kredi faiz oranlarındaki değişimin, piyasa faiz oranlarındaki değişimden daha fazla olması durumunda kredi mekanizmasının işlediği söylenebilmektedir. Sıkı bir para politikasının uygulanması ile verilen banka kredi miktarının azalması söz konusudur. Bu durumda banka kredi oranları piyasa faiz oranlarından daha fazla değişmiş olmaktadır(Gür,2003).

1.8.2.1 Bilanço Kanalı

Bilanço varlıklarındaki değişimler sonucu firmaların aktif varlıklarının değeri yükselebilmektedir. Aktif varlıklarının değeri yükselen firmalara bankalar fazla kredi vermektedir. Türkiye’de tam anlamıyla bu kanalın etkin çalışmadığı yapılan çalışmalar sonucu ortaya atılmıştır(Cengiz,2009).

1.8.2.2 Banka Kredileri Kanalı

Türkiye’de kredi kanalı çalışmamaktadır. 1990’lı yıllarda bütçe açıklarının kısa vadeli iç borçlarla finanse edilmesi reel faiz oranlarını yükseltmiş, bankaların yatırımlar için fon sağlamak yerine devlet iç borçlanma senetlerine yönelmesi finansal aracılık fonksiyonunu yetirememelerine neden olmuştur. 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında, bankacılık sektörünün yeniden yapılanma sürecine girmesinin de kredi kanalının etkin çalışmasını engellediği düşünülmektedir (Erdoğan ve Beşballı, 2009).

1.9 Döviz Kuru ve Reel Ekonomiye Etkileri

1.9.1 Döviz Kuru ve Döviz Piyasası

Bir birim yabancı parayı satın almak için gerekli ulusal para miktarına döviz kuru denilmektedir(Tunca,2005:310). Bir ülkenin ulusal parasıyla yabancı paralar arasında kurulan aritmetik ilişkiye döviz kuru oranı ya da parite denmektedir. Döviz kuru ülkeler arası fiyat maliyet yapılarını ilişkilendirmekte ve piyasalar arasında etkileşimi sağlamaktadır. Bu oran nominal döviz kuru ve reel döviz kuru olmak üzere iki şekilde ölçülmektedir(Eğilmez,2001). Aşağıda nominal döviz kuru ve reel döviz kuru tanımları açıklanmaktadır.

1.9.1.1 Nominal Döviz Kuru Tanımı (İki Taraflı Nominal Döviz Kuru)

Yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatına iki taraflı (bilateral) nominal döviz kuru denir. Kısaca nominal döviz kuru denilen bu döviz kuru bir birim yabancı paranın kaç birim ulusal para ile değiştirildiğini göstermektedir(Ünsal,2007:114). Ayrıca nominal döviz kuru dövizin ulusal para birimi karşılığını gösteren ve üzerinde herhangi bir düzeltme yapılmayan fiyatı şekilde de tanımlanabilmektedir(Seyidoğlu, 2002:522).

Örnekleme yapılacak olursa; cari fiyat düzeyleri üzerinden hesaplanan döviz kuru $1\$=1.500$ TL şeklinde gösterilebilmektedir. Bu oran nominal döviz kurunu ifade etmektedir. Kur rejimleri incelenirken nominal değerler ele alınmaktadır.

1.9.1.2 Reel Döviz Kuru Tanımı

Zaman içerisinde ülkede yurtiçi fiyatlarda değişme meydana gelmekte, ulusal paranın yurtiçi satın alma gücü değişmektedir. Ülkeler arasında yurtiçi enflasyon oranlarını dikkate alarak hesaplanan döviz kuruna reel döviz kuru denir(Tunca,2005:311). Bu durumda döviz kurlarından fiyat artışları arındırılmış, döviz kurlarındaki gerçek değişimler gösterilmiş olmaktadır(Seyidoğlu,2002:522).

Reel döviz kuru yurtdışı fiyat düzeyi ile nominal döviz kuru çarpımının yurtiçi fiyat düzeyine oranı olarak gösterilmektedir(Ünsal,2007:115).

$$e = E\left(\frac{P_f}{P}\right)$$

e = Reel Döviz Kuru

P = Yurt İçi Fiyat Düzeyi

E = Nominal Döviz Kuru

P_f = Yurt Dışı Fiyat Düzeyi şeklinde formüle edilebilmektedir.

1.9.2 Döviz Piyasasının Özellikleri

Döviz piyasaları mali piyasa statüsünde olup, uluslararası ticaret ve sermaye akımlarının gerçekleştirildiği yerlerdir. Ulusal paraların birbirine dönüştürüldüğü yerler olarak da bilinmektedir. Döviz piyasalarında diğer piyasalarda olduğu gibi alıcı ve satıcılar karşılaşmamaktadır. Alıcı ve satıcılar arasında bağlantıyı sağlayan aracı kurumlar vardır. Döviz piyasaları örgütlenmemiş piyasalardır. Evrensel nitelikte piyasalar olduğu için dünyanın her yerinde döviz işlemi yapılabilir. Ayrıca tam rekabet piyasalarına oldukça yakın piyasalar olarak tanımlanırlar (Ünsal,2007).

1.9.3 Döviz Kuru Rejimleri

Döviz kuru rejimleri döviz kurlarının nasıl belirlendiği, kurlardaki değişmelerin hangi ölçülerde olduğu ve resmi kararlarla değişip değişmediği gibi konularla ilgilenmektedir. 1900 yılına kadar pek çok ülke gümüş ve ikili madeni standartlardan uzaklaşıp altın standartlarına yaklaşmışlardır. İtibari para ve dalgalanma, mali ve parasal istikrardan radikal bir kopuş olarak görülmüştür. Bu durum yalnızca savaşlar ya da mali krizler gibi geçici acil durumlarda tolere edilebilmiştir. Savaş arası dönemlerde altına dönüş kısa süreli olmuştur ve en sonunda büyük buhranla noktalanmıştır.

Tablo 1.1 Tarihsel Süreç İçerisinde Döviz Kuru Rejimleri

1880-1914	Altın Standardı, Çift Metal Sistemi ve Dalgalı Döviz Kuru
1919-1945	Altın Standardı (Gold Exchange Standard); dalgalı, yönetimli dalgalanma
1946-1971	Sabit Ayarlanabilir Döviz Kuru (Bretton Woods), Dalgalı (Kanada); İkili/Çoklu Döviz Kuru
1973-2005	Serbest Dalgalı, Yönetimli Dalgalanma, Sabit Ayarlanabilir, Hedef Dilim ya da Bant; Sabit, Para Kurulu, Parasal Birlik

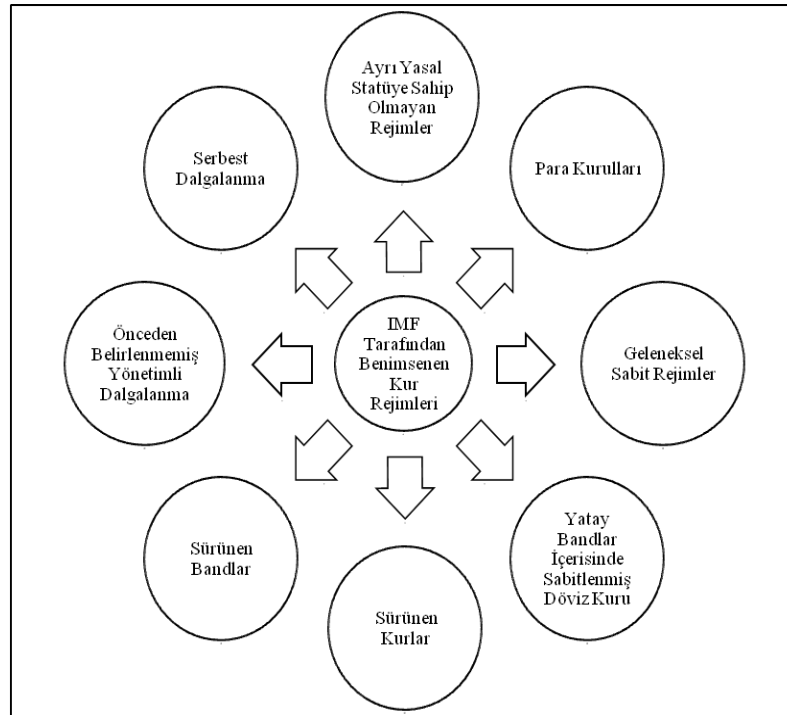
Kaynak: Bordo, Michael D., “Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective”, IMF Working Paper, WP/03/160, August 2003, p. 14.

Kendisini takip eden süreçte olduğu gibi altın standartlarına dönüş öncesinde yaygın bir dalgalanma vardır. Bugünkü yaklaşımda savaş arası dönemde dalgalanma konusundaki deneyim şu şekildedir:

Dalgalanma deneyimi istikrarsızlık yaratan spekülasyonla ve başka ülkeye bağlılığa yol açan devalüasyonlarla ilişkilendirilmiştir. Bu bakış açısı 1994 yılında Bretton Woods ayarlanabilir kurun yaratılmasının altında yatan yaklaşımdır. Bretton Woods’un ardından para birimi düzenlemeleri konusunda pek çok ülkenin anlaştığı bu sistemi dolar üzerinden sabitlen dirilmiş paritelerle sabit döviz kuru oranlarını, altına bağlı dolar kurunu %2.5’lik parite etrafında dar bantları ve yeniden düzenlenmenin temelde yanlış bir biçimde yapıldığı durumlarda pariteyi değiştirme hakkını bir araya getirmiştir. Bretton Woods’un altın standartlarının avantajları ile (yani güçlü paranın) dalgalanmanın avantajlarını (yani esnekliği ve bağımsızlığı) bir araya getireceği farz edilmiştir. Üye ülkelerin ödemeler dengesi ile uyumlu bir biçimde parite bulma ve Bretton Woods sisteminin ilk yıllarında paritelerin yeniden düzenlenmesine eşlik eden para birimi krizleri konusundaki zorluklar sabit ve esnek kurlar arasında yıl boyu süren tartışmalara zemin hazırlamıştır. Milton Friedman (1953) geleneksel bakış açısına tepki olarak dalgalanmanın bugünkü durumunu oluşturmuştur. Friedman’a göre, dalgalanma, parasal bağımsızlık avantajına, reel şoklardan uzak durmaya ve nominal döviz kuru katılığı durumunda sabit kurların yol açacağı olumsuz sonuçlardan daha az yıkıcı olan bir ayarlanabilir mekanizmaya sahiptir. Mundell (1963)’te Friedman’ın analizini sermaye hareketliliği dünyasına doğru geliştirmiştir. Onun yaptığı analize göre (ve 1962’de Fleming’in yaptığı analize göre) sabit ve dalgalı kur arasındaki tercih reel ya da nominal olup olmadığına bakılmaksızın ortaya çıkacak şokların kaynaklarına ve sermaye hareketliliğinin derecesine bağlıdır. Sermaye hareketliliği olan açık bir ekonomide dalgalı döviz kuru kimi reel şoklardan uzak durmayı mümkün kılmaktadır. (Örneğin ihracata yönelik

taleplerdeki bir değişim ya da ticaret açısından bir değişim gibi). Ancak sabit döviz kuru para talebindeki bir değişim gibi nominal şoklar durumunda istenen bir durumdur. Mundell Fleming Modeli döviz kuru rejimi tercihi konusunda imkansız üçlü ve en uygun optimal para birimi alanı gibi iki önemli gelişmeye yol açmıştır. Bu üçlüye göre ülkeler açık sermaye piyasaları, parasal bağımsızlık ve sabit döviz kurları gibi üç mümkün sonuçtan yalnızca ikisini tercih edebilmektedirler. Bu bakış açısına göre altın standardı açık sermaye piyasasının olduğu ülkelerde gelişmektedir. Parasal bağımsızlık herhangi bir öneme sahip olmadığı için döviz kurunu sabitlemektedir. Savaş dönemlerinde düşüşe geçmektedir. Çünkü para politikası tam istihdamı sağlamak için yeniden düzenlenmektedir. Bretton Woods sabit döviz kurunu ve parasal bağımsızlığı geliştirmiştir. Bunu yaparken ise büyük ölçüde sermaye kontrolünü göz ardı etmiştir(Bordo,2003:3-5).

IMF 1999 Ocak ayından itibaren resmi hale getirdiği pratik politikalar üzerine kurulu yeni bir sınıflandırma sistemi benimsemiştir. Bu yeni sistem farklı tipte kur rejimlerini kapsamaktadır. Bu rejimler; ayrı yasal statüye sahip olmayan rejimler, para kurulları, geleneksel sabit rejimler, yatay bantlar içerisinde sabitlenmiş döviz kuru, sürünen kurlar, sürünen bantlar, döviz kuru açısından önceden belirlenmemiş yönetimli dalgalanma, serbest dalgalanmadır(Bubula ve Robe,2002:7).



Şekil 1.5 IMF Tarafından Kullanılan Kur Rejimi Sınıflandırması

Kaynak: Gülenay vd.2012

IMF'nin 2000 yılındaki sınıflandırması baz alınarak döviz kuru rejimleri esneklik derecesine göre sınıflandırılabilir. Öncelikle sabit ve esnek döviz kuru rejimleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Sabit kur rejimleri de kendi arasında tam sabit kur yöntemi ve yarı sabit kur yöntemi olarak ikiye ayrılmaktadır. Esnek kur rejimleri ise müdahaleli esnek kur ve serbest dalgalanan kur yöntemi şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Ayrıca her ülkenin ekonomik yapılarındaki farklılıklarından dolayı alternatif döviz kuru rejimleri de kullanılabilir. Alternatif döviz kuru rejimleri ise sekiz alt gruba ayrılabilir. Bu gruplar; tam dolarizasyon, para kurulu, ayarlanabilir sabit kur sistemi, yatay band içindeki sabit kur, sürünen pariteler, sürünen band sistemi, yönetimli dalgalanma ve serbest dalgalanmadır.

IMF'nin sınıflandırma sistemi ülkelerin resmi olarak açıkladığı düzenlemelerden farklılık gösterebilen gerçek (pratik) rejimler üzerine kurulmuştur. Bu düzenlemelerin esneklik oranları temelinde sistem, döviz kuru rejimlerini bir sıralamaya tabi tutmaktadır. Kur rejimlerini örneğin döviz kuru düzenlemelerinin en katı olanlarını diğer geleneksel sabit kur rejimlerinden ayırmaktadır. Örneğin bu sabit kur rejimleri tek para birimi ya da döviz kuru sepetine karşı olabilmektedir. Döviz kuru sabit kur çevresinde bir araya gelebilmekte ya da sabit kur düzenlemeleri belirli bir düzeyde devam edebilmektedir. Dahası döviz kuru sürünen kur düzenlemeleri ve döviz kuru sürünen pariteler çevresinde bir araya gelebilmektedir. Burada amaç para politikasındaki bağımsızlığın derecelerine uygun olarak döviz kuru rejimindeki seçeneklerin amaçlanan hedeflerine yardımcı olmaktır. Bu durum ülkelerin döviz kuru düzenlemelerini kendine ait ulusal parası olmayan diğer ülkelerden ayırmaya yarayan bir sınıflandırmayı içermektedir. Bu sistem, üyelerin döviz kuru rejimlerini alternatif para politikası sistemlerine karşı ön plana çıkarmaktadır. Buradaki amaç, her iki kriteri de sınıflandırma sisteminde daha fazla şeffaflığı sağlaması açısından bir yöntem olarak kullanmaktır ve diğer amaç ise benzer parasal sistemlerle uyumlu olabilmesi için farklı döviz kuru rejimleri formlarını örneklendirmektir(IMF,2000:141).

IMF, 1999 yılından itibaren döviz kuru rejimlerini sekiz alt başlıkta sınıflandırmıştır(IMF,2006:144):

- Ulusal Parası Olmayan Ülkelerde Kur Düzenlemeleri: Bir diğer ülkenin para birimi tek ulusal para olarak ya da birliğe üye olan ülkeler tarafından ortak olarak kullanılan aynı ulusal para etrafında sirkülasyona uğramaktadır. Böyle rejimleri benimsemek en yüksek fedakarlık oranının bir biçimidir. Bu fedakârlığın amacı bağımsız para politikası sürdürebilmeleri için kendilerine herhangi bir olanak bırakılmayan ulusal para otoritelerinin parasal kontrole teslim olmasına neden olmaktadır(IMF,2000:141),

- Para Kurulu Düzenlemeleri(Öztürk ve Gözdere,2004),
- Geleneksel Sabit Kur Düzenlemeleri: Ülke ± 1 marjında para birimini sabitlemekte ya da başka bir para birimiyle karşılaştırıldığında daha az düzeyde kendini sabitlemektedir; örneğin ERMII gibi ortak bir düzenleme ya da döviz kuru sepeti gibi bir düzenlemede kendini sabit kılmaktadır. Bu sepet temel olarak ticaretin yapıldığı ya da ekonomik faaliyetlerin yürütüldüğü ortak ülkelerin para birimlerinden oluşmaktadır. Bu ülkelerin ağırlıkları onların ticaretteki coğrafi dağılımlarını, hizmetlerini ve sermaye akışını yansıtmaktadır. Para birimini oluşturan bileşenler Özel Çekme Hakkı Special Drawing Rights (SDR) örneğinde olduğu gibi standart hale getirilebilmektedir. Pariteyi değiştirilemez bir düzeyde tutma gibi bir taahhüdü yoktur(Altay,2007),
- Yatay Bantlar İçinde Kur Düzenlemeleri,
- Sürünen Pariteler,
- Sürünen Bantlar İçindeki Döviz Kurları,
- Kur Rejimlerinin Önceden Belirlenmediği Yönetimli Dalgalanma,
- Bağımsız Dalgalanmadır.

Tablo 1.2 Alternatif Döviz Kuru Rejimleri

Rejimler	Temel Özellikler	Temel Faydalar	Temel Eksikler	Açıklamalar
1. Serbest Dalgalanma (Free Float)	Döviz kuru serbest olarak piyasada belirlenir. Mal ve varlıkların arz ve talebindeki beklenen değişimleri döviz kuru değişimlerine yansır.	Nominal döviz kurundaki değişimler içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlanmaların büyük bir kısmını yüklenmektedir. Yüksek seviyede uluslararası rezervlere gerek yoktur.	Yüksek seviyede nominal (reel) döviz kuru hareketliliği kaynak dağılımını bozabilir. Para Politikası döviz kurundan farklı olarak nominal çapaya dayanarak düzenlenebilir	Neredeyse hiçbir ülke tam dalgalanmaya sahip değildir. Amerika, Almanya, İsviçre tam dalgalanmaya yaklaşmıştır.
2. Kirli Dalgalanma (Dirty Float or Managed Float)	Aralıklı olarak MB döviz piyasasına müdahale eder. Müdahale sıklığı ve şekli hedef doğrultusunda değişir.	Serbest dalgalanmadan daha yüksek uluslararası rezervlere gerek vardır. Aşırı döviz kuru	MB'nin hareketindeki şeffaflık eksikliği belirsizliği ortaya çıkartır. Müdahale etkileri genel olarak	Kanada, Avustralya gibi pek çok gelişmiş ülke bu rejimi benimsemektedir. Meksika 1994-1995 krizleri sonrasında bu

	Doğrudan müdahaleler uluslararası rezervlerde değişmeler meydana getirir. Dolaylı müdahaleler (faiz oranlarında değişim, likidite ve diğer finansal araçlar yoluyla) rezervlerde değişme meydana getirmez.	dalgalanmalarını azaltır.	kısa sürelidir ve istikrar bozucudur.	rejimi benimsemiştir. Kirli dalgalanma geniş bantlar ile yönetimli dalgalanma olarak düşünülebilir.
3. Bir Band İçinde Dalgalanma (Floating within a Band)	Nominal döviz kuru bir band içinde dalgalanmaya izin vermektedir. Bir para birimi açısından ya da para birimleri sepeti açısından bandın merkezi sabit orandır. Bandın genişliği değişmektedir.	Sistem esnekliği ve güvenilirliği bir sağlar. Anahtar bilgiler piyasa beklentilerine yön verir. Bantlar içindeki nominal oranlardaki değişmeler temel şokları absorbe eder.	Bazı durumlarda (bantlar çok dar olduğunda ve makro politikalar yatay bantlarla uyumlu olmadığı zamanlarda) sistem istikrar bozucudur ve spekülasyon ataklara eğimli olabilir. Seçilen band aralığı önemlidir. Bantların yeniden düzenlenmesine olanak sağlayan sistemler ve MB paritesi rejim tarafından sağlanan güvenilirliği zayıflatırlar.	Bu rejim için en iyi bilinen örnek ERM'dir. 1992-93 ERM Krizleri açıkça bu sistemin spekülasyon baskılarına maruz kalabildiğini ve hatta MB'lerinin bandı korumaya tereddüt ettiği zaman çökebildiğini göstermiştir.
4. Kaygan Aralık (Sliding Band)	Parasal otorite tarafından süresiz olarak merkez paritenin sürdürülmesi vaadi	Sistem dünya enflasyonunun üzerinde bir enflasyon oranı ile seyreden ülkelere	Merkez parite ayarlamalarının zamanı ve oranı bilinmemekte, yüksek faiz oranı	İsrail'de 1989'un başlarından Aralık 1991'e kadar bu sistemin benzeri uygulanmıştır.

	yoktur. Bunun yerine belirli aralıklarla merkez parite ayarlanır. Sistem yüksek enflasyon ekonomilerinin ortaya çıkması durumunda band rejiminin bir uyarlamasıdır.	ciddi bir reel değer deneyimine zorlanmaksızın bir band benimsemelerine imkân tanır.	hareketliliğine yol açan önemli bir belirsizlik ortaya çıkmaktadır. Standart band sisteminde olduğu gibi band için uygun genişliği seçmek oldukça zordur.	Sistem belirsizlik ve hareketliliğe sahip olması nedeniyle sürünen band sistemi gibi diğer alternatifleri ön plana çıkarmaktadır.
5. Sürünen Band Sistemi (Crawling Band)	Merkez parite aracılığı ile bir band sisteminin zaman içerisinde ayarlanmasıdır. Sürünme oranını belirtmek için farklı kurallar kullanılabilir. (Geçmiş enflasyon oranları farklılıklarını temel alan geriye dönük, beklenen enflasyon oranlarını temel alan ileriye dönük yaklaşımlar gibi).	Sistem merkez parite ayarlamaları yapılmaksızın yüksek enflasyona sahip ülkelerde band sisteminin benimsenmesine olanak tanır.	Sürünen oranın ayarlanması için seçilen kriter ciddi bir risk taşır. Geriye dönük yaklaşım sistemde enflasyon ataletini ortaya çıkarır. Yanlış enflasyon hedefleri doğrultusunda belirlenen ileriye dönük yaklaşım döviz kurlarını düşürebilir ve spekülatif baskıları artırabilir.	İsrail Aralık 1991’de bu sistemi benimsemiştir. Şili 1986’da 1998’in ortalarına kadar geniş bir band sistemini uygulamıştır. İtalya’da 1979-91 yılları arası bu tarz bir sistem uygulanmıştır.
6. Sürünen Pariteler (Crawling Peg)	Nominal döviz kuru belirli göstergelere göre ayarlanır. Dar aralığın dışındaki dalgalanmasına izin verilmez. Sistemin değişkenlerinden biri nominal oranı daha önceden ilan edilen bir oran aracılığıyla süren enflasyonun altında tutmaya yönelik düzenlemelerden oluşur. (Tablita rejimi olarak bilinen	Yüksek enflasyona izin veren ülkeler şiddetli bir şekilde reel döviz kurunun düşmesinden kaçınırlar. Tablita sistemi halkın beklentilerini yönlendirmeye yardımcı olur, sınırlı ölçüde kredibilite sağlar.	Geriye dönük sürünen kur enflasyon ataletinin oluşmasına, nominal çapa olarak en sonunda para politikasının rol kaybetmesine neden olabilir. Mali ve gelir politikaları birbirini desteklemezse, tablita sistemi devam etmeyecektir.	Bu sistem 1960’larda popülerlik kazanmıştır. 1970’lerde Şili’de, Kolombiya’da ve Brezilya’da uygulanmıştır. En uzun uygulaması yüksek derecede enflasyon ataletine sahip olan Kolombiya’da görülmüştür.

	değişken)			
7. Ayarlanabilir Sabit Kur Rejimi (Fixed-But-Adjustable Exchange Rate)	Bu sistem Bretton Woods Sistemi'ne örnek oluşturmaktadır. Nominal döviz kuru sabitlenir ancak MB paritenin süresiz olarak sürdürülmesini zorunlu kılmaz. sıkı sınırlamalar parasal ve mali otoriteler üzerinde baskı oluşturmaz. Parite ayarlamaları güçlü bir politika aracıdır.	Yabancı fiyatlarla uyum içerisinde olan sürdürülebilir bir disiplin sağlar. Ancak bunun oluşabilmesi için belirsizliğin nispi olarak az düzeyde olduğu bir ortam gereklidir. Gerekli durumlarda yapılan devalüasyon sisteme esneklik sağlar.	Bu sistem yapılan devalüasyon genellikle belirsizlik altında yapılmakta ve enflasyonist baskılara yol açmaktadır.	Pek çok gelişen ülke 1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden sonra benzer rejimleri uygulamıştır. Pek çok gelişen ülke bu sistemi resmi olarak değil, fiili olarak sürdürmeye devam etmiştir.
8. Para Kurulu (Currency Board)	Katı sabit döviz kuru sistemi yasal bir kurumla para politikası üzerinde sınırla yapar. Parite değişimine imkan sağlamaz. Para otoritesi yabancı para girişi karşılığı ulusal para basar.	Bu sistem kredibilitiyi artırır, zaman tutarsızlığını azaltır.	Sistemde kredibilite uzun süreli, esneklik kısa sürelidir. Dışsal şoklar döviz kuru değişimleri aracılığıyla birbirine uyum sağlamaz ancak işsizlik ve ekonomik aktivite yoluyla absorbe edilebilir. MB son kredi mercii rolünü kaybeder.	Tarihsel olarak pek çok küçük ülke bu sistemi uygulamıştır. Bazıları başarılı olamamıştır. Önemli dışsal şoklarla karşılaştıkları zaman bu sistemi terk etmek zorunda kalmışlardır.
9. Tam Dolarizasyon (Full 'dollarization')	Para Kurulu sisteminin en uç formudur. Diğer ülke para birimlerini benimseyen, ülkenin parasal özerklikten vazgeçtiği bir sistemdir.	Bu rejim altında kredibilite yüksektir.		

Kaynak: Edwards Sebastian and Miguel A. Savastano, "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?", **NBER Working Paper**, Series 7228, July 1999, pp. 6-7.

Tabloda özellikleri itibariyle, avantajları ve dezavantajlarıyla alternatif döviz kuru rejimleri gösterilmiştir.

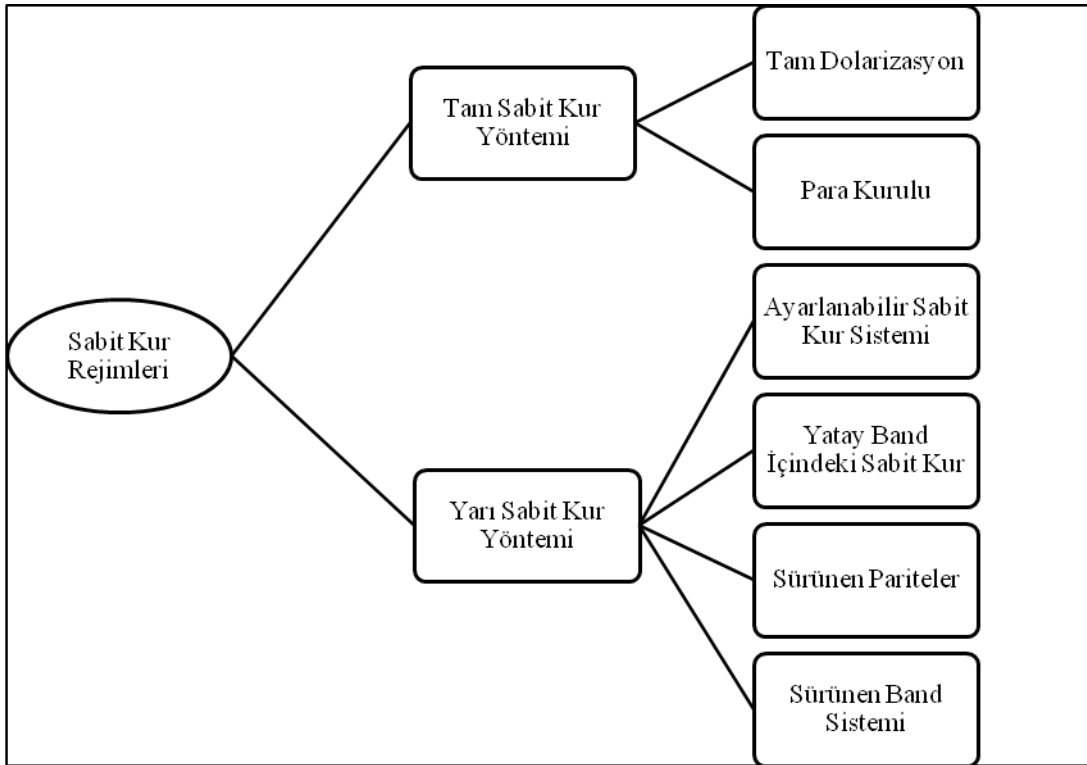
1.9.4 Döviz Kuru Sistemleri

1.9.4.1 Sabit Döviz Kuru

Döviz kuru sabitlemesi, herhangi bir ülkenin kronik olarak yüksek enflasyondan hatta hiper enflasyondan dolayı çeşitli sıkıntılar yaşamaya başladığı dönemde bu enflasyon oranını ciddi oranlarda ve hızlı bir biçimde düşüşünü gerçekleştirmek için kullanıldığı bir rejimdir(Kenen,2000:112). Arz ve talep koşullarına bakılmaksızın döviz kurlarının uzun dönem dengesinden sapmasına izin verilmeyen kur rejimi olarak bilinmektedir.

Döviz kurunun MB (bürokratlar) tarafından belirlenmesi ve MB'nin belirlediği döviz kuru üzerinden isteyenlere döviz satması ve isteyenlerden döviz alması sabit kur rejiminde uygulanmaktadır. MB kura istediği doğrultuda müdahale edebilmektedir. Nominal döviz kurunu yükseltmesi devalüasyon, düşürmesi ise revalüasyon olarak bilinmektedir(Ünsal:117-118). II. Dünya Savaşı'nın sonundan 1973 yılına kadar pek çok ülke sabit döviz kurunu uygulamıştır. 1960'larda Alman MB Bundesbank 1 ABD dolarını 4 Alman Markı olarak, Fransız MB Banque de France 1 ABD dolarını 4.90 Fransız Frankı olarak belirlemiştir(Dornbush and Stanley,1998:153).

Sabit döviz kuru, parasal otoritenin ulusal parasını döviz kuru üzerinden alıp satacağını ve bu oranları baz alarak sınırsız miktarlarda ticaret yapacağını vaad ettiği bir sistemi ifade etmektedir. Alım satımdaki bu oranlar aynı olabilmektedir. Ancak pek çok sistemde farklılık da gösterebilmektedir. Bu farklılığın sebebi, sabit kur oranlarında bile genellikle dar olan bandların artışına yol açacak bir koşulun oluşması durumudur ve bu koşul dalgalanma yaratabilmektedir. Savaş sonrası Bretton Wood Sistemi'nde ilan edilen merkezi pariteler çevresinde dolar kuru %1 oranında dalgalanmıştır. Açıkça belirtmek gerekirse, sabit oranla yukarıda adı geçen dalgalanan oran arasındaki kesin ayrım çizgisi net değildir. Çünkü resmi alım satım oranları birbirinden oldukça uzaklaşırken, döviz kuru düzenlemeleri serbest dalgalanmaya yaklaşmaktadır(Obstfeld and Rogoff,1995:74). Şekilde sabit kur rejimleri gösterilmektedir.



Şekil 1.6 Sabit Kur Rejimleri

Kaynak:Arat,2003

Sabit kur rejimi yüksek kredibiliteye, az esnekliğe sahiptir. Sabit döviz kuru sistemleri tam sabit kur ve yarı sabit kur yöntemi olarak ikiye ayrılmaktadır. Ayrıca yarı sabit kur olarak da esnek şekillerde uygulanabilmektedir.

1.9.4.1.1 Tam Sabit Kur Yöntemi

Tam Sabit Kur Yöntemi; tam dolarizasyon ve para kurulu olarak sınıflandırılmaktadır.

Tam dolarizasyon: Tam dolarizasyonda ülke kendi parasını kullanmayarak, parasal bağımsızlığına son vermekte, başka ülke para birimini kullanmaktadır. Parasal disiplin arttığı için güvenilirlik fazladır(Özdemir ve Şahinbeyoğlu,2000:6).

Tam dolarizasyonun faydaları ve maliyeti üzerine sürdürülen teorik tartışma birbirini takip eden üç gruba ayrılmaktadır. Birinci grup uluslararası para birimine sabit bir pariteye sahip olmanın daha esnek bir rejimden nispi olarak daha avantajlı olup olmadığını tartışmaktadır. Bu konuda özellikle de optimal para sahası alanında geniş bir literatür vardır. Sabit bir döviz kuru rejiminin nispi faydaları ve maliyetleri belirlendiğinde bu konuda çalışma yapan herhangi biri hangi tip rejimin daha uygun olduğunu örneğin basit paritenin mi yoksa daha katı rejimin mi daha uygun olduğunu para kurulu örneğinde olduğu gibi analiz edebilmektedir. Üçüncü grup marjinal faydaları ve maliyetleri analiz etmektedir. Bu fayda ve

maliyetler bir ülkenin ulusal para biriminden vazgeçmeye ve daha sıkı bir birimi benimsemeye karar verdiğiğinde uygulanmaktadır(Goldfajn and Olivares,2000:2).

Para Kurulu:Para Kurulu döviz ve döviz cinsi varlıklar karşılığında sabit kur üzerinden belirli düzenlemelerle para çıkarılan bir sistemdir. Para kurulunun aktif kısmında iç varlıklar bulunmadığı için hiçbir şekilde kamu kuruluşlarına, hazineye ve özel sektöre kredi verememektedir. Pasifinde ise bankalar mevduatı, kamu mevduatı ve açık piyasa işlemleri gibi kalemler bulunmamaktadır. MB para kurulu haline dönüştürülmekte ya da para kurulunun para birimi ile bire bir oranında eşitlenerek, MB'nin bastığı ulusal paraya paralel olarak kullanılmaktadır(Karasoy,1996:132-136).

Para Kurulu düzenlemesi bazı kurallar üzerine oluşturulmuş parasal sistemin özel bir alanı olarak görülebilmektedir. Ekonomik karar verme süreçlerinin diğer alanlarıyla karşılaştırıldığında bu sistem takdirden daha çok kurallar üzerine yükselmektedir. Böyle bir sistem güvenilirlik oluşturmaktadır. En basit haliyle para kurulu düzenlemeleri açık yasal vaadler üzerine kurulu bir parasal rejim olarak tanımlanabilmektedir. Bu rejimde amaç ulusal para birimini belirli bir yabancı para birimi ile sabit döviz kuru üzerinde tutarak değişime sokmaktır. Aynı zamanda sistem emisyon makamının sınırlamaları ile birleştirilmiştir. Para kurulu yasal zorunluluklarını yerine getirmeyi güvence altına almak zorundadır(Tomás and Enoch,1997:1-2).

Bu parasal rejim, ulusal para birimini belirli bir döviz kuru karşısında sabit döviz kurunda değişime sokmak için açık yasal taahhütler üzerine kurulmuştur. Aynı zamanda yasal zorunluluğunu gerçekleştirmeyi güvence altına almak için emisyon makamının sınırlamalarını kapsamaktadır. Bunun anlamı ulusal para birimi yalnızca yabancı döviz kuruna ve yabancı varlıklar tarafından tam anlamıyla desteklenmiş biçimde kalabilmektedir(IMF, 2000:141).

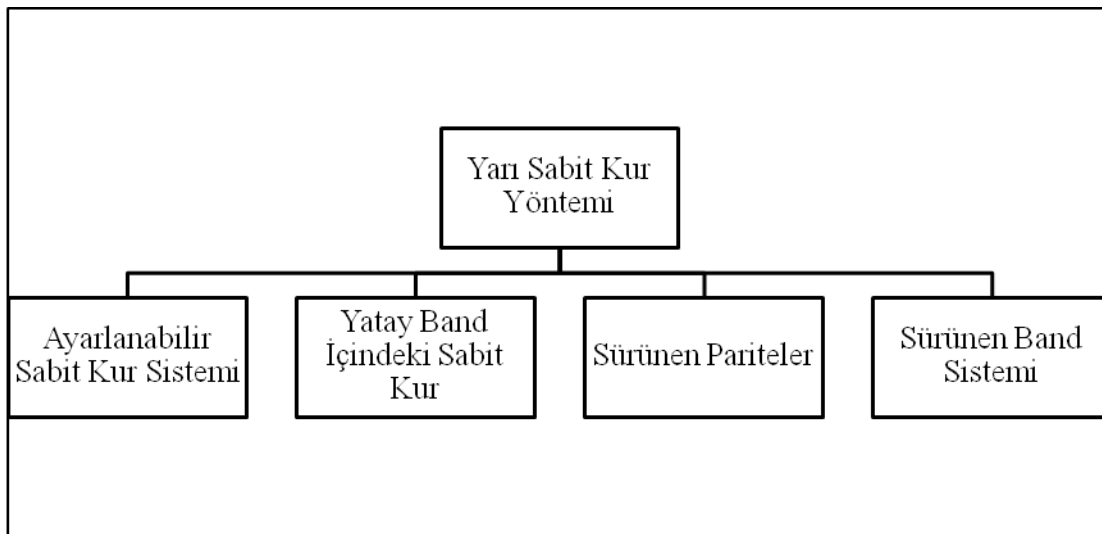
Para Kurulu'nun temel prensipleri aşağıdaki maddeleri içermektedir:

- Yalnızca uygulamalarla değil aynı zamanda yasalarla sabit hale getirilmiş döviz kuru oranı,
- Rezerv gerekliliği (ulusal dolaşıma girmiş her bir dolarlık birimin yabancı rezervlerdeki bir birim dolar tarafından desteklendiğini koşul kılan),
- Kendi kendine düzenlenebilen ödemeler dengesi mekanizması (bu sistemde, harcamalardaki daralmalarla sonuçlanan ödemeler açığı kendi kendine para arzını daraltır)(Frankel,1999:18).

Bir Para Kurulu'nu ya da güvenilir döviz kuru oranını tanıtarak, bunlara geçiş yapmayı planlayan ülkeler için yüksek enflasyon problemi önemli bir motivasyon oluşturmaktadır. Ancak bu ülke Para Kurulu lehinde değişiklik yapmaya karar vermeden önce bağımsız bir alternatifle geleneksel bir MB arasında makul bir karşılaştırma yapmalıdır. (Örneğin enflasyon-enflasyon karşıtlığı) Her iki alternatif de bazı avantajlara ve dezavantajlara sahiptir ve optimum çözümün ne olacağı her zaman açık bir biçimde ortada olmamaktadır. Bir Para Kurulu düzenlemesi eğer ithal edilen yabancı para politikası bağımsız ve geleneksel bir yabancı MB'nin elinde ise daha çekici bir alternatif olmaktadır. İddia edilen; daha tutucu bir yabancı parasal otoritenin bir kurul eşliğinde enflasyonist sapmayı ve ülke ekonomisine zarar veren ithal edilen stabilizasyon politikasını belirli bir dereceye kadar düşürmesidir(Berger and Fraassen,2001:220-222).

1.9.4.1.2 Yarı Sabit Kur Yöntemi

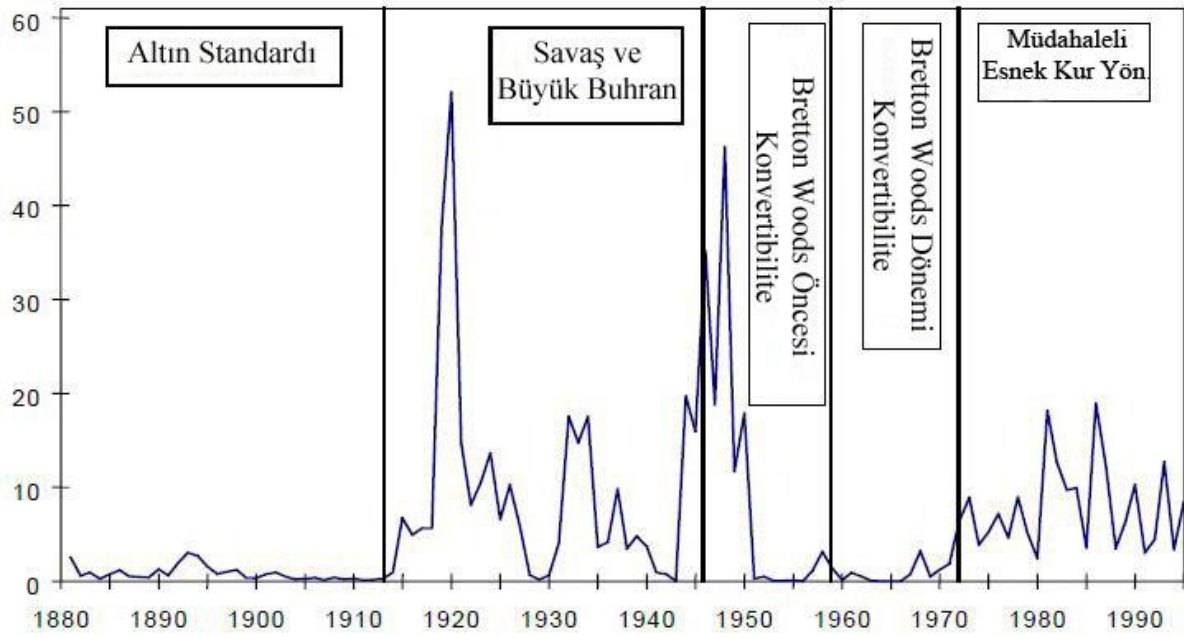
Yarı Sabit Kur Yöntemi; ayarlanabilir sabit kur sistemi, yatay band içindeki sabit kur, sürünen pariteler, sürünen band sistemi şeklinde dört alt gruba ayrılmaktadır.



Şekil 1.7 Yarı Sabit Kur Yönteminin Çeşitleri

Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi: Ayarlanabilir sabit kur sisteminde kur sabittir. Sabit olmasına rağmen parasal otorite süresiz olarak bu kuru sürdürmek zorunda değildir(Özdemir ve Şahinbeyoğlu,2000:5). Ülke resmi olarak ya da fiilen para birimini belirli bir oranda daha güçlü para birimlerine karşı ya da döviz kur sepetine karşı sabitlemektedir. Döviz kuru merkezi oranın en fazla ± 1 oranında dar bir marjda dalgalanmaktadır. Bir ağırlıklı bileşen ticaretin temel olarak yapıldığı ülkelerin para birimlerinden ya da ekonomik ortaklık

sürdürülen ülkelerin para birimlerinden oluşmaktadır. Para birimi ağırlığı ticaretin coğrafi dağılımını, hizmetleri, sermaye akışını yansıtmaktadır. Para birimi bileşenleri SDR ve Avrupa Para Birimi European Currency Unit (ECU) olduğu gibi standart hale de getirilebilmektedir. Parasal otorite müdahale aracılığıyla sabit pariteyi sürdürmek için hazır beklemekte, para politikasının ihtiyarılık düzeyini ve ondaki esnekliğin derecesini sınırlamaktadır(IMF, 2000:141).



Şekil 1.8 Avrupa'nın Döviz Kuru Volatilitesi

Kaynak: Bordo, Michael D., "Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective", **IMF Working Paper**, WP/03/160, August 2003, p. 10.

II. Dünya Savaşı'nın bitiminden 1971'e kadar ülkeler döviz kurunu, sık sık döviz kuruna yapılacak müdahalelerin istikrar bozucu spekülasyonlara neden olacağı düşüncesiyle değiştirmemişlerdir(Parasız,2005:13). Bu nedenle sabit ama ayarlanabilir tanımı, Bretton Woods Rejimi altında döviz kurlarının sabitletmesinin tanımı olarak bilinmektedir. Kendisinin sabit kur uyguladığını ilan eden pek çok ülke, kabul ettikleri bu rejimi tamamıyla değiştirmeseler bile gerçekte periyodik olarak yeniden düzenlemeler içeresinden geçmişlerdir(Frankel,1999:3).Bretton Woods II. Dünya Savaşı sonrasında dış ödeme güçlükleri çekecek olan ve bu durumun sonucunda dünya ticaretinde kısıtlamalarla karşılaşacak olan ülkelere yönelik uygulanması gereken bir rejim olarak düşünülmüştür. Ayrıca bu rejimin kabul edilmesi ile IMF kurulmuştur. IMF öncelikle döviz kurlarında istikrarın sağlanmasını, dış ticarete ödeme gücü çeken ülkelere fon sağlanmasını amaçlamaktadır. IMF'e üye olan her ülke ulusal parasını sabit bir kurdan ABD dolarına

bağlamıştır (1 ons altın = 35\$). Anlaşma dahilindeki ülke MB'lere konvertibilite hakkı verilmiş ve bu MB'ler sabit fiyattan ABD MB'sinde 'den altın alabilmişlerdir. Rejime göre döviz piyasasında her ülkenin ulusal parası dolar paritesi etrafında en fazla %1'lik alt ve üst sınırlar arasında dalgalandırması gerekmektedir.

Yatay Band İçindeki Sabit Kur: Para biriminin değeri resmi olarak ya da fiilen sabit kur dalgalanma marjı içerisinde merkezi oranın ± 1 civarından daha yüksek bir seviyede korunmaktadır(IMF,2000:141). Ya da döviz kurunun maksimum ya da minimum değerleri arasında %2'yi aşmaktadır. Geleneksel sabit kur örneğinde olduğu gibi örnek olarak tek bir para birimi, bir para birimi bileşeni ya da ERMII gibi ortak düzenleme verilebilmektedir. Bandın genişliğine bağlı olarak sınırlı düzeyde ihtiyari para politikası uygulanmaktadır(IMF,2006:144).

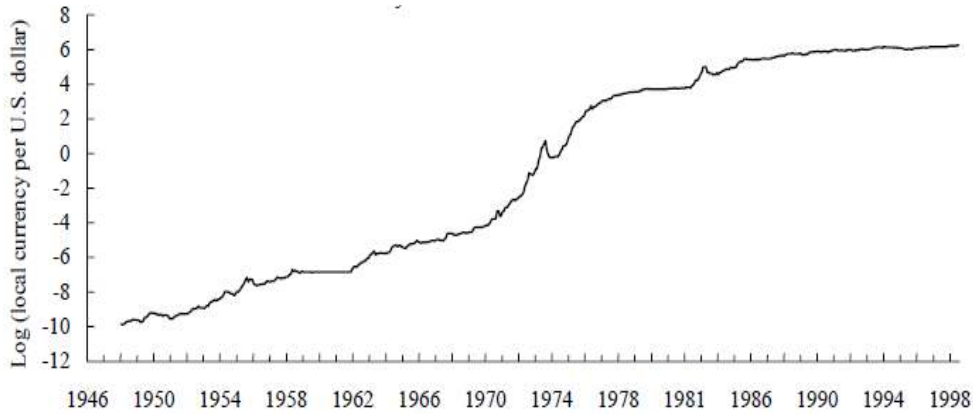
Sürünen Pariteler: Sürünen paritelerde ülke parasının değeri sabitlenmiştir. Sabit değer ülkenin ekonomik göstergelerine ve ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak belirlenmektedir(Özdemir ve Şahinbeyoğlu:4-5). Sabit değer önceden bilinmesi, belirsizliği azaltmaktadır(Çağlar,2003:76).

Para birimi periyodik olarak sabit, önceden açıklanmış düşük oranlarda ayarlanabilmektedir. Ya da bu ayarlamalar selektif nicel göstergelerdeki değişimlere cevap olarak yapılmaktadır. Bu göstergeler ana ticaretin yapıldığı ülkelerle geçmiş enflasyon farklılıklarının karşılaştırılması, enflasyon hedeflemesi ve ana ticaretin yapıldığı ülkelerde beklenen enflasyonun karşılaştırılması şeklinde olabilmektedir. Sürünme oranı, para biriminin değerindeki değişimlerle uyumlu bir enflasyon yaratmaya ayarlanabilmektedir (IMF,2000:141).

Yani sürünme oranı hesaplanmış enflasyon düzenlemesi için ayarlanabilmektedir(IMF,2006:144). Bu duruma “Geriye Bakış” denir. Ya da sürünme oranı tahmini enflasyon farklılıkları altında önceden açıklanmış sabit bir orana ayarlanabilmektedir. Buna “İleriye Bakış” denir(IMF,2000:141).

Yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde haftada bir olmak üzere mini devalüasyonlar dizisinde parite düzenli olarak kendini yeniden ayarlayabilmektedir. Bu konuda öne çıkan örneklerden biri Şili'dir. Döviz kuru hedeflemelerinde nominal çapa işlevinin sürdüğü bir yaklaşıma göre, izlenecek yöntem önceden ilan edilmektedir. Sürünme oranı kasıtlı olarak daha önceden tahmin edilen enflasyon oranının altında tutulmaktadır. Diğer bir yaklaşıma göre; reel döviz kurunu durağan kılmak için döviz kuru ücret düzeyine endekslenmektedir. Bu

yaklaşım çerçevesinde ülke enflasyonla mücadeleden vazgeçmiş ve onunla mücadele etmek yerine diğer seçeneklerle yaşamaya karar vermiştir(Farankel:4).



Şekil 1.9 Şili'nin Yıllar İçerisindeki Döviz Kuru Gelişimi

Kaynak: Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff , “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, **NBER Working Paper**, No. 8963, 2002, p. 47.

Sürünen Band Sistemi: Ülke parasının değeri önceden açıklanmış sabit bir değer etrafında dalgalanmaktadır. Sabit değer ülkenin ekonomik göstergelerine ve ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak belirlenmektedir. Sürünen band sisteminde kur üzerinde bir baskı olduğunda gerekli ayarlamalar belirli aralıklarla yapılmaktadır.

Para birimi bir merkezi oran çevresinde belli başlı dalgalanma marjı içerisinde sürdürülmektedir. Bu oran önceden ilan edilmiş sabit bir oranda periyodik olarak ya da selektif nicel göstergelerdeki değişimlere cevap olarak ayarlanabilmektedir. Döviz kuru oranının esneklik derecesi bandın genişliğinin bir işlevidir. Bu bantlar ya sürünen bir merkezi paritenin etrafında simetrik olmaları için ya da daha üst ve alt seviyelerde sürünen asimetrik seçeneğin aşamalı olarak genişletilmesi için seçilmektedirler. Asimetrik seçenek durumunda merkezi oran önceden ilan edilmemektedir. Bant içerisinde döviz kuru oranını sürdürme vaadi bandın genişliğinin bir işlevi olarak bu uygulamanın bağımsızlık derecesi ile birlikte para politikası üzerinde sınırlamalar koymaya devam etmektedir(IMF,2000:141).

1.9.4.2 Esnek Döviz Kuru

Esnek kur rejimlerinde kurlar piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Kurlarda arz ve talebe göre dalgalanmalar görülmektedir. Hiçbir şekilde MB'nin müdahalesi olmamaktadır. Döviz kuru MB'nin denetimi dışındadır. Döviz rezervleri kullanılarak yapılan herhangi bir para otoritesi müdahalesi görülmemektedir. Böylelikle serbest piyasa dengesine

ulaşılabileceği düşünülmektedir. Esnek döviz kuru rejimi yüzen veya dalgalanan kur rejimi olarak da bilinmektedir. Chicago iktisatçılarının (Friedman, Machlup, Samuelson) savunucusu olduğu bu rejim 1973 yılından itibaren dış ticaret hadlerini geliştirmeye yönelik gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaktadır. Esnek döviz kuru rejimleri müdahaleli esnek kur ve serbest dalgalanan esnek kur başlıkları altında incelenmiştir.

1.9.4.3 Karma Sistemler

1.9.4.3.1 Müdahaleli Esnek Kur Yöntemi (Managed Float)

Parasal otorite önceden açıklanmış kurallara bağlı olmaksızın döviz kurlarına müdahale edebilmektedir. Kirli dalgalanma olarak da bilinen müdahaleli esnek kur, herhangi bir özel pariteyi savunmaksızın döviz kuru piyasasına yapılacak müdahaleye bir hazırlık olarak tanımlanmaktadır. Bu müdahalelerin çoğu rüzgâra karşı durmaya niyet etmektedir. Yani bu rüzgâr, para birimi yükseldiğinde ya da yeteri kadar yüksek olduğunda onu satmak ve düşüşe geçtiğinde ya da düşük seviyede olduğu dönemde onu satın almak anlamına gelmektedir(Frankel:5).

Döviz kuru için önceden ilan edilmeyen yöntemle müdahaleli esnek kurda; parasal otorite, özelleştirmeksizin ya da döviz kuru için önceden herhangi bir yöntem ilan etmeden herhangi bir vaat de bulunmaksızın döviz kuru piyasasına aktif müdahale aracılığıyla döviz kurundaki hareketlilikleri etkilemektedir. Bu oranı yönetmek için gereken göstergeler büyük oranda yargısaldır. Bu bağlamda, örneğin ödemeler bilançosu konumu, uluslararası rezervler, paralel piyasa gelişimleri ve düzenlemeler kendi kendine gerçekleşmeyecek yargısal müdahale gerektiren göstergeleri içerisine almaktadır(IMF,2000:141).

Bu rejimde MB'lernin döviz alım satımı yoluyla kura müdahale etmeleri sonucu rezerv işlemleri sıfır olmamaktadır(Dornbush and Stanley,1998:154). Parasal otorite spesifik bir döviz kuru yöntemi ya da hedefi olmaksızın döviz kuru oranlarını etkilemeye çalışmaktadır. Bu oranı yönetmenin göstergeleri geniş bir biçimde yasal çerçevededir (örneğin ödemeler dengesi pozisyonu, uluslararası rezervler, paralel piyasa gelişimleri gibi) ve bunların düzenlemeleri kendi kendine gerçekleştirilememektedir. Müdahale dolaylı da olabilmekte ya da dolaysız da yapılabilmektedir(IMF, 2006:144).

1.9.4.3.2 Serbest Dalgalanan Kur Yöntemi (Free Float)

Dalgalı döviz kurları; otoritelerin müdahale etmediği serbest dalgalanmalar ve aynı otoritelerin piyasa güçleri tarafından döviz kurlarının belirlenmesine izin verdiği dalgalanmalar ve rüzgâra karşı durabilmeyi başarabilmek için müdahalenin yapıldığı yönetimli dalgalanmalardır(Bordo,2003:4). Ülke parasının değeri piyasa tarafından

belirlenmektedir. Bu yöntemde para politikası daha etkin olmakta, ulusal rezerv miktarı ise azalmaktadır.

Serbest dalgalanan kur yönteminde MB döviz kuru piyasasına müdahale etmemektedir. Bunun yerine arz ve talebe kendi kendilerini dengelemeleri için izin vermektedir. (Hatta o zaman bile para politikasının döviz kuru hedeflemelerine ne düzeyde cevap vereceği sorusu gündeme gelmektedir) ABD serbest dalgalanmanın en iyi örneğine yaklaşılmış bir ülkedir(Frankel:5). Serbest dalgalanma rejimine en yakın dövizler ABD Doları, Japon Yeni ve Euro gösterilmektedir.

Piyasa tarafından serbest döviz kuru belirlenmesi değişim oranını ortalama düzeyde tutmayı hedefleyen ve ona belirli bir seviye oluşturmayı hedeflemek yerine döviz kurunda aşırı dalgalanmaları engellemeye çalışan döviz kuru müdahalesi ile olmaktadır. Bu rejimlerde, para politikası ilkesel olarak döviz kuru politikasından bağımsızdır(IMF, 2000:141).

1.9.5 Kurları Belirleyen Faktörler

1.9.5.1 Ödemeler Dengesi

Teoride döviz kuru düzenlemeleri sabit ve esnek kur şeklinde olup, uygulamada kurlar sabit ve esnek kurların arasında yer almaktadır. Sabit döviz kuru uygulamalarında kur dalgalanmaları ile ilgilenilmemektedir. Kurların aşırı eksik veya fazla belirlenmesi ödemeler dengesinde açık veya fazlalar oluşturarak kurlarda düzenlemelere gidilmesini sağlamaktadır. Mundell-Fleming modelinde para ve maliye politikalarının etkinlikleri döviz kuru düzenlemelerine ve sermaye hareketliliğine bağlıdır. Ödemeler dengesini etkileyen uluslararası sermaye hareketliliğinin açıklayan model yurtiçi faiz oranlarının esnekliğinin sonsuz olduğu varsayımına dayanarak mükemmel bir sermaye hareketliliğinin olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca yüksek sermaye hareketliliği nedeniyle kurlarda değişim beklenmediğinde iki ülke arasındaki faiz oranlarının eşit olması gerektiğini ifade etmektedir. Mal piyasasında dengeyi ($AE=Y$) sağlayan faiz haddi-hâsıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini IS, para piyasasında dengeyi ($L=M/P$) sağlayan faiz haddi-hâsıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini LM ve ödemeler dengesinde dengeyi sağlayan faiz haddi-hâsıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini BP eğrisi göstermektedir. Mal-para ve döviz piyasalarında eşanlı dengenin sağlanması uygulanan döviz kuru rejimleri ile ilgilidir(Tunalı,2007).

1.9.5.2 Enflasyon Oranları

Enflasyon kavramının ekonomik literatüre girişi I. Dünya Savaşı yıllarında olmasına rağmen II. Dünya Savaşı'ndan sonra önemi anlaşılmıştır. Literatür çalışmaları hız kazanmıştır. Bu şekilde bir gecikmenin sebebi iktisat teorisinde fiyat hareketliliklerinin

önemsenmemesinden kaynaklanmıştır. Klasik ve Neoklasik Teori'ye göre para yansızdır. Para mikro büyüklükleri etkilemediği için makro düzeyde de hiç bir reel sonucu üretmemektedir. Ayrıca Say Kanunu'nun arz-talep dengesizliğini mümkün görmemesi de fiyat hareketlerinin önemsenmeme sebeplerindedir. Bu görüş bazı Neoklasikler ve Keynes tarafından terkedilmiştir. Enflasyonun ortaya çıkış nedeni, ekonomik olaylarla ilişkileri ve etkileri itibariyle tek bir tanımla ifade etmek de zorlanılmıştır(Paya, 2007:388-389). Talep ve arz şokları da enflasyon üzerinde etkili olabilmektedir. Talep şokları; dolaylı veya dolaysız olarak para arzının değişmesine, tüketim ve yatırım davranışlarının değişmesine neden olmaktadır. Arz şokları ise teknolojik düzeydeki değişmelere neden olarak üretim düzeylerini etkileyen şoklardır(Ongan, 2003:89). Enflasyon Latince “şişme” anlamına gelmektedir. Literatürde yaygın kullanılan enflasyon tanımı şu şekilde verilebilmektedir: “Bazı mal ve hizmet fiyatlarındaki artışların, diğer mal ve hizmet fiyatlarında dengeleyici düşüşler olmaması nedeniyle, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi” halidir. Bu tanımlamaya dahi bir takım eleştiriler yapılmıştır. Bu eleştirileri Merih Paya şu şekilde özetlemektedir(Paya, 2007:389):

- Fiyatlar genel düzeyinde gözlenen her yükselme, enflasyon olarak tanımlanamaz. Çünkü bazı fiyat hareketleri, örneğin kötü bir hasadın yol açtığı yükselişler, kıtlık ifadeleri olarak piyasa ekonomisinin doğal sonucudur. Ayrıca bu tanım gereği “deflasyondan enflasyonist eşiğe geçişte oluşan fiyat hareketlerini” de enflasyon olarak görmek gerekecektir.
- Ekonomik hayatta endekslere yansımayan, ama nispi fiyat strüktürünün bozulmasına yol açtığı için enflasyon karakteri taşıyan gelişmeler de olabilir. Örneğin 1920'lerde Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD), 1930'da Hollanda'da teknolojik gelişmeler sonucu düşen maliyetler, fiyatlara intikal etmemiş; karları aşırı yükseltmiştir. Giersch, bu durumu “nispi enflasyon” kavramı altında ele alıp “gelir enflasyonu” olarak tanımlamaktadır.

Enflasyon belli bir mal ve hizmet fiyatının tek başına artması, bazı malların fiyatlarının sürekli artması veya tüm mal fiyatlarının bir seferlik artması değildir. Mal ve hizmetlerde meydana gelen sürekli artıştır(TCMB,2004:3).

Giersch'in enflasyon tanımı ise literatürde daha uygun bir tanımlamadır(Paya, 2007:390). “Giersch, enflasyonu aşağıda sıralanan “talep fazlasına” yol açan olaylar zinciri olarak ifade etmektedir.

- Veri (veya beklenen) fiyatlarda planlanmış efektif talebin, veri üretim imkânları ile sınırlanmış arzdan (yani ortalama maliyet, kar marjı, dolaylı vergilerden oluşan maliyet değerinden) daha büyük olması, yani “mal açığı” bulunması hali,
- Veri (veya beklenen) fiyatlarda, iş gücüne ve hammaddelere olan efektif talebin, bu talebe uygun olarak genişleyemeyen arzı aşması, yani “faktör açığı” olması hali,
- Efektif olarak talep edilen nominal gelir vasıtasıyla erişilmek istenen reel gelir toplamının, mevcut üretim imkanları ile elde edilmesi mümkün olan reel gelirden büyük olması, yani “reel gelir açığı” bulunması halidir.

Enflasyon oranı bir ülke ekonomisi işleyişinin istikrarda olup olmadığını göstermektedir. Enflasyonun ne kadar olduğunu ölçmek için fiyatlar genel düzeyindeki yıllık yüzdelik değişimi hesaplamak gerekmektedir. Bu yılki fiyatlar genel düzeyi 136 iken geçen yılki fiyatlar genel düzeyi 130 ise;

$$\text{Enflasyon Oranı} = \left(\frac{136 - 130}{130} \right) 100$$

yıllık enflasyon oranı %4 olmaktadır. Bu yılki fiyatların yüksek olması paranın değerinin geçen seneki değerine göre düşük olmasına neden olmaktadır. Bu oran gelişmiş ekonomilerde %2-3, gelişmekte olan ülkelerde ise %5-6 oranındadır(Pekin, 1988:49).

Enflasyonun hesaplanması değişik mal ve hizmetlerin fiyat hareketlerini tek seri halinde düzenleyen fiyat endeksleri tarafından yapılmaktadır. Bunlar; Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), TÜFE, GSMH deflatörü'dür. Ancak bu yöntemlerdeki hesaplamalarda farklı sonuçlar çıkabilmektedir. Ekonomideki tüm mal ve hizmetlerin fiyatlarının izlenmesi zor olduğundan belli sayıdaki mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimler izlenerek enflasyon oranı hesaplanmaya çalışılmaktadır. Ayrıca ekonomide mevsimsel dalgalanmalardan en az etkilenen sektör imalat sanayi fiyat endeksidir (Çekirdek Enflasyon). Bu endeks ekonomideki enflasyonist eğilimler hakkında en sağlıklı bilgiyi vermektedir. Ayrıca TÜFE değerlerinin ÜFE değerinden yüksek çıkması ülkedeki fiyat artışlarının talep artışlarından kaynaklandığını göstermektedir. ÜFE değerlerinin TÜFE'den fazla çıkması üreticilerin maliyet artışlarını tüketicilere yadsıtamadıklarını göstermektedir.

Ekonomilerde kendiliğinden çıkan ya da dış şoklardan kaynaklanan fiyat ve maliyet artışları ile döviz kurları arasında sıkı bir ilişki vardır. Döviz kuru üzerinde fiyatların etkisinden ziyade, fiyatlar üzerinde döviz kurunun etkisi önem arz etmektedir. Çünkü birinci etki feedback (geri beslenme) olarak görülmektedir(Kenen and Pack,1994:277). Ticari mallar ve ticarete konu olmayan malları içeren yurtiçi fiyatlar ile döviz kuru arasında bir etkileşim

vardır. Örneğin bir ülkede dış açık olduğunda ulusal paranın değer kaybetmesi sonucu dış dengedeki hareketlilikten dolayı, ihracatta rekabet edebilme durumu güçlenmektedir. Fakat yurtiçi fiyatlar nominal kurun düşmesine birebir cevap verdiği için döviz kurunun fiyatlara etkisi sadece ithal mal fiyatlarını değil CPI'yi de etkilemektedir. Para politikası bu farklılığı gözötmelidir(Ito and Sato,2006:3-4).

Döviz kurunun fiyatlara yansıması (ERPT); nominal döviz kurundaki bir birimlik değişiminin yurtiçi (ulusal para cinsinden) ithalat ve yurtdışı (döviz cinsinden) ihracat fiyatlarında yol açtığı değişim olarak da tanımlanmaktadır(Menon,1996:434). Döviz kurundaki değişim ithal mal fiyatlarını daha sonra TEFİ'yi ve TÜFE'yi etkilemektedir. İthal malları içerisinde tüketim mallarının ağırlığının %33 olduğu düşünölürse, ithal mallarındaki %10'luk bir artış TÜFE'yi %3,3 oranında artırmaktadır. Ancak bu etki (kısa vadeli etki) döviz kurunun ülke içinde üretilen malların fiyatını etkileyerek TÜFE'yi etkilemesinden daha düşüktür. Ülke içinde üretilen malların fiyatını etkileyerek TÜFE'yi etkileme ikinci etki olarak bilinmektedir. Bu etki uzun vadeli bir etki olmaktadır.

Döviz kuru ticarete konu olan mallar, ithal edilmiş ara mallar ve bunların enflasyonist beklentiler üzerindeki etkisi aracılığıyla enflasyonu etkileyebilmektedir. Bu etki daha düşük gelirli ekonomilerde yurtiçi fiyatlar ve döviz kuru arasında daha güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir(Ho and McCauley,2003:4).

Kenen ve Pack döviz kurunun fiyatlarla ilişkisini beş başlık altında incelemişlerdir(Kenen, 1994:277-289):

- Döviz kurundaki değişmelerin yurtiçi fiyatlara etkisi ilk olarak ithalat fiyatlarını etkileyerek ortaya çıkmaktadır. Ulusal para biriminin devalüasyonu, ulusal para birimi ile ifade edilen ithalat fiyatlarını artırmaktadır. Yansıma etkisinin büyüklüğü (yurtiçi ithalat talep elastikiyetine ve yurtdışı arzına) fiyat elastikiyetine bağlıdır. İthalat arzı tam esnek ise yansıma etkisi ithalatın talep elastikiyetine bakılmaksızın tam olacaktır. Bu durumda ithalat fiyatlarındaki artış devalüasyon ile birebir örtüşecektir. İthalat arzı tam esnek değilse, yansıma etkisi tamamlanmamış şekilde ortaya çıkacaktır. Tamamlanmamış yansımanın büyüklüğü talep elastikiyeti ile ters orantılı olarak değişecektir. Talep elastikiyeti ne kadar büyük ise arz elastikiyeti veri iken devalüasyona bağlı olarak ithalat fiyatlarındaki artma o kadar küçük olacaktır. Yurtdışı mallar ile yurtiçi malların ikamesi olmadığı küçük bir ülkede ithalat arz elastikiyeti yüksek, talep elastikiyeti düşüktür. Bu ülkeler fiyat alıcı

konumdadırlar. Büyük bir ülke ile karşılaştırıldıklarında yansıma etkisi daha büyüktür.

- Döviz kurundaki değişmelerin yurtiçi fiyatlara etkisi toplam talepteki değişmeler tarafından da meydana gelmektedir. Ülkedeki devalüasyon ihracatı artırırken, ithalatı azaltacak, yurtdışı ve yurtiçi talebi yurtdışı mallardan yurtiçi mallara kaydıracaktır. Diğer üretim faktörlerinin arzı ve emek arzı yeterli ve yurtiçi fiyatlar rijitse, talepteki bu kayış reel üretimi artıracaktır.
- Döviz kurundaki değişmelerin yurtiçi fiyatlara etkisi faktör piyasaları aracılığıyla da olmaktadır. Toplam talepteki herhangi bir artış ücretlerde artış ortaya çıkaracak, talep artışı yurtiçi fiyatları da artıracaktır. Bu tarz fiyat artışları toplam talebin istikrarının sağlanması ile engellenmektedir.
- Yansıma etkisi feedback ile de ortaya çıkmaktadır. Döviz kurundaki spekülasyonların etkisi ile ilişkilendirilerek fiyat değişimleri döviz kurunu etkilemektedir. Burada beklentiler son derece önemlidir. Beklentilerin rasyonel olması durumunda döviz işlemleri yapanlar (asset holders) döviz kurunun dengeden çıkma sonrasında kurun izleyeceği yolu tahmin edebilmektedirler. Sapmaların da olabileceğini düşünerek uzun dönem dengesinde beklentilerini oluşturabilmektedirler. Beklentilerin rasyonel olmaması durumunda döviz kuru değişimlerinin geçici olduğu düşünülecektir. Döviz işlemleri yapanlar fiyat değişimlerini içeren yeni bilgileri benimseyeceklerdir. Döviz kuru değişimlerinin geçici olması kurdaki değişmelerin fiyatlara yansımasını engelleyecektir. Adaptif beklentiler de ise tahminler geçmiş hatalar ışığında revize edileceğinden gelecek için döviz kuru tahminleri geçmiş dönem beklenti hatalarına dayalıdır.
- Yansımayı dolaylı olarak makroekonomik politikalar özellikle para politikası etkilemektedir. Devalüasyon ticaret dengesini düzelterek ulusal mal fiyatlarına karşı talebi artıracaktır. Ulusal mal arzı tam esnek değil ise, yurtiçi fiyatlar yükselecektir. Ulusal mal fiyatlarına yönelik talep artışı emek talebini ve ücret oranlarını artıracaktır. Bu durum da yurtiçi fiyatları yükseltecektir. Toplam talebin istikrarını sağlayan makroekonomik politikalar bu aşamada önemli rol oynayacaktır. Politikalar istihdamı azaltmadan, ticaret dengesini bozmadan toplam talep artışını engellemelidir.

1.9.5.3 Faiz Oranları

Faiz dar anlamıyla; satın alma gücünü kiralamanın fiyatıdır. Faiz kaynakların etkin şekilde yönlendirilmesini sağlayarak arz ve talep edilen satın alma gücünü dengelemektedir(Paya,2007:145).

Klasiklere göre faiz; paranın faiz üzerinde bir etkisi yoktur. Faiz yatırım ve tasarruflarla ilişkilendirilmektedir. Faiz oranı artıkça tasarruf eğilimi artmakta yatırım düzeyi azalmaktadır. Faiz oranının kamu otoriteleri tarafından belirlenmesi mümkün değildir. Faiz Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi ile açıklanmaktadır. Tasarruflar ekonomide Ödünç Verilebilir Fonları (Loanable Funds) oluşturmaktadır. Kişilerin yaptığı tasarrufları üreticiler kendi faaliyetlerinin finansmanında kullanarak karşılığında faiz ödemektedirler. Ödünç verilebilir fonları talep edenler yatırım faaliyetlerinin büyük bir bölümünü bu fonlarla karşılamaktadır(Tunca, 2005:42). Para arzının artması ile fon arzı genişlemektedir. Artan fon arzı nedeniyle düşen faizler tüketici kredilerini ve yatırımları artırarak ekonomide genişletici etki yapmaktadır. Para politikasındaki değişiklikler nominal faizi etkilemektedir. Reel faiz üzerinde maliye politikası etkilidir. Para talebi faize duyarlı değildir.

Keynesyen yaklaşıma göre; faiz oranları para arzı ve talebine göre belirlenmektedir. Para piyasası faizler aracılığıyla reel değişkenleri etkilemektedir. Faiz düzeyindeki gelişmeler Likidite Tercihi Teorisi ile incelenmiştir. Para arzındaki değişimler beklentileri değiştirmezse Likidite Tercihi etkilenmez. Emisyon sonucu enflasyonist beklentiler etkilenirse, nominal faizler etkilenir, para talebi azalır, reel faizler düşer, üretim artar, milli gelir artar. Para arzının artması faiz oranlarını aşağı çekmekte, para arzı sabit iken para talebinin artması faiz oranlarını artırmaktadır. Beklentilerin değişmesi sonucu Likidite Tercihi eğrisinde kayma olmakta ve faizler etkilenmektedir. Talebin yetersiz oluşu ve atıl kapasite nedeniyle para talebinin faiz esnekliği daha fazla ve LM IS'e göre daha yatıktır. Keynesyen yaklaşımda spekülative para talebi ekonomideki faiz haddine karşı son derece duyarlı olup, faiz oranındaki düşme spekülative para talebini artırmaktadır. Enflasyonun altındaki faiz haddi, bireyleri altın, döviz ya da emlak gibi alanlara kaydırmaktadır(İmren ve Akman,1994:18).

Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi ve Likidite Tercihi Teorisi pek çok benzer sonuçlar üretmektedir. F. Mishkin enflasyonist beklentilerin faiz üzerindeki etkilerini Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi'nin daha iyi açıkladığını, gelirdeki değişimin, fiyatlar genel düzeyi ve para arzındaki değişimlerin faiz üzerindeki etkisini Likidite Tercihi Teorisi'nin açıkladığını belirtmiştir(Paya, 2007b:150). Ceterisparibus durumunda para arzının artması faiz oranlarını aşağı düşürmektedir. Böylelikle ekonomide para arzının artması genel olarak faizleri artırmaktadır(Mishkin,1995:132).

Monetaristlere göre; bireyler reel gelir düzeylerine ve faiz oranlarına bağlı olarak reel para talep etmektedirler. Para arzındaki azalma para stoklarındaki azalma olup bu azalmayı gidermeye çalışmaktadırlar(Seyidoğlu, 1998:384). Para arzındaki artışların ekonomideki diğer göstergeleri de etkilemekte olduğunu söyleyerek para arzı artmasının genel olarak faizleri etkilediğini belirtmektedirler. Faiz oranları sermayenin varlığını ölçmektedir. Yüksek faiz oranları yatırımcıların hatta tüketicilerin harcamalarını kısımlarına neden olmaktadır. İstikrarlı faiz oranları ise girişimciler için güvenli bir ortam yaratmaktadır(Parasız ve Yıldırım,1994:7).

Piyasa ekonomilerinde faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olan unsurlar aşağıdaki denklemden anlaşılabilir (Teker,1999:9-10):

$$\text{Piyasa Faiz Oranı} = r = r^* + IP + DRP + LP + MRP$$

r = Nominal faiz oranı

r^* = Enflasyon oranının sıfır olduğu risk unsuru bulunmayan faiz oranı

IP = Enflasyon primi (Yatırımcıların talep ettikleri getiri değeri)

DRP = Ödeme riski primi (Ana para ve gerçekleşen faizin vadesi dolduğunda ödenmeme riski)

LP = Bir menkul kıymetin belirli bir fiyattan nakde dönüşmesi için ödenen prim

MRP = Vade risk primidir.

Paracı modeli açıklayan yaklaşımlardan “Chicago Teorisi” olarak adlandırılan esnek fiyat modeli yaklaşımı döviz kuru ile nominal faiz oranı farklılığı arasında pozitif bir ilişki öngörmektedir. Yaklaşımına göre; esnek fiyatlar ve tam sermaye hareketliliği varsayımı altında nominal faiz oranındaki değişimler beklenen enflasyon oranındaki değişimi yansıtmaktadır. Yurtiçi faiz oranı yabancı faiz oranına göre artarsa, ulusal paraya olan talep, yabancı paraya göre nispi olarak düşmekte, ulusal paranın enflasyon yaratacak şekilde yabancı para karşısında değer kaybetmesi (döviz kurunun yükselmesi) söz konusu olmaktadır. Paracı modeli açıklayan katı fiyat modeli olan “Keynesyen Teori”ye göre nominal faiz oranındaki değişiklikler sıkı para politikasındaki değişimi yansıtmakta, yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi sermaye girişini artırmaktadır(Dülger ve Cin,2002:50).

Bu durumda ulusal para değerlendirilmekte ve döviz kuru gerilemektedir. Fakat faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin yönü konusunda literatürde bir görüş birliği yoktur. Faiz

oranının para talebinin belirleyicilerinden biri olması döviz kuru ile arasında pozitif yönlü bir ilişkinin doğabilmesine de imkan vermektedir(Karaca,2008:3).

Faiz oranlarının yükselmesi ülkelerdeki enflasyonist beklentilere göre değişiklik göstermektedir. Enflasyonist beklentilerin bulunmadığı ülkelerde faizlerin yüksek oluşu paraya güven duygusu yaratmakta, paraya olan talep artmaktadır. Ancak beklentilerin olumsuz olduğu yani beklenen enflasyon oranının yüksek olması ile faizlerin yükselmesi sonucu ulusal paraya olan güven azalacaktır. Bu durumda faizlerin yükselmesi zayıf parayı ifade edecektir.

Bir ülkede beklenen enflasyon oranı diğer ülkede beklenen enflasyon oranından ne derece farklı ise ilgili ülkedeki yıllık faiz oranı bu farka bağlı olmakta ve ülkelerin para birimleri değer kazanmakta veya kaybetmektedir. Yani serbest piyasalarda ülkeler arasındaki faiz farklılıkları döviz kuru değişimlerini yansıtmaktadır. Örneğin enflasyonun düşük olduğu A ülkesinde faiz oranının düşük olması sonucu tüketiciler A ülkesinin mallarına talebi artırarak A ülkesinin para birimini talep edeceklerdir. Bu durumda A ülkesinin parası değer kazanacak ve B ülkesinin parasına göre güçlü para durumuna geçmiş olacaktır.

1.9.5.4 Politik İstikrar

Hükümetin takip etmiş olduğu ekonomi politikasının istikrarlı oluşu sistemdeki belirsizliği azaltarak, döviz kurlarının tahmin edilmesinde önemli bir yere sahiptir. İstikrarlı bir politikaya inanç ülkeye yabancı para akışını hızlandırarak, ulusal paranın değerlendirilmesini sağlamaktadır. Bu durum ülkeye yapılacak olan yatırımların reel yatırımlar olmasına neden olmakta, ülkede iktisadi kalkınmanın ve ekonomik büyümenin yolunu açmaktadır.

1.9.5.5 Para İkamesi Modeli

Para ikamesi döviz kuru hareketliliğini artıracak bir eğilim içerisine girebilmektedir. Bu durumun temel sebebi para arzı ve döviz kuru arasındaki karşılıklı ilişkidir. Yabancı ve ulusal paranın para olarak işlev gördüğü bir ekonomide döviz kurundaki değişiklikler para arzı üzerinde direkt bir etkiye sahiptir. Yani ulusal para birimi dolayısıyla devalüasyon döviz varlıklarının değerini artırmakta ve böylelikle para arzı artmaktadır. Buradan çıkarılacak sonuç; ulusal ve yabancı para arasındaki esnek ikamenin yüksek olduğudur. Bu yüksek oran ulusal para arzında beklenen herhangi bir değişme ya da parasal dengeyi etkileyen diğer faktörlere karşı döviz kurunu daha duyarlı hale getirmektedir. Para ikamesini parasal hareketliliği artırabileceği diğer bir yöntem; ulusal paranın yabancı paraya yönelik

taleplerindeki şok olasılıkları aracılığıyla parasal hareketliliği artırmasıdır(Berg and Borensztein,2000:5).

1.10 Döviz Kuru Rejiminin Belirlenmesinde Rol Oynayan Temel Unsurlar

1.10.1 Üçlü Açmaz (Impossible Trinity/Trilemma)

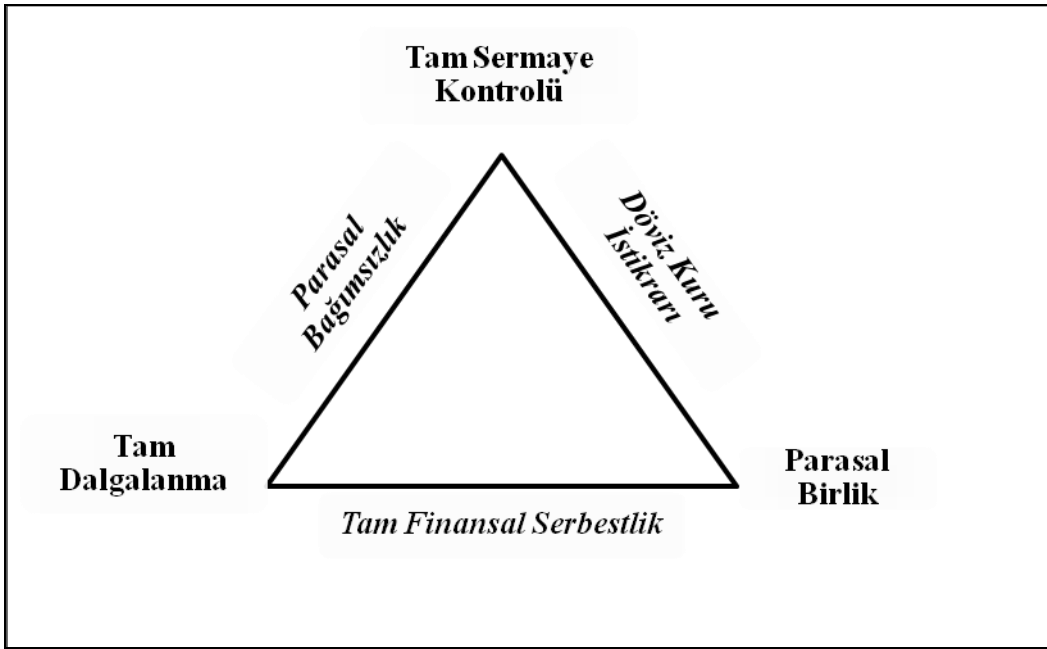
Üçlü açmaz, bir ülkenin döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal serbestlik hedeflerini aynı anda gerçekleştiremeyeceğini, bunlardan en az birinden vazgeçilmesi gerektiğini belirtmektedir(Frankel, 1999:7).

Orta gelirli ülkeler (Meksika, Tayland, Kore, Endonezya, Rusya, Brezilya ve Türkiye) önemli derecede finansal dalgalanmaya maruz kaldıkları için uyguladıkları basket sisteminden veya bant sisteminden vazgeçmek zorunda kalmışlardır. Bu durumda ya katı sabitleme sistemine ya da esnek kur sistemine yönelmişlerdir(Frankel, 2003:16).

Esnek kur rejimi ulusal para politikasına izin verirken, bir sabit kur rejimi parasal bağımsızlıktan vazgeçmek anlamına gelmektedir. Bu fikir üçlü açmaz olarak tanımlanan durumla ilişkilendirilmektedir. Yani aynı anda serbest sermaye hareketliliğine, sabit döviz kuruna ve bağımsız para politikasına sahip olmak mümkün değildir(Edwards,2001:15). Sermaye hareketliliğinin yüksek olması durumunda sabit kur rejiminin muhafaza edilerek, iç ve dış dengeyi bir arada sağlamak mümkün olmamaktadır. Sermaye hareketleri sabit kur rejiminde para politikasının etkinliğini sınırlandırmaktadır(Çağlar:74).

1994 Meksika, 1997 Tayland, Endonezya ve Kore, 1998 Brezilya, Rusya, 2000 Türkiye ve Arjantin krizleri sermaye hareketliliğinin olduğu piyasalarda sabit döviz kurunun uygulanması sonucu çıkan krizlerdir. Bazı ülkeler (1998'de Güney Afrika, İsrail, Meksika) ise döviz kurunu sabitlemediği için bu tür krizlere maruz kalmamışlardır(Fisher:3).

Bir ülkede döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve tam finansal serbesti şeklinde üçlü amacın aynı anda bulunması mümkün değildir. Üçlü açmazı temsil eden şekil her köşesi sayılan hedeflerden sadece ikisinin gerçekleşmesini mümkün kılmaktadır.



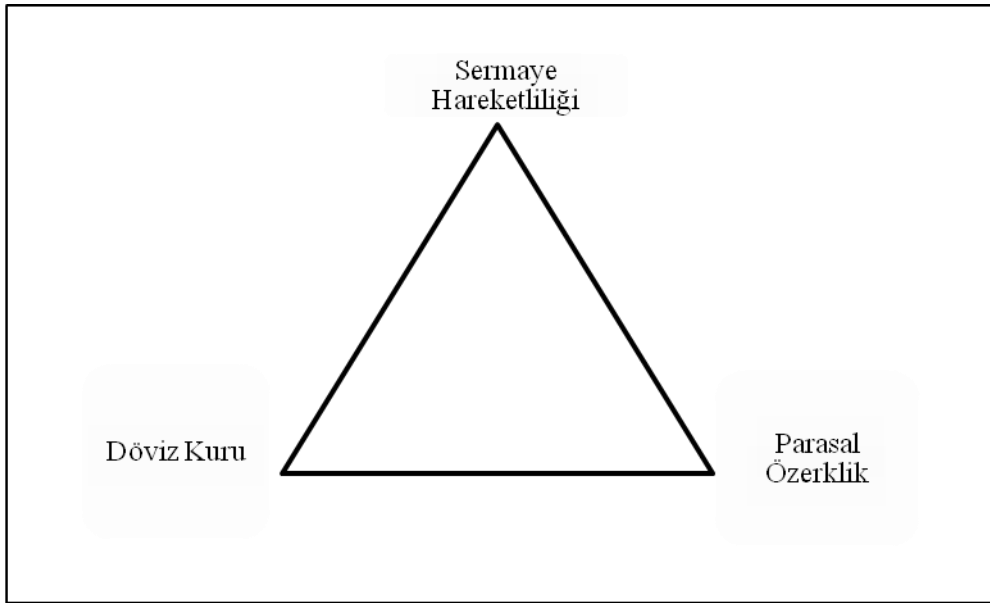
Şekil 1.10 Üçlü Açmaz

Kaynak: Frankel, J. A. “No Single Currency Regime Is Right For All Countries or at All Times”, **NBER Working Papers**, No 7338, September 1999, p.8.

Şekil üçlü açmazın basit bir şematik göstergesidir. Her üç taraf da kendine özgü bir yana sahiptir. Bunlar parasal bağımsızlık, döviz kurundaki istikrar ve tam finansal serbestliktir. Bu üçlünün sahip olduğu özelliklerden yalnızca iki tanesi bir arada elde edilebilmektedir. Örneğin tam sermaye kontrolünün olduğu köşe tercih edildiğinde parasal bağımsızlık ve döviz kurunda istikrar sağlanmış olup, tam finansal serbestlikten vazgeçilmiştir(Frankel, 1999:8).

Üçlü Açmaz’a göre; tam sermaye kontrolünün olduğu bir piyasada döviz kuru rejimi ya parasal birlik, dolarizasyon, para kurulu gibi uygulamalara yönelik olacak ya da döviz kurlarının ne olacağı konusunda endişelerin bir kenara bırakılması ile kurların serbest dalgalanmasına izin verilecektir(Williamson,2002:82). Finansal piyasalar sürekli uluslararası piyasalarla bütünleştiğinde ya döviz kuru istikrarından ya da parasal bağımsızlıktan vazgeçme sorunu gündeme gelmektedir. Ancak bu birisi için her ikisinden de vazgeçildiği anlamına gelmemektedir. Ayrıca yarı istikrardan veya yarı bağımsızlıktan da vazgeçilmediği anlamına gelmektedir(Frankel, 2003:17).

Üçlü Açmaz’a karşılık, Bofinger ve Wollmershaeser (2003), imkansızlık üçlemesine karşılık olarak denilebilecek “Tutarlılık Üçgeni”ni ileri sürmüşlerdir(Bofinger, and Wollmershäuser, 2003:36).



Şekil 1.11 Tutarlılık Üçgeni

Kaynak: Bofinger, Peter and Timo Wollmershäuser, “Managed Floating: Theory, Practice and ERM II”, **Paper prepared for the CEPR/Deutsche Bank Research Workshop, Kronberg/Germany, 30/31 January, 2003, p.36.**

Yönetimli dalgalanma üçlü açmazdan tutarlılık üçgenine dönüşüme izin vermektedir. Üçgenin köşelerinde sermaye hareketliliği, parasal durum endeksini belirleyen özerklik ve kritik seviye üzerindeki rezervleri kontrol edebilen ve faiz diferansiyelini takip eden bir döviz kuru bulunmaktadır. Yönetimli dalgalanma sermayenin içeri akışında karşılaşılan problemlere kapsamlı bir çözüm sağlamaktadır(Bofinger, and Wollmershäuser, 2003:36).

1.10.2 İki Kutup Hipotezi (Bipolar View)

İki Kutup Hipotezinin (Köşe Çözümü Hipotezi) savunucularından biri Fisher’dir. İki Kutup Hipotezini sert çapaya dayalı döviz kuru rejimleri ile serbestçe dalgalanan döviz kuru rejimi arasında yer alan ara döviz kuru rejimlerinin sürdürülemez olduğunu savunan bir düşünce olarak belirtmektedir. Fisher gelişmiş ve gelişen ülke piyasalarına göre döviz kuru sınıflandırmasını; sert çapa, ara döviz kuru rejimi ve dalgalı döviz kuru rejimi olarak yapmıştır (Fisher, 2002:75). İki Kutup Hipotezi üçlü açmaza dayanmaktadır.

Hipotez kur istikrarı veya para politikası seçilerek hedeflemenin yapılması gerektiğini belirtmektedir. Döviz kurunun istikrarı için uygun rejimin sabit kur olduğu vurgulanmaktadır. Esnek kur rejiminin uygulanması durumunda ise döviz kuru istikrarı dikkate alınmamaktadır(Altay:702).

Tam sermaye hareketliliğinde, örtüsüz faiz paritesinde, arbitrajın olmadığı durumda;

$$I = I^* + dE \text{ dir. } (1)$$

I : Yurtiçi faizleri

I^* : Yurtdışı faizleri

dE : Nominal döviz kurunda beklenen değişim oranlarını göstermektedir.

Eğer döviz kuruna güven tamsa, dE sıfır değerini alacaktır. Bu durumda yurtiçi faiz oranları yurtdışı faiz oranlarına eşit olacaktır. Bu nedenle para politikasının döviz kuru ve faiz oranları aracılığıyla yurtiçi ekonomideki aktiviteleri müdahale edemeyecektir.

Standart para piyasası dengesi

$$\frac{M}{P} = m(I, Y) \text{ veya } M = Pm(I, Y) \quad (2)$$

M : Para miktarı

P : Yurtiçi fiyat seviyesi

m : Faiz oranının ve GDP'nin bir fonksiyonu olarak reel para miktarıdır.

I 'yı (1.) eşitlikte sabitlediğimizde finansal dengenin sürdürülmesi için M , P ve Y ile uyumlu olmalıdır. M 'deki artış sermayenin çıkmasına, M 'nin yetersiz büyümesi sermaye girişine neden olmaktadır.

Küçük ve açık bir ekonomide;

$$P = EP^* \text{ dir. } (3)$$

P : Yurtiçi fiyat seviyesi

P^* : Yurtdışı fiyat seviyesi

E : Sabit döviz kurudur.

Bu durumda enflasyon yurtdışı fiyatlar tarafından belirlenmektedir. Para miktarı sermaye hesabı dengesizliklerini gidermek için GDP ve yurtdışı fiyatlarla uyumlu olmalıdır. Para miktarındaki aşırı genişleme (örneğin bütçe açıklarını finanse etmek için) sabit döviz kuruna olan güveni azaltarak, rezerv kaybına ve sermayenin dışarıya çıkmasına neden olmaktadır. Piyasa algılamaları spekülasyon atakları geliştirmektedir. Bu nedenle bağımsız olarak kullanılacak olan para politikasına güven azalmakta, döviz kurunun çökmesine neden olmaktadır. Bu çelişkiyi ortadan kaldırmak için köşe çözümlemesi para politikası üzerinde

sınırlamaları dalgalı kuru uygulayarak ortadan kaldırmaktadır. Ya da para kuruluna/dolarizasyona gidilerek veya ulusal paranın katı sabitlemesi yapılarak döviz kuru istikrarından vazgeçilmektedir(Branson,2001:57-58).

1.10.3 Dalgalanma Korkusu Hipotezi (Fear of Floating)

Bazı ülkeler teoride dalgalı kuru seçse de, pratikte döviz kurunun istikrarlı olması için dalgalanmaları minimize etmeye çalışmaktadırlar. Bu durumda uygulanan rejim sabit kur ile esnek kur arasında yumuşak kur (soft peg) adı altındadır(Baqueiro et al,2003:341). Böylelikle ülkeler döviz kurunun serbestçe dalgalanmasına izin vermemekte, faiz oranları ve diğer müdahale araçları ile kura müdahale etmektedirler. Müdahalenin sebebi dalgalanma korkusudur. Dalgalanma korkusu içerisinde olan ülkenin kura müdahalesi sonucu ayarlanabilir çapa rejiminden uzaklaştığı söylenememektedir(Fisher, 2002:78).

Dalgalanma Korkusu Hipotezi Calvo ve Reinhart tarafından geliştirilmiştir. Calvo ve Reinhart dalgalanma korkusunun sebebini özellikle para politikasına güven eksikliği (güven eksikliğinin olması durumunda beklentiler kuralları koyacak, faiz oranlarında bir istikrar sağlanamayacak, değişken kredi notları ile karşılaşılacaktır) olarak görmüştür(Calvo and Reinhart,2000:5).

Dalgalanma korkusunda; ülkelerin faiz, kur ve rezerv oranlarındaki değişim nedeniyle döviz kuruna müdahale ettiği savunulmaktadır. Böylelikle hem faiz, hem de rezervlerde değişme olabilecektir. Söz konusu değişkenlerdeki durumun kaynağının sorgulanması önem taşımaktadır. Konuyla ilgili olarak yapılan ampirik çalışmalar enflasyon hedeflemesine yönelik olarak döviz kuruna yapılan müdahalelerin dalgalanma korkusu şeklinde adlandırılmayacağını desteklemektedir.

1.11 Döviz Kurundaki Değişkenlik ve Enflasyon (Dolarizasyon)

Yüksek enflasyonist ortamda mali dengesizlik dolarizasyona neden olmaktadır(Civcir,2003:2). Dolarizasyon; enflasyon ortamında ortaya çıkan belirsizliklerden korunmak için geliştirilen bir yöntemdir(Serdengeçti,2005:14). Dolarizasyon varlık dolarizasyonu (Asset Dollarization) ve yükümlülük dolarizasyonu (Liability Dollarization) olmak üzere iki şekilde incelenebilmektedir. Varlık dolarizasyonu; yabancı paranın, ulusal paranın fonksiyonunu/fonksiyonlarını yerine getirdiği durumlarda geçerli olmaktadır. Yükümlülük dolarizasyonu; yerleşiklerin yerleşiklere ve/veya yabancılara yabancı para cinsinden yükümlülüklerini ifade etmektedir(Akıncı vd.,2005:1).

Pek çok analist esnek kurların krizlerden sorumlu olduğu sonucuna varmıştır. Bir dereceye kadar bu ifade doğru olmaktadır. Çünkü döviz kurunun serbest bir biçimde dalgalanmasına izin verilirse uluslararası rezerv kaybının bir kısmı engellenebilmektedir. Ancak böyle bir tanımlama yetersiz görülmektedir. Kamu sektörü ve özel sektör döviz kuru üzerinden çıkarılan kısa vadeli borç zorunluluklarına sahip olduğu için kısa vadeli zorunluluklar uluslararası rezervlerin stoklarını aşmaktadır. Bu yüzden daha esnek döviz kuru düzenlemelerin olduğu yerlerde döviz krizlerinin gerçekleşmesi muhtemeldir. Bu durum yükümlülük dolarizasyonu konusunu gündeme getirmektedir(Reinhart and Calvo ,2001:4).

1.12 Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi

1.12.1 Devalüasyon

Devalüasyon harcama kaydırıcı bir politika olup, cari işlemler açığını kapatmak için yapılmaktadır. Devalüasyon sonucunda, ihraç mal fiyatlarının değeri döviz cinsinden düştüğü için ihracat artarken, ithal mal fiyatları ulusal para cinsinden yükseldiği için ithalat azalmaktadır. Ancak devalüasyonun ihracatı artırarak cari işlemler açığını kapatması Marshall-Lerner koşuluna $em+ex \geq 1$ bağlıdır. Esnekliklerin toplamının birden büyük olması ile döviz kurundaki ayarlamalar dış dengeyi büyük ölçüde etkileyebilmektedir. Devalüasyonun ihracatı ne oranda ve hangi ölçüde artırıp artırmayacağını açıklayan bir diğer yaklaşım da nispi fiyatlar yaklaşımıdır. Yaklaşımına göre; döviz kuru değişimleri, ihracatı yapılan malların hacminde, miktar kompozisyonunda ve fiyat yapılarında değişimler meydana getirmektedir. Devalüasyon durumunda ulusal para cinsinden ithal mallarının fiyatı yükselmekte, döviz cinsinden ihraç mallarının fiyatı ucuzlamaktadır. İhraç fiyatları iç fiyatlara oranla artmaktadır. İthal malların yurtiçi talebinin kısılması ile döviz giderlerinin azaltılması amaçlanmaktadır. Yabancılar ihraç malları ucuzlayan ülkenin mallarına talebi artırmaktadır. Ancak ihracatın artması için ihraç malı arz esnekliğinin ve dış talep fiyat esnekliğinin yeteri kadar yüksek olması gerekmektedir. Bu yaklaşım diğer faktörlerin sabit kaldığı varsayımına dayalı olup, eksik istihdamdaki bir ekonomi için düşünüldüğünden esnekliklere dayalı bir analizde kur değişimleri ile ihracat arasındaki ilişki tanımsal niteliklidir(Abuşoğlu:72-74.).

Bu yaklaşım Keynesci nitelikte olup, ödemeler dengesi sorununa kur ayarlamalarının yanında başka çözümler de sunmaktadır. Yaklaşımına göre; ekonomi tam istihdamda ise döviz kurunun yükselmesi dış denge üzerinde bir değişim meydana getirmemektedir. Üç öneri ileri sürülmektedir(Paya, 2007:142-143):

- Harcamaları azaltıcı politikalar

- Gelirleri artırıcı politikalar
- Yukarıdaki önerilerin karışımı şeklinde olan politikalar.

Fakat bu yaklaşım sermaye hareketlerinin olmadığı bir ortamı ele almaktadır. Bu nedenle sermaye hareketlerini ele alan modeller geliştirilmiştir.

1.12.2 Faiz Paritesi Teorisi (Interest Rate Parity Theory)

Döviz kurları oluşumunu açıklayan faiz paritesi Tek Fiyat Kanunu'nun para piyasaları üzerinde bir uygulamasıdır(Seyidoğlu, 1994:107).

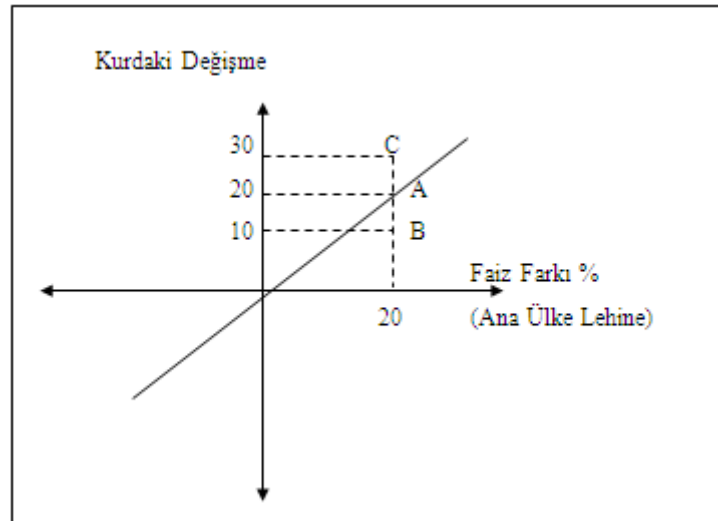
Faiz paritesi, spot ve forward döviz kurları ile nominal faiz oranları arasındaki ilişkiye dayanmaktadır. Uluslararası mali piyasaların etkin işlediği, işlem giderlerinin bulunmadığı varsayımı altında, aynı riskli iki aktifin getirisi ülkelerdeki faiz oranları farkına eşitlenecektir. Faiz Paritesi Teorisi aynı riskli iki aktifin aynı getiriyi sağlamasını amaçlamaktadır. Getirileri farklı olduğu durumda arbitrajcılar getirisi yüksek olan aktifi satın alacak, düşük olanı ise satacaktır. Bu durum getiri hadleri eşitlenene kadar devam edecektir(Ertürk, 1999:183).

Diğer bir deyişle faiz paritesi ulusal tahvillere uygulanan faizin yabancı tahvil faizi ile yabancı ülke parasının beklenen değer kaybetme oranına eşitlediğini belirtmektedir (Demiray,1998:67). Faiz paritesine göre; kur riskine karşı korunmuş (Hedged) dış yatırım getirisi, aynı risk düzeyinde yurtiçi yatırımların faiz getirisine eşitlenmektedir.

Faiz Paritesi Teoremi forward piyasalar ile ilişkilendirilmektedir. Bu ilişki aşağıdaki denklemde gösterilmiştir(Aliber,1973:1451):

$$\frac{F - S}{S} = r - r_d$$

F : forward (vadeli) döviz kurunu, S : spot döviz kurunu, r : yurtiçi faizleri ve r_d : yurtdışı faiz oranlarını göstermektedir. Şekil 1.12'de faiz paritesini açıklamaktadır(Seyidoğlu, 1994:108-112):



Şekil 1.12 Faiz Paritesi Teorisi

Kaynak: http://www.ekodialog.com/finansal_eko/fin_eko_konulari2.html, 15.09.2012

Dikey ekseninde kurdaki değişimler, yatay ekseninde faiz farkları (%) gösterilmektedir. Vadeli kurun faiz oranları farkı ile dengede olduğu noktaları gösteren doğru faiz paritesi doğrusudur. Faiz farkının %20 olduğu ana ülkede faiz paritesinin sağlanabilmesi için ülke parasının vadeli piyasada %20 iskontolu olarak işlem yapması gerekmektedir. B noktasında ülke içi faizler %20 iken yabancı para %10 prim yapmakta, C noktasında ise yabancı para %30 prim yapmaktadır. İlk durumda fonlar ana ülkeye yatırılırken, ikinci durumda fonlar yabancı ülkeye kaymaktadır.

Faiz paritesinin sağlanamama nedenleri; işlem maliyetlerinin olması, bilgi toplama ve süreç maliyetlerinin olması, hükümet müdahalelerinin ve düzenlemelerinin olması ve vergi farklılıkları, finansal kısıtlamalar ve aktifler arası karşılaştırmaların güçlüğü (Parasız, Yıldırım:227-229), bilgi toplamanın ve kullanmanın maliyetleri, sermaye piyasasında ortaya çıkan aksaklıklardır. Ayrıca çeşitli ülkelerin varlıklarının risk primlerinin aynı olmadığı ekonometrik modellerle görülmüştür. Bu nedenle tam ikamenin olmaması faiz paritesinin etkinliğini azaltmıştır (Çağlar:105-106). Faiz paritesi örtüsüz ve örtülü olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

a. Örtüsüz Faiz Paritesi (Uncovered Interest Rate Parity)

Herhangi iki para mevduatının üstündeki beklenen getirilerin, aynı para ile ifade edildiğinde, mutlaka eşit olması koşuluna örtüsüz faiz paritesi koşulu denir. Bu durumda kur riski mevcut olduğu için örtüsüz denmektedir.

Bir ülkede faiz düzeyi (r), sermaye hareketleri serbest ise arbitraj işlemleri sonucu dış piyasa faiz düzeyi (r_d) ile eşit olmalıdır. Kurlara güvenin tam olması durumunda (x^e) sıfır

değerini almaktadır. Yurtiçi ve dışı faizler eşitlenmektedir. Ancak kurlardaki değişimler sonucu faiz arbitrajcuları (Spekülatörler döviz kurunda beklenen değişimlerden kar elde etmenin yollarını aramaktadırlar. Döviz kuru yüksek olduğunda beklenen değişimlerden olası kazancı sağlamaları durumunda, döviz kuru riskine girmektedirler. Arbitrajcular ise aktiflerini ve varlıklarını eşleştirerek kur riskinden kaçınmaktadır)(Aliber,1973:1451) bu nominal kurlardaki beklenen değişimleri (x^e) dikkate almalıdırlar. Bu durumda Örtüsüz Faiz Paritesi ortaya çıkmaktadır. İlişki şu şekildedir(Paya, 2007b:179-180):

$$r = r_d + x^e \quad (1)$$

$$x^e = \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

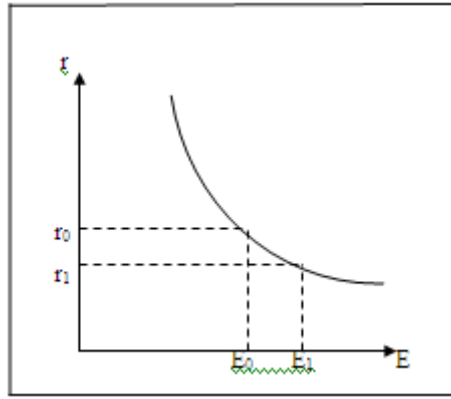
$$E_t = \frac{E_{t+1}^e}{1 + r - r_d}$$

Son formülden içeride faizler artırıldığında kurların düşeceği, ulusal paranın değer kazanacağı anlaşılmaktadır.

(1) nolu eşitlik reel denklem haline dönüştürüldüğünde aşağıdaki denklem elde edilmektedir.

$$r^* = (r_d)^* + \frac{R}{R}$$

Burada r^* ve $(r_d)^*$ yurtiçi ve yurtdışı reel faizleri, R/R kurdaki reel değişimi göstermektedir. Kurdaki değişme enflasyon oranı kadar olması durumunda (PPP'ye göre) reel kur sabit kalacağından r^* ve $(r_d)^*$ birbirine eşit olacaktır. $r^* > (r_d)^*$ olması durumunda reel kur değerlendirilerek aradaki farkı kapatacaktır(Altınkemer,1995:71-72).



Şekil 1.13 Kur Faiz İlişkisi

Kaynak: Karacan, 2010

Yukarıdaki şekilde dikey ekseninde faiz (r), yatay ekseninde döviz kuru (E) gösterilmiştir. Başlangıçta faiz r_0 , döviz kuru E_0 iken faizlerin r_1 'e düşmesi sonucu döviz kurunun E_1 'e yükseldiği görülmektedir. Bu durum faiz ile döviz kuru arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

b. Örtülü Faiz Paritesi (Covered Interest Rate Parity)

Örtülü Faiz Paritesi iki farklı para biriminde belirtilen aynı iki varlık arasında örtülü faiz oranları farkının sıfır olabilmesini ifade etmektedir. Örtülü olması risksiz arbitraj fırsatları sunmaktadır. Risksiz olması döviz kuru ve para piyasalarına yönelik sürekli araştırma programları oluşturma imkânı vermektedir. Bu durumda fiyatlar mevcut bilgilere yansıdığından olağandışı karlar kazanılmamaktadır (Taylor, 1987:429).

Uluslararası sermaye hareketliliğinin artması nedeniyle döviz kurlarının oluşumunun açıklanmasında Örtülü Faiz Paritesi önem kazanmıştır. Örtülü Faiz Paritesi Teorisi'ne göre, bilgi ve işlem giderleri göz ardı edilirse (Kibritçioğlu, 1996:130):

$$r - r_d = (E_f - E)/E$$

$$(r - r_d) - \frac{E_f - E}{E} = 0$$

Yukarıdaki eşitlikte r yurtiçi faizleri, r_d yurtdışı faizleri, E_f vadeli (forward) döviz kurunu ve E ise spot döviz kurunu göstermektedir. Yurtiçi ve dışı faizlerin farklılaşması sonucu yatırımcıların bu durumdan etkilenmemesi için vadeli döviz kuru ile cari döviz kuru arasındaki farkın da aynı düzeyde olması gerekmektedir. Faiz paritesi aynı para birimi cinsinden ifade edildiklerinde ulusal ve yabancı aktiflerin getirilerinin aynı olması gerektiği düşüncesine dayandığı için Tek Fiyat Kanunu temellidir.

1.12.3 Massetme Yaklaşımı (Toplam Harcama Yaklaşımı)

Nispi Fiyatlar Yaklaşımında üretimin tam kapasitede olmadığı durumda nispi fiyat ayarlamaları ile cari açıklar kapatılabilmektedir. Fakat üretim tam kapasitede ise nispi fiyat ayarlamaları ile cari açıklar kapatılamamaktadır. Massetme yaklaşımı esneklik yaklaşımına tepki olarak ortaya çıkmıştır. Robinson (1947), Harberger (1950), Meade (1951), Alexander (1951) gibi bazı iktisatçılar “massetme yaklaşımını” ileri sürmüşlerdir. Yaptıkları eleştiri sadece dış ticarete konu olan mal arzının, talebinin ve fiyatının değişken olduğunu varsayarak diğer faktörleri sabit kabul etmesidir. Ancak dış ticaretin dengesi için yurtiçi üretiminin yurtiçi harcamalara eşit olması gerekmektedir.

$$Y = C + I + G + X - M$$

Dışa açık milli gelir denkleminde $Y = C + I + G$ olması durumunda ödemeler dengesi dengesidir. Massetme yaklaşımına göre; dış açık veren bir ülke toplam üretiminden fazlasını tüketmekte, yatırım ve kamu harcamalarında kullanmaktadır.

1.12.4 Mark-Up Modelleri

Geleneksel açık ekonomide tam rekabetin olması, fiyatların tam esnek olması ve PPP'nin çalıştığı varsayımı sonucu yansıma tam olmaktadır (Bailliu and Fujii, 2004:3). Ancak fiyat katılıklarının olduğu reel döviz kurunu etkileyebilecek şoklar tam yansımanın başarısız olmasına neden olmaktadır. Döviz kuru değişkenliği faiz ve ulusal para politikası şoklarından etkilendiğinde Tek Fiyat Kanunu'ndan sapma fiyat ayarlamalarında hatalara yol açabilmektedir (Devereux and Yetman, 2002:7). İşlem maliyetlerinin olması tek fiyat eşitliğine engel olmakta, farklı ülkelerde farklı fiyatlara sebebiyet vermektedir. Bu durumda (Goldberg and Knetter:5-6):

$$P = P^*e \quad \text{olan eşitlik}$$

$$P = \alpha e P^* \quad \text{a dönüşmektedir.}$$

α , reel döviz kurudur. Eğer α sürekli olarak artarsa ülkeler arasındaki döviz kurunun fiyatı da artmaktadır.

Tam rekabetin olmadığı, fiyatların tam esnek olmadığı ve PPP'nin çalışmadığı durumda ise tamamlanmamış döviz kurunun fiyatlara yansımından bahsedilmektedir. Tamamlanmamış döviz kurunun fiyatlara yansımalarının en yaygın açıklaması tam rekabetten sapan piyasa yapıları ile ilgili olmasıdır. Eksik rekabet şartlarında artık fiyatlandırma orjinal maliyetleri yansıtmayacak, firmalar uzun dönemde bile normal karlarının üzerinde kazanmak (ayrıca piyasa paylarını korumak (Kenny and McGettigan, 1996:3), monopol karlarını

kazanmak(Ceritoğlu,2000:2), kar marjlarını değiştirerek, marjinal maliyetlerinin üzerinde fiyat belirlemek) için satış fiyatları üzerine kur değişimlerini yansıtacaklardır. Bu durum mark up olarak bilinmektedir. Mark up'ı iki faktör belirlemektedir: Bu faktörler ulusal ve ithal mallar arasındaki ikame derecesi ve piyasanın bütünleşme-bölünme derecesidir. Bu faktörlerin her ikisi de firmaların fiyat belirleme gücünü ve döviz kurundaki değişimlere karşılık kendilerine yönelik uygun satış fiyatını belirleme gücünü göstermektedir. Bu mallar arasında ikame derecesi ve piyasa bütünleşmesi ne kadar düşük ise satıcıların piyasa gücü o kadar yüksek olacaktır(Menon,1996: 435-436).

Döviz kuru yansıma etkisi, döviz kurlarındaki dalgalanmaların ithalatçı ülkenin yurtiçi fiyatlarına yansıma derecesini ifade etmektedir. Firmaların döviz kurlarındaki değişime vereceği tepki dalgalanmanın boyutuna kıyasla asimetrik olabilir. Firmanın fiyatları değiştirmenin getireceği maliyetler nedeniyle ihracat fiyatını sabit tuttuğunu ve döviz kurunda meydana gelen küçük değişimleri kar marjında absorbe ettiği varsayıldığında buna karşılık, döviz kurlarında büyük değişikliklerin meydana gelmesi halinde firma bu politikasından vazgeçerek kur farkını bir ölçüde ihracat fiyatına yansıtabilir. Ohno (1989) Japonya'nın ihracat fiyatlarındaki değişimin ufak çaplı oynamalardan ziyade büyük çaplı döviz kuru dalgalanmaların sonucu olduğuna dair kanıtlar bulunmaktadır. Ayrıca çoğu sektörde ithalat fiyatlarındaki hareket, döviz kurundaki değişimin boyutlarına göre asimetrik olabilmektedir. Yansıma etkisi genellikle döviz kurlarındaki değişimin boyutu ile aynı yönde olmaktadır. Bu durum aynı zamanda değişimin yönü bakımından da geçerlidir. Alınan sonuçlar döviz kuru yansıma etkisinin genellikle tam olmadığına işaret etmektedir. Ayrıca döviz kurlarındaki dalgalanmaların boyutunun yarattığı farklı etkilerde fiyat değişikliğinin getirdiği ek maliyetlerin (operasyonel maliyetler ile yeni fiyat listesi hazırlamanın maliyeti de dahil olmak üzere) rol oynadığı yönünde sonuçlar alınmıştır(Pollard and Coughlin,2004:2).

Ekonomik kar toplam gelir ile toplam maliyet arasındaki farktır. Bu durumda tam rekabet piyasasında kar maksimizasyonu $MR=MC$ 'dir. Eksik rekabet piyasasında Mark up fiyatlandırmadaki temel gösterge ise $P-MC/P$ ile belirtilen Lerner İndeksi (B) ile adlandırılmaktadır. Tam rekabet piyasası altında fiyatlar MC 'ye eşittir ve Lerner İndeksi sıfıra eşit olacaktır. Fiyatların MC 'yi aşması durumunda Lerner İndeksi pozitif değeri olarak sıfır ile bir arasında değişecektir. Lerner indeksinin pozitif değer alması piyasanın eksik rekabet ortamında olduğunu göstermektedir. Bu İndeks değeri bire yaklaştıkça piyasadaki firmaların gücü o kadar artacaktır. Mark up oranı aşağıdaki gibidir(Ceritoğlu:2-3):

$$B = P - \frac{MC}{P} = 1 - \frac{1}{\mu}$$

$$\mu = \frac{1}{1 - B}$$

Malı arz edenlerin eksik rekabet veya üretim farklılaşması nedeniyle ihracat yaptıkları piyasadaki fiyatlarını kontrol etme yetkisi vardır. Bu durumda yabancı firmalar kendi para biriminde (PX^*) marjinal maliyetleri (C^*) üzerine mark up'larını (λ) koyarak ihracat fiyatlarını belirleyebilmektedirler. Mark up oranı aşağıdaki gibi de ifade edilebilir(Hooper and Mann,1989:300):

$$PX^* = \lambda C^* \quad (1)$$

İlgili ülkedeki örneğin ABD'de döviz kurunun ER olduğu düşünülürse:

$$PM^{\$} = ERPX^* = ER\lambda C^* \quad (2)$$

λ bir değişken olarak varsayılmakta ve hem rekabetçi baskılara hem de talep baskılarına cevap verebilmektedir. Yabancı üretim üzerindeki talep baskısı kapasite kullanımı (capacity utilization) tarafından ölçülürken, ilgili ülkedeki rekabetçi baskılar dolar bazında yabancı üretim maliyetleri ve ABD piyasasındaki rekabetçilerin fiyatları arasındaki açık tarafından ölçülmektedir. Bu durumda mark up:

$$\lambda = [P^{\$} / (C^*ER)]^{\alpha} (CU^*)^{\beta} \quad (3)$$

P^* ilgili malın ABD'deki ortalama fiyatı, CU^* yabancı firmaların kapasite kullanımıdır. 3. eşitlik 2. eşitlikte yerine konulursa:

$$PM^{\$} = er + \alpha (P^{\$} - er - c^*) + \beta cu^* + c^* \text{ eşitlik düzenlendiğinde:}$$

$$PM^{\$} = (1 - \alpha)er + \alpha P^{\$} + (1 - \alpha) c^* + \beta cu^*$$

Yansıma katsayısı α 'nın $0 < \alpha < 1$ arasında olması beklenmektedir. $\alpha=1$ olduğunda ithalat fiyatlarına yönelik yansıma etkisi tamdır. İhracatçıları fiyatları döviz kuru hareketlerine karşı kendi paraları cinsinden ayarlayamazlar. $\alpha=0$ olduğunda ithalat eden ülkenin para birimi cinsinden ithalat fiyatları döviz kuru tarafından etkilenemez. İhracatçıların paraları cinsinden olan fiyatlar döviz kuru ile birebir hareket etmektedir. Orta bir durumda ise örneğin $\alpha=0.2$ olduğunda ithalatçı ülkenin para birimi %1'lik devalüe edildiğinde ithalat fiyatları %0.2 oranında artabilir, yurtdışı para birimi cinsinden ihracat %0.8 oranında azalabilmektedir(Marazzi,2005:10).

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİ ve KUR POLİTİKALARI

Türkiye'nin döviz kuru politikaları iki dönem halinde incelenebilir. Birincisi 1923-80 arasındaki dönem, ikincisi 1980 sonrası dönemdir. Aşağıda ilk olarak ithal ikameci yapılanmada uygulanan döviz kuru politikaları, ikinci olarak 1980 sonrasında, dışa açılma sürecinde uygulanan döviz kuru politikaları ele alınmaktadır.

2.1 Türkiye'de 1980 Öncesi İthal İkameci Yapılanmada Uygulanan Döviz Kuru Politikaları

1923-29 döneminde yasama ve yürütme organlarınca kambiyo denetlemesi konusunda alınmış bir karar bulunmamaktadır. Cumhuriyetin ilk yıllarında savaştan yeni çıkmış halkın ihtiyaçlarının karşılanması için ithalat zorunlu olarak görülmektedir. 1923 yılında 144 milyon olan ithalat, 1925 yılında 241 milyon liraya ulaşmış, (Türkiye'nin ilk yıllarda dış ticaretini yoğunlaştırdığı ülke İtalya, ikinci, üçüncü sırada Almanya ve İngiltere gelmektedir)(Ülken,1994:20), bu dönemde 1 dolar 182 kuruştur. İhracatta da önemli gelişmeler olmuştur. 1923 yılında 84 milyon lira olan ihracat, 1929 yılında 192 milyon liraya yükselmiştir. 1929 yılına gelindiğinde gerek iç gerek dış nedenlerden dolayı Türk Parasının kıymetinde görülen istikrar bozulmaya başlamıştır. Türk parasının kıymetinin düşmesi sonucu 16 Mayıs 1929 tarihinde 1447 sayılı kambiyo denetimine girişin başlangıcı sayılan Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu meclis tarafından yayınlanmıştır. Bu kanun kambiyo spekülasyonun önlenmesi, döviz alım satımların sadece zorunlu ihtiyaç halinde olması ve döviz alım satımını sınırlandırılması gibi konuları belirtmiş olup Maliye Bakanlığı'na yetki vermiştir. 1929 yılı ödemeler dengesi açığının 111 milyon lira olması 1447 sayılı kanunun öngördüğü denetleme tedbirlerinin yeterli olmadığını göstermiştir. Bu nedenle 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hakkındaki kanun yürürlüğe girmiştir. Başlangıçta geçici olarak yürürlüğe konmuş olsa da 37 yıl yürürlükte kalan bir kanun olmuştur. TCMB kambiyo denetleme sistemi içinde doğrudan sorumluluk almasa da Maliye Bakanlığı'ndan sonra en önemli organ olmuştur. 1931 yılında Türk Parasının değeri yükseltilerek ithalatın teşvik edilmesine, ihracatın ise sınırlandırılmasına çalışılmış, ancak uygulamada bu durum böyle gerçekleşmemiştir. Bu dönemde ithalatın teşvik edilmesinin nedeni ülke kalkınması için gerekli olan fabrikalar, demiryolları gibi kalkınma hamleleridir. 1932-38 döneminde ihracat ithalatın üstünde bir seyir izlemiş, (kambiyo denetimi ile birlikte müdahaleci ve korumacı politikalara ağırlık verilerek, 1938 yılına kadar dış ticaret ilk defa

fazla vermiştir)(Karluk,1995:313). 1938-46 II. Dünya Savaşı yıllarında hükümet Türk Parası Kıymetini Koruma hakkında 12 sayılı kararı yürürlüğe koymuştur. Savaşın sonuna kadar yürürlükte kalan bir kanun olmuştur. Karar kambiyo denetimini bir nakit denetlemesi olarak görmekte, dış ticaret rejimi ise takas ve klering sistemine bağlı olarak tutulmaktadır. Döviz alımları kambiyo mercilerin iznine bağlanmıştır. Savaş yılları boyunca TL'nin iç kıymeti toptan eşya fiyatları ölçüsüyle %450, altın fiyatlarına göre %360 oranında düşmüştür. Bu düşüşün sebebi uygulanan enflasyonist politikalar olmuştur. 1938-45 döneminde ithalat 71 milyon, ihracat 93 milyondur. Hükümet 7 Eylül 1946 yılında Türk Parası'nın kıymetini devalüe etmiş (1 dolar 2.80 TL olmuştur)(Zeytinoğlu,1978:564), devalüasyon ithal mal fiyatlarını artırmış olsa bile, tüketim malları ithalatı ve devletin dış borç yükü artmıştır. Ayrıca ihracatın beklenen ölçüde artmaması ödemeler dengesi açıklarını da artırmıştır. 1950 yılı Türkiye için kambiyo denetimi konusunda önemli bir dönüm noktası olmuştur. 1950 yılında hükümet İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı (OECD) konseyinin %60 liberasyon tavsiyesine uyarak ithal listelerine serbest ithalat listesini eklemiş ayrıca ithal listelerini düzenlemek için Döviz Komitesi kurulmuş(AKY,1980:519-520), yürütülen kambiyo denetimi halkın satın alma gücünün artırılmasının, tüketim eğiliminin hızlandırılmasının sağlanarak üretimin geliştirilebileceğini amaçlamıştır. 10 Ağustos 1950 yılında kambiyo denetiminin etkili unsurlarından biri olan ilk ve devamlı dış ticaret rejimi yürürlüğe konulmuştur. 1949'dan 1953'e kadar hem ithalat hem ihracat artmıştır. 1953-58 döneminde ithalat ve ihracat hacmi daralmış, fert başına düşen ihracat ve ithalat miktarlarında önemli düşüşler yaşanmıştır. 4 Ağustos 1958 yılında Türk Parasının kıymeti ikinci kez devalüe edilerek, 1 dolar 9 TL olarak ilan edilmiştir. 1958 yılı sonunda iç ve dış fiyatlardaki farklılıkların olması, (sabit kur politikasıyla genişleyen döviz talebi ve enflasyon kısa zamanda serbest döviz piyasasının kurulmasına sebep olurken, kısa dönemli borçların artması, ithalat güçlükleri neticesinde üretim kapasitesinin eksik kullanımı)(AKY,1980:520), amacıyla IMF ile görüşmelere başlanmıştır. 1958 İstikrar Programı'nın amacı; piyasaya mal arzını artırmak, ithalatı artırarak ihracatı geliştirmektir. Ancak dış ticarete önemli gelişmeler olmamıştır. 27 Mayıs 1960 İhtilaline kadar olan istikrar programı dış ticaret üzerinde kısa vadeli başarılı olabilmıştır. 1960-67 dönemi kambiyo rejimi herkesin izleyebileceği açık bir rejim olmuştur(Bener:253).

Aşırı değerlenmiş liranın ihracat üzerinde olumsuz etkilerini gidermek amacıyla vergi iadesi sistemi getirilmiş, 1967 yılından başlayarak turist dövizlerine prim ödenmeye başlanmıştır. Ancak tüm bu çabalara rağmen 1970 yılına doğru yeni bir ödemeler dengesi bunalımı ile karşılaşmıştır. Bu nedenle üçüncü bir devalüasyona karar verilmiş (1 dolar 15 TL olmuştur)(Karluk,1997:510), devalüasyonun etkisiyle hızlanan ihracat ve işçi döviz

artışları (Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET) ile olan ilişkiler ve özellikle Almanya'ya işçi ihracı)(Hiç, 1980:21), cari işlemler açığının azaltılmasını, ödemeler dengesinin fazla vermesini sağlamıştır. 1974 yılında 14.85 liralık dolar fiyatı, 13.50 liraya düşürülmüştür. Devalüasyonlardan kaçınılarak yürütülen gerçekçi olmayan kur ayarlamaları ile sürdürülen kambiyo politikası ekonomi için çözümleyici bir yol olmamıştır. Kurların tespitinde gerçekçi davranılmamıştır. 1979 Haziran'ında dolar resmi kuru 47.10 lira olarak belirlenmiştir(AKY:521). 1980 öncesinde uygulanmakta olan strateji ithal ikameci modeldir. İthal ikamesi, ithal edilecek ürünlerin ulusal üretiminin yapılarak döviz tasarrufu sağlamayı amaçlamıştır.

Ancak Türkiye'nin 1980 öncesi ithal ikamesinin döviz tasarrufunu sağlayabilmesi için büyük ölçüde döviz harcaması yapması gerekmektedir. Bu harcama ithal ikamesi yapan endüstrilerin kurulmasından kaynaklanmıştır. Ancak özellikle sanayi dallarının ithal edilmiş ara malı ihtiyacı büyük olduğundan ithal ikamesi döviz tasarrufuna ve dış ödemeler dengesinin düzeltilmesine gereğince katkıda bulunamamıştır(Kılıçbay: 135-136).

Gerek ithal ikameci modelden beklenen başarının elde edilememesi gerek petrol şokunun olumsuz etkileri, siyasi ve sosyal çalkantılar sonucu döviz rezervlerindeki azalma enflasyonu tırmanışa geçirmiş, ülke döviz ve enerji dar boğazına girmiştir. Planlı dönemde ilk kez negatif büyüme ortaya çıkmıştır. Tarımsal ve sanayi üretimi gerilerken, yatırımlar en düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Ekonomide olumsuz gelişmeler sonucunda 24 Ocak 1980 yılına gelinmiş ve bir dizi istikrar önlemleri alınmıştır(Eren,1989:138-139). Türkiye 1980 yılına kadar sabit döviz kuru rejimi ile sıkı kambiyo kontrolleri ve katlı kur uygulamaları uygulamıştır.

2.2 Türkiye'de 1980 Sonrası Dış Açılma Sürecinde Uygulanan Döviz Kuru Politikaları

Türkiye içinde bulunduğu ekonomik bunalımdan kurtulabilmek için 24 Ocak 1980 Kararları olarak bilinen bir istikrar programı yürürlüğe koymuştur. 1 dolar 70.00 TL olarak belirlenmiştir. 1 Mayıs 1981 yılına kadar TL devalüe edilerek kontrollü esnek kur sistemi uygulanmıştır. Aslında bu rejim 1968'lerde Brezilya, Arjantin, Meksika, Hindistan ve İspanya'da görülen bir politika olmuştur(Karluk, 1997:511). 1980 sonrasında ihracata yönelik sanayileşme modeli uygulanmış ve paranın dış değerinin düşürülerek ihracatın canlandırılmasına çalışılmıştır.

24 Ocak Kararlarından sonra parite belirleme yetkisi Bakanlar Kurulu'ndan alınarak, Maliye Bakanlığı'na verilmiş, 1981 yılından sonra MB tarafından TL'nin değeri her gün ilan

edilerek TL'nin diğer dövizler karşısında aşırı değerlenmesinin önüne geçilmiştir. MB günlük kur uygulamasına 29 Aralık 1983'te son vermiş, TL'nin dolar karşısında kurunu günlük olarak belirlemeye başlamıştır. Yetki verilen bankalar ise MB tarafından belirlenen bu kurun %6 altında ve üstünde alış satış kurlarını uygulamakta serbest bırakılmışlardır. Bankaların döviz işlem hacmini kısıtlayan döviz pozisyonu limitleri kaldırılmıştır. 1986 yılında bankaların döviz karşılıklarının belli miktarını MB'nda tutma zorunluluğu getirilmiştir. 15 Mart 1986 yılında yetki verilen bankalar MB tarafından belirlenen bu kurun %1 altında ve üstünde alış satış kurlarını uygulamışlardır. Ağustos 1988 yılında döviz ve efektif piyasaların açılmasıyla döviz kuru arz ve talep şartları altında serbestçe belirlenmeye başlamıştır. Şubat 1990 yılında döviz kurlarının kamu otoritesince bağımsız belirlenmesine izin verilmiştir. 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Kararları çerçevesinde döviz kurlarının bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve Posta, Telefon, Telgraf (PTT) tarafından belirlenmesi uygun görülmüştür. 1994 yılında ekonomide fiyat istikrarını sağlayabilmek amacıyla sıkı para politikası uygulamaya konmuştur. Düşük kur, yüksek faiz uygulaması kısa vadeli döviz girişini teşvik etmiş ve döviz rezervlerinin artmasına neden olmuştur(Karluk,1997:511-514).

Faizlerin düşürülmesi yoluna gidilmiş, döviz kuru - faiz makası açılmıştır. 1994 yılı başında krizin sinyalleri görülmeye başlamıştır. Kamu iç borçlanma senetlerine olan talep düşmüş, döviz kurları yükselmiş, döviz rezervleri azalmıştır. İç borçların hızla artması, dış borçların MB kaynakları ile finanse edilmesi sonucu 7 milyar dolar sıcak para çıkışı yaşanmış ve 1994 Krizi çıkmıştır(Uludağ ve Arıcan,2003:394).

Döviz kurlarındaki artış 1995'in son üç ayında enflasyon oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Kur artışının istikrarlı bir piyasada gerçekleştirilmesi için vadeli işlemler piyasası oluşturulmuştur. TL'nin iç piyasada değerinin düşmesi sonucu sıfırlarının artması ile 1997 yılında dolar karşısında dünyanın en düşük değerine sahip Angola Kwanzası'dan sonra ikinci parası durumuna gelmiştir(Karluk,1997:514-515).

9 Aralık 1999 günü açıkladığı 2000-02 tarihleri arasında uygulanacak Dezenflasyon Programı Temmuz 1998'de IMF ile imzalanmış bulunan Yakın İzleme Antlaşması'nın bir devamıdır. (Döviz kuru çapasına dayalı bir istikrar programıdır). Bu programın amacı; 2000 yılı sonunda %25 olan enflasyonu, 2002 yılında %7'ye düşürmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere indirmek, ekonominin büyüme potansiyelini artırmak ve ekonominin kaynaklarının etkin ve adil dağılımını sağlamaktır. Bu programda 2000 yılı sonuna kadar 1 dolar +0.77 Euro'dan oluşan kur sepetinin TL karşısında değerini %20'lik TEFE yıl sonu hedefi doğrultusunda ileriye dönük olarak gerçekleşeceği önceden kamuoyuna açıklanmıştır. Net İç Varlıklar kalemi için tavan belirlenmiş, bu kalem etrafında bant uygulaması ve para

tabanındaki artışların Net Dış Varlıklar (NDV) kalemindeki artışlar yoluyla olması öngörülmüştür. Programda öngörülen para ve kur politikası ile kamu dengesine ilişkin performans kriterlerinin gerçekleşmesine rağmen bankacılık kesiminde yapısal düzenlemeler hız kazanmaya başlamıştır. Bu gelişme bankaların açık pozisyonlarını kapatmaya neden olmuştur. Döviz talebini karşılamak için TL'ye talep artmış, faizler yükselme trendine girmiştir. Yükselen faizler ellerinde Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) bulunduran bankaların likidite bulma sorunlarına sebep olmuştur. Likidite sıkışıklığı nedeniyle 2000 Kasım Krizi meydana gelmiştir. TCMB krizi yüksek faiz ve IMF kredisi ile atlatabilmiştir. Ancak 19 Şubat 2001'de siyasi istikrarsızlık sonucu oluşan kriz döviz krizine dönüşmüştür. Uygulanmakta olan döviz kuru çapası terk edilerek esnek kur rejimine geçilmiştir. 15 Mayıs 2001 yılında bir niyet mektubu gündeme gelmiş, IMF görüşü doğrultusunda yeni bir ulusal program hazırlanmıştır. Bu programla amaçlanan faiz dışı kamu kesimi fazlasını artırmak, krizden kaynaklanan maliyetleri hafifletmek, bankacılık reformunu hızlandırmak, yapısal reformları garanti etmek ve güveni güçlendirmektir(Uludağ ve Arıcan,2003:402-407).

Tablo 2.1 Türkiye’de Uygulanan Kur Rejimleri (1930-2003)

Tarih	Döviz Kuru Rejimi Sınıflandırması Birincil/İkincil/üçüncül	Değerlendirmeler
Eylül 1930-Ağustos 1931	İngiliz Sterlini'ne Sabitleme	
Eylül 1931-26 Eylül 1936	Fransız frangı'na Sabitleme	
26 Eylül 1936-28 Kasım 1939	İngiliz Sterlini'ne Sabitleme	
28 Kasım 1939-Şubat 1941	Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
Mart 1941-Ağustos 1943	Serbest Düşen/Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
Eylül 1943-9 Eylül 1946	Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
9 Eylül 1946-3 Eylül 1953	Fiili Olarak ABD Doları Etrafında Sürünen Band/Paralel Piyasa	Resmi olarak kurlar ABD Doları'na sabitlenmiştir. Band genişliği $\pm 5\%$ olarak tespit edilmiştir.
3 Eylül 1953-20 Ağustos 1960	Yönetimli Dalgalı/ Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır.
20 Ağustos 1960-6 Haziran 1961	ABD Doları'na Sabitleme	
6 Haziran 1961-	Fiili Olarak ABD Doları	Paralel piyasa primi %30-60 aralığında

9 Ağustos 1970	Etrafında Sürünen Band/ İkili Kur	salınım göstermektedir.
9 Ağustos 1970- 22 Aralık 1971		
22 Aralık 1971- Ağustos 1976	Fiili Olarak ABD Doları Etrafında Sürünen Band/ Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Band genişliği belirlenmesine rağmen kısa aralıklarla kur ayarlanması yapılmaktadır.
Eylül 1976-Mart 1981	Serbest Düşen/ fiili Olarak ABD Doları Etrafında sürünen Band/ Paralel Piyasa	Çoklu (Katlı) kur uygulanmaktadır. Band genişliği belirlenmesine rağmen kısa aralıklarla kur ayarlanması yapılmaktadır.
Nisan 1981-22 Mart 1983	Yönetimli Dalgalı/ Paralel Piyasa	Birden fazla döviz kuru bulunmaktadır. 1 Mayıs 1981'den itibaren TL'nin ABD Doları'na karşı sabitlenmesi resmi olarak iptal edilmiştir.
22 Mart 1983-Nisan 1984	Yönetimli Dalgalı	1984 yılından itibaren piyasa primi büyük oranda tek rakam içerisinde kalmıştır.
Mayıs 1984-Ocak 1998	Serbest Düşen/Yönetimli Dalgalı	
Şubat 1998- 1 Ocak 1999	Alman Markı Etrafında Sürünen Band/Serbest Düşen	Sürünen band sadece 24 aylık dönem için belirlenmiştir.
1 Ocak 1999-Ocak 2001	Euro Etrafında Sürünen Band/Serbest Düşme	Band aralığı ± 5
Şubat 2001-Ekim 2001	Serbest Düşen/Serbest Dalgalı	
Ekim 2001-Aralık 2003	Serbest Dalgalı	

Kaynak: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation” **NBER Working Paper**, Series 8963, June 2002, p.100.

Yıllık enflasyon oranı %40 oranına eşit veya bu seviyenin üzerinde ise serbest düşen ifadesi kullanılmaktadır. Tabloda Türkiye’de uygulanan döviz kuru rejimleri gösterilmiştir. 1980 öncesi uygulanan sabit döviz kuruna rağmen ulusal para aşırı değerlenmiştir. Zaman zaman devalüasyonlar yapılmıştır. 1980’li yıllarda yönetimli dalgalı kur, 1999 yılında sürünen çapa sistemi uygulanmıştır. 2001 yılı başlarında ekonomik kriz çıkmıştır.

Şubat 2001 Krizi'nin olumsuz etkilerini hafifletmek için IMF ve Dünya Bankası desteğiyle “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulanmaya başlamıştır. Bu programı 2000 İstikrar Programı'ndan ayıran en büyük özellik esnek kur rejimi ile enflasyon hedeflemesi politikası üzerine kurulu olmasıdır. Ayrıca program iç borç dinamiği sorununu çözmeyi amaçlamıştır(Emerson,2003:115-116). Esnek kur rejimi seçilmiş olmasına rağmen MB gerektiğinde kura müdahale edebilmektedir. Bu rejimde döviz kuru piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmektedir. TCMB döviz piyasasında aktif bir rol oynamamakta oynaklık yakından takip edilerek kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda TCMB'nin doğrudan müdahale edebileceği basın duyuruları ile kamuoyuna açıklamıştır(Öztürk,2010:30). Türkiye 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiş, 2006'nın başından itibaren günümüze açık enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır. Esnek kurla birlikte enflasyon hedeflemesi ile döviz kurunda istikrarı sağlamak önemlidir.

2.3 Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması İçin Bir Uygulama

2.3.1 Veriler

a. Araştırmada Kullanılan İstatistiksel Teknikler

Araştırmada yer alan veri seti Eviews paket programında analiz edilmiştir. Analiz kapsamında, serilere ilişkin grafikler, Genelleştirilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi, Johansen eşbütünleşme testi, VAR analizi, Varyans ayrıştırma, etki- tepki analizi, regresyon modeli (Enter method), korelogram testi ve Granger nedensellik testlerinden yararlanılmıştır.

b. Model ve Veri Seti

Değişkenler arası ilişkileri incelemede en çok kullanılan istatistik yöntemlerinden biri regresyon analizidir. Regresyon analizi çözümüne başlamadan yapılması gereken değişkenlerin niteliklerinin bilinmesi ve bağımlı değişken ile bağımsız değişkenin en iyi şekilde tayin edilmesidir. Regresyon analizinin kullanım amacı istatistikte kullanılan diğer model yapılandırma teknikleriyle aynıdır. En az değişkeni kullanarak en iyi uyuma sahip olacak şekilde bağımlı (sonuç) değişkeni ile bağımsız değişkenler kümesi (açıklayıcı değişkenler) arasındaki ilişkiyi tanımlayabilen modeli kurmaktır.

Çalışmada enflasyon modeli olarak aşağıdaki eşitlik kullanılmıştır:

Araştırmada,

$$y = \beta_0 + \beta_i X_i + \varepsilon$$

modeli benimsenmiştir.

y = Bağımlı değişken (Enflasyon)

X_1 = Bağımsız değişken (Döviz kuru)

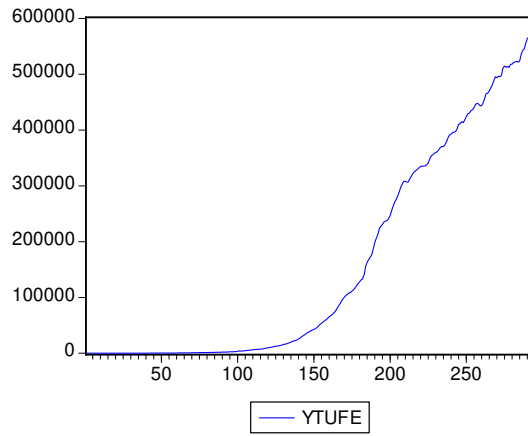
X_2 = Bağımsız değişken (Para arzı)

β_i = Tahmin edilecek parametreler

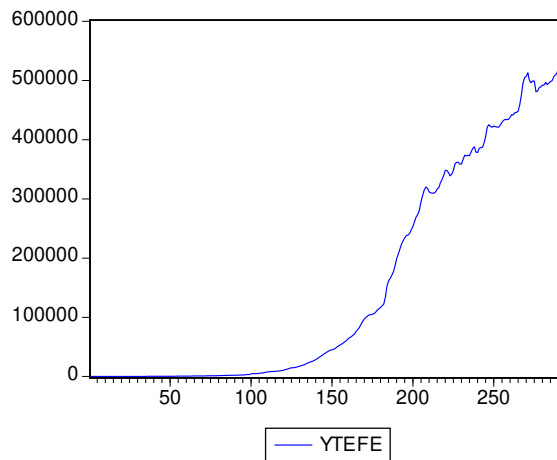
ε = Hata terimi

ε , modelin stokastik olduğunu ifade eder ve modele dahil edilmeyen değişkenleri içerir. Ayrıca model spesifikasyonunda yapılan hataların etkisi de hata terimine yansır. Değişkenlere ait veriler yıllık olarak 1986 – 2010 dönemini kapsayan aylık verilerden oluşmaktadır.

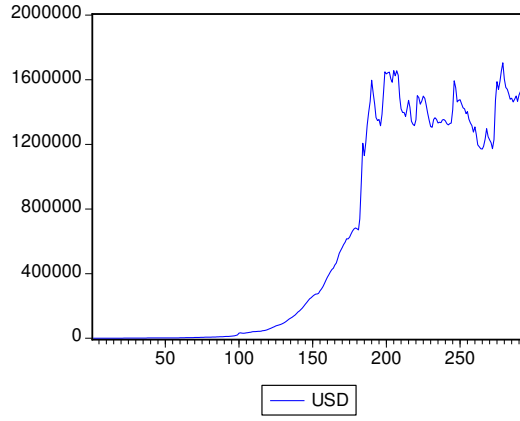
c. Enflasyon ve Döviz Kuru Verilerine İlişkin Grafikler



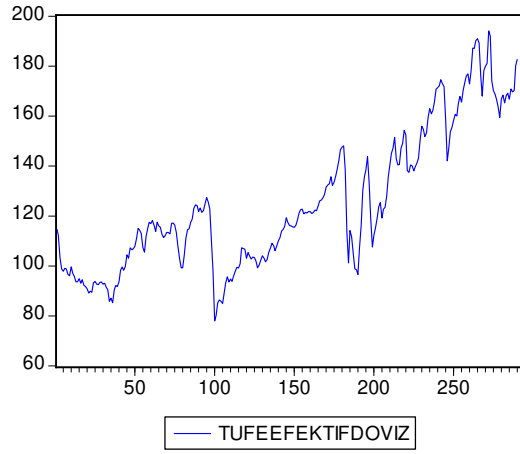
Şekil 2.1 TÜFE Verilerinin Grafiği



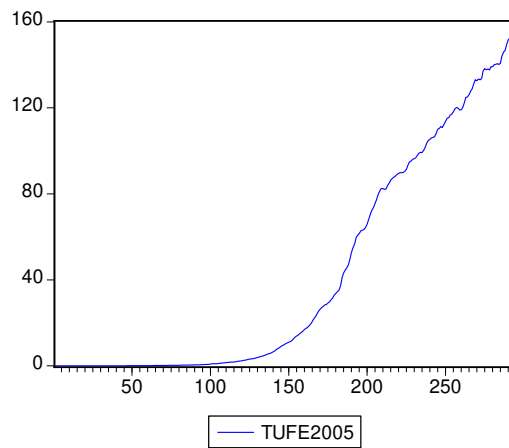
Şekil 2.2 TEFE Verilerinin Grafiği



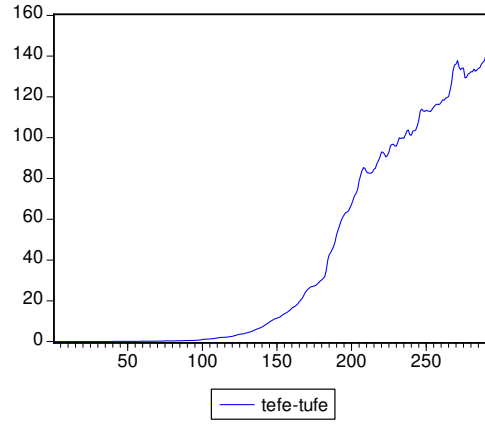
Şekil 2.3 USD Verilerinin Grafiği



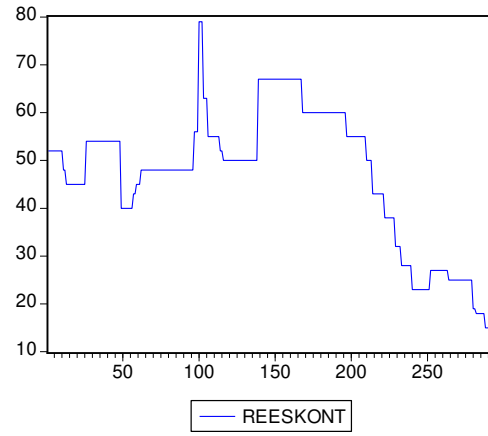
Şekil 2.4 TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Verilerinin Grafiği



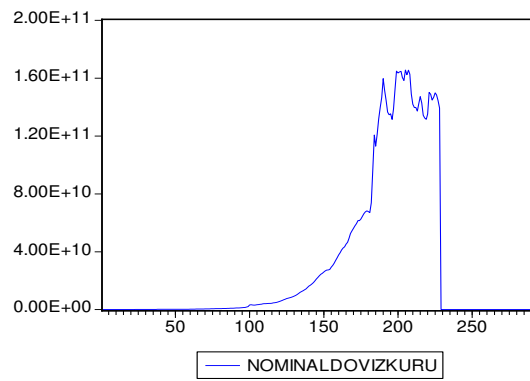
Şekil 2.5 2005 Bazlı TÜFE Verilerinin Grafiği



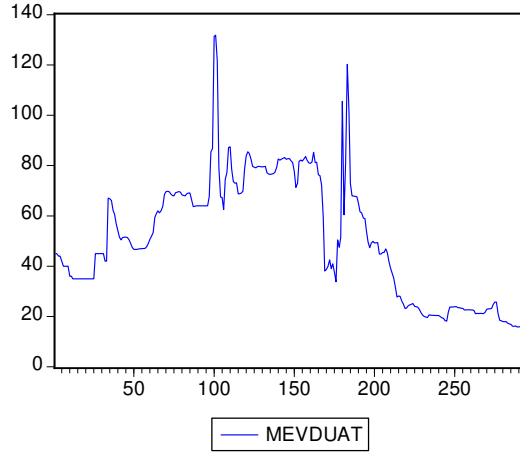
Şekil 2.6 TEFETÜFE Verilerinin Grafiği



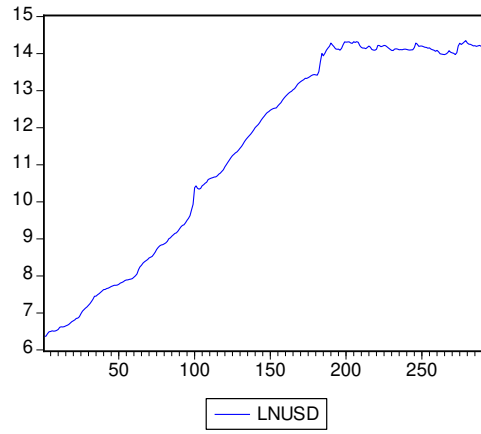
Şekil 2.7 Reeskont Faiz Oranı Verilerinin Grafiği



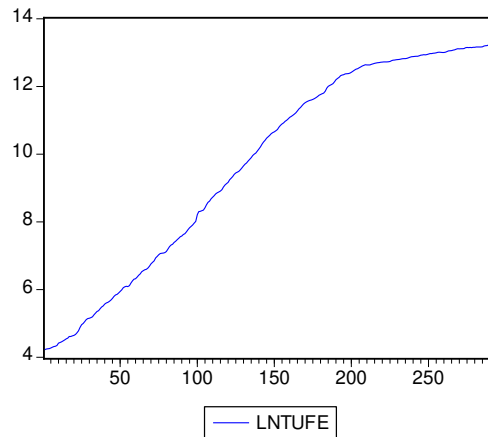
Şekil 2.8 Nominal Döviz Kuru Verilerinin Grafiği



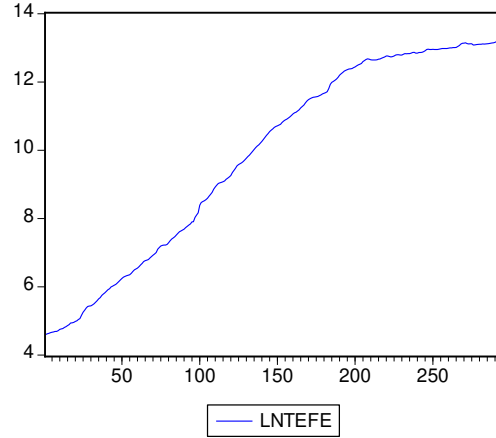
Şekil 2.9 3 Aylık Vadeli Mevduat Faiz Verilerinin Grafiği



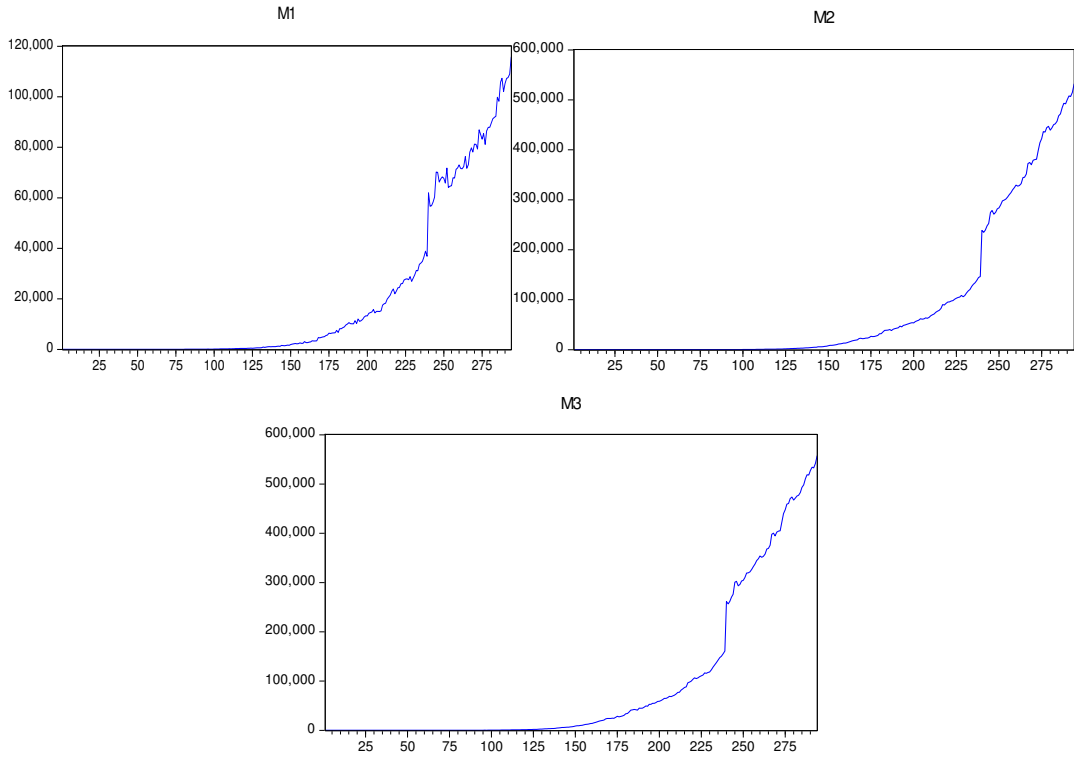
Şekil 2.10 USD Verilerinin Grafiği (LN)



Şekil 2.11 TÜFE Verilerinin Grafiği (LN)



Şekil 2.12 TEFE Verilerinin Grafiği (LN)



Şekil 2.13 Para Arzı Serisinin Grafiği

2.3.2 Yöntem ve Ampirik Bulgular

Zaman serisi analizlerinde öncelikle modelde kullanılan zaman serilerinin durağan olup olmadığının sınanması gerekmektedir. Bir zaman serisi, zaman içinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise durağandır. Durağan olmayan zaman serileriyle çalışıldığı zaman düzmece regresyon problemiyle karşılaşılabilir. Bu durumda regresyon analiziyle elde edilen sonuç gerçek ilişkiyi yansıtmaz. Durağan olmayan zaman serileriyle

yapılan regresyon analizleri, sadece bu seriler arasında bir eşbütünleşim ilişkisi varsa gerçek ilişkiyi yansıtabilir.

Zaman serilerinin durağan olması olarak ifade edilen şey, zaman içinde varyansın ve ortalamanın sabit olması ve gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin kovaryansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup zamana bağlı olmamasıdır.

$$\text{Ortalama} = E(Y_t) = \mu$$

$$\text{Varyans} = \text{var}(Y_t - \mu)^2 = \delta^2$$

$$\text{Kovaryans} = \chi_k = E((Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu))$$

Zaman serilerinin durağan olmaması durumunda, zaman serileri trend içerecektir. Bu durumda zaman serilerinin kullanılacağı öngörümleme ve regresyon denklemlerinde sahte regresyon benzeri durumlar ortaya çıkacaktır. Zaman serileri durağan değilse, stokastik ya da deterministik trend içermektedirler. Ancak seri üzerinde uzun dönemde deterministik bir trendin varlığı ile düzensiz modellerde zaman içinde ortaya çıkan ve bir müddet sonra kayıp olan trendler birbirinden farklıdır.

Deterministik trend, oldukça uzun bir dönemde ortaya çıkan ve yükseliş ve alçalış zikzakları arasında belli bir yöndeki uzun dönemdeki eğilimi ifade etmektedir. Zaman serisi içerisinde trendin bütünü ile kestirilebilir oluşu deterministik trende işaret etmektedir.

$$Y_t = a + \beta t + \varepsilon$$

Söz konusu denklem bize durağan olmayan bir zaman serisi içerisindeki deterministik trendi tarif etmektedir. Eğer rassal yürüyüş(random walk) modelini ifade edecek olursak,

$$Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon$$

stokastik bir trendi ifade etmiş oluruz. Yine stokastik ve deterministik trendle birlikte gösterimi de mümkündür. Ayrıca söz konusu denklemde yer alan sabit terimde, zaman serileri belli bir başlangıç değerine sahip olması gerektiğinden ve bu sabit değerinin anlamsızda olsa denkleme dahil edilmemesi durumunda durağan olmama durumlarının ortaya çıkabileceğinden dahil edilmektedir. Durumu, tren stationary process ve difference stationary proses açısından incelediğimizde zaman serisine yapılacak doğrusal trend ilavesi ile yani trendsizleştirme sonucunda eğer zaman serisi durağan hale geliyorsa bu zaman serisinin deterministik bir trende sahip olduğunu, ancak eğer doğrusal bir trend ilavesi eğer zaman

serisini durağan hale getirmiyorsa bu durumda fark alınarak zaman serisi durağan hale getirileceğinden stokastik bir trend geçerlidir.

Bu bölümde çeşitli testlerle serinin durağanlığı incelenecektir.

a. Korelogram Testi

Tablo 2.2 TUFE Verilerine İlişkin Korelogram Testi

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.992	0.992	292.30	0.000
		2	0.984	-0.011	580.86	0.000
		3	0.976	-0.011	865.61	0.000
		4	0.968	-0.011	1146.5	0.000
		5	0.959	-0.009	1423.5	0.000
		6	0.951	-0.008	1696.6	0.000
		7	0.942	-0.009	1965.8	0.000
		8	0.934	-0.011	2231.0	0.000
		9	0.925	-0.008	2492.2	0.000
		10	0.916	-0.002	2749.4	0.000
		11	0.908	-0.009	3002.7	0.000
		12	0.899	-0.011	3251.9	0.000
		13	0.890	-0.009	3497.2	0.000
		14	0.881	-0.009	3738.3	0.000
		15	0.872	-0.007	3975.4	0.000
		16	0.863	-0.010	4208.4	0.000
		17	0.854	-0.006	4437.3	0.000
		18	0.844	-0.013	4662.1	0.000
		19	0.835	-0.010	4882.7	0.000
		20	0.826	-0.011	5099.2	0.000
		21	0.816	-0.008	5311.5	0.000
		22	0.807	-0.005	5519.6	0.000
		23	0.797	-0.005	5723.7	0.000
		24	0.788	-0.000	5923.7	0.000
		25	0.778	-0.002	6119.6	0.000
		26	0.769	-0.009	6311.6	0.000
		27	0.759	-0.005	6499.6	0.000
		28	0.750	-0.004	6683.7	0.000
		29	0.741	-0.008	6863.8	0.000
		30	0.731	-0.011	7040.0	0.000
		31	0.721	-0.010	7212.2	0.000
		32	0.712	-0.010	7380.5	0.000
		33	0.702	-0.004	7544.9	0.000
		34	0.693	-0.004	7705.4	0.000
		35	0.683	-0.006	7862.1	0.000
		36	0.673	-0.010	8014.9	0.000

Tablo 2.3 Para Arzı Verilerine İlişkin Korelagram Testi

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.980	0.980	285.48	0.000
		2	0.964	0.079	562.57	0.000
		3	0.948	0.004	831.48	0.000
		4	0.932	-0.024	1091.9	0.000
		5	0.916	0.003	1344.3	0.000
		6	0.900	0.003	1589.0	0.000
		7	0.881	-0.075	1824.6	0.000
		8	0.864	-0.010	2051.5	0.000
		9	0.848	0.055	2271.2	0.000
		10	0.832	-0.028	2483.1	0.000
		11	0.817	0.051	2688.5	0.000
		12	0.804	0.013	2887.8	0.000
		13	0.789	-0.037	3080.4	0.000
		14	0.775	0.027	3267.1	0.000
		15	0.761	-0.010	3447.9	0.000
		16	0.747	-0.013	3622.8	0.000
		17	0.734	-0.008	3792.0	0.000
		18	0.722	0.040	3956.4	0.000
		19	0.708	-0.050	4114.9	0.000
		20	0.694	-0.003	4268.0	0.000
		21	0.680	-0.027	4415.4	0.000
		22	0.665	-0.033	4556.8	0.000
		23	0.652	0.050	4693.3	0.000
		24	0.638	-0.023	4824.6	0.000
		25	0.624	-0.033	4950.4	0.000
		26	0.610	0.027	5071.4	0.000
		27	0.596	-0.029	5187.3	0.000
		28	0.582	-0.002	5298.2	0.000
		29	0.569	0.004	5404.5	0.000
		30	0.557	0.009	5506.6	0.000
		31	0.542	-0.052	5603.7	0.000
		32	0.528	0.001	5696.3	0.000
		33	0.515	0.022	5784.9	0.000
		34	0.501	-0.030	5869.0	0.000
		35	0.487	-0.033	5948.8	0.000
		36	0.473	0.001	6024.4	0.000

Tablo 2.4 USD Kuru Verilerine İlişkin Korelogram Testi

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.992	0.992	292.56	0.000
		2	0.985	-0.016	581.58	0.000
		3	0.977	-0.000	867.11	0.000
		4	0.969	-0.007	1149.1	0.000
		5	0.962	-0.011	1427.6	0.000
		6	0.954	-0.008	1702.4	0.000
		7	0.946	-0.016	1973.6	0.000
		8	0.938	-0.012	2241.1	0.000
		9	0.929	-0.009	2504.8	0.000
		10	0.921	-0.011	2764.8	0.000
		11	0.913	-0.003	3020.9	0.000
		12	0.904	-0.013	3273.3	0.000
		13	0.896	-0.013	3521.7	0.000
		14	0.887	-0.011	3766.3	0.000
		15	0.878	-0.013	4006.8	0.000
		16	0.869	-0.016	4243.3	0.000
		17	0.860	-0.008	4475.7	0.000
		18	0.851	-0.005	4704.1	0.000
		19	0.842	-0.004	4928.5	0.000
		20	0.833	-0.011	5148.8	0.000
		21	0.824	-0.002	5365.2	0.000
		22	0.815	0.007	5577.6	0.000
		23	0.806	-0.009	5786.1	0.000
		24	0.797	-0.011	5990.7	0.000
		25	0.788	-0.004	6191.4	0.000
		26	0.779	-0.005	6388.2	0.000
		27	0.769	-0.009	6581.1	0.000
		28	0.760	-0.003	6770.2	0.000
		29	0.751	-0.005	6955.5	0.000
		30	0.742	-0.005	7137.0	0.000
		31	0.733	-0.006	7314.7	0.000
		32	0.724	-0.006	7488.6	0.000
		33	0.714	-0.006	7658.8	0.000
		34	0.705	-0.006	7825.3	0.000
		35	0.696	-0.016	7988.1	0.000
		36	0.687	-0.006	8147.1	0.000

Yukarıdaki korelogramlar incelendiğinde her 3 değişken için de hesaplanan otokorelasyon katsayılarının oldukça yüksek değerli oldukları görülmektedir. Yan, birbirine yakın gözlemler birbirleriyle oldukça yüksek bir birlikteliğe sahiptirler. Bu durumda serilerin durağan olmadıkları söylenebilir.

b. Genelleştirilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testi, gözlenen serilerde birim kökün varlığının (serinin durağan olmadığı) olup olmadığının belirlenmesinde kullanılan bir testtir. Bu yöntemin ilk olarak duyurulması, Dickey D.A. ve W.A.Fuller'ın 1979'da 'Journal of American Statistical Association' adlı dergide yayınlanan makaleleriyle olmuştur. Testin ilk çıktığı dönemden günümüze kadar çeşitli alanlarda yeterli gelmediği ve bundan dolayı eksikliklerin kapatılması için oluşturulan yardımcı yöntemler ortaya çıkmıştır. Ancak yapılan uygulamalarda serinin

birim kök taşıyıp taşımadığının saptanması için mutlak suretle DF (Dickey-Fuller) testinin yapılması şart niteliğinde bulunmaktadır.

Testin kullanımını açıklamak için aşağıdaki veri üreten süreç kullanabiliriz;

$$\text{Model: } Y_t = pY_{t-1} + u_t$$

u_t = stokastik hata terimi

Eşitliği aşağıdaki gibi gösterilebiliriz.

$$y_t - y_{t-1} = (p-1) y_{t-1} + u_t$$

Denklemin her iki tarafından y_{t-1} çıkarıldığında, $(p-1) = \gamma$ olmak üzere denklem aşağıdaki şekle gelir.

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$$

$$H_0 : p=1, H_1: p<1$$

$(p-1) = 0$ veya $\gamma = 0$ durumunda y_t serisi bir birim kök içermektedir. Ancak $|p| < 1$ durumunda seri durağan olur. Burada Dickey ve Fuller'ın Monte Carlo uygulamasında ortaya çıkarılan “ T ” (tau) istatistiği kullanılmaktadır.

Hesaplanan “ T ” değerinin mutlak değeri Dickey-Fuller veya McKinnon Dickey-Fuller kritik değerlerinin mutlak değerini aşıyorsa, zaman serisinin durağan olduğu hipotezini reddedemeyiz. ‘ $H_0: p=1$ ’ reddedilirse zaman serisi durağandır .

Dickey-Fuller'in ortaya koyduğu üç denklem türü bulunmaktadır ;

Sabitsiz trendsiz Dickey-Fuller denklemi : $\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + u_t$

Sabitli trendsiz Dickey-Fuller denklemi : $\Delta Y_t = a + \gamma Y_{t-1} + u_t$

Sabitli trendli Dickey-Fuller denklemi: $\Delta Y_t = a + bt + \gamma Y_{t-1} + u_t$

Üç regresyonun birbirinden farkı a ve b gibi deterministik elemanlar içermesidir. Bu denklemde yer alan γ parametresinde ‘ $\gamma = 0$ ’ eşitliğinin sağlanması “ y_t ”nin birim kök içerdiğini göstermektedir.

Birim kökün varlığının sınanması için kullanılan iki hipotez kullanılmaktadır. Bunlar;

$H_1: \gamma < 0$ ($p < 1$) (seride birim kök yoktur.) (seri durağandır.)

$H_0 : \gamma = 0$ ($p = 1$) (seride birim kök vardır.) (seri durağan değildir.)

Hipotezlerinin oluşturulduktan sonra mevcut model içinde sınanması şu şekilde olmaktadır; Dickey-Fuller testinin uygulanmasında “ $\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$ ” regresyonunda yer alan γ parametresinin sahip olduğu ‘t’ değerinin, Dickey-Fuller’a özel olarak hazırlanan “T” istatistik tablo değeri ile karşılaştırılarak, önceden hazırlanan H_0 ve H_1 hipotezlerine göre birim kökün varlığı tespit edilmektedir.

Yukarıda ele alınan DF test modelinin içerdiği kabul edilen otoregresif süreç sayısı AR (1) kabul edilmektedir. Ancak her zaman serisinde durum böyle olmamaktadır. Bundan dolayı Dickey D.A. ve W.A.Fuller’ın (1981) ‘de ‘Econometrica’ dergisinde yayınlanan makalelerinde bu konuyu işlermişler ve mevcut olan test denklemini en genel haliyle şu şekilde kullanmaktadırlar:

ADF denklemi (en geniş ADF denklemi) :

$$\Delta Y_t = a + bt + \gamma Y_{t-1} + c \sum \Delta Y_{t-1} + u_t$$

Son şekli oluşan regresyon günlük yaşamda kullanılan zaman serilerinin birim kök taşıyıp taşımadığını açıklamada daha yüksek işlevsellik kazanmıştır.

Tablo 2.5 ADF Birim Kök Testi Sonuçları

ADF-t İstatistiği		
TÜFE	-3.425290 (12)	2.487539
USD	-3.425290 (1)	0.653476
Para Arzı	-3.425343 (2)	1.986731

ADF-t istatistiği değerleri %5 anlam seviyeli Mac Kinnon kritik değerlerinden mutlak değer olarak daha küçük olduğu için, tüm değişkenlerin durağan olmadıkları görülmektedir. ADF testi sonuçları korelogram testi sonuçları ile benzerlik göstermiştir. Birinci dereceden farklar alınarak yapılan yeni birim kök testi sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 2.6 Birinci Dereceden Farklar Alınarak Yapılan Yeni Birim Kök Testi Sonuçları

ADF-t İstatistiği		
TÜFE	-2.871619 (10)	-10.82870
USD	-3.425290 (0)	-10.21990
Para Arzı	3.425290 (0)	-23.43477

Görüldüğü gibi tüm serilerin 1. dereceden durağan oldukları belirlenmiştir.

c. Eş Bütünleşme Analizi

Eş bütünleşme analizi, aynı sırada bütünleşik zaman serileri arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığını ortaya çıkarmak için geliştirilmiş bir yöntemdir. Bu yöntem düzey değerlerinde durağan olmayan ancak aynı derecede farkları alındığında durağan hale gelen serilerin orijinal değerlerinin analizde kullanılmasına olanak vermektedir. Fark alma işlemi sadece serinin taşıdığı kısa dönemli şokların etkilerinin değil, aynı zamanda uzun dönem ilişkinin de ortadan kalkmasına neden olmaktadır.

Fark alma işlemi ile durağanlaştırılmış seriler arasındaki regresyon analizleri, uzun döneme ait bilgilerin fark alma işlemi sırasında kaybolması nedeniyle herhangi bir uzun dönem ilişkisi vermeyecektir. Bu nedenle eş bütünleşme yöntemi fark alma yoluyla değişkenler arasına kısa ve uzun dönemli bilgilerin kaybolmaması açısından avantaj sağlayan bir yöntemdir. Ayrıca her bir eş bütünleşik serinin hata düzeltme modelinin kurulabilmesi uzun ve kısa dönem ilişkileri ayırt etme imkanı sağlamaktadır.

Çalışmamızda Johansen'in eş bütünleşme testi kullanılmıştır. Eğer en büyük öz değere karşılık gelen olabilirlik oran istatistiğinin değeri tablo değerinden büyükse "eş bütünleşme denklemi kurulamaz" şeklinde ifade edilen sıfır hipotezi reddedilecektir.

Analiz sonuçları Tablo 2.7'de verilmiştir.

Tablo 2.7 Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları

Öz değer	Olabilirlik oran	Kritik değer (%5)	Prob.**	
0.207770	130.4853	29.79707	0.0000	Hiçbiri**
0.174226	63.40923	15.49471	0.0000	En çok 1**
0.028328	8.276294	3.841466	0.0040	En çok 2**

(**) %5 A.S. de hipotezin reddini gösterir.

Eş bütünleşme testi sonucuna göre olabilirlik oran istatistiği %5 A.S. deki kritik değerden büyük olduğundan değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olabileceği belirlenmiştir.

d. Granger Nedensellik Testi

Granger , nedenselliği şu şekilde tanımlamıştır “Y’nin öngörüsü, X’in geçiş değerleri kullanıldığında X’in geçiş değerleri kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise X, Y’nin Granger nedenidir”. Bu tanımlamanın doğruluğu test edildikten sonra ilişki $X \rightarrow Y$ şeklinde gösterilir. Bu test ile bir tahmin değil nedensellik çıkarsaması yapıldığı için değişkenler önceden durağanlaştırılmalıdır

Granger nedensellik testi çözümlemede kullanılan gecikme sayısına duyarlı olup nedenselliğin yönü gecikmeli terim sayısına önemli ölçüde bağlı bulunmaktadır. Bu nedenle bu çalışmada gecikme sayısı 2 olarak alınmıştır.

Tablo 2.8 Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Nedenselliğin Yönü	Gözlem	F	Olasılık (p)
Enflasyon => Döviz kuru	289	3.47999	0.0086
Döviz kuru => Enflasyon		2.44836	0.0466
Enflasyon => Para arzı	289	7.42031	0.00001
Para arzı => Enflasyon		5.03090	0.0006

Granger Nedensellik Testi, enflasyon için H_0 hipotezinin reddedilmesiyle sonuçlanmıştır. H_0 döviz kuru, enflasyonun nedeni değildir şeklindedir. Başka bir ifadeyle, Granger Nedensellik Testi sonucunda kur değişkeninin gecikmeli değerlerinin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı olduğu için, enflasyondaki değişimin bir kısmını döviz kuru değişkeninin geçmiş değerleriyle açıklamak mümkün olmaktadır. Benzer şekilde para arzı değişkeninin gecikmeli değerlerinin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı olduğu için, enflasyondaki değişimin bir kısmı para arzı ile açıklanabilir.

Tablo 2.9 VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

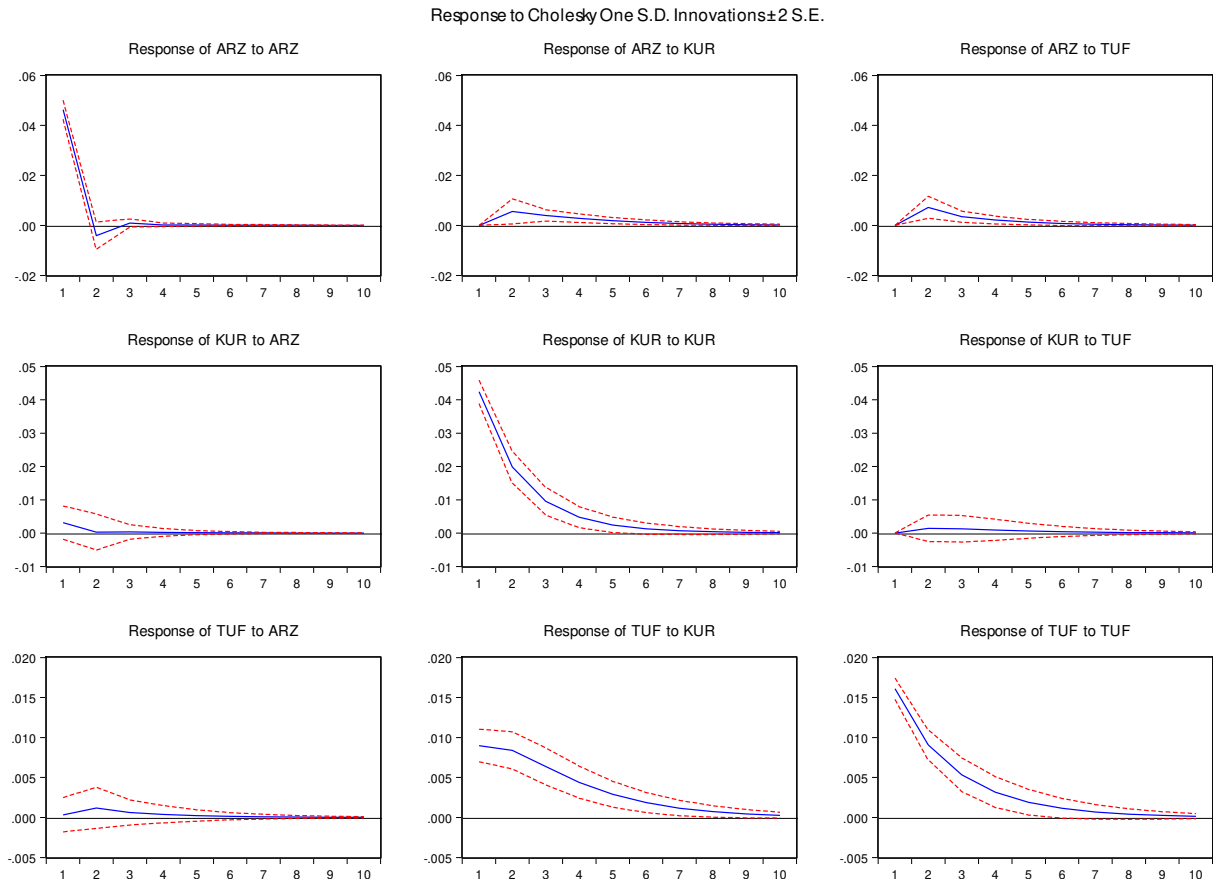
Gecikme	SIC
0	-11.37653
1	-11.97227*
2	-11.89695
3	-11.73893
4	-11.68593
5	-11.61237
6	-11.48365
7	-11.35200
8	-11.19186

SIC bilgi kriterine göre en küçük değeri 1. Gecikme uzunluğu verdiği için analizlerde gecikme uzunluğu 1 olarak alınacaktır.

Tablo 2.10 VAR Modeli Tahmin Sonuçları

	ARZ	KUR	TUF
ARZ(-1)	-0.095068 (0.05789) [-1.64221]	-0.024879 (0.05318) [-0.46785]	0.016420 (0.02306) [0.71194]
KUR(-1)	0.036267 (0.06838) [0.53037]	0.448734 (0.06281) [7.14402]	0.078205 (0.02724) [2.87055]
TUF(-1)	0.449677 (0.13445) [3.34465]	0.089081 (0.12350) [0.72130]	0.563709 (0.05357) [10.5237]
C	0.026672 (0.00469) [5.69233]	0.013115 (0.00430) [3.04721]	0.010675 (0.00187) [5.71843]
R-squared	0.065074	0.223506	0.443625
Adj. R-squared	0.055335	0.215418	0.437830
Sum sq. resids	0.616833	0.520474	0.097913
S.E. equation	0.046279	0.042511	0.018438
F-statistic	6.681946	27.63264	76.54555
Log likelihood	485.0168	509.8163	753.7321
Akaike AIC	-3.294636	-3.464495	-5.135151
Schwarz SC	-3.244269	-3.414129	-5.084785
Mean dependent	0.037945	0.027031	0.030831
S.D. dependent	0.047616	0.047994	0.024592

VAR analizi ile Para Arzı (M2) ve Enflasyon (TÜFE) serileri arasındaki ilişki saptanmıştır. VAR modelinde hesaplanan katsayıları kendi başlarına yorumlamak genellikle zor olmaktadır. Enflasyon ve Para Arzı arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmek için varyans ayrıştırma ve etki-tepki (impulse – response function) fonksiyonlarından yararlanılmıştır.



Şekil 2.14 Varyans Etki-Tepki Grafikleri

TÜFE serisine verilen bir standart sapmalılık şokun TÜFE serisine etkisi incelendiğinde; 6. döneme kadar artışa neden olurken 6. Dönemden sonra etkisi azalmaktadır. TÜFE serisine verilen bir standart sapmalılık şokun M2 para arzı üzerinde nasıl etki gösterdiği incelendiğinde, verilen bir standart sapmalılık şok ilk iki dönemde artışla neden olurken üçüncü dönemden itibaren etkisi yok olabilmektedir. M2 serisine verilen bir standart sapmalılık şokun TÜFE serisinde meydana getirdiği etkiye bakıldığında birinci dönemde bir artış, ikinci dönemde azalışa geçerek üçüncü dönemden itibaren etkisi ortadan kalkmaktadır.

Para arzı ile enflasyon arasında var olduğu bilinen ilişkinin nedenselliğine yönelik olarak birçok yaklaşım bulunmaktadır. Klasik, Keynesyen, Parasalcı ve Yapısalcı yaklaşımlar ön plana çıkan ve çoğunlukla kabul gören yaklaşımlardır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyonun parasalcı önlemlerle ortadan kaldırılamadığı gerekçesiyle parasalcı yaklaşıma tepki olarak yapısalcı yaklaşım ortaya çıkmıştır.

Türkiye'deki emisyon hacmindeki artış dolayısıyla para arzındaki artış, faiz oranları ve döviz kurlarındaki yükselme, fiyatlar genel seviyesindeki yükselmenin temel faktörleri arasında gösterilmektedir. Bu nedenle enflasyonla maliyet yönünden mücadelede döviz

kurları ve faiz oranlarının düşük tutulması, enflasyonla talep yönünden mücadelede ise para arzının azaltılması ile ilgili politika önerileri getirilmektedir. Ancak fiyatlar genel seviyesindeki yükselme, döviz kurlarındaki yükselmenin ya da artan nominal bütçe açıkları yolu ile para arzındaki ve faiz oranlarındaki artışı da bir sebebi olarak gösterilebilmektedir.

Türkiye’de uygulanmakta olan esnek döviz kuru politikasının gerek kurlardaki gerekse yurtiçi fiyatlardaki istikrarsızlığın bir nedeni olduğunu göstermektedir. Öte yandan eşbütünleşme testleri ile enflasyon ve döviz kuru değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Türkiye ekonomisi için döviz kurları ve enflasyon değişkenleri arasında etkileşimin alternatif yapısal VAR modelleriyle incelenmesi ile yapılan testler sonucu elde edilen ampirik bulgular Türkiye ekonomisinin önümüzdeki dönemde göstereceği performansın öncelikle enflasyonu kontrol altına alacak köklü çözümler getirmesine bağlı olduğunu göstermektedir.

1999 yılında, Marmara Bölgesinde meydana gelen deprem ve 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin etkilerinin de sürdüğü dönemde, kamu finansman dengesinin giderek bozulması, borç stokunun yükselmesi ve sonuç olarak zaten yüksek olan reel faizlerin daha da yüksek seviyelere ulaşması nedeniyle enflasyonda artışın ve dolayısıyla ekonomik daralmanın da tetikçisi olmuştur. Enflasyonla mücadelede uygulanan istikrar programı ile birlikte hızla düşen Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) oranlarına paralel olarak mevduat faiz oranları da gerilemiştir. Mevduat faiz oranlarında meydana gelen bu düşüş ve sabit dolar kuru politikası vadeli TL mevduatlarının cazibesini azaltmıştır. Ayrıca 2000 yılında parasal genişleme sermaye girişine tabi tutulmuş ve Merkez Bankası TL yükümlülüklerinde de reel olarak bir gerileme meydana gelmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan krizlerin etkisiyle; net iç varlık uygulamasına devam edilememesi, yüksek reel faizin yanı sıra ilave risk primi verilmesinin gündeme gelmesi ve tüm bunların yanı sıra döviz cephesinde yaşanan olumsuzluklar nedeniyle bu döneme ilişkin enflasyon artış eğilimini sürdürmüştür(Çatalbaş, 2007).

2001 dönemi sonrasında ise bu alanda önemli bir dönüşüm yaşanmış ve istikrar programı hedefleri arasında yer alan mali disiplin kararlılıkla uygulanmıştır. Para ve maliye politikalarının etkileşimi sonucunda enflasyon oranı yıllar sonra ilk defa 2004 yılında tek haneli rakamlara indirilebilmiştir. 2001 yılından bu yana gerek fiyatlar genel seviyesi gerekse diğer makroekonomik göstergelerdeki düzelme, para ve maliye politikaları koordinasyonunun

önemini ortaya koymaktadır. Uzun dönemde Türkiye ekonomisinin, fiyat düzeyinin mali teorisini destekler nitelikte olabileceğini ifade etmektedir (Oktayer, 2010).

Yaşanan ekonomik krizler sonucu yükselen enflasyon oranları, siyasal iktidarların önlemesi gereken en önemli sorun olarak karşımızda durmaktadır. İzlenen enflasyonla mücadele programlarında tam anlamıyla bir başarı elde edilememiştir. Kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksekliği para arzının artmasına yol açmıştır. Türkiye'de enflasyonla mücadelede sadece parasal önlemlerle başarılı olunamayacağı bir tespit olarak karşımıza çıkmaktadır (Ekinci,2012).

SONUÇ

Döviz kurunun enflasyona olan etkisinin incelendiği bu araştırmada 1986-2010 yılları arası aylık verilerden yararlanılmıştır. Çalışmanın ilk aşamasında bağımlı ve bağımsız değişkene ilişkin aylık grafikler gösterilerek serilerin zamana göre izlediği seyir incelenmiştir. Sonraki aşamada korelogram ve ADF testleri ile serilerin durağanlıkları incelenmiş ve birinci dereceden durağan oldukları belirlenmiştir.

Yapılan eşbütünleşme analizi sonucunda enflasyon, para arzı ve döviz kuru arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olabileceği ortaya çıkarılmıştır. Bu aşamadan sonra ise “döviz kuru ve para arzı enflasyonun nedeni değildir” biçiminde oluşturulan hipotez granger nedensellik testi ile sınanmış ve reddedilmiştir. Granger nedensellik testi sonuçlarına göre döviz kuru ve para arzı değişkeninin gecikmeli değerlerinin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı olduğu için, enflasyondaki değişimin bir kısmını döviz kuru ve para arzı değişkenlerinin geçmiş değerleriyle açıklamak mümkün olmaktadır.

Enflasyon, Döviz Kuru ve Para Arzı serileri arasındaki nedensel ilişki bulunduğu için VAR (Vektör Otoregresyon) modelleri uygulanmıştır. VAR modellerinin tahmininde en uygun gecikme uzunluğunun tespitinde SCI Bilgi Kriteri kullanılmıştır. Modellerin tespitinde 8 gecikme uzunluğundan aşağı doğru gecikme uzunlukları denenmiş ve en küçük SCI Kriterini veren gecikme uzunluğu 1 olarak seçilmiştir. TÜFE serisine verilen bir standart sapmalık şokun M2 para arzı üzerinde nasıl etki gösterdiği incelendiğinde, verilen bir standart sapmalık şok ilk iki dönemde artışla neden olurken üçüncü dönemden itibaren etkisi yok olabilmektedir.

M2 serisine verilen bir standart sapmalık şokun TÜFE serisinde meydana getirdiği etkiye bakıldığında birinci dönemde bir artış, ikinci dönemde azalışa geçerek üçüncü dönemden itibaren etkisi ortadan kalkmaktadır. Bu bağlamda para arzı artış hızı ile enflasyon arasında aynı yönde ve kuvvetli bir ilişki bulunmaktadır.

Türkiye’de son dönemde enflasyon hem yüksek hem de sürekli. Bu nedenle enflasyonist beklentiler çok güçlüdür. Para arzı, kısa vadeli faiz oranları ve döviz kuru politikası enflasyon hedefi ile uyumlu olacaktır. Çalışmalarda enflasyondan, faiz oranına ve para arzına doğru nedenselliğin olduğunu, ancak döviz kuruna doğru bir nedenselliğin ise

olmadığını göstermiştir. Bu durum, Türkiye'de, ithal ikamesi politikasını desteklemek ve enflasyonla savaşmak için paranın aşırı değerli tutulma eğiliminin olduğunu göstermektedir. Kısaca Türkiye'deki enflasyonun azaltılmasında, hem para ve hem de maliye politikaları birlikte çalışmalıdır.

KAYNAKÇA

- Aban, E.D.Türkiye’de Paranın Dolaşım Hızı Durağan Mı?, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları. Yayın No:9513.1995
- Akıncı,Ö., Barlas, Ö.Y.,ve Usta,B. “Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2005. S.1.
- AKY(Akbank Kültür Yayınları). Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923,1978 Apa Ofset Basımevi, İstanbul,1980. Ss.519,520.
- Aliber,R.Z.“The Interest Rate Parity Theroem: A Reinterpretation”, The Journal Of Political Economy, Vol. 81, No. 6, 1973.P. 1451.
- Alkin, E. Piyasa Ekonomisine Kamu Müdahalesi, [Http://Www.Politikadergisi.Com/Sites/Default/Files/Kutuphane/Piyasaiekonomisineikamuimudahalesi.Pdf](http://Www.Politikadergisi.Com/Sites/Default/Files/Kutuphane/Piyasaiekonomisineikamuimudahalesi.Pdf),15.09.2012
- Alpan, İ. E. “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, Tbb Bankacılar, Yıl:13, Sayı:40,2002.S.6.
- Altay, O. Döviz Kuru Rejimi Tercihini Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar , Ege Akademik Bakış,7 (2),2007.691,706
- Altınkemer,M.“Kur Faiz İlişkisi Üzerine Bir Çalışma”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9503, 1995. Ss.71,72.
- Altıntaş,M.K. Finansal Eğitimin Önemi: Katılımcıların Finansal Okur Yazarlığı Çerçevesinde Belirlenmiş Katkı Esaslı Emeklilik Planlarında Alternatif Bir Yatırım Eğitimi Modeli , Zkü Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 5, Sayı 9, 2009. Ss. 151–176
- Arat,K. Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003
- Bailliu,J., And Fujii,E. “Exchange Rate Pass,Through And The Inflation Environment İn Industrialized Countries: An Empirical Investigation”, Bank Of Canada Banque Du Canada Working Paper, 2004.P.3.
- Balak, D.D. “Döviz Kurlarına Moneter Yaklaşım ve Türkiye İçin Alternatif Bir Uygulama (Johansen Çok Denklemlı Koentegresyon Analizi)” Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:13, Sayı:II, 1998.S.67.

- Baqueiro, A., León,A.D.D., And Torres,A. “Fear Of Floating Or Fear Of Inflation? The Role Of The Exchange Rate Pass,Through” Bıs Papers No:19, 2003.P.341.
- Bener,E.(T.Y). Türkiye’de Para ve Kambiyo Denetimi Ajans,Türk Matbaacılık Sanayii, Ankara, Ss.87,253.
- Berg,A., And Borensztein, E.“The Choice Of Exchange Rate Regime And Monetary Target İn Highly Dollarized Economies”, Imf Working Paper, Wp/00/29,2000. P.5.
- Bofinger, P., And Wollmershäuser,T. “Managed Floating: Theory, Practice And Erm İı”, Paper Prepared For The Cepr/Deutsche Bank Research Workshop, Kronberg/Germany, 30/31,2003.P.36.
- Bordo, M. D.“Exchange Rate Regime Choice İn Historical Perspective”, Imf Working Paper, Wp/03/160, August, 2003.Pp.3,5.
- Branson,W.H.“Intermediate Exchange,Rate Regimes For Regimes For Group Of Developing Countries” Don’t Fix Don’t Float, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen And Helmut Reisen, Oecd Publishing, 2001.Pp.57,58.
- Bubula, A .,And Robe, Ö.İ. “The Evolution Of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies”, Imf Working Paper, Wp/02/155, September,2002. P.7.
- Büyükkakın,F., Türk, A., ve Cengiz,V. Türkiye’de Para Politikası Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı Üzerine Bir Değerlendirme, 2. Ulusal İktisat Kongresi, İzmir,2008
- Calvo,G.A., And Reinhart,C.M.“Fear Of Floating” , (Çevrimiçi) [Http://Drum.Lib.Umd.Edu/Bitstream/1903/4294/1/Ciecrp11.Pdf](http://Drum.Lib.Umd.Edu/Bitstream/1903/4294/1/Ciecrp11.Pdf) (01.05.2012),2000, P.5.
- Cengiz, V. Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 33, Temmuz, Aralık 226, 2009.Ss.225,247
- Ceritoğlu,E. “The Cyclicalıty Of Mark,Up Ratios: The Case Of Turkish Industry” Research Department The Central Bank Of The Republic Of Turkey 06100 Ulus Ankara Turkey,2000.P.2.
- Civcir,İ.“Dollarization And Its Long,Run Determinants İn Turkey” Forthcoming İn Middle East Economics Series,2003. S.2.
- Corrinne, H. And Robert N. M. “Living With Flexible Exchange Rates: Issues And Recent Experience İn Inflation Targeting Emerging Market Economies”, Bıs Working Papers No 130, 2003.P.4.

- Çağlar, Ü. Döviz Kurlarının Belirlenmesi Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar Alfa Yayınları,Bursa,2003. P.76.
- Çakmaklı,S. Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye Uygulaması, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi,Adana,2005
- Çatalbaş,G.K. Türkiye’de Para Arzı İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin Parametrik Olmayan Regresyon Analizi İle İncelenmesi, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 9 / 3 (2007). 197 - 212
- Cambazoğlu B. ve Karaalp S.H.. “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı; Türkiye Örneği”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B:F Dergisi, 19 (2),2012. S.53-68
- Dal, S. Başyücelik Devleti Para Sistemi'ne Giriş 2,2008
- Demir,M. “Kamu Altyapı Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi:Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B:F Dergisi, 29 (1,2),2008. S.99-118
- Devereux,M.B., And Yetman,J. “Price Setting And Exchange Rate Pass,Through: Theory And Evidence”, Hkımır Working Paper No.22,2002.P.7.
- Dornbush , R., And Stanley,F. Makroekonomi Mcgraw,Hill,Akademi Yayını,İstanbul 1998, 1.Baskı, Isbn: 0,07,115683,6, (Çeviri Editörü: E. Yıldırım, Çevirenler: S. Ak, M. Fisunoğlu, R. Yıldırım), 1998.S.153.
- Dülger,F., ve Cin,M.F. “Tükiye’de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım ve Eşbünleşme Yöntemiyle Sınama”, Odtü Gelişme Dergisi, 29 (1,2),2002. S.50.
- Edwards, S.“Exchange Rate Regimes, Capital Flows And Crisis Prevention”, Nber Working Paper, Series 8529, 2001.P.15.
- Eğilmez,M.“Kur Rejimiyle Borçlanma İlişkisi”, Aralık 2001, (Çevrimiçi) [Http://Www.hitportal.Org](http://Www.hitportal.Org), 23.09.2010.
- Eken,M.H., ve Pehlivan,E. Yatırım Fonları Performansı Klasik Performans, Ölçümleri ve Vza Analizi, Maliye Finans Yazıları,Yıl: 23 Sayı:83, 2009
- Ekinci,A. Türkiye'de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi: 1990 - 2002 Dönemi Uygulaması,2012
- Emerson,R. “ Döviz Kuru Hedeflemesi Politikası”, Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri Tügiad Ekonomi Ödülleri Kitapları,3, İstanbul,2003. S.115,116.

- Erdoğan,S., ve Beşballı, S.G. Türkiye’de Banka Kredileri Kanalının İşleyişi Üzerine Ampirik Bir Analiz, Doğu Üniversitesi Dergisi, 11 (1) , 2009.28,41
- Eren,A. Türkiye’nin Ekonomik Yapısının Analizi Bilgehan Basımevi,İzmir, 1989. Ss.138,139.
- Ertong, G. Kredi Çöküşü ve Türkiye’de Varlığının Araştırılması, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,Yüksek Lisans Tezi,Ankara,2005
- Fisher, S.“Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?”, Journal Of Economic Perspectives, Volume 15, Number 2, 2001.P.3.
- Fisher,S. “Döviz Kuru Rejimleri: İki Kutuplu Görüş Doğru Mu?” Tbb Bankacılar, Yıl:13, Sayı:40,2002. Ss.75,75.
- Frankel, J. “No Single Currency Regime Is Right For All Countries Or At All Times” Nber Working Paper, Series 7338,1999. P.18.
- Goldfajn, I., And Olivares, G. “Is Adopting Full Dollarization The Solution? Looking At The Evidence” Department Of Economics Pontificia Universidade Católica Do Rio De Janeiro, February 14, 2000.P.2.
- Gül, E. Ekinci, Türkiye’de Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1984 – 2003, Sosyal Bilimler Dergisi 2006/1
- Gülenay,M. C., Fazilet,F., ve Tekatlı,N. Gelişmekte Olan Ülkelerin Kurlarındaki Ortak Hareketin Analizi, Central Bank Review Vol. 12.2012.Pp.63,74
- Gür, T.E. Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması,Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi,Ankara,2003
- Haan, J. D., Berger, H., And Fraassen, E. V. “How To Reduce Inflation: An Independent Central Bank Or A Currency Board? The Experience Of The Baltic Countries” Emerging Markets Review, 2001.Pp. 220,222.
- Helene, P. “ How The Countries Choose Their Exchange Rate Regime”, Imf Working Paper, Wp/01/46,2001. P.5.
- Hiç,M. Türkiye Ekonomisinin Analizi Başlıca Ekonomik Göstergelerle, Güray Matbaacılık, İstanbul Üniversitesi Yayın No:2665, İktisat Fakültesi Yayın No:454, İstanbul,1980. S.21.
- Hooper,P., And Mann,C.L. “ Exchange Rate Pass,Through İn The 1980s: The Case Of U.S. Imports Of Manufactures Brookings Papers On Economic Activity, Vol. No. 1,1989.P. 300.
- Imf Annual Report, 2000, P.141.

Imf Annual Report, 2006, P.144.

İmren,A., ve Akman,V. Türkiye’de Dünyada Enflasyon, Era Yayıncılık, İstanbul,1994. Ss.18.

Karaca,O. “Türkiye’de Faiz Oranı İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi?” Tartışma Metni (Çevrimiçi) [Http://Www.Tek.Org.Tr](http://Www.Tek.Org.Tr).2005. (10.08.2008) S.3.

Karacan,R. Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (20),2.2010.s.72 – 92

Karasoy, A. Para Kurulu Sisteminin Uygulanması, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No: 9622, 1996.Ss.132,136.

Karluk,R. Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim Beta Basım Yayın, İstanbul, 1995.S.313.

Karluk,R. Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim Beta Basım Yayın,İstanbul,1997.S.510.

Kasapoğlu,Ö. Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,Ankara,2007

Kenen, P. B. “Fixed Versus Floating Exchange Rates”, Cato Journal, Vol. 20, No.1.2000. P.112.

Kenen,P.B. Exchange Rates And The Monetary System Printed And Bound İn Great Britain By Hartnolls Limited, Bodmin, Cornwall,1994. P.277,289.

Kenny,G., And Mcgettigan,D. “ Exchange Rate Pass,Through And Irish Import Prices” Economic Analysis, Research And Publications Department, Central Bank Of Ireland, Technical Paper 6/Rt/96, P.O. Box 559, Dublin 2,1996.P.3.

Kılıçbay,A.(T.Y.). Türkiye Ekonomisi Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara Ss.135,136.

Koçyiğit,D. Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara,2009

Marazzi,M.V.D. “Exchange Rate Pass,Through To U.S. Import Prices: Some New Evidence”, International Finance Discussion Papers, Number 833, 2005.P.10.

Menon,J. “The Degree And Determinants Of Exchange Rate Pass,Through: Market Structure, Non,Tariff Barriers And Multinational Corporations”, The Economic Journal, Vol. 106, No. 435, 1996.Pp. 435,436.

- Mishkin,F.S. The Economics Of Money, Banking And Financial Markets, Fourth Edition, New York, Harper Collins College Publishers, 1995.P.132.
- Obstfeld, M., And Rogoff, K. “The Mirage Of Fixed Exchange Rates”, Journal Of Economic Perspectives,Volume 9, Number 4,Fall, 1995.P.74.
- Oktayer,A. Türkiye’de Bütçe Açığı, Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi, Maliye Dergisi, Sayı 158, Ocak-Haziran 2010
- Ongan,H.“Türkiye’de Enflasyon ve Devalüasyon İlişkisi”, İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt (53), Sayı: 2, 2003.S.89.
- Önder,T. Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi,Ankara,2005
- Özdemir, K.A., ve Şahinbeyoğlu, G. “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Eylül,2000. S.6.
- Özdurak,T.S.Makro İktisat,Levha Yayınları,2012
- Öztürk, S. “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Dış Ticaret Dergisi,Sayı:29, Temmuz,2003.S.13.
- Öztürk,S., ve Gövdere,B. Para Kurulu Yaklaşımı ve Bulgaristan Deneyimi, I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:31,2004
- Öztürk,S., ve Biner,C. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 9, Sayı 1,2008
- Öztürk,K. Döviz Kuru Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Faiz Oranı Oynaklığı İle Olan İlişkisi: Türkiye Örneği Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara,2010. S.30.
- Paya,M. Para Teorisi ve Para Politikası Filiz Kitabevi,İstanbul, 2007a.Ss.388,389.
- Paya,M.Makro İktisat Filiz Kitabevi,İstanbul, Genişletilmiş 3.Baskı, 2007b. S.145.
- Parasız, İ. Uluslararası Para Sistemi (Tarihçe,Teori,Mekanizma) Ezgi Kitabevi,Bursa, 2005.S.13.
- Parasız,İ., ve Yıldırım,K. Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama Ezgi Kitabevi Yayınları,Bursa,1994.S.7.
- Pekin,T. Makro Ekonomi Bilgehan Basımevi Yayınları, İzmir, 1988.S.49.
- Pollard,P.S., And Coughlin,C.C. “Size Matters: Asymmetric Exchange Rate Pass,Through At The Industry Level”, The University Of Nottingham Research Paper,13,2004. P.2.

- Reinhart,C., And Calvo,G. “Reflections On Dollarization”, University Of Maryland, College Park, Department Of Economics, Munich Personal Repec Archive,2001. P.4.
- Serdengeçti,S. “Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Eskişehir,2005.S.14.
- Seyidoğlu,H. Uluslararası İktisat Güzem Yayınları,İstanbul,1998.S.384.
- Seyidoğlu,H. Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük, Güzem Can Yayınları,İstanbul, 2002. S.522.
- Sermaye Piyasası Kurulu(SPK) “Mevzuat Yayınları”2010 (Çevrimiçi)
<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/index.aspx?lang=T&type=D&submenuheader=-1>
- Şener, O. H. Ecash Sisteminde Üretilen Elektronik Paranın (Nakdi) Para Kavramı Bakımından Değerlendirilmesi, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Cilt: 9, Özel Sayı, 2007.S. 455,490
- Şıklar,İ. Para Teorisi ve Politikası, Anadolu Üniversitesi Yayınları. Yayın No:1585,2003
- Takatoshi I., And Kiyotaka S. “Exchange Rate Changes And Inflation In Post,Crisis Asian Economies: Var Analysis Of The Exchange Rate Pass,Through”, Nbr Working Paper Series 12395,2006. Pp.3,4.
- Tanören,D. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,Yüksek Lisans Tezi,Adana,2009
- Taylor,M.P.“Covered Interest Parity: A High,Frequency, High,Quality Data Study”, Economica New Series, Vol. 54, No. 216,1987.P. 429.
- Teker,S. Faiz Oranı ve Döviz Kuru Riski Yönetimi Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları, 1999.Ss: 9,10.
- Tomás J. T. And Baliño, C. E. Currency Board Arrangements Issues And Experiences, Washington, Dc : International Monetary Fund, International Government Publication, 1997.Pp.1,2.
- Tunali,Ç.B. Türkiye Ödemeler Dengesinin Yapısal ve Parasal Sorunları, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi,İstanbul,2007
- Tunca,Z. Makro İktisat Filiz Kitabevi,İstanbul, 2005.Ss.310
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI. Enflasyon,2004. (Çevrimiçi)
<Http://Www.Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.Gov.Tr>. 28.09.2010 S.3.
- Uludağ,İ., ve Arıcan,E. Türkiye Ekonomisi (Teori,Politika,Uygulama) Der Yayınları,İstanbul, Yayın No: 354, 2003.S.394.

- Uyar,U., ve Kangallı,S.G. Markowitz Modeline Dayalı Optimal Portföy Seçiminde İşlem Hacmi Kısıtı,Ege Akademik Bakış , Cilt: 12,Sayı, 2012.Ss. 183,192
- Ülken,Y. 1923'ten 1993'e Cumhuriyet Ekonomisi Filiz Kitabevi,İstanbul,1994. S.20.
- Ünal,Ç. Döviz Kurlarının Belirlenmesi Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar Alfa Yayınları,Bursa, 1. Baskı,2003. Ss.96,97.
- Ünsal, E. M. Makro İktisat, İmaj Yayınevi, Ankara, 2007.S.114.
- Williamson, J.“The Evolution Of Thought On Intermediate Exchange Rate Regimes”, The Annals Of The Americanacademy Of Political And Socialscience, Volume:579, 2002.P.82.
- Zeytinoğlu,E. Türkiye Ekonomisi Metler Matbaası, İstanbul, 1978.S.564.
- www.uluslararasıiticaret.org/.../bolumi19%20iç%20ve%20dış%20...15.09.2012
- web.itu.edu.tr/~ekonomi/begg%208e/begg%208e/ch29tr.ppt,15.09.2012

Ö Z G E Ç M İ Ş

Adı ve SOYADI : Serdar MORAL
Doğum Tarihi ve Yeri : 16.04.1982-ALMANYA
Medeni Durumu : Bekar

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise : Nevvar-Salih İşgören A.O.T.M.L., 2000, İzmir
Lisans Diploması : Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, 2008, Eskişehir
Akdeniz Üniversitesi, Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu, Seyahat İşletmeciliği Bölümü, 2010, Antalya
Yüksek Lisans Diploması : Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, 2014, Antalya
Tez Konusu : Türkiye Ekonomisinde Parasal Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı
Yabancı Dil : İngilizce

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : İlci Holding, İhracat Sorumlusu, 2010-2013
Bakioğlu Holding, İhracat Uzmanı, 2013-Devam
E-Posta : serdarmoral@hotmail.com