T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
DIŞ TİCARET ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

İMKÂNSIZ ÜÇLÜ KURAMI PARALELİNDE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DÖVİZ KURU REJİMİ TERCİHİ

Yüksek Lisans Tezi

Muhteber Dilber KAVANOZ

1370Y75205

İstanbul, Mayıs 2017

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
DIŞ TİCARET ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

İMKÂNSIZ ÜÇLÜ KURAMI PARALELİNDE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DÖVİZ KURU REJİMİ TERCİHİ

Yüksek Lisans Tezi

Muhteber Dilber KAVANOZ

1370Y75205

Danışman:

Yrd. Doç. Dr. Hicabi Ersoy

Doç. Dr. Utku Altunöz

İstanbul, Mayıs 2017

T.C. İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
.....DIŞ TİCARET.... ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

.....Uluslararası Ticaret.....

Anabilim Dalı .....Uluslararası Ticaret.....

yüksek lisans programı ..137047S205..... numaralı öğrencisi ..Muhtaber Dilber Kavasoğlu.....

....."..... "....İnkanın Dışlaşma Kuramı Perspektifinde.....

...Gelişmekte Olan Ülkelerde Dışlaşma Kuramı Reçetesi Tercihi....."

başlıklı tez çalışması jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

TEZ DANIŞMANI : ...Yrd. Doç. Dr. Hüseyin Kaya.....

JÜRİ ÜYESİ : ...Yrd. Doç. Dr. Bülent Gözeler.....

JÜRİ ÜYESİ : Yrd. Doç. Dr. Muhittin Adıgüzel.....

İstanbul Ticaret Üniversitesi ..... Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun ../../20.. Tarih, .../..... sayılı kararı ile onaylanmıştır.

ENS.FR.Y20 04.08.2015

Önsöz

Gelişmekte olan ülkeler, küreselleşmenin etkisiyle daha hızlı bir ekonomik büyüme içerisine girmişler ve dışa açılarak dünya ekonomisinde önemli yer edinmişlerdir. Bu ülkelerin kur politikalarında 2000'li yıllarda 1990'lı yıllara göre ciddi değişimler yaşanmış ve dalgalı kur rejimleri benimsenmiştir. Son yıllarda yaşanan ekonomik krizler sonrası kur rejimi tercihleri pek sorgulanmazken son dönemde yaşanan krizlerden sonra uygulanacak kur rejim tercihleri tartışılır hale gelmiştir. Kriz sonrasında genellikle katı sabit kur uygulamasından daha çok dalgalı kur sistemini tercih ettikleri görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde öncelikle 'İki Kutupluluk Hipotezinin uygulanabilirliği araştırılmış ve 'İmkânsız Üçleme' modelinin temelleri atılmıştır. Ülkeler günümüzde kendi belirledikleri koşullara göre farklı kur rejimleri uygulamakta ve kur rejimlerinde sık sık değişikliklere gidebilmektedirler. Bu değişiklikler bir sürecin içerisinde veya bir kriz baskısı sonucu oluşabilmektedir. Kur politikasında değişiklikler bir yandan dış ticaret hacmini ve yurtdışı kaynaklı yatırımları bir yandan da belirlenen döviz pozisyonları ile reel ve mali sektörü etkileyebilmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerde dalgalı kur rejiminin uygulanması ile birlikte finansal piyasalarda ki önemde giderek artmıştır.

Tez yazım süresince hem bankacılık deneyimimi kullanarak hem de araştırmalar yaparak çalışmamı sonuçlandırmış bulunmaktayım. Bu çalışmanın yazılması aşamasında ve uygulama bölümünde katkıları olan, tez sürecinin başından beri desteğini esirgemeyen, her zaman motive edici eleştirileri ile beni daha iyisini yapmaya teşvik eden saygıdeğer eş danışman hocam Doç. Dr. Utku Altunöz'e, tezimi dikkatle inceleyen ve bu çalışmayı sonuçlandırmam da önemli katkıda bulunan danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Hicabi Ersoy'a teşekkürlerimi borç bilirim. Ayrıca çalıştığım kurumum Türkiye İş Bankası A.Ş. sayesinde tanımış olduğum ve tez yazma sürecinde takıldığım noktalarda bana her zaman katkı sağlayan eğitmen Hakan Balsızan'a teşekkürlerimi sunarım. Son olarak, bu günlere gelene kadar emeğini ve desteğini esirgemeyen, her türlü sıkıntılarda

yanımda olan, tek dayanağım annem Nurhan Kavanoz'a, babam Fahri Kavanoz'a ve dayım Zekai Durmaz'a gösterdikleri anlayış ve sabır için çok teşekkür ediyorum.

Özet

Döviz kuru rejim tercihi, en önemli makroekonomik politikalardan biridir. Ülkeler arası ekonomik ilişkilerin belirleyicisi olması ve uluslararası piyasaları etkilemesi nedeni ile Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra iktisat literatüründe sıklıkla tartışılan konulardan biri olmuştur. Küreselleşme hem sermaye hareketlerini hem de uluslararası mal ve hizmet ticaretini etkilemesi ile döviz kurlarının önemini ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışmada son yıllarda tartışma konusu olan döviz kuru rejimi tercihleri ve döviz kuru rejimi seçiminde uluslararası kuruluşların desteklediği iki kutup hipotezinin temelini oluşturan imkânsız üçleme yaklaşımı üzerinde durulmuştur. Bu hipoteze göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile ülkeler sabit döviz kuru ve dalgalı döviz kuru arasında tercih yapmak zorundadırlar. Son yıllarda kur rejimi tercihine yönelik yeni yaklaşımların ortaya çıkması kurların öneminin daha da artmasına neden olmuştur. Özellikle son zamanlarda gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ekonomik krizler sonrasında döviz kuru rejiminin seçiminde önemli rol oynayan iki kutupluluk hipotezinin temelini oluşturan imkânsız üçleme kuramının uygulanabilirliği üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın birinci bölümde, ülkelerin genel özelliklerinden bağımsız olan belli unsurlar ele alınmıştır. Bu unsurlar, sabit ve dalgalı kur rejimlerinin avantaj ve dezavantajları ile 'imkânsız üçleme' hipotezidir.

Çalışmanın ikinci bölümde döviz kuru rejimi tercihine yönelik Bretton Woods öncesi ve sonrası geliştirilen teorik yaklaşımlar ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümde, döviz kuru rejim tercihinin makroekonomik performans üzerinde ki etkileri incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, imkânsız üçleme hipotezinin ortaya çıkmasına sebep olan ve farklı iktisatçılar tarafından geliştirilen yerli ve yabancı literatür taraması yapılmıştır.

Son bölümde, gelişmekte olan ülkelerde rejim tercihine ilişkin ekonometrik model kurulmuştur. Elde edilen tahminlerin teorik beklentiler doğrultusunda dalgalı döviz kuru lehine olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru Rejimleri, Gelişmekte Olan Ülkeler, İmkânsız Üçleme Hipotezi

Abstract

The choice of exchange rate regime is one of the most important macroeconomic policies. After the collapse of the Bretton Woods system with the reason that international economic relations are determinant and affecting international markets, it has become one of the topics frequently discussed in economics literature. Globalization has revealed the importance of exchange rates by influencing both capital movements and trade of international goods and services.

This study focuses on the preferences of the exchange rate regime, which has been discussed in recent years and the impossible trilogy approach that is the basis of the two polar hypothesis supported by international institutions in the choice of exchange rate regime. In recent years the emergence of new approaches to the choice of exchange rate regime has led to a further increase in exchange rates. Lately especially after the economic crises emerging in developing countries it is emphasized that the feasibility of the impossible trilogy theory, which is the basis of the bipolarity hypothesis, which plays an important role in the selection of the exchange rate regime.

In the first chapter of the study, certain elements that are independent of the general characteristics of the countries are considered. These elements are the 'impossible triple' hypothesis with the advantages and disadvantages of fixed and floating exchange rate regimes.

In the second chapter, the theoretical approaches developed before and after Bretton Woods for preferring the exchange rate regime are discussed.

In the third chapter, the effects of exchange rate regime preference on macroeconomic performance are examined.

In the fourth chapter, domestic and foreign literature search, which has led to the emergence of the impossible triple hypothesis and developed by different economists, has been done.

In the last chapter, an econometric model based on regime choice has been established in developing countries. It has been determined that the estimates obtained favor the floating exchange rate in the direction of the theoretical expectations.

Keywords: Exchange Rate Regimes, Developing Countries, The Impossible Trinity

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

Önsöz ..... **iii**

Özet ..... **v**

Abstract ..... **vii**

Tablolar Listesi ..... **xii**

Şekiller Listesi ..... **xiii**

Kısaltmalar Listesi ..... **xiv**

GİRİŞ **1**

BÖLÜM 1 ..... **4**

1 İMKÂNSIZ ÜÇLÜ KONUSUYLA İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR **4**

1.1 İmkânsız Üçlü (The Impossible Trinity) 4

1.2 IS-LM ve Mundell-Fleming Modeli 5

1.3 Döviz Kuru Rejimlerinin Tanımı Avantaj ve Dezavantajları 9

1.3.1 Katı Sabit Kur Rejimleri 9

1.3.2 Ara Rejimler 21

1.3.3 Dalgalı Kur Rejimi 25

1.3.4 Döviz Kuru Rejimlerinin Yeni Sınıflandırması 29

BÖLÜM 2 35

2 İMKÂNSIZ ÜÇLÜ KURAMINDA DÖVİZ KURU REJİMİ TERCİHİNE YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR 35

2.1 Uluslararası Para Sistemleri ve Kur Rejimlerinin Gelişimi 35

2.1.1 Altın Standardı: 1870-1914 36

2.1.2 Bretton Woods Dönemi: 1944-1973 37

2.2 Döviz Kuru Rejimi Tercihi ile İlgili Ekonomik Teoriler 43

2.2.1 Mundell-Fleming Modeli 44

2.3 Optimal Para Alanı Yaklaşımı 53

2.3.1 Optimal Para Alanı Teoreminin Gelişimi 53

2.3.2 Optimal Para Alanı Fayda-Maliyet Yaklaşımı 54

2.3.3 Optimal Para Alanı ve Döviz Kuru Tercihi 55

2.4 İmkânsız Üçlü- Kriz İlişkisi ve Uygulanan Kur Rejimleri 56

BÖLÜM 3 59

3 DÖVİZ KURU REJİMİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNE ETKİLERİ 59

3.1 Döviz Kuru Rejimlerinin Makroekonomik Etkileri 59

3.2 Döviz Kuru Rejimlerinin Makroekonomik Göstergeleri 60

3.2.1 Döviz Kurum Rejimleri-Enflasyon İlişkisi 61

3.2.2 Döviz Kuru Rejimleri- Büyüme İlişkisi 62

3.2.3 Döviz Kuru Rejimleri- Uluslararası Ticaret İlişkisi 64

3.2.4 Döviz Kuru Rejimleri-Kriz İlişkisi 65

BÖLÜM 4 67

4 LİTERATÜR TARAMASI 67

4.1 Yabancı Literatür 67

4.2 Yerli Literatür 72

BÖLÜM 5 76

5 PANEL PROBİT MODEL 76

5.1 Data ve Metodoloji 76

5.2 Modele Konu Olan Bağımsız Değişkenlerin Kur Rejimiyle İlişkileri 78

5.2.1 Dışa Açıklık Oranı ile Kur Rejimi İlişkisi 78

5.2.2 Ülkeye Giren Sermaye ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi 78

5.2.3 GSYİH ile Kur İlişkisi ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi 79

5.2.4 Enflasyon ile Kur İlişkisi ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi 79

5.2.5 Reel Döviz Kuru ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi 79

5.3 Birim Kök Testleri 79

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME 85

KAYNAKÇA 91

ÖZGEÇMİŞ 101

EKLER 103

Tablolar Listesi

Sayfa No.

Tablo 1-1 Dönemler İtibariyle Türkiye'nin Döviz Kuru Rejimi Uygulamaları 25

Tablo 2-1 Farklı Döviz Kuru Rekimleri Altında Para ve Maliye Politikası 46

Tablo 2-2 Kriz öncesi ve sonrası uygulanan kur rejimleri.....57

Tablo 3-1 Sabit ve Dalgalı Kur Rejimlerinin Temel Makroekonomik Özellikleri 61

Tablo 5-1 Modele Konu Olan Değişkenler, Kısaltmaları ve Hesaplanışı 78

Tablo 5-2 ADF Birim Kök Test Sonuçları.....81

Tablo 5-3 Analizde Kullanılan Değişkenlerin Düzey Değerlerine Uygulanan Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları.....82

Tablo 5-4 Analizde Kullanılan Değişkenlerin Birinci Farklarına Uygulanan Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları.....83

Tablo 5-5 Panel Probit Model Tahminleri 84

Şekiller Listesi

Sayfa No.

Şekil 1-1 IS-LM Grafiği 6

Şekil 1-2 Dışa Açık Bir Ekonomide Genel Denge 8

Şekil 2-1 Uluslararası Para Sistemleri ve Döviz Kuru Rejimleri 35

Şekil 2-2 İmkânsız Üçleme.....47

Kısaltmalar Listesi

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AET	: Avrupa Ekonomi Topluluğu
APB	: Avrupa Para Birliği
BP	: Balance of Payment
BW	: Bretton Woods
DB	: Dünya Bankası
ECU	: European Currency Unit
GATT	: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	: International Money Fund
IS	: Investment- Saving
LP	: Liquit Money
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
OECD	: Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Örgütü
OPA	: Optimal Para Alanı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

GİRİŞ

Döviz kuru rejim tercihi, önemli makroekonomik politikaların başında gelmektedir. Döviz kurlarının önemi hem sermaye hareketlerini hem de uluslararası mal ve hizmet ticaretini etkilemesi açısından küreselleşme ile daha da adından söz edilir bir konu haline gelmiştir. Döviz kurları sabit, ara ve dalgalı kur olarak üç gruba ayrılmakta ve sabit kurlardan dalgalı kur rejimlerine doğru geçişler yaşanmaktadır.

Döviz kurları ülkede iç ve dış ekonomik dengenin sağlanmasında önem arz etmekte olup ekonomik istikrarı sağlamaktadır. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler kura dayalı istikrar programları uygulamaya başlamıştır. Fakat ülkelerin çoğunda döviz kuruna dayalı istikrar programları uygulandığında ödemeler bilançosunda dengesizlikler meydana gelmekte ve buna dayalı döviz krizleri kaçınılmaz olmaktadır. Kriz yaşayan ülkelerin çoğu sermaye kontrolünün bulunmadığı ülkelerdir. Sermaye kontrolünün olmadığı bir ekonomide de ya para politikası bağımsızlığından ya da kur istikrarından vazgeçilmesi gerekmektedir. Literatüre göz atıldığında özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz deneyimlerinden sonra sabit döviz kurunun istikrarlı olmadığı anlaşılmış ve serbest dalgalı kur rejimi tercih edilmiştir.

Ülkelerin mal, hizmet ve sermaye akımlarını etkilemesinin yanında ödemeler bilançosu, enflasyon ve büyüme gibi makroekonomik değişkenler üzerinde de bir etkiye sahiptir. Küreselleşme süreciyle gelişmekte olan ülkelerin sahip oldukları ekonomik yapıları nedeniyle, döviz kuru rejim tercihleri makroekonomik yapılarda olumsuzluklar yaratmaktadır. Rekabet gücünü korumak, ekonomik istikrar sağlamak ve büyümeyi olumlu yönde geliştirmek için hangi döviz kuru rejiminin seçilip sürdürüleceği önemlidir.

Son zamanlarda çeşitlenen yeni kur rejimlerine yönelik yaklaşımlar kur rejimi tercihine yönelik önemin daha da artmasına neden olmuştur. Ülkelerin hangi rejimi uyguladıkları zaman istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme ile ekonomi üzerinde etkili olacağı genel olarak kabul görürken, hangi kur rejiminin daha iyi olduğu konusunda iktisatçılar

arasında görüş birliği söz konusu değildir. Geçen yıllarda yaşanan ekonomik krizler sonrası kur rejimi tercihleri pek sorgulanmazken son dönemde yaşanan krizlerden sonra uygulanacak kur rejim tercihleri tartışılır hale gelmiştir. Uygulanacak kur rejimi tercihleri, dışsal şokların azaltılmasını ve içsel şoklara karşı duyarlı olunmasını sağlamaktadır. Ekonomik kriz yaşayan ülkeler farklı çapa sistemlerini uygulamaktadırlar. Kriz sonrasında genellikle katı sabit kur uygulamasından daha çok dalgalı kur sistemini tercih ettikleri görülmektedir. Bu durumda iki kutup hipotezi ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde öncelikle 'İki Kutupluluk Hipotezinin uygulanabilirliği araştırılmış ve imkânsız üçleme modelinin temelleri atılmıştır. Ülkeler günümüzde kendi belirledikleri koşullara göre farklı kur rejimleri uygulamakta ve kur rejimlerinde sık sık değişikliklere gidebilmektedirler. Bu değişiklikler bir sürecin içerisinde veya bir kriz baskısı sonucu oluşabilmektedir. Kur politikasında değişiklikler bir yandan dış ticaret hacmini ve yurtdışı kaynaklı yatırımları bir yandan da belirlenen döviz pozisyonları ile reel ve mali sektörü etkileyebilmektedirler.

Rejim tercihlerinin sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle sabit ve dalgalı kur rejimlerine yöneleceği ve krizlere zemin hazırlayan ara kur rejimlerinden uzaklaşılacağı öngörülmektedir. Literatürde Mundell-Fleming modeli ve 'imkânsız üçlü' hipotezi olarak ortaya çıkan bu yaklaşım, sermaye hareketlerinin serbestliği, bağımsız para politikası ve sabit döviz kuru uygulanmalarının üçünü aynı anda gerçekleştirmenin imkânsız olduğu tespit edilmiştir.

Bu çalışmada son yıllarda önemli tartışma konularından birisi olan döviz kuru rejimleri ve döviz kuru rejim tercihlerinin temelinde bulunan yaklaşımlardan 'imkânsız üçlü' hipotezi incelenmiştir.

Çalışmanın amacı imkânsız üçlü hipotezine göre gelişmekte olan ülkelerin tercih ettikleri döviz kuru rejimlerinin incelenmesidir. Ayrıca kurulan modelle çalışmanın gücünün arttırılması ve gelişmekte olan ülkeler için en uygun sistemin belirlenmesi amaçlanmıştır. Birinci bölümde imkânsız üçlü hipotezi ile ilgili temel kavramlara değinilmiştir. İkinci bölümde, uluslararası para sistemleri ve döviz kuru ilgili teorik

yaklaşımlar açıklanmıştır. Üçüncü bölümde sabit ve dalgalı kur rejimlerinin makroekonomik etkileri üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın son bölümünde, 2006-2016 yılları arsındaki verilerle 15 gelişmekte olan ülke modele dâhil edilecektir. Modele dâhil edilecek olan ülkeler, (Türkiye, Çin, Rusya, Meksika, Brezilya, Endonezya, Polonya, Bulgaristan, Filipinler, Tayvan, Tayland, Kolombiya, Macaristan, Romanya ve Şili) olarak analize dâhil edilmiştir. Yıllık verilerin kullanıldığı analizde ülkelerin döviz kuru rejim tercihi, İkili Tercih Panel Probit yöntemi kullanılarak tahmin edilmiş ve sonuçta teorik beklentiler doğrultusunda dalgalı döviz kuru lehine olduğu tespit edilmiştir.

Sonuç bölümünde kurulan ekonometrik modele göre elde edilen bulgular tartışılmış ve teorik bilgiler ile pekiştirilmiştir.

BÖLÜM 1

1 İMKÂNSIZ ÜÇLÜ KONUSUYLA İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1 İmkânsız Üçlü (The Impossible Trinity)

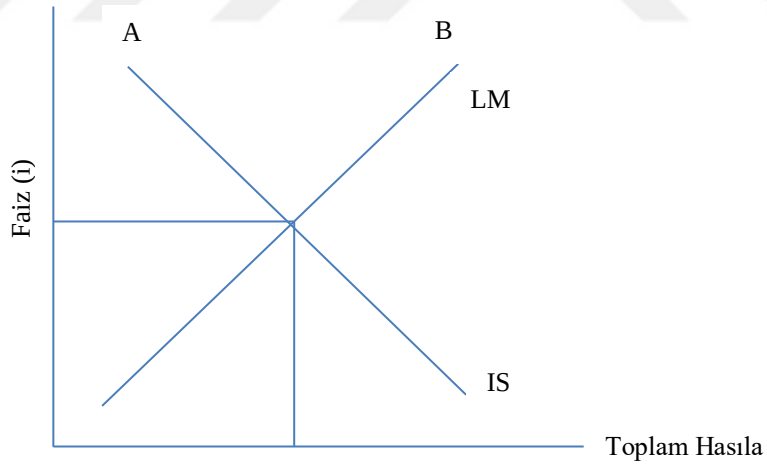
İkinci Dünya Savaşından sonra Amerika ve İngiltere öncülüğünde uluslararası para sistemi arayışı içerisine girilmiştir. Uluslararası para piyasası sistemine geçiş temelleri 1944 yılından imzalanan Bretton Woods anlaşması ile olmuştur. Yapılan anlaşmayı takiben uluslararası para sisteminin kurallarını belirleyen Dünya Bankası (World Bank) ve Uluslararası Para Fonu (International Money Fund) kurulmuştur. Bu dönemde bağımsız para politikası kuralları uygulanmış ve sermaye hareketleri üzerindeki kontroller sıkıca takip edilmiştir. Bretton Woods sistemi altında göreli olarak bağımsız (etkin) para politikasından bahsetmek mümkündür (Cömert, 2016, s.117). Bağımsız para politikasında hem sermaye hareketlerinin hem de kur rejimi serbestliğinin aynı anda mümkün olmadığı BW dönemi ile kanıtlanmaktadır. Bretton Woods sisteminin çöküşü ile siyasi ve ekonomik etkilerle küreselleşmenin adımları atılmıştır. Küreselleşme ile tüm dünya ülkelerinde siyasi, ekonomik, kültürel açıdan birleşme ve ortak politikalar uygulamaya konulduğu ifade edilebilir. 1980'ler de piyasa ekonomisine geçiş ile küreselleşme uygulanmaya başlamış ve yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. Küreselleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri, uluslararası ticaret ve gümrük tarifeleri serbestileri gelmiştir. 1990 sonrası uluslararası sermaye hareketleri ve ticaretin serbestleşmesi ile piyasa ağırlıklı dışa açık bir ekonomi benimsenmiştir. 1980'lerde piyasa ekonomisi ile başlayan süreç 1990'larda serbest sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamaları kaldırmıştır. Hızla yayılan finansal serbestleşme ve sermaye akımlarının artması sabit döviz kuru uygulamalarını

zorlaştırmıştır. II. Dünya Savaşının bitmesi ile başlayan dönem küreselleşme sürecinin başlangıcı olmuştur. 1970 sonrasında başlayıp 1980 dönemine kadar devam eden finansallaşma süreci 1990 sonrası dönemle büyük bir ivme kazanan küreselleşme ile çeşitlenmiştir. Uluslarlarası hizmet anlayışı ile birlikte finansal piyasalardaki uluslararası ticaret engellerin kaldırılmasına yönelik yaklaşımlar dünya ekonomisinin hızlı ivme kazanmasını sağlamıştır. Küreselleşme akımının hızla yayılması ile finansal krizler baş göstermeye başlamıştır. Eğilmez'e göre ekonomik kriz dendiğinde tam olarak neyin anlaşıldığı konusunda tam bir görüş birliği yoktur. Kimileri durgunluk, kimisi resesyon, kimileri enflasyon, kimileri ise deflasyonu ekonomik kriz olarak tanımlamaktadır (Eğilmez, 2012, Kasım 15). Ekonomik krizler çok farklı şekillerde ortaya çıkabilmektedir. Mesela üretimlerin düşmesi ile fiyatlar genel seviyesinin düşmesi, işsizlik oranının artmasıyla reel sektör krizleri ortaya çıkmaktadır. Ekonomik kriz finansal piyasalardaki serbestlik ve serbestlik sonrasında denetim kanallarının iyi olmaması nedeni ile oluşabilir. Sermaye hareketlerinin serbetleşmesi ile uluslararası ticaret işlemlerinin serbestleşmesi kapalı ekonomilerin dışa açılmasını sağlamış ve dış ticaret, sermaye hacimlerinin artmasını sağlamıştır. 1960'larda nobel ödüllü iktisatçılar Robert Mundell ve Marcuss Flemming tarafından önemle üstünde durulan dışa açık ekonomilerde 'trilemma' veya 'imkânsız üçlü' olarak adlandırılan, iktisadi amaçlarla yakından ilgili olan makroekonomik bir kavram ortaya atılmıştır. İmkânsız üçlü açık ekonomi makro iktisat teorisinin başlıca konularından biridir. İmkânsız üçlü hipotezi, bir ülkenin döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal serbestlik hedeflerini aynı anda gerçekleştiremeyeceğini, bunlardan en az birinden vazgeçilmesi gerektiğini belirtmektedir (Frankel, 1999, s.3).

1.2 IS-LM ve Mundell-Fleming Modeli

IS-LM modeli İngiliz iktisatçılar John Hicks (1937) ve Alvin Hansen (1940) tarafından geliştirilmiş olup faiz ve reel piyasalarla ilgili Keyneysen düşüncelerini açıklayan bir model olarak geliştirilmiştir. Kapalı ekonomilerde uygulanan ve başlıca etkenleri olan faiz oranları ve para politikasının toplam talep ve gelir düzeyi üzerindeki etkileri incelenmektedir. Bu model ekonominin genel dengesinin mal ve para piyasalarının aynı anda dengeye ulaşmasıyla sağlanacağını göstermektedir. Bir ekonomide iç denge, düşük

oranlı enflasyon, işsizlik ve istikrarlı büyüme ile sağlanmaktadır. Dış denge ise uluslararası dünyadan elde ettiği gelir ile uluslararası dünyaya yaptığı ödemelerin birbirine eşit olduğu durumu göstermektedir. Dış dengenin sağlanması ödemeler bilançosunun açık vermemesi anlamına gelmektedir. IS eğirisi, mal piyasasında dengeyi sağlayan faiz ve toplam hâsıla bileşenlerini göstermektedir. Tasarrufların yatırımlara eşit olması mal piyasasında dengenin oluşmasıdır. Kapalı bir ekonomide mal piyasasında 3 bileşen vardır. Bunlar kamu harcamaları, yatırım harcamaları ve özel tüketim harcamalarıdır. LM eğrisi, para piyasasında dengeyi sağlayan faiz ve toplam hâsıla bileşenlerini göstermektedir. IS eğrisine göre faiz oranlarının düşmesi yatırımların azalmasına toplam harcamanın azalmasına ve toplam hasılanın azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle IS eğrisi negatif eğimlidir. LM eğrisinde ise toplam talep arttığında işlem amaçlı para talebi artmakta ve bu durum faizlerin artmasına neden olmaktadır. Bu sebeple LM eğirisi pozitif eğimlidir.



Şekil 1-1 IS-LM Grafiği

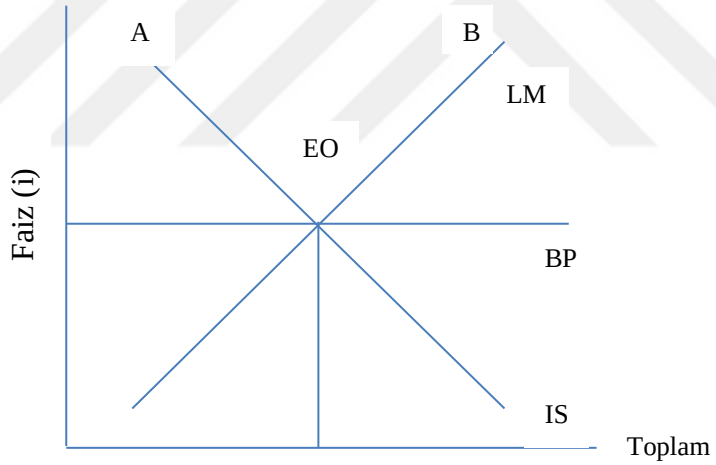
A noktası mal piyasasının, B noktası ise para piyasasının dengede olduğunu göstermektedir. IS eğrisinde sağa ve sola doğru olan kaymalar sırayla genişlemeci ve daraltıcı maliye politikalarını ifade etmektedir. Genişletici maliye politikası kamu harcamalarının arttırılması vergilerin düşürülmesidir. Daraltıcı maliye politikası ise bunun tam tersidir. Aynı şekilde LM eğrisinde sağa ve sola doğru olan kaymalar genişletici ve daraltıcı para politikalarını ifade eder. Genişletici para politikası para

arzının arttırılmasıdır. Para ve maliye politikalarının etkin olması toplam hasılaya ve talebe göre değişiklik göstermektedir. Politikalardan hangisi toplam hasılayı büyük ölçüde etkiliyorsa o politika etkindir.

Açık ekonomiye sahip ülkelerde iki temel amaç bulunmaktadır. Bunlardan ilki iç dengeyi sağlamaktır. Diğeri ise ödemeler bilançosu dengesi ile dış dengeyi sağlamaktır. Açık ekonomilerde iç ve dış dengenin birlikte sağlanması önemlidir. Ülkeler dışa açıldıkça ülke içerisinde uygulanan politikaların etkinlikleri azalmaktadır. Ülkelerin amaçları uyguladıkları mali ve parasal genişleme politikaları ile şekillenecektir fakat dışa açık bir ekonomi olduğu için diğer ülke üretimlerinde talep arttırımı yaşanacaktır. Bu durumda ülkeler dışa açılması kolay olduğu için ödemeler dengesinin hesaplamasında dış ticaret rakamları önemli bir rol üstlenmektedir. Uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının asıl amacı iç ve dış dengeyi sağlamak olduğu için bu durum gelir ve faiz oranlarını arttırırken ödemeler bilançosunda dengesizlikler oluşmasına neden olmaktadır. Politika yapıcılar tarafından istenilmeyen bir durum olan iç ve dış denge sorunu belli koşullarla uyumlu hale getirilmeye çalışılmaktadır. IS-LM modeli aslında uluslararası mal ve sermaye hareketleri ile geliştirilen 1999 yılında Nobel ödülü alan Robert Mundell ve Marcus Fleming'e ait olan Mundell-Fleming modeli olarak anılmaktadır. Mundell-Fleming (IS-LM-BP) modeli ise, Hicks-Hansen (IS-LM) modelinde faiz oranları ile çıktı düzeyi arasında kurulan iç denge ilişkisine dış denge koşullarını ekleyerek, dışa açık ekonomilerde maliye politikalarının etkilerinin sorgulanmasına olanak sağlamaktadır. Mundell Fleming modeli IS-LM modeline BP (Balance of Payment) eğrisini katarak elde edilmiştir. BP eğrisi ödemeler bilançosunun denge düzeyinde olduğu faiz ve milli gelir bileşenlerini gösteren eğridir. Bu eğri dışa açık ekonomilere sahip ülkelerin dış ülke piyasaları ile ilişkilerini açıklamak için geliştirilmiş ve modele eklenmiştir. BP eğrisinin konumu sermaye hareketlerine göre belirlenmektedir. Ülke içinde ve ülkeler arasında varlıklar ikame edilebiliyorsa yani sermaye ülkeler arasında serbest olarak hareket edebiliyorsa sermayenin tam hareketli olduğu anlaşılmaktadır. Varlıkları arası ikame sınırlı ise ve sermaye serbest hareket edemiyorsa sermayenin tam hareketli olmadığı anlaşılmaktadır. Tam sermaye hareketliliğinde bir veri olarak belirlenen faiz oranının üstüne ülke faiz oranı çıkıyorsa

ülkeye sermaye girişi olmakta ve yatırımlar artmaktadır. Bir diğer şekilde ülke faiz oranı veri faiz oranının altında kalıyorsa ülkeden sermaye çıkışı gerçekleşmektedir. Ülkelerde meydana gelen gelir artışları, uluslararası mal ve hizmet harcamalarının artmasına neden olmaktadır ve bu durumda dış ticaret dengesinde açıklar meydana gelmektedir. Bu açık sadece sermaye girişleri ile finanse edilmektedir. BP eğrisi sermayenin tam hareketli olmadığı durumlarda pozitif eğimli bir eğri ve sermayenin tam hareketli olduğu durumda ise yatay bir eğridir.

Genel yaklaşım olarak para politikası araçlarının dış dengeyi sağlamak, maliye politikasının ise iç dengeyi sağlamak amacıyla kullanılması gerektiği belirtilmektedir. İki politikanın da gelir düzeyi üzerinde artış yönünde bir etkisi olmasına rağmen, faizler üzerinde farklı etkileri olduğuda göz önünde bulundurulmalıdır (Kostakoğlu,2009, s.4).



Şekil 1-2 Dışa Açık Bir Ekonomide Genel Denge

Genel olarak bir ekonomide iç denge için maliye politikalarının dış denge için ise de para politikalarının uygulanması daha etkin sonuçlar alınmasını sağlamaktadır. Bu görüş Robert Mundell tarafından öne sürüldüğü için Mundell'in tahsisler kuralı olarak adlandırılmaktadır. Mundell'e göre iç denge ile hükümetler dış denge ile merkez bankaları ilgilenmektedir.

1.3 Döviz Kuru Rejimlerinin Tanımı Avantaj ve Dezavantajları

Ülkeler arasında ekonomik ve finansal ilişkiler olduğundan farklı para birimleri kullanılmakta ve 'döviz' kavramı ortaya çıkmaktadır. Döviz, yabancı ülke paralarına verilen addır. Döviz kuru ise ulusal para ile yabancı para arasındaki değişim oranıdır. Ülkeler arasında ekonomik ve finansal ilişkiler olduğundan farklı para birimleri kullanılmakta ve 'döviz' kavramı ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru rejimi ise, bir ülkede döviz kurlarının oluşumu ile dış âleme karşı ödemeleri düzenleyen kurallar ve kurumlar bütünü olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2001, s.168). Kur rejimi tercihi, en önemli makroekonomik politikalardan biri olup makroekonomik politikaların etkin olmasını, finansal sistemin istikrarını, para ve maliye politikalarının yürütülmesini ve ekonomik gelişmeyi etkilemektedir. Kur rejimi kuvvetli bir ekonomik yapının temel taşlarından birisidir. Ülkeler arası ekonomik ilişkilerin belirleyicisi olması ve piyasaları doğrudan etkilemesi iktisat biliminde üzerinde durulan önemli konulardan birisidir. Küreselleşmenin artması ile birlikte artan dış ticaret hacimleri ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi döviz kurlarına dayanan önemi daha da arttırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin, küreselleşme süreçlerinin ve makroekonomik performans etkilerinin göz önünde bulundurularak incelenmesi, ekonomik gelişimin daha iyi olması için önem arz etmektedir. Döviz kuru rejimleri bir ekonomide iç ve dış dengenin sağlanmasında temel araç olup sabit ve dalgalı kur sistemi iki uç döviz kuru sistemini oluşturmaktadır.

1.3.1 Katı Sabit Kur Rejimleri

Sabit döviz kuru, bir ülke parasının dış değerinin diğer ülke para değerine eşitlenmesidir. Kur sabitlenmesi ilgili ülkenin merkez bankası tarafından belirlenmektedir. Sabit kur rejiminde fiyat istikrarının sağlanması amacıyla para politikaları devre dışı bırakılmakta maliye politikaları etkin olmaktadır. Yüksek enflasyonla karşı karşıya kalan ekonomilerde fiyat istikrarı en temel faktör olup sabit kur sisteminde istikrarın sağlanabilmesi için kurun sabitlenmesi gerekmektedir. Ayrıca sabit döviz kuru, değer kaybı beklentisini kırarak, enflasyonist baskıları azaltmakta ve istikar sağlamaktadır. Sabit döviz kuru rejimi finansal krizler öncesine kadar uygulanan temel kur rejimi olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikarının

sağlanması birincil hedef olarak belirlenmiş, katı sabit kurların ayarlanabilir döviz kurlarına göre esnek bir yapıda olmaması fiyat istikrarı mekanizmasını oluşturmuştur.

Sabit kur sistemi, kur belirsizliği riskini azaltmakta dolayısıyla yabancı girişimcilerin yatırım yapmasını ve uluslararası piyasalara girişi arttırmaktadır. Sabit kur sisteminde bağımlı olunan ülkenin para değerindeki ani gelişmeler, parasal politikalarındaki değişiklikler, dış şoklar ekonomiyi olumsuz olarak etkilemektedir. Kur riskinde güvenilirlik belli temellere dayandırılırsa ekonomiyi zedeleyecek finansal krizler ortaya çıkmaktadır.

Sabit kur rejiminin sağlayacağı avantajlar:

Sabit kur rejiminin temel avantajı kur belirsizliğinin ortadan kaldırılması ve kur riskinin azaltılmasıdır. Yabancı para birimine göre sabitlenmesi beklentileri sabitlemektedir. Kurun değişmemesiyle işlem maliyetleri azalacak, ticari beklentilerin artması ekonomik büyüme ve istikrar sağlayacaktır. Ayrıca enflasyonun düşük olması yatırımları arttıracak ve ekonomik büyüme sağlayacaktır. Kur belirsizliğinin olmadığı durumlarda işlem maliyetleri azalmakta, uluslararası ticaret ve yatırımları tehlikeye sokan dalgalanmalar ortadan kaldırılmakta ve ekonomik fayda yaratılmaktadır.

Sabit kur sistemi 'nominal çapa' (anchor) özelliğine sahiptir. Nominal çapa merkez bankasının hedefler ile uyumlu bir para politikası benimsemesini sağlayan bir para politikası unsurudur. Nominal çapa yaklaşımı, bir ülkenin döviz kurunun düşük enflasyona sahip bir ülkenin parasına sabitlenmesidir. Sabit kur rejimi ile düşük enflasyona sahip ülke kur rejimi uygulanacağından enflasyon baskı altına alınmakta ve parasal disiplin sağlanmaktadır. Nominal çapa yaklaşamının başarılı olabilmesi için iki ülke arası enflasyon farkının düşük olması, merkez bankasının yeterince döviz rezervine sahip olması, merkez bankasının kredibilitesinin korunmasına ve ülkenin rekabetçi yapıya uygun olması gerekir.

Sabit kur rejiminde para politikası bağımsızlığı söz konusu değildir. Parasal yetki kurumunun para arzında ani değişimler yaratması mümkün değildir. Diğer bir ifadeyle parasal şokların yaşanması son derece azdır.

Sabit kur rejimi ülkelerin rekabetçi bir yapı benimsemesini engellemektedir. Ulusal para biriminin rekabete dayalı bir yola girmesi ülkelerin birbirleri arasında üstünlük sağlamasına yol açmaktadır. Örneğin, 1995 Meksika krizinin ardından Arjantin, 1997 Tayland krizi ile birlikte diğer Güney Doğu Asya ülkeleri veya 1999 Brezilya krizinden sonra diğer Güney Amerika ülkeleri, uyguladıkları kur rejimlerine göre para birimlerini devalüe etmiş ya da ulusal para birimlerinin değer kaybetmesine yönelik müdahelelerde bulunmuşlardır (Ayhan, 2008, s.25).

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede döviz kurunda istikrar sabit kur rejimi uygulaması tercih edildiğinde uygulanmaktadır. Böylece merkez bankası diğer ülkelerdeki faiz oranlarında bağımsız olarak faiz oranlarında değişikliğe gidememektedir. Kısacası sabit kur rejiminde bağımsız para politikası uygulanması mümkün değildir.

Sabit kur rejiminin sağlayacağı dezavantajlar:

Sabit kur rejimi ile yurtiçi faiz oranları, parasal genişleme tamamen yabancı ülkeye bağımlı durumdadır. Hedeflenenin kur istikrarı olması bağımsız para politikasının uygulanmasını ortadan kaldırmaktadır. Yurtiçinde meydana gelen ani şoklara karşı para politikası etkin olmadığı için kırılganlıklar artmaktadır.

Sabit kur rejimi ile ülke parası yabancı para karşısında değerlenmekte ve oluşan yüksek faiz oranı, ortaya çıkan enflasyonla birlikte spekülatif kazançlar elde etmeyi düşünen yatırımcılar kısa vadeli yabancı sermayeyi ekonomiye kazandırmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle 'sıcak para' girişi olarak açıklanmaktadır. Kur belirlenen sabit döviz kurundan daha düşük belirlenmişse sıcak para hareketlerine yol açmaktadır. Sıcak para spekülatif kararlara göre belirlendiği için ekonomik krizlerin tetiklenmesinin öncülerindendir. Ulusal paranın değer kazanması ihracatı azaltmakta, ithalatı artırmaktadır. Bu durum cari açık artışını tetiklemekte ve devalüasyon beklentisini arttırmaktadır.

Sabit kur rejiminde merkez bankasının elinde yeterli döviz rezervi bulundurması gerekmektedir. Yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarından düşük olmasıyla yabancı tahvil satın alınmaktadır. Yabancı tahvil alımı ile sermaye çıkışı olacak ve elde

fazla olan döviz rezervlerinden dolayı döviz kuru yükselecektir. Bu durumda merkez bankası döviz kurunun yükselmesine müdahele etmekte piyasaya döviz satmaktadır.

Sabit kur rejiminde bağımsız para politikasının uygulanmamasıyla parasallaştırılamayan bütçe açıkları sermaye girişleri ile finanse edilmektedir. Bu durum kamu borçlanma faiz oranlarını arttırmakta ve bütçe açıklarının artmasıyla güven problemi ortaya çıkmaktadır.

Sabit kur rejiminde belirlenen döviz kurunun denge seviyesinde olup olmadığının merkez bankası tarafında kesin olarak söylenmesi mümkün değildir. Döviz kurunun denge döviz kurundan düşük veya yüksek olması 'kur uyumsuzluğu' olarak ifade edilmektedir. Döviz kurunun denge döviz kurundan düşük veya yüksek olması durumunda ülkeler daha fazla veya az ihracat-ithalat yapabilir.

Ulusal para biriminin sadece bir ülkenin para birimine sabitlenmesi, para birimi sabitlenen ülkenin merkez bankası politikalarına bağımlı olması, ulusal piyasalarda oluşacak ani şoklara karşı hassas olmasına yol açacaktır.

Sabit kur rejiminde ülke bağımsız para politikasını benimsediği için senyoraj geliri yaratma durumunu kaybetmektedir. Yükselen piyasa ekonomileri için sıfır faizli borç niteliği taşımaktadır. Merkez bankası son kredi verme merci görevini kaybeder.

Sabit kur rejimlerinde meydana gelen bir devalüasyon, dalgalı kur rejiminde meydana gelen aynı orandaki bir depresyondan daha maliyetlidir (Ayhan, 2008, s.15).

Katı sabit kur rejimleri 3 aşamada uygulanmaktadır. Dolarizasyon, para kurulu ve para birliği uygulamalarıdır.

1.3.1.1 Dolarizasyon

Katı sabit döviz kuru rejimlerinden biri olan dolarizasyon, parasal bağımsızlığın olmadığı ve enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde geçerlidir. Ulusal paranın ekonomik işlevini yerine getirememesi nedeniyle o ülkenin ekonomisine güven azalmakta işlemlerin başka ülke para birimi ile ikame edilmesi sağlanmaktadır.

Dolarizasyon, sabit döviz kur tercihini pozitif yönlü etkilemekte, kur üzerindeki baskıyı arttırmakta bu nedenle de sürdürülebilirliği tehlikeye atmakta ve devalüasyona neden olmaktadır. Ayrıca dolarizasyon ulusal paranın terkedilerek ulusal paranın diğer ülke paraları karşısındaki değerini gösteren döviz kuru zorunluluğunu ortadan kaldırmakta ve para basma mercisi olma görevini para birimini kabul ettiği ülkeye devretmektedir. Bir ülkede dolarizasyon olması spekülatörlerin para birimine saldırılarına karşı koymakta ve para krizi riskini azaltmaktadır. Bu yüzden dolarizasyon seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde parasal (currency) krizler engellenebilir fakat bankacılık krizleri engellenemez. Eğer bankaların yabancı para açık pozisyonları mevcutsa ulusal paranın değer kaybı durumunda bankalar zarara uğrayacaklardır.

Merkez bankalarının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olduğu için dolarizasyon enflasyonla mücadelede önemli bir nominal çapadır. Yüksek enflasyonla ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki alım gücü düşecek, satın alma gücünün azalmasında dolayı yabancı paralar tercih edilecektir. Bu yüzden dolarizasyonun temel amacı enflasyonu düşürmektir. Enflasyon riskinin düşmesi ve devalüasyon riskinin ortadan kalkması reel faiz oranlarında da artış sağlamaktadır. Dolarizasyon uygulanırken merkez bankası parasal tabanda değişiklik yaratmak için yeterli döviz rezervlerine sahip olmalıdır. Merkez bankası yetkili mercii olarak ekonominin finansal durumunu değiştirecek güce sahip olmalıdır. Yoksa yüksek faiz oranları, yetersiz büyüme gibi sorunlar ile karşı karşıya kalacaktır.

Serbest sermaye hareketliliğinin ve dolarizasyonun mevcut olduğu ekonomiler genellikle tercihlerde zorlanacak veya ara rejimleri tercih edeceklerdir. Bu durum sadece gelişmiş ülkeler için değil, gelişmekte olan ülkeler açısından da geçerlidir. Dolarizasyon kur rejimini benimseyen ülkelerin başında Ekvador, El Salvador, Panama ve Marshall Adaları gelmektedir.

Dolarizayonun ülkeye sağlayacağı avantajlar:

İşlem Maliyeti: Dolarizasyonun öncelikli avantajlarından birisidir. Aynı para birimini kullanan ülkeler arasında herhangi bir para birimi dönüştürmesi olmayacağı için işlem

maliyetleri azalmaktadır. Uluslararası bir para biriminin seçilmesi (dolar gibi) ekonomik ilişkilerde ulusal paranın yabancı para birimine dönüştürme durumu kalmayacağından işlem maliyeti olmayacaktır.

Kur Riski: İşlemlerini döviz ödemesi ile yapacak olanların ya da döviz geliri elde edecek olanların ileri tarihte yapacakları işlemlerden dolayı uğrayacakları döviz kuru riskleridir. Dolarizasyon kur riskinin ortadan kalkmasını sağlamaktadır. Kur riskinin ortadan kalkmasıyla uluslararası ticaret hacmi artmaktadır. Kur riskinin ortadan kalkmasının beklenen getirisi, ülkenin risk priminin ve dolayısıyla faiz oranlarının düşmesi, kamu borçlanma maliyetinin azalması, yatırımların artması ve büyümenin artmasıdır (Berke, 2009, s.137). Belirsizliğin azalması yurtdışı piyasasının yanısıra yerel yatırımcının yurtdışı piyasasına açılmasınıda kolaylaştırır.

Güvenilirlik: Dolarizasyon uygulamasından vazgeçmek katı sabit kur rejimlerinden vazgeçmekten daha zordur. Bu nedenle yurt içi politikalara güven duymak son derece önemlidir. Güvenilirliğin başlıca nedeni devalüasyon riskinin olmayışıdır. Bir diğer nedeni oluşan bütçe açıklarının merkezi merci tarafından para basılarak finanse edilmesidir. Normalde merkez bankası düşük enflasyon hedeflemesine rağmen yüksek enflasyon açıklayabilmektedir. Fakat dolarizasyonda merkez bankasının para basma yetkisi olmadığı için düşük enflasyona neden olmaktadır. Piyasa yapıcıları güvenilirlik dolayısıyla dolarizasyonu olumlu yönde etkileyecektir ve başarılı politikalar izlemelerini sağlayacaktır.

Kredibilitenin Artması: Tam dolarizasyon ülkenin gerek ulusal gerekse uluslararası kredibilitesinin artmasını sağlayarak yurtdışından kolaylıkla kredi bulabilmesine imkân tanımaktadır. Bu ülkelerde yabancı kredi maliyetleri azalmakta; dolaylı olarak yatırımlar ve ekonomik büyüme canlanmaktadır (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.23). Dolarizasyon sabit kur rejiminin ülkeye sağlayacağı güvenirliği ve faydayı parasal ve mali politikalar ile desteklemektedir. Dolarizasyon parasal politika açısından ülkeyi pasif bir politika izlemesine zorlayarak enflasyonist bir ortamın oluşmasını engellemektedir. Mali politikalar açısından enflasyonist bir ortamda bütçe dengesi sağlamaktadır.

Dolarizayonun ülkeye sağlayacağı dezavantajlar:

Para ve kur politikalarının bağımsızlığı: Merkez bankasının para politikası araçlarından para arzı, faiz oranları vb. üzerinde kontrolü olmadığı için parasal bağımsızlığı negatif seviyelere çekmekte ve makroekonomik sorunların çözülmesini güçleştirmektedir. Para ve kur poltikalarının bağımsızlığı sonucunda oluşan yüksek bütçe açıkları, kamunun artan borç yükü parasallaştırılamadığı için dolarizasyonu olumsuz etkilemektedir. Yüksek bütçe açıkları aynı zamanda ülkenin risk priminin artmasına da neden olmaktadır. Yüksek risk primi olan ülkede yurtiçi tasarruf oranının az olması ülkeyi yurtdışı borçlanmaya sokacağından dolayı dolarizasyon artmaktadır.

Para Politikası Bağımsızlığının Sınırlandırılması: Bağımsız bir para politikası izleme esnekliğinin kaldırılmasıdır. Para politikalarında yetkili tek merci olan merkez bankası reel ve mali sektörler üzerinde etkilidir. Dolarizasyonla yetkili merci olma özelliğini kaybeden merkez bankası bağımsız para politikası izleme imkânı olmadığı için faiz oranlarını ve fiyatlar genel düzeyini etkileyememektedir.

Egemenlik Sorunu: Dolarizasyonda ülke para biriminin terkedilmesi ile yurtiçi bağımsız para politikası terkedilmektedir. Bu durum milli nedenler dolayısıyla egemenlik sorunlarına yol açmaktadır.

Emisyon Kazancı Kaybı: Ülke para biriminde üretim yapılarak kazanılan emisyon kazancından vazgeçilmektedir. Emisyon kazancı, paranın üretim maliyeti ile değeri arasındaki fark olarak tanımlanmakta ve dolarizasyon kur rejimi tercih edilerek ülkeler bu gelir kaynağından vazgeçmektedir.

Son Durak Borç Mercii Fonksiyonunu Kaybetmesi: Dolarizasyon seviyesinin yüksek olduğu ülkelerde bankacılık krizleri kaçınılmazdır. Merkez bankalarının ortaya çıkabilecek bir bankacılık krizi karşısında likidite sıkıntısı çeken fakat ödeme gücü bulunan mevduat kuruluşlarına kredi açma şeklinde bir fonksiyonu bulunmaktadır (Seyidoğlu, 2001, s.271). Bankaların likitide sınıktısına düşmesi piyasada ekonomik güvensizlik ortamı yaratmaktadır. Bu durumda merkez bankasının son mercii olarak para basıp piyasaya para sürmesi gerekmektedir. Merkez bankasının bu işlevini yerine

getirememesi finansal sistemde ve reel ekonomide zararlar oluşturmaktadır. Likitidenin olmaması krizlere yol açmaktadır.

Şoklara Karşı Esnek Olmaması: Sabit kur rejiminin bir parçası olan dolarizasyon ani döviz kuru değişikliklerine karşı esnek değildir. Dışsal şoklar döviz kuru değişikliklerine neden olduğu için maliyetleri arttırmaktadır. Dolarizasyon bu tür esnekliğe sahip olmadığı için dalgalı kur rejiminde uygulanabilir seviyededir.

Senyoraj Gelir Kaybı: Dolarizasyonun mevcut olduğu ekonomilerde senyoraj kaybı kaçınılmazdır. **Senyoraj** veya **sinyoraj** paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değer arasındaki farktır. Para yaratmanın karı olarak açıklanan senyoraj etkisi dolarizasyon ile ters orantılı çalışmaktadır. Dolarizasyonun oranı arttıkça ulusal para talebi azalmaktadır. Ekonomide varlıkların bir kısmı yabancı para cinsinden takip edildiğinden dolayı dolarizasyonun yüksek olduğu durumlarda senyoraj kaybı oluşacaktır.

1.3.1.2 Para Kurulu

Sabit döviz kuru rejimlerinden bir diğeri olan 'Para Kurulu' ülke para biriminin seçilecek ülke para birimi karşısında sabit kur üzerinden değişimini ifade etmektedir. Merkez bankası tarafından yabancı para rezervlerinin ne kadar olacağı belirlenmelidir. Para kurulu merkez bankası yerine faaliyet göstermektedir. Para kurulu sisteminin uygunladığı ekonomilerde finansal yapının ve döviz kaynaklarının yeterli olması gibi makroekonomik temellere sahip olması gerekmektedir. Para kurulu piyasada güvenilir bir ortam oluşturmasıyla, döviz kuru istikrarını ve finansal derinliği arttırmaktadır. Uzun vadede güvenilir fakat esnek değildir. Reel şoklar kaşısında etkin değildir. En önemli para kurulu uygulamaları ise Hong Kong (1983), Arjantin (1991), Estonya (1992), Litvanya (1994), Bulgaristan (1997) ve Bosna (1998) da uygulamaya konulmuştur.

Para kurulunun sağladığı avantajlar:

Parasal ve Mali Disiplin: Para kurulunda rezerv para birimi, uluslararası yasal karşılık sistemine göre belirlenmekte olup, genellikle Euro, Dolar, Pound para birimleri

kullanılmaktadır. Döviz kurunun sabitlenmesi sadece politik açıdan değil yasalarlada sağlanmaktadır. Merkez bankası tarafında çıkartılan sabit döviz kuru politikasında döviz kuru hükümet tarafından belirlenmekte ve istenildiğinde müdahele edilmektedir. Para kurulunda ise döviz kuru yasal düzenlemeler ile belirlenmektedir. Parasal disiplin açısından para kurulu sisteminde para arzı otomatik olarak oluşturulmakta ve devlet para piyasasına müdahelelerde bulunmamaktadır. Ülkelerde görülen yüksek ve hiper enflasyon bütçe açıklarına neden olmaktadır. Bütçe açıklarını merkez bankasının para yaratarak finanse etmesi yasaktır, finanse etmesi durumunda ortaya çıkacak maliyet enflasyonun kontrolden çıkmasıdır. Bütçe açıklarını finanse etmede kullanılacak en önemli araç geriye borçlanmadır. Hükümetin iç veya dış piyasada borçlanma kapasitesi kadar bütçe açığı verilmesi gerekmektedir. Para kurulunda sağlanan disiplin senyoraj gelirini ortadan kaldırarak hükümeti bütçe sınırlarında kalmaya zorlayarak mali disiplini sağlamaktadır. Mali disiplin ile Merkez Bankasının kaynaklarının kamu kurumlarına ve hükümete kullandırılması sıkı bir şekilde sınırlandırılmaktadır.

Otomatik Dış Ödemeler Mekanizması: Para kurulunda dış ödemeler dengesinde otomatik denkleşme mekanizması uygulanmaktadır. Eğer ülke parası döviz piyasasında değer kazanırken bilanço açık verirse ülke parası değer kaybetmektedir. Dış açık veren ülkede döviz talebi arttığı için döviz rezervlerinde ve arzında azalma meydana gelmektedir. Para arzındaki azalış harcamalarda azalmaya neden olmaktadır. Para arzındaki azalış, yurtiçi faiz oranlarında yükselmeye neden olacak ve ülkeye kısa vadeli sermaye girişini arttıracaktır. Ayrıca yükselen faiz oranları yurtiçi piyasada talebin azalmasına da neden olacaktır. Bu nedenle ihracat artarken ithalat azalacak, faiz oranlarının yükselmesi ile oluşan kısa vadeli sermaye girişi ve akabinde azalan ihracat ile ödemeler dengesi açığı kendiliğinden otomatik olarak kapanmış olacaktır.

Ulusal Paraya Olan Güven: Para kurulunda, para biriminin yabancı para rezervleri ile karşılanması ve paranın konvertibil olması ulusal paraya olan güveni arttırmaktadır. Enflasyonun düşük olması, düşüklüğünün parasal istikrar güveni sağlamış olması ulusal paranın yabancı para mal ve hizmetleri alması tam konvertibil olmasını sağlamaktadır. Yerel parada sağlanan güven ülke faizlerinin, ülkenin risk priminin düşmesini sağlayacak ve devalüasyon riskini minimize edecek dış ticareti ve yatırımları

özendirerek büyümeyi arttıracaktır. Para kurulu ülke parasının istikarını korumasını ve güven ortamının artmasını sağlayacaktır.

Şeffalık Etkisi; Para kurulu sisteminde para tabanı döviz rezervlerine bağlıdır. Para kurulunun asıl işlevi rezerv para cinsinden menkul kıymetleri depolama özelliğidir. Bu açıdan şeffaf bir yapıya sahiptir ve politik açıdan siyasi baskılardan uzaktır.

Para kurulunun sağladığı dezavantajlar:

Senyoraj Gelirinde Azalma: Merkez bankası kâğıt para basarak para taleplerini karşılamaktadır. Bunun maliyeti nominal paranın maliyetinden düşük olacağı için aradaki fark senyoraj geliri olarak muhasebeleştirilmektedir. Para kurulu sistemine geçiş ile rezerv ülke parası kullanıldığından dolayı senyoraj gelirlerinde azalma meydana gelmektedir. Para kurulun senyoraj gelirinin azalma etkisine karşı elinde tuttuğu rezervler için gelir elde etmesi mümkündür. Rezervleri, faiz getirisi olan kıymetlere (yurtiçi yurtfışı tahvil) yatırması hükümetin senyoraj kaybını minimize etmeye çalışmaktadır.

Ulusal Para Biriminin Aşırı Değerlenmesi: Para kurulu sisteminde yüksek enflasyonla mücadele eden bir ülkenin düşük enflasyonlu ülke rezerv parasına sabitlenmesi ulusal para değerini arttırmakta ve para biriminde uyumsuzluklara neden olmaktadır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi rekabeti olumsuz etkileyecek ve ödemeler dengesinde açıklara neden olacaktır.

Para Politikasının Esnek Olmaması: Para kurulu sisteminin bağımsız olmaması kısa vadeli şoklar karşısında etkin bir para politikasının uygulanmasını engellemekte ve şokların maliyetini arttırmaktadır. Şoklara müdahele olarak bütçe politikaları uygulanmakta ve uzun dönemli verim alınmaktadır. İhracat gelirlerinde meydana gelen artış, döviz girişleri ve para arzında artışa, faiz oranlarında düşüşe yol açarak ekonominin zirveye çıkmasını sağlayacak ve finansal sistemde kalıcı etkiler yaratacaktır.

Son Durak Borç Merciinin Olmaması: Para kurulu sistemi ile Merkez Bankasının son mercii olma kuralına son verilmektedir. Son merciinin olmaması herhangi bir likitide sıkışıklığı durumunda bankaları zor duruma sokmakta ve finansal krizlere yol açmaktadır.

1.3.1.3 Para Birliği

Sabit döviz kuru rejimlerinden bir diğeri olan 'Parasal Birlik' (Currency Union)'de ülkeler bir merkez bankası tarafından basılan ortak bir para birimini kullanmaktadırlar. Para birliğine adımlar, Robert Mundell tarafından (1961), McKinnon (1963) ve Kenen (1969) tarafından geliştirilen 'optimal para alanları' adlı makale ile atılmıştır. Optimal para sahası, ülkelerin bireysel kur politikalarından vazgeçerek, ortak bir para kullanımından fayda elde etme durumunu ifade etmektedir (Utkulu, 2005, s.2). Optimal para sahasına katılmak isteyen ülkelerin belli şartlara sahip olması gerekmektedir:

- Parasal alanda yer alacak ülkelerin ekonomik yapıları birbirlerine yakın olmalıdır.
- Üye ülkeler arasında dış ticaret ticari ilişkileri yoğun olmalıdır.
- Üye ülkelerin ortak para ve maliye politikalarına sahip, yapısal reformları gerçekleştirmede iş birliği içinde olmalı ve makroekonomik şoklara karşı etkin olmalıdırlar.

Tek bir para biriminin uygulanmasına günümüzde en önemli örnek, Avrupa Para Birliği'dir. Optimal para alanı ile üye ülkelerin AB ve APB'ye katılarak para birimlerini Euro olarak belirlemeleri gerekmektedir. Parasal birlik uygulaması ekonomik ve yapısal değişiklikler sağlayacaktır.

Parasal birliğin sağladığı avantajlar:

Kur Riski: Döviz kuru riskinde oluşan dalgalanmalar dış ticarette belirsizlikler yaratmaktadır. Üye ülkelerin ulusal para birimlerinin kullanılmamasıyla birlikte tek bir para birimini kullanmaları dış ticarette kur riski durumlarını ortadan kaldırır. Kur riskinin ortadan kalkması işlem maliyetlerinde düşüşü ve dış ticaret piyasasında gelişimi sağlayacaktır. Ayrıca, maliyetlerdeki düşüş ile para piyasası etkinliğindeki artış finansal

piyasalarda bütünleşmeyi sağlayacaktır. Kurlar sabitleneceği için kurlarla alakalı belirsizlik giderilmiş olmaktadır. Sermayenin serbest dolaşımda olması fiyatlarda şeffaflığı sağlamaktadır. Frankel ve Rose (2000) tarafından yapılan bir diğer çalışmada da aynı para birimini kullanan ülkeler arasında ticaret farklı iki parayı kullanan ülkeler arasındaki ticaretten üç kat daha fazla olmaktadır. Söz konusu çalışmada parasal birliğin ticareti arttırıcı yönde bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Aynı zamanda, incelenen dönemde ticaretin GSYİH içerisindeki payında yüzde 1'lik bir artışın, kişi başına gelirde yüzde 0, 33'lük bir artışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İşlem Maliyeti: Parasal birlik ile ulusal paraların birbirlerine dönüştürülmesi için ödenen komisyon, vergi gibi maliyeti arttırıcı unsurlar ortadan kalkmaktadır. Seyahat edenler ve dış ticaret işlemleri yapanlar kendi ulusal paralarını, parasal birlik ülkesi para birimine çevirmek için hiçbir maliyet ödememektedirler. Ülkeler arasında yapılan yüksek düzeyde ticaret işlemleri maliyetten dolayı kazançta olmalarını sağlayacaktır.

Yabancı Ülke Para Politikasının Benimsenmemesi: Parasal birliğe geçiş ile para politikasının tek elden yürütülmesi ülkelerin bağımsız bir para politikası izlemesini engellemektedir. Birliğe üye ülkelerde para politikası Avrupa Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir.

Fiyat İstikrarı: Ülkelerin ekonomik duyarlılıklarının farklı olması dolayısıyla uyguladıkları politikalarda farklı olmaktadır. Birliğe üye ülkelerin ekonomilerinin dışa açık olması, fiyat istikrarı ve enflasyon ilişkilerinin bağlılığı, para politikasının enflasyon ve işsizlik ile birlikte kullanılması enflasyonist baskıları arttıracaktır. Birlik içindeki ülkelerin bağımsız bir para politikası uygulayamaması kısa dönemli amaçlara yönelik para politikası uygulanması yerine sürdürülebilir bir fiyat düzeyi yaratarak uzun dönemli amaçlara yönelik para politikasını benimsemekte ve ani şoklar karşısında risklerini minimize etmelerini sağlamaktadır.

Parasal birliğin sağladığı dezavantajlar:

Bağımsız Para Politikasının Uygulanmaması: Bağımsız para politikası uygulanmasında ki amaç konjoktürel dalgalanmaları azaltmaktır. Fakat tek bir para birimini benimsemiş birliğe üye ülkelerin bağımsız para politikası uygulaması imkânsızdır. Bu durum ani şokları ve enflasyon oranını idare etmeyi zorlaştırmaktadır.

Devalüasyonların Engellenmesi: Üye ülkelerin birliğe katılması, rekabetçi devalüasyonlara girmesini engellemektedir. Hiçbir üye ülke para biriminin değerinin azalmasını istemez. Makroekonomik başarı sağlama ve geliştirme yönünde devalüasyon tercih sebebidir. Rekabetçi devalüasyon ülkelerin dış ticaret işlemlerinde olumlu etki yaratırken birliğe katılmaları olumlu yönde etkilenmekten yoksun bırakmaktadır.

Özetle, para birliği dolarizasyon gibi yabancı ülke para politikasını benimsememektedir. Tüm üye ülkeler para politikasında oy hakkına sahiptirler. Para birliği ile ülkeler yurtiçi faiz oranlarını üye ülkelerin yurtiçi faiz oranlarına indirgeyerek faiz giderlerinden ödün verebilirler. Dolarizasyon rejimindeki gibi ülkeler emisyon rejimlerinden mahrum kalmamakta, emisyon rejimleri üye ülkeler bazında paylaşılmaktadır.

Para birliği mikro ekonomik açıdan değerlendirildiğinde, piyasa bölünmelerini ortadan kaldırıp rekabeti arttırmış ve ekonomik etkinliği arttırmıştır. Makroekonomik açıdan ise döviz kuru değişimleri, ani parasal şokları ortadan kaldırarak ekonomik istikrarı sağlamış ve büyümeye olumlu katkıda bulunmuştur. Merkez bankasının elinde daha az rezerv tutması fiyat istikrarını arttırmış ayrıca ülkelerin ortak bir para birimini kullanması ve nominal döviz kuru riskinin minimize edilmesi dış ticaret hacimlerinin artmasını sağlamıştır.

1.3.2 Ara Rejimler

Ara kur rejimlerinde ülkeler döviz kurlarında sabit kur rejimlerinde olduğu gibi katı bir yol izlememektedirler. Ülkeler para birimlerini yabancı para birimlerine bağlamakta, kuruda belirli bir değere uyarlamamaktadırlar. Ara kur rejimlerinin temel amacı kur belirsizliklerini azaltmaktır. Bu yüzden merkez bankası döviz kurunu belirli aralıkta

tutmak amacıyla belli aralıklarda müdahaleler yapmaktadır. Yapılan müdahaleler ile döviz kuru istikrarı sağlayıp, kaynak dağılımının etkin olması sağlanmaktadır.

Ara kur rejimleri ekonomik literatüre bakıldığında son yıllarda meydana gelen finansal krizlerin göstergesidir. Latin Amerika-Meksika Krizi (1995), Tayland-Endonezya-Güney Kore-Malezya (1997), Brezilya-Rusya (1998) ve Türkiye (2000) gibi ülkeler finansal krizlerle karşılaştığı zamanlarda ara rejim politikalarını uygulamaktaydılar. Bu politikalara göre, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde ara kur rejimlerini korumak zorlaşmakta, ülkenin ara kur rejimini terk ederek ya sabit kur rejimini ya da dalgalı kur rejimini tercih etmesi beklenmektedir. Ara kur rejimlerinde, döviz kurunu yönetebilmek için güçlü bir kur çapası belirlemek gerekir. Kur çapası merkez bankası tarafından ekonomik hedeflerle şekillendirilen bir para politikası unsurudur. Güçlü bir kur çapası, özellikle yüksek enflasyon, bütçe açıkları, kurumsal yetersizlik ve saygınlık eksikliğinin olduğu açık ekonomilerde etkindir (Ayhan, 2008, s.31).

Ara kur rejimlerinden çıkma, döviz rezervlerinin azaldığı, para biriminin baskı altında bulunduğu, büyümenin yavaşladığı, ihracatın azaldığı bir dönemi kapsamaktadır. Ara rejimler terkedilerek, kurlarda daha fazla esnekliğin olduğu rejimlerin seçilmesi ve dalgalı kur rejimlerine geçişte para ve maliye politikalarının güçlendirilmesi gerekmektedir.

1.3.2.1 Geleneksel Sabit Çapa

Geleneksel sabit çapa kur rejimleri, ulusal para biriminin tek para birimine veya döviz sepetine sabitlenmesidir. Döviz sepeti genellikle, ülkenin yoğun ticari ve finansal ilişkilerinin bulunduğu bir sepettir. Bu sistemde, döviz kuru bant aralığı merkezi parite etrafında en fazla +/- %1 ya da en az 3 aylık süre ile döviz kurunun en yüksek ve en düşük değerleri arasındaki farkın %2 olduğu kur rejimidir (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2001, s.64). Sepet içerisindeki para ağırlıkları ülkelerin sermayesine, ticaretine ve hizmet seviyelerine göre belirlenmektedir. Genellikle ECU (European Currency Unit- Avrupa Para Birimi) gibi standart para sepeti kullanılmaktadır. Para sepeti tek para birimine sabitlenmeye göre daha fazla esneklik sağlamaktadır. Ulusal

para tek para birimine sabitlenir ve yabancı para biriminde dalgalanmalar ortaya çıkarsa ticari dalgalanmalar oluşmaktadır. Fakat para sepetine sabitlenmede oluşan dalgalanmalar ekonomide kırılganlığın azalmasını sağlamaktadır.

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

1.3.2.2 Sürünen Parite

Sürünen Parite (Crawling Peg) sabit döviz kur rejiminde kurlara esneklik kazandıran bir yöntemdir. Sürünen parite sistemi, yabancı ülke parasının diğer yabancı paralar karşısındaki değerinin, önceden belirlenen sabit oran veya belirli sayısal göstergelerdeki (geçmiş enflasyon farkı gibi) değişikliklere göre, periyodik şekilde ve küçük miktarlarda yeniden ayarlandığı bir kur sistemidir (IMF, 2003, s.117). Kurdaki ayarlamalar sık aralıklarla (günlük, haftalık, aylık) yapılır. Sürünen pariteler sistemi özellikle döviz, sermaye ve para piyasalarının yeterince gelişmemiş olduğu gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaktadır. Yabancı para değerindeki ayarlamalar, ticaret ortakları ile geçmiş enflasyon farkı, ticaret ortaklarının enflasyon hedefi ile beklenen enflasyon gibi göstergelere göre yapılmaktadır. Asıl amaç, ülkedeki enflasyon ile ticaret ortağı ülkedeki enflasyon oranları arasındaki farkın bertaraf edilmesidir. Bu sistemde yapılan ayarlamalar ya sabit kur rejimine ya da dalgalı kur rejimine yaklaşmaktadır. Sürünen parite döviz kuru sistemi enflasyonist baskı altındaki ülkelerde ve ödemeler dengesi açığı veren ülkelerdeki değişimlere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Sürekli küçük miktarda yapılan kur ayarlamalarında amaç enflasyonu düşürmek devalüasyonu ortadan kaldırmaktır. Bu yüzden sürünen parite genel olarak enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde uygulanmaktadır. Temel yapısı, paritenin hükümet kararı veya otomatik olarak kısa aralıklarla ve düşük oranlarla ayarlanmasıdır. Paritede uygulanan kısa aralıklı ayarlamalar kısa süreli dalgalanmalar giderilmeye çalışılmaktadır.

Sürünen pariteler özellikle Brezilya ve Kolombiya gibi ülkeler tarafından uygulanmaktadır.

1.3.2.3 Hedef Bölge veya Aralık

Hedef Bölge veya Aralık (Target Zones and Bands) sisteminde, döviz kurlarının belirlenen merkezi parite etrafında belirlenen aralıklar içinde dalgalanmasına izin verilmiştir. Belirlenen alt ve üst limitlerde sapma meydana geldiğinde parasal otorite merkez bankası tarafından müdahaleler gecikmemektedir. Bu sistemde sabit bir kur değeri bulunmamakta, ortalama kur değeri esas alınmaktadır. Rejimin amacı, döviz kurunu bant aralığı içinde tutmaktır. Kur değeri bir aralık içerisinde serbestçe hareket etmekte ve daraldıkça sabit kur sistemine, genişledikçe dalgalı kur sistemine yaklaşmaktadır. Aralık içerisinde meydana gelen dalgalanmalar piyasadaki şok etkilerinden uzak kalmaktadır. Hedef bölge, dar aralık ve genişletilmiş aralık olmak üzere iki şekilde incelenmektedir. Dar aralık, döviz kurunun +/- %1 olarak belirlenen oran etrafında değişmesidir. Aralık çok dar belirlenirse ve makro politikalar sistem ile uyumsuz hale gelirse istikrarsızlık ve spekülasyon beraberinde gelmektedir. Belirlenen aralığın sürdürülebilir olması güvenilirliği arttırmaktadır. Genişletilmiş aralık ise, aralık içerisinde belirlenen spekülasyonların ve istikrarsızlıkların engellenmesini sağlamaktadır.

1.3.2.4 Yönetimli Dalgalanma

Yönetimli dalgalanma (Managed Float)'da belirli bir kur hedefi olmaksızın döviz kurunda istikrar sağlamak amacıyla döviz piyasası yakından takip edilerek müdahaleler gerçekleştirerek faiz oranları belirlenebilir. Önceden belirlenmiş kur politikası uygulanmamaktadır. Bu kur rejiminde para politikası doğrudan veya dolaylı olarak döviz kuruna müdahaleler yapmakta fakat bu müdahaleler önceden belirlenmiş çizgilere bağlı değildir. Döviz kurları arz ve talebe göre değişmekte ve ekonomik göstergelere müdahaleler artmaktadır. Bu durumda merkez bankasının hareket alanı genişlemektedir.

Para otoritelerinin döviz kurlarını etkilemekteki rolü, ulusal paranın değerini arz ve talepten ayırmak değil, kurlardaki değişimleri kontrol altına alabilmektir. Merkez bankası kuru hem serbest bırakmamakta hem de serbest bırakarak kontrollü olmaktadır. Yönetimli dalgalanmada merkezi otorite sistemi uygulanmaktadır. Merkezi otoritenin

asıl hedefi kısa dönemde döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmaktır. Kurdaki aşırı oynaklık istikrarsızlıklara neden olmakta ve piyasalarda düzensizlik yaratmaktadır. Kısa süreli dalgalanmaların giderilmesinde ülkelerin döviz rezervleri önemlidir. Ülke ekonomisi ne kadar çok döviz rezervine sahipse o derece istikrarlı olacak ve kolayca müdahale edebilecektir. Kur taahhüdünün olmaması ve para politikası denetiminin olması kur rejiminde para krizleri yaşanması olasılığını düşürmektedir. Kurallara bağlı olmadan yapılan müdahalelerle ekonomiye sağlanan faydalar bazen diğer ülkelerin bundan olumsuz etkilenmesi sonucunu oluşturuyorsa bu sistem 'kirli dalgalanma' olarak adlandırılmaktadır (Korkmaz, T., Çevik, E. İsmail., 2013, s.16).

Tablo 1-1 Dönemler İtibariyle Türkiye'nin Döviz Kuru Rejimi Uygulamaları

1923-1980	Geleneksel Sabit Kur
01.01.1980-30.04.1981	Sürünen Bant
01.05.1981-30.11.1999	Yönetilen Dalgalanma
01.12.1999-16.02.2001	Sürünen Çapa
19.02.2001-	Dalgalı Kur

Kaynak: Kasman ve Ayhan, 2006.

1.3.3 Dalgalı Kur Rejimi

Kur rejimi tercihi, ülkelerin kendine özgü kurallarına göre belirlenmekte ve dalgalı kur rejimi serbest olup ülke piyasası tarafından belirlenmektedir. Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte döviz kurlarında serbestleşmeler olmuştur. 1970'li yıllarda sabit döviz kur rejimi uygulanırken 1980'li yıllarda dalgalı kur rejimine geçişler başlamıştır. Ülkelerin makro iktisat politikaları, dış politikaları uygulama eğilimleri geçiş aşamasını hızlandırmıştır. Dalgalı kur sistemine geçiş ile birlikte para kazanma ihtimalleri artımış, 1990'lı yıllarda ise ülkeler dalgalı kur rejimini benimsemeye başlamışlardır.

Dalgalı kur rejimi, resmi bir müdahelenin olmadığı döviz piyasasında, döviz kurunun arz ve talep koşullarına göre belirlenmesidir. Merkez bankasının müdahelesi olmamakta ve rezerv para tutma gereksinimi ortadan kalkmaktadır. Günümüz piyasalarında çok fazla yer alamamasının temel sebebi, merkez bankası müdaheleleri olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler 1990'lı yıllarda yaşadıkları finansal krizler nedeniyle dalgalı

kur rejimini tercih etmişlerdir. Ülkelerde yaşanan finansal krizler, artan baskılar döviz kurunda dalgalanmalara ve piyasa hassasiyetine sebep olacaktır. Merkezi otoriteler bu durumda döviz kurunun sabit kalması konusunda baskıcı olacaktır. Kurda yapılacak değişiklikler yerli ve yabancı sermayenin yurtdışına çıkarak finansal kriz ortamına zemin hazırlamasını sağlar. Sabit döviz kuru rejimleri kriz ortamına en yakın kur rejimlerdir. Dalgalı kur rejimlerinde ise tam aksi söz konusudur. Dalgalı kur rejiminde, merkezi otoriteler, para arzını belirler, fiyatlar ve döviz kurunu piyasa denge düzeyine ulaşması için serbest bırakır. Bu sistemde para politikası daha etkin hale gelmektedir. Reel şoklar karşısında, kurdaki ayarlamalar aracılığı ile etkin olan bu sistem, döviz kuru belirsizlikleri nedeni ile ekonomi üzerinde olumsuz etkilerde bulunabilmektedir (Yanar, 2008, s.257).

Dalgalı döviz kuru sisteminin avantajları:

Dalgalı kur rejimi otomatik dengeleme mekanizmasıyla (Otomatik denkleşme mekanizması bir dış açık veya fazlanın ortaya çıkması durumunda kendiliğinden işlemeye başlamaktadır.) dış dengeyi koruduğundan ve dış dengede sorun kaygısı olmadığından, bağımsız para politikasının etkin olması ile iç dengeyi sağlamaktadır. Döviz arz ve talep fazlası, kur artış ve azalışları ile dengelenerek, piyasada oluşacak enflasyon, işsizlik sorunları engellenmektedir. Merkez bankasının müdahelesi söz konusu olmadığından dolayı para arzında oluşacak değişimlerle ilgilenme zorunluluğu ortadan kalkmaktadır. Yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarına bağlılığı düşük seviyelerde olup iç faiz oranlarını dış faiz oranlarına ayarlama gereksinimi bulunmamaktadır.

Dalgalı kur rejimini tercih eden ülkelerin iki temel özelliği, bağımsız para politikasını uygulamak ve döviz kuru istikrarını ortadan kaldırmaktır. Parasal yetki otoritesinin kur seviyesini korumak gibi sorumluluğunun olmaması nedeniyle para politikasında bağımsızlık sağlamaktadır. En önemli avantaj olan, para politikası bağımsızlığında güvenilirlik problemi ile karşılaşılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde parasal, mali ve finansal yönden etkin olmadığından ve para otoriteleri düşük güvenilirlikte olduğundan fiyat istikrarı sağlanamamaktadır.

Kur istikrarı hedef olmadığı için merkez bankası genişletici para politikasını yürütmektedir. Sermaye hareketliliği merkez bankası para arzını arttıracağından faiz oranları düşer. Yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarına göre düşük olması yurtdışı tahvil alımını arttırır ve sermaye çıkışlarına yol açar. Sermaye çıkışıyla yükselen döviz kuru ile yurt içinde üretilen malların fiyatlarının azalmasıyla net ihracat artar, harcamalarda ve hasılada artış olur.

Dalgalı kur rejimi dış ticaret şoklarına ve reel sektör şoklarına karşı dirençlidir. Ülke dış ticaret işlemlerinde şoklar ile karşı karşıya kalıyorsa dalgalı döviz kuru rejimi ile kurlarda ayarlamalar yapılarak şok etkileri azaltılmaktadır. Örneğin, ihracatta azalma olduğunda ülkeye ihracata dayalı giren döviz miktarında da azalma olacaktır. Döviz miktarındaki azalma kur üzerinde artış baskısı oluşturacaktır. Ülke parasında değer kaybı ihracat talebini arttıracak, aynı şekilde ithalat talebinin artmasıyla dövize olan ihtiyaçla kurlar artacak, ithal mal fiyatı pahalı olacak ve talepte düşüşler yaşanacaktır. Ülkelerin karşılaşacağı dış ticaret şoklarında döviz kurlarındaki esneklik ve para politikasının aktif çalışması oluşabilecek şokları azalttığından dolayı enflasyon, büyüme ve istihdam gibi ekonomiyi etkileyecek değişkenlerde ayarlamalar yapılmaz.

Sağlam finansal sektör ve kurumsal otorite ile yurtdışından kaynaklı enflasyon karşısında kurlar gerekli etkiyi göstererek dengeyi sağlar. Ekonomik şoklar karşısında genişletici para politikası uygulanarak döviz kurunun yükselmesi, iç piyasada yurtiçi mallara olan talebi arttırarak ekonominin dışsal şoklardan en az seviyede etkilenmesini sağlar.

Dalgalı kur rejimi istikrarı bozucu spekülatif hareketlere baskı yaparak şokların oluşmasını engellemektedir. Ayrıca dalgalı kur rejiminde döviz arz ve talebi dengede olduğundan dış denge sağlanarak, dış rezervlere olan ihtiyaç azalır ve maliyet düşer.

Dalgalı döviz kurunun sağlamış olduğu diğer avantajlar ise merkez bankasının senyoraj gelirlerine ve son kredi verme merci olarak görev yapmasına olanak sağlamasıdır. Bu sayede bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek finansal krizlerin önüne geçilebilir (Yanar, 2008, s.120).

Dalgalı döviz kuru sisteminin dezavantajları:

Dalgalı kurların getirdiği değişkenlik ve buna bağlı riskler, dalgalı kur ile ekonomideki risk algısını arttırmakta ve buna bağlı olarak risk primleri artış göstermekte, ticari ve finansal piyasalar etkilenmektedir.

Dalgalı kur rejimini uygulayan ülkelerde istikrar bozucu spekülatörler ortaya çıkmaktadır. Spekülatörler döviz kurunun düşeceği beklentisi ile 'satma', döviz kurunun yükseleceği beklentisi ile 'alma' işlemlerini uygulayarak döviz kurunda dalgalanmalara yol açmaktadır.

Döviz kurunda oluşacak bir birim değişiklik dış ticareti yapılan mallarında miktarlarında değişikliklere neden olmaktadır. Esnekliğin düşük olduğu dönemlerde büyük ölçüde kur değişimleri para biriminin değerini düşürerek ödemeler dengesini olumlu yönde etkilemektedir.

Dalgalı kur rejiminde genişletici para politikaları ile enflasyonist eğilimler ortaya çıkmaktadır. Sabit kuru koruma çabasının yol açtığı 'parasal disiplin' kaybolur ve para politikasında 'keyfi' uygulamalar söz konusu olabilir (Krugman ve Obstfeld, 2000, s. 573).

Dalgalı kurlar sabit kurlar kaşısında belirsiz ve risklidir. Ülke ekonomisinde dış ticaret, üretim ve yatırım gibi alanlarda karar alabilmede dalgalı kurlardan dolayı kur istikrarı düşünülemez. Kurlar piyasa şartları tarafından belirlense dahi, piyasalarda asimetrik enformasyon problemleri ve Balassa-Samuelson etkisi gibi nedenlerle kurlarda denge değerlerinden sapmalar, aşırı değerlenme ya da tersi sorunlar gündeme gelebilmektedir (Corden and Asea, 1964, s.3).

Dalgalı kurlardaki istikrarsızlık cari işlemlerde olumsuz etkiler yaratmakta, dolarizasyonun yüksek olduğu, dış borçlanmanın arttığı ve bankacılık krizlerinin arttığı ülkelerde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. "Overshooting exchange ratcs "adı altında tanımlanan koşulda döviz kurlarındaki aşırı istikrarsızlık diğer değişkenlerde ki aşırı

istikrarsızlıklada bütünleşmekte ve daha büyük, geniş çaplı dengesizliklerin oluşmasında etkili olmaktadır (Visser ve Smits, 1995, s.16).

Döviz kurlarındaki artış imalat sektöründe ithal mal girdi fiyatlarını arttırmakta ve imalatı yapılan malların fiyatını arttırdığı için maliyet enflasyonuna neden olmaktadır. Fiyatların artması reel ücretin artmasında baskı oluşturur. Fakat döviz kuru işleyişinde tam tersi söz konusu olduğu için azalışın olduğu durumlarda mekanizma ters işlememektedir. Buna 'ratchet etkisi' adı verilmektedir. Ratchet etkisi; Gelir artınca tüketimdeki artış, gelir azalınca tüketimdeki azalıştan daha fazladır. Toplum olarak artan gelire hemen uyum sağlanmakta fakat azalan gelire uyum sağlamak zor olmaktadır (Admati, DeMarzo, Hellwig ve Pfleiderer, 2013, s.42).

Döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar, fiyat belirsizlikleri nedeni ile riskin artmasına yol açmakta ve uluslararası ticareti olumsuz etkileyerek ithalatçıların kararlarını değiştirmektedir. Aynı zamanda kurdaki belirsizlik yatırımcıların alacağı kararlarda belirsizlik yaratıp yatırımları olumsuz etkilemektedir. Ayrıca ulusal varlık riskleri arttırarak ulusal varlık fiyatlarının dalgalanmasına sebep olmaktadır. Tüm bu durumlar finansal istikrarsızlıklara neden olmaktadır.

Dalgalı kur rejimleri 2 aşamada uygulanmaktadır. Yönetimli dalgalı kur rejimi ve bağımsız dalgalı kur rejimi uygulamalarıdır.

1.3.4 Döviz Kuru Rejimlerinin Yeni Sınıflandırması

Hangi döviz kuru rejiminin ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı ve dışsal şok etkilerinden minimum seviyede zarar görmesinin bilimsel olarak ortaya çıkarılması için yapılan ampirik çalışmaların önündeki en büyük engel 'sınıflandırma' konusu olmaktadır. Aynı rejimi uygulayan ülkeleri gruplayarak, istatistik verileri toplayan bilim adamları ekonometrik modeller kurarak, akabinde birbiriyle çelişen sonuçlara varmışlardır. Bu nedenle sınıflandırma konusu önemli hale gelmektedir. Son yıllarda döviz kuru rejimleri ile kriz ilişkileri arasındaki bağlantının artması ve sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri ile karşılaşan ekonomilerde izlenen kur rejimlerinin 'de jure' (ilan edilen) kur rejimi ile 'de facto' (fiilen uygulanan) kur rejimleri şeklinde

birbirinden farklılaştığı görülmektedir. Özellikle döviz kuru istikrarının bozulmasıyla dalgalı kur rejimini benimseyen ülkelerde serbest sermaye hareketleri tehdit unsuru haline gelmiştir. Parasının değeri düşük olan ülkelerde sermaye hareketlerinin hassaslığı, ya sermaye kontrollerin artmasını ya da merkez bankası rezervlerinin artmasına neden olmuştur. Ülkeler merkez bankası para politikasını oluştururken, diğer amaçların yannda kur değişimlerini de dikkate almaya başlamışlardır (Obstfeld ve Rogoff, 1995, s.5). Günümüzde döviz kuru rejimlerinin sınıflandırmasında iki temel sınıf bulunmaktadır. Bunlardan ilki Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2002) tarafından yapılan LYS sınıflandırması diğer ise IMF tarafından yapılan geleneksel sınıflandırmadır. LYS döviz kuru (de facto) döviz kuru hareketlerine göre şekillenen bir sınıflandırma iken, IMF döviz kuru (de jure) merkez bankasının kamuoyuna ilan ettiği döviz kuru rejiminin esas alınmasıdır (Ghosh vd., 1996, s.3). De facto ve de jure arasındaki farklılık yükselen piyasa ekonomilerde dalgalı kur rejiminin benimsenmesiyle daha da artmakta ve dalgalanma korkusu kaçınılmaz olmaktadır.

1.3.4.1 Fiili (De Facto) ve Resmi (De Jure) Rejim Ayrımı

Sınıflandırma önemli olan husus, ülkelerin IMF'ye resmi olarak (de jure) uygulandığını bildirdikleri döviz kuru rejimleri ile gerçekte uyguladıkları rejimler (de facto) arasında farklılık bulunmasıdır. Fiili ve resmi rejimler arasındaki farklılıklar, ülkelerin politikaları üzerinde etkili gözlemlerin yapılmasını zorlaştırmaktadır.

Türkiye'de 2005 yılına kadar örtülü enflasyon hedeflemesi rejimi seçilmiş, 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Bu durumda döviz kurunun hedef veya politika aracı olarak kullanılmadığı tespit edilmiştir. Merkez bankası rezerv artırımına giderek müdahalelerini devam ettirmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde merkez bankalarının karşılaştıkları sorunlardan birisidir döviz kur rejimleri. Döviz piyasasındaki hareketlenmeler enflasyon oranına ilişkin beklentilerin sürekli revize edilmesine neden olmakta ve hedeflenen enflasyona ulaşılmasını engellemektedir.

Son yıllarda ara rejimi uygularken döviz krizleri ile karşılaşan ülkelerden bazıları halen ara rejim uygulamaya devam etmişlerdir. Ara rejimlerin neden olacağı olumsuzluklar

nedeniyle dalgalı kur rejimi uyguladıkları ilan etmekte fakat fiilen ara rejim uygulamaya devam etmektedirler.

1.3.4.2 Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi

Yönetimli dalgalı kur rejimi, (Managed floating) kur rejiminde para otoritesinin dolaylı ve dolaysız müdaheleler ile kur hareketlerini etkilediği ve önceden belirlenmiş bir kur hedefinin olmadığı bir sistemdir. Para otoritesi, uzun dönemde kurun denge değerinde sapmalar meydana gelmediği sürece müdahele etmemektedir. Aslında amaç kısa süreli dalgalanmaları engellemektir. Bu süreçte döviz kurunu yönetmek için kullanılan araç para politikasıdır. Para politikasının döviz kurundaki hareketlere göre şekillenmesi, 'rüzgâra karşı eğilmek' (leaning against the wind) ve 'rüzgâr ile eğilmek' (leaning with the wind) olarak ifade edilmektedir. Rüzgâra karşı eğilmek, ulusal para birimi değer kaybederken (değer kazanırken) daraltıcı (genişletici) para politikasının benimsenmesidir. Rüzgâr ile eğilmek, ulusal para birimi değer kaybederken (değer kazanırken) genişletici (daraltıcı) para politikasının uygulanmasıdır. Amaç döviz kurundaki hareketi tersine çevirmektir (Ayhan,2008, s.67). Yönetimli dalgalanma hem sabit kur sisteminin hem de bağımsız dalgalanan kur sisteminin karması niteliğindedir. Döviz kurunun sabit olması, kura istikrar kazandırılmasını sağlayarak yatırımları arttırmakta, ticari olumsuzlukları engellemekte iken bağımsız dalgalanma ise dış dengenin sağlanmasına yardımcı olarak her iki sistemden yararlanmayı sağlamaktadır. Yönetimli dalgalanma genellikle yükselen piyasa ekonomilerinde uygulanan bir rejimdir. Aralık 2006 tarihi itibariyle bu kur sistemi Endonezya, Tayland, Singapur ve Rusya Federasyonu gibi ülkelerinde içinde yer aldığı toplam 42 ülkede uygulama alanı bulmuştur (IMF,2003, s.119).

Yönetimli dalgalanmanın sağladığı avantajlar:

Kur Belirsizliğinin Azalması: Para otoritesinin kur üzerinde müdahelelerde kontrolü elinden bırakmayarak, risk ve belirsizlikleri azaltarak piyasayı olumlu yönde etkilemektedir.

Şoklara Karşı Esneklik: Reel sökter tarafından oluşan şoklara ve dışsal şoklara karşı dirençli olmaktadır. Dirençli olması kur taahhüdünün olmamasına ve kur aralığında esnek dalgalanmasına dayandırılmaktadır. Örneğin, reel şoklar karşısında bariyer niteliği göstermekte ve şokların üretim, istihdam ve fiyatlar üzerindeki etkilerini azaltmaktadır. Dışsal şoklarda ise ihracat talebinin zayıflaması ülke parasına değer kaybettirerek yabancı paralar karşısındaki değerini azaltmakta ve fiyat, üretim, ücret gibi değişkenlerdeki değişimleri engellemektedir.

Rekabet Gücü Üstünlüğü: Para otoritesi kurda ayarlamalar yaparak ulusal paranın aşırı değerlenmesini engellemekte ve enflasyonu kontrol altına almaktadır.

Yönetimli dalgalanmanın sağladığı dezavantajlar:

Kur Müdahelesinde Belirsizlik: Para politikası dolaylı ve dolaysız müdaheleler ile kur hareketlerini etkilemekte olup müdahelelerin ne şekilde ne miktarda yapılacağı konusunda belirsizlikler vardır. Belirsizliğin olduğu süreçte para otoritesinin merkezinde bulunan merkez bankasının şeffaf olmaması söz konusudur. Bu durum güvenilirliği olumsuz etkilemektedir.

Döviz Rezervi Gereksinimi: Değişken kur sisteminde merkez bankasının döviz piyasasına müdaheleleri uzun dönemde denge değerinde bir sapma meydana geldiğinde yapılmaktadır. Yapılacak müdaheleler için yüksek düzeyde döviz rezervlerine gereksinim vardır.

1.3.4.3 Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi

Dalgalanma korkusu (fear of floating) para otoritesinin döviz piyasasına yapılan müdahelelerde kur aralığını belirlemek yerine döviz kuru düzeyini etkileyerek kurdaki dalgalanmaları engellemektedir. Döviz kurunun değeri piyasa yapıcılar tarafından belirlenmekte ve para otoritesinin kur hedefi bulunmamaktadır. Para otoritesi döviz piyasasına müdahele etmez. Bu nedenle para politikası kur politikasından bağımsızdır.

Bağımsız dalgalanmanın sağladığı avantajlar:

Para Politikasında Bağımsızlık: Para otoritesinin belirlenmiş bir kur düzeyini sürdürme taahhüdü olmadığından dolayı para politikası bağımsızdır. Para politikası bağımsızlığı iç denge ayarlamalarında aktif olup dış denge kur ayarlamalarına göre kendiliğinden şekillenmektedir.

Ulusal Paranın Gerçek Değerini Yansıtmaması: Döviz kuru piyasa arz ve talebine göre oluştuğundan ulusal para gerçek değerini yansıtmaz. Zaman içerisinde ulusal paranın değeri denge değerine gelecektir.

Döviz Rezervi İhtiyacının Azalması: Döviz kuru piyasa arz ve talebine göre belirlendiğinden dolayı merkez bankasının rezerv tutma ihtiyacı azalmaktadır.

Otomatik Dış Ödemeler Bilançosu Dengesi: Ülkelerin dış ödemeler bilançosundaki denge veya dengesizlik, o ülkenin uluslararası ödeme gücündeki iyileşmeyi (dış ticaret fazlası) ya da bozulmaları (dış ticaret açığı) yansıtmaktadır. Bağımsız dalgalı kur rejiminde dış açık ve dış fazlanın kurlara yansıması ile dış denge otomatik olarak ayarlanmaktadır. Dış ticaret fazlası veren ülkelerin ulusal para birimi değer kazanırken dış ticaret açığı verenlerde para birimi değer kaybetmektedir. Örneğin, dış ticaret açığında kurlar yükselirken ülkenin rekabet gücü artar. Rekabet gücü artışı ithalatı pahalı hale getirerek ihracatı yükseltir ve dış dengeyi otomatik ayarlar.

Bağımsız dalgalanmanın sağladığı dezavantajlar:

Enflasyonist Baskı: Rezerv ihtiyacı olmayan para otoritesi, bağımsız para politikası yürüterek para arzının kontrolsüz artmasına neden olmaktadır. Para arzındaki artış enflasyon artışına sebep olur. Enflasyonu baskılayan faktörlerden başlıcaları kur değişimleri ve kur değişimlerinden kaynaklanan üretici ve tüketici fiyat endeksi yansılamalarıdır.

Ticarete ve Yatırımlara Olumsuz Etki: Kur ve fiyat değişmelerindeki belirsizlik ve risk, yatırımcıları ticaret ve yatırım yapma konusunda zorlaştırarak riski yükseltmektedir.

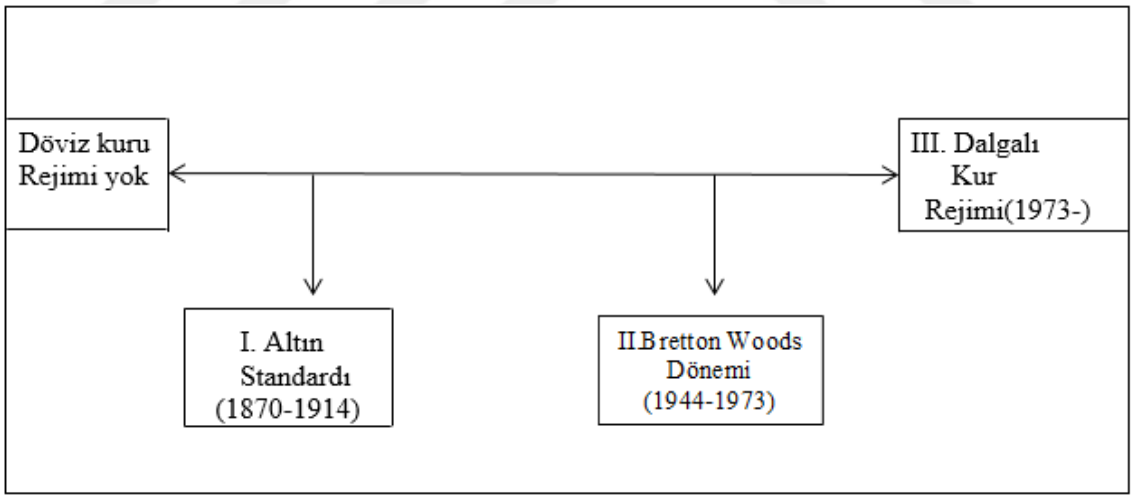
Nominal Çapa Eksikliği: Bağımsız dalgalı kur rejimi, sabit kur rejiminin belirlenmesinde etkili olan nominal çapa özelliğini kaybetmektedir. Dalgalı kur rejiminde belirleyici faktör enflasyon ve parasal hedeflemedir.

BÖLÜM 2

2 İMKÂNSIZ ÜÇLÜ KURAMINDA DÖVİZ KURU REJİMİ TERCİHİNE YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

2.1 Uluslararası Para Sistemleri ve Kur Rejimlerinin Gelişimi

Uluslararası para sistemi ülkeler arasındaki döviz kurlarını düzenleme rolüne sahiptir. Uluslararası para sistemi döviz kuru rejimlerinin sınıflandırmasına göre şekillenmektedir. 1870'lerde sabit kur rejimi ile başlayan altın standardı dönemi, İkinci



Şekil 2-1 Uluslararası Para Sistemleri ve Döviz Kuru Rejimleri

Kaynak: Ünsal,2005, s.497-502

Dünya Savaşı'ndan sonra ayarlanabilir sabit kur rejiminin etki gösterdiği Bretton Woods dönemine bırakmıştır. Ayrıca para sistemi ticari ilişkilerde ortaya çıkan güven, likitide sorunlarını çözmekte ve çok taraflı ödemeler sisteminin gelişmesine fayda sağlamaktadır. 1970'lerden sonra sermaye akımlarının ve küreselleşmenin başlaması ile sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine doğru geçiş olmuştur. Anlatılan para sistemi

gelişmiş ülkelerde bu şekilde uygulanmaktaydı. Gelişmekte olan ülkelerde ise döviz kuru rejimi tercihi daha zorlu olmaktadır. Bu tür ülkelerin finansal düzeyi yeterli olmadığı ve dışarıdan borçlandıkları için dalgalı kur rejimi riskli sonuçlar doğurmaktadır. Kısacası gelişmekte olan ülkelerin uluslararası para sitemine dâhil olup hangi kur rejimini uygulayacakları konusunda makroekonomik faktörler etkili olmaktadır.

2.1.1 Altın Standardı: 1870-1914

İktisatçılara göre tarihte ilk uygulanan uluslararası para sistemi altın standardıdır. Altın standardı altın standart para biriminin belirli ağırlıkta altın olarak kabul edildiği veya altın değerine denk tutulduğu para sistemidir. 1870'lerden Birinci Dünya Savaşı'na kadar sürdürülen altın standardı uluslararası para siteminin temelini oluşturmuştur. Altın standardı sisteminde kurlar otomatik mekanizma sayesinde istikrarlı olabilmekte ve bu marjlar içinde hareket etmektedir. Altın bu şekilde para karşısında bir değer ölçüsü olmakta ve ülkeler arasındaki ödemeler dengesizliklerini düzenlemektedir. Altın standardı döneminde altın dışında yabancı para rezervleri artmıştır. Birinci Dünya Savaşı sonrasında bazı ülkeler uluslararası değişimler için altın standardını korumuş ayrıca altın döviz standardı sistemi geliştirmişlerdir. Bu dönemin rezerv açısından en önemli getirisi altın olmakla birlikte bunun dışında yabancı para ve senet rezervlerinin kullanılmasıyla uluslararası rezerv seviyesi artmıştır. Altın standardı Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla çökmüştür. Savaş sırasında ülkelerden altın çıkışları olmuş ve ABD'ye altın girişleri artmıştır. Savaş öncesinde ülkeler arasındaki altın rezerv dağılımında dengesizlik yokken savaş sonrasında Avrupa ülkelerinde altın rezervleri azalmıştır. Buda ülkeler arasında önemli dengesizlikler oluşturmuştur. Ülkelerin içine düştükleri ödemeler bilançosu açıkları ve bu açıkları kapatmak için ellerindeki rezervleri kullanmayı tercih etmemeleri uluslararası para sisteminin işleyişini olumsuz etkilemiştir (Cömert,2016, s.119). İki savaş arası dönemde bir sistemin oluşturulamaması uluslararası para sisteminin gerekliliğini ortaya koymuş ve İkinci Dünya Savaşı sona ermeden Bretton Woods sistemine adımlar atılmıştır.

2.1.2 Bretton Woods Dönemi: 1944-1973

İkinci Dünya Savaşından sonra dünya ekonomisinde bir dönem refahlama süreci yaşandı. Bu dönem ekonomide 'altın çağ' olarak adlandırılmaktadır. Altın çağ döneminde dünya ticaret hacmi gelir artışlarına göre hızla artarak ülkelerin büyüme hızları ticaret kanalıyla birbirlerini etkilemiştir. Dünya ekonomisin işleyişi Keynesyen politikalar ile şekillendirilmekte ve uluslararası para sistemini belirleyen kurumlar tarafından yönetilmekteydi. Bu kurumlar arasında Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (DB) ve Gümrük ve Ticaret Vergileri Anlaşması (GATT) bulunmaktaydı. Hepsini içeren bu sistem Bretton Woods sistemidir. Bretton Woods sistemi 1944 yılında Amerika'nın New Hampshire eyaletinde düzenlenen (International Monetary and Financial Conference of the United and Associated Nations at Bretton Woods) kongresi ile kurulmuş ve amacı finansal piyasalarda belirsizliğin giderilmesi ve küresel piyasalarda güvenin sağlanması olarak belirlenmiştir. (Ayhan, 2008, s.64) Uluslararası finans sisteminin parasal ekonomiye uyarlanması temel çapalarından birisidir. Bretton Woods sistemide paranın değerini belirleyen unsur, ülkelerin belirlenen sabit döviz kurlarını değiştirmeyeyi kabul etmeleridir. Böylelikle döviz piyasasının etkileneceği spekülasyonlar, riskler ve belirsizlikler ortadan kaldırılmış olacaktır. Sabit döviz kurlarının olduğu bu dönemde en önemli şey, ülkelerin sermaye hesaplarını korumalarının sağlanması ve ülkeler arasındaki bağlantıların dış ticaret üzerinden sağlanmasıdır. Finansal piyasalardaki belirsizliklerin kaldırıldığı bu dönem hükümetlere istihdam artışını ve gelir dağılımını sağlayan Keyneysen talep politikalarını uygulayabilme olanağı sağlıyordu. Bretton Woods II. Dünya Savaşı sonrasında uluslararası para sisteminin oluşturulmasını, ABD himayesinde IMF (International Money Fund) ve Dünya Bankası'nın kurulmasını sağlamıştır. ABD İkinci Dünya Savaşı sonrası bütün dünyanın başlıca besin sağlayıcısı konumuna gelmiş, dolar Bretton Woods sistemiyle tek anahtar para olarak yükselmiş böylelikle dolaysız yatırımlarla sermayesi ve markaları dünyaya yayılmıştı. Bütün bu gelişmeler ABD'nin İkinci Dünya Savaşından sonra devasa bir güç haline gelmesine sebep olmuştu (Göngen, 2013, s.8). Küresel politikaların sürdürülmesinde Amerikan parası olan doların önemli bir konumu vardı. Uluslararası para sisteminde doların altın karşılığı sabit kabul eden ve diğer

ulusların paralarının değerini dolar üzerinden altına bağlayan bir sistemdir. Bu yüzden Bretton Woods sistemi sabit döviz kurları ve sermaye akımları ile bağlantılıdır. Uluslararası sermaye akımları çoğunlukla cari işlemlerden kaynaklanmakta idi. Bretton Woods sistemi ile uluslararası rezerv varlıkları tanımlanmaktadır. ABD diğer ülke merkez bankalarına ihtiyaç halinde rezerv olarak tutulan doları altına çevirebileceklerini belirtiyordu. Rezerv varlıklarından kasıt altın ve dövizdir. Doların altına çevrilebilir durumu olduğu için ayrı bir özelliği vardı. Çünkü uluslararası ticaret ve hizmet sektörüyle uğraşan firmalar için dolar, kolay altına çevrilebilir olduğu için tercih sebebi olmuştur. Ayrıca dolar ABD'nin ulusal parası olmasından dolayı ülkenin politikalarına göre şekilleniyor ve rezerv para olmasından dolayıda diğer ülkelerin politikalarından etkilenip şekilleniyordu.

Bretton Woods sistemi hataları arasında, ülkelerin cari açıklarına ülkeler bazında bakması ve uluslararası sermaye akımlarında yaşanan dengesizlikler mevcuttur. Bu durumda bazı ülkelerde yeterli rezerv seviyesinin bulunduğu bazılarında rezerv seviyesinin eksik kaldığı ileri sürülebilir. Rezerv fazlası olan ülkelerden rezervi az olan ülkelere bir kaydırma yapılmadığı için sistemde çökmeler başlar. Rezerv artışlarının asıl sebebi döviz miktarının artmasıdır. 1950 ve 1960'lı yıllarda dolar kıtlığının olduğu yıllardır. Altın stoğunun dolar borçlarının altına düşmesiyle dolara ve altına olan güvensizlik azalıyordu. Dolar kıtlığı olmasına rağmen ödemeler dengesinde küçük sorunlar olduğunda altın gerekli görevini yapıyor ve sistem işlemeye devam ediyordu. Rezerv üzerinde olan baskılar sistemin bozulmasına ve ödemeler bilançosu açıklarında istikrar bozucu spekülasyonların görülmesine sebep olmuştur (Kuruç, 2016, s.14).

Bretton Woods Sistemi'nin temel probleminin açıklanmasında Triffin İkilemi (Triffin Dilemma) önemli rol oynamaktadır. Belçikalı iktisatçı Robert Triffin'e göre ABD'nin sahip olduğu ödemeler dengesi açıklarını kapatmaya çalışması, dünyada likidite sıkışıklığına ve dünya ekonomisinde deflasyonist baskılara yol açmaktadır. Şayet ABD bu açığı kapatamazsa, sistemin öngörmüş olduğu doların altına çevrilebilmesi taahhüdünü yerine getiremez ve bir güven krizi ortaya çıkar (Mundell, 2003, s.8). Bu nedenle, sistemin uzun dönemde ayakta kalması imkânsızdır ve güven sorunu nedeniyle sistem çökecektir. Triffin, problemin çözülebilmesi için IMF'nin kendi para birimini

yaratarak, ülkelerin uluslararası rezervlerini dolar yerine bu para birimi cinsinden tutmasını önermiştir. Triffin'in önerisi, IMF'yi Dünya Merkez Bankası'na dönüştürerek; Keynes'in Bretton Woods anlaşması sırasında teklif ettiği, fakat kabul ettiremediği önerinin gerçekleşmesine imkân tanıyacaktır (Müslümov vd. 2003, s.7).

Bretton Woods sisteminin başlıca yıkılma sebeplerinde biri doların devalüasyon edilmesidir. 1971-1973 döneminden önce uluslararası para sisteminin öncelikli ülklerinden olan ABD, İngiltere, Batı Avrupa ve Japonya güçlü ekonomik yapıları ile ödemeler dengesi fazlası vermiştir. Dünya ticaretinde rekabetin artması ülkelerin birbirine bağımlılığını arttırmış ve bu bağımlılık bunalım sürecini tetiklemiştir. Piyasada bulunan dolarları karşılayacak altının olmaması ülkeleri ellerinde dolar tutmaktan vazgeçirmektedir. Sonuç olarak, 1971'de alınan Smithsonian Anlaşması Kararları ile dolar, diğer paralara göre ortalama (%9) oranında devalüe edildi (Ayhan, 2008, s.64)

Bretton Woods sisteminin yıkılma sebeplerinden bir diğeri likitide sorundur. Sabit kur rejimlerinde dış açıkları finanse edebilmek için uluslararası rezervlere gerek bulunmaktadır. Bu sistemde temel rezerv araçları altın ve dolar idi. Sanayileşme devri ve altın üretimin azalması uluslararası likitide ihtiyaçlarını giderek arttırmıştır. Likitide ihtityacı Amerikan Doları ile karşılanmaktadır. Ancak, doların dünya parası rolünü üstlenmesi sınırlı kalmaktadır. Çünkü dolar, bir dünya merkez bankasının yükümlülüğü olarak global para piyasasında meydana gelen likidite sıkışıklığını aşmak ve diğer bankalara likidite sağlamak amacıyla basılmamaktadır (Al,2011, s.2). Yıkılma sebeplerinden bir diğeride güvensizlik sorunudur. Bretton Woods sistemi spekülasyonları tetikleyen bir sistemdi. Çünkü hem döviz piyasasında hem de altın piyasasında aktif rol almaktaydı. Sistemin temelinde altının olması ve ABD'nin dış açıklar vermesi altın dolar konvertibilitesinin sürdürülmesinin sağlıklı olmayacağını belirtmektedir.

ABD ödemeler açığının devamı, yeni bir dolar devalüasyonu şayiası nedeniyle dolardan kaçış, Smithsonian Anlaşmasını kısa bir sürede baskı altında bırakarak, kurlarda kaçınılmaz dalgalanmalara yol açtı. Böylece, «de facto» ortaya çıkan ayarlanabilir kur sistemi (adjustable peg system), 1973 Martında, AET Bakanlarının dolara karşı ortak bir

kur dalgalanmasını (joint floating arrangement) kabul etmelerine kadar sürdü ve Mart 1973 Bretton Woods Sisteminin fiilen sonu oldu (Türkcan, 1979, s.10).

2.1.3 Bretton Woods Sonrası Dönem: 1973-

Bretton Woods sisteminin çöküşü, savaş sonrasında devam eden Keyneysen talep politikalarının da yok olmasına sebep olmuş ve neoliberal politikalara geçişler başlamıştır. Neoliberal politika ile uluslararası ülkelerin sermaye hareketlerini birbirlerine duyarlı hale getiren bu gelişme iktisatta 'imkânsız üçlü' (impossible trinity) kavramının oluşmasına katkı sağlamıştır. Bu görüşe göre aynı anda hem sermaye hareketleri hem sabit döviz kuru ve bağımsız para politikasının uygulanması mümkün değildir. Bu sistemin temel amacı, ulusal para değerlerinin piyasa döviz arz ve talebine göre belirlenmesi, döviz kurlarına bu sebeple müdahelelerin gerekmemesidir. 1980 sonrası dönemde ülkeler ya finansal serbestleşmeyi benimsemiş ya da sermaye hareketlerinde bulunan engeller kaldırılmıştır. Bu ülkeler döviz kuru rejiminde ya sabit kur rejimi politikası ya da dalgalı bağımsız kur rejimi politikası arasında kaldıklarından kutuplaşmalar gerçekleşmektedir. Ayrıca bu ülkelerde yaşanan yüksek enflasyon ile politika belirleme imkânsız hale gelmiştir (Yanar, 2008, s.85). Finansal piyasaların yetersizliği, piyasadaki eksiklikler enflasyon hedeflemesini güvenilir gerçekleştirememiş ve dalgalı döviz kuru tehlikeli boyutlar almıştır.

Bu gelişmelerle 1971'te başlayan süreç 1973'te sona ermiştir. Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla, sanayilemiş ülke paraları serbestleşmiştir. Sermayenin serbestleşmesi, finansal hareketliliğin artması kur riskini ortaya çıkarmıştır. Bu tür belirsizlikler dünya ekonomisinde dengesizliklerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Dünya döviz piyasaları 1973 başlarında spekülatif ataklar ve kısa vadeli sermaye akımlarının yoğunlaşması ile yeni bir uluslararası sistemin oluşmasına zemin hazırlamıştır. Bu sistemde uluslararası enflasyonun indirgenmesi, işsizliğin azaltılması, üretimin arttırılması, serbets dış ticaret ilişkilerinin arttırılması gibi temeller atılmıştır. Bretton Woods sisteminin çöküşü ile ülkeler arasında paranın değerini belirleyen döviz kuru sistemleri değişim göstererek ülkelerin bulunduğu konuma göre belirlenmiştir. Ülkeler farklı döviz kularını uygulamaya başlamışlardır. Döviz kurları uygulamasında şunlar ortaya çıkmaktadır.

- Bağımsız dalgalanma
- Tek bir para birimi
- Para sepetine bağlanma (SDR dâhil)
- Ortak dalgalanma

Bretton Woods sisteminden dalgalı kur sistemine geçişte 2 aşama bulunmaktadır. Bu aşamalardan ilki 1976 yılında imzalanan 'Jamaika Antlaşmasıdır'. Antlaşmanın içeriğine göre, IMF üyesi ülkeler dalgalı kur sistemini benimseyecek ve merkez bankaları piyasaya müdahele edebileceklerdir. Altın değişim standardı terk edildiğinden dolayı altın stoklarının bir kısmı ülkelere iade edilecek bir kısmıda satılarak geliri kullanılacaktır. Triffin'nin haklı çıkmasının ardından ABD'de çıkan sermaye akışları yabancı rezervlerin genişlemesine neden olmuştur. ABD merkez bankası sermaye çıkışlarının önünü kesmek için özel vergiler koymaya başlamıştır. Genel fiyat düzeyinin yükselmesi, mali genişleme ABD ödemeler dengesinin fazlasının azalmasına neden olmuştur. Artan yüksek faiz oranları ile ABD merkez bankası genişletici maliye politikaları izlemeye başlamıştır. Bu şekilde uluslararası para sisteminde IMF'nin görevleri genişletilmiştir (Önder, 2007, s.8). IMF, Triffin'in önerdiği Özel Çekme Haklarını (Special Drawing Rights-SDR) çıkardı. Artık altının olmadığı ve yeni bir rezerv aracı olan SDR'nin temelleri atılmıştır. Uluslararası likitideyi arttırmak için IMF tarafından çıkarılan özel uluslararası rezerv aracıdır. Bir hükümetin diğer ülkenin merkez bankasından, onun ulusal parasını çekmesine hak tanımaktadır. Uluslararası para birimi olan SDR'nin değeri Bretton Woods döneminde altınla ifade edilmekteydi. Bretton Woods sisteminin çöküşü ve dalgalı kur rejimine geçişle SDR değeri 'para sepeti' ne göre belirlenmeye başlamıştır. Para sepetini oluşturan ülke para birimleri Amerikan Doları, Alman Markı, Fransız Frangı, Japon Yeni ve İngiliz Sterliniydi. Avrupa Birliği'ne geçişle Alman Markı ve Fransız Frangı yerini Euro almıştır. Sepet günümüzde 4 para biriminden oluşmaktadır. Yeni uluslararası sistemde üye ülkeler döviz kurlarını seçmekte bağımsız davranmaktadırlar. Üyeler fon sistemini benimsemiş olsalar dahi kur düzenlemelerinde diledikleri vakit değişiklik yapabilmektedirler.

Bretton Woods sisteminin çöküşünün nedenlerinden bir diğeri uluslararası ülkelerin altın değişim mekanizmasında ABD'nin enflasyonu ithal etmesidir. Ancak sistemin

çöküşü ile dalgalı kur rejimi geçilmiş ve ülkelerin enflasyon ithal etmesi ortadan kalkmıştır.

1980'li yıllardan başlayarak Amerikan ekonomisinde ödemeler ve bütçe açığı giderek artmaya başlamış ve dolar aşırı değerlenmiştir. ABD'nin içinde bulunduğu dış ticaret sorununu çözmek için 95 yılında G-5 ülkeleri (Fransa, Japonya, Almanya, Büyük Britanya ve ABD) arasında Plaza Anlaşması imzalanmıştır. Anlaşma ile döviz piyasalarına müdahele edilerek döviz devalüe edilmiştir. Doların devalüe edilmesinden sonra dolarda düşüş başlamış ve sanayileşmiş ülkelerde endişeler oluşmuştur. G-7 ülkeler zirvesinde bu konu üstünde durulmuş, 1987'de Bretton Woods sisteminden dalgalı kur rejimine geçişte ikinci aşamayı oluşturan Louvre Anlaşması imzalanmıştır. Bu anlaşma ile G-7 ülkeleri kendi makroekonomik politikalarını uygulayarak dalgalı kur rejimine geçişi sağlayacak ve döviz kurunda istikrarı sağlayacaklardır (Önder, 2007, s.5).

Bretton Woods sisteminin çöküşü sabit kur sisteminin terkedilerek dalgalı kur sistemine geçişi gerçekleştirmiş ve refah devletinin sonunu getirmiştir. Dalgalı kur rejimine geçiş 'kur savaşlarının' başlamasına sebep olmuştur. Kur savaşlarının başlaması ithalatın kısılarak ihracatın arttırılması ve ülke parası değerinin diğer ülke paralarının değerine göre düşük tutulmasından ibarettir. Ülkeler paralarının değerini düşük tutarak dünya pazarlarındaki yerlerini genişletmeye çalışmaktadırlar. Bu süreç kur savaşlarına neden olmuştur. Bretton Woods sisteminde de aynısı dış ticaret savaşları olarak nitelendirilmektedir. Cari açık vermek istemeyen ülkeler ihtalatını sınırlandırarak ihracatını arttıracak ve bu yolla dünya ticaret hacimlerini düşüreceklerdir. Bu süreç refah devlet anlayışının sonunun geldiğinin göstergesidir. Çünkü kapitalizmin hâkim olduğu ülkede temel kural dünya ticaretinin yoğun olduğu ülkede refah seviyeside o kadar yüksektir. ABD'deki parasal genişleme ile döviz ihtiyacı olan Türkiye döviz borçlanmaya başlamıştır. Kurların esnekliği borçlanmayı tetiklemiştir. Ayrıca petrol krizinin ortaya çıkmasıda bu duruma fazlaca etki etmiştir. Petrol krizi ile birlikte Türkiye ihracata dayalı sanayileşme politikası benimsemiştir. Dışarıdan temin etmektense içerinden almaya dayalı 'ithal ikameci' politikaların yerini döviz girişi sağlayan ihracata dayalı ekonomi modelleri benimsenmiştir. Bu şekilde döviz devalüe

edilerek yerli üretim malları yurtdışından ucuz getirilmiştir. Türkiye ekonomisi 73-74 ve 78-79 dönemlerinde yaşadığı petrol krizleri ve yanlış para ve maliye politikaları etkisiyle kriz dönemine girmiştir. Ülkeler 1970'li yılların ikinci yarısıdan itibaren reel yatırımlardan uzaklaşarak finansal yatırımlara kaymaya başlamışlardır. 1980'li yıllarda ülkeler dış borçlarını ödemede sorunlar yaşamış ve kamu açıkları artmıştır. Ekonomik dengede meydana gelen olumsuzluklar nedeniyle gelişmekte olan ülkeler, dış şokların etkisini azaltmak için yurtdışından borçlanmak yerine, dış kaynağın doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde gelmesini teşvik edici politikalar uygulamışlardır (İnandım, 2005, s.21). Ekonomilerinin dışa açılması ile gelişmekte olan ülkeler dış ticaret işlemlerini arttırmış ve sermaye hareketlerini serbestleştirmişlerdir. Sermaye hareketlerini uluslararası piyasalara açan ülkeler 1990'larda uluslararası portföy çeşitlenmesinde artış yaşamıştır. Sermaye hareketlerinin hız kazanmasında ve finansal piyasalarda entegrasyonun artmasında bilgi ve iletişim teknolojilerindeki yeniliklerde büyük rol oynamıştır. Finansal piyasalardaki küreselleşme sermaye hareketlerinin resmi kanallardan özel kanallara geçmesini sağlamıştır. Bu şekilde ülkeler resmi kanallardan borçlanmak yerine uluslararası kanallardan borçlanarak uluslararası piyasalarda genişlemişlerdir. Piyasalar küreselleşirken finansal kurumlarda küreselleşmektedir. Finansal kurumlardan çıkacak kararlar tüm ülkelerde kriz ortamı oluşturup diğer ülkeleride etkileyebilmektedir. Finansal küreselleşme kriz ortamlarının oluşmasını kolaylaştırmakta ve sistemik riskleri arttırmaktadır. Finansal küreselleşme ve dışa açılma durumları 1990'lı yıllardan itibaren meydana gelen krizlerin temel sebeplerindendir. Ekonomilerin dışa açılması piyasalardaki durumu belirlerken bir taraftan da riskleri ve belirsizlikleri arttırmaktadır. Finansal küreselleşmenin getirdiği krizlerin akabinde bankacılık krizleri de ortaya çıkmaktadır. Bretton Woods sonrası dönem, bankacılık krizlerinin dünya ekonomilerini sarstığı ve uluslararası finansal sistemin istikrarını küresel boyutta ciddi biçimde tehdit ettiği bir dönem olarak iktisat tarihinde yerini almaktadır.

2.2 Döviz Kuru Rejimi Tercihi ile İlgili Ekonomik Teoriler

Döviz kuru rejimi tercihine yönelik iktisadi teoriler, Mundell-Fleming modeli ile başlamaktadır. Bu yaklaşıma dayalı olarak İmkânsız Üçleme Hipotezi, İki Kutup

Görüşü Hipotezi, Dalgalanma Korkusu Hipotezi ve Optimal Para Alanı Yaklaşımı geliştirilmiştir.

2.2.1 Mundell-Fleming Modeli

Robert Mundell, farklı döviz kuru sistemlerinde para ve maliye politikası analizi ve optimum para alanları ile ilgili çalışmasıyla 1999 Nobel Ekonomi Ödülüne layık görülmüştür. Açık ekonomilerde hâkim olan para ve maliye politikalarının etkinliği ile ilgili fon oluşturmuştur. Mundell'in çalışması makroekonomi için temel hazırlamıştır. Mundell'in çalışmasında uluslararası sermaye hareketlerinin para ve maliye politikaları üzerinde etkilerinde durulmuştur. Mesela bir ülke parasını sabit tutuyorsa veya dalgalanmasına izin veriyorsa bu durum ne gibi etkenlere bağlıdır? Robert Mundell bu gibi soruların üzerinde durarak 1960'lı yıllarda makroekonomiyi tekrardan şekillendirmiştir. Modelin diğer kurucusu Fleming'te açık ekonomilerde istikrar politikaları üzerinde araştırma yapmıştır. Mundell-Fleming modelinde kur tercihi, sermaye hareketlerinin serbestlik düzeyine ve reel veya nominal şokların kaynağına bağlıdır. Model, tam sermaye hareketliliğinden hareketle döviz kurlarını açıklamaya çalışmaktadır.

Mundell'in (1961) çalışmalarına dayanan ve Mundell-Fleming'in geliştirdiği model ile literatürde yer edinen "imkânsız üçlü kavramı" Keyneysen iktisatçılar tarafından incelenen IS-LM modelini açık ekonomiye gore uyarlamıştır. IS-LM modeli ile döviz kuru tercihi ve sermaye hareketliliğinin para politikaları ve gelir seviyesinin dışa açık ekonomileri nasıl etkilediğine bakılmıştır. Birinci Dünya Savaşı'na kadar ekonomi kendisini klasik görüş altın standardı modeli ile yönetiyordu. Mundell Fleming modeli, klasik görüşün açıklayamadığı İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki ekonomik gelişmeleri açıklamaya yönelik Metzler (1942), Machlup (1943) ve Meade (1951) tarafından geliştirilen Keynesyen gelir harcama modelinin uzantısı niteliğindedir (Frankel ve Razin, 1987, s.1). Meade (1951), öncelikle para ve maliye politikalarının iç ve dış denge üzerindeki etkileri üzerinde odaklanmış, para ve maliye politikalarındaki farklılıkları ve sermaye hesabını ise ikinci plana atmıştır. Mundell Meade'nin savı üzerine klasik ekonominin temeli olan denge mekanizmasını tekrardan ortaya çıkarmıştır.

Makroekonomik dengenin, toplam arz ile toplam talebin eşitlendiği noktada veya toplam yatırımlar ile toplam tasarrufların eşitlendiği noktada gerçekleşeceği belirtilir. Fleming ise döviz kuru seçimlerinin para ve maliye politikalarına etkileri üzerinde durmuştur.

Fleming (1962) ve Mundell (1963) yaptığı iki önemli çalışmada, sabit ve dalgalı döviz kurlarının istikrar politikalarının sürdürülmesinde oldukça farklı uygulamalar içermesi gerektiğini göstermişlerdir (Boughton, 2002, s.3). Mundell-Fleming modeli Keynesyen modele paralel bir şekilde ekonomide maliye politikalarının kullanılmasını savunur ve para politikasının kısa dönemde etkili olmayacağını iddia eder.

Sabit döviz kuruna göre, genişletici para politikası kapsamında para arzının artması faizleri düşürür yatırımları artırır ve dolayısıyla gelir artar. Faiz oranlarının düşmesi ile yurtiçinden sermaye çıkışı olur ve ulusal para değer kaybeder. Sabit kur altında merkez bankası kur değerini korumak için, piyasaya döviz satar ve ulusal paranın değeri artar. Bu analize göre, para politikası sabit döviz kurunda etkin değildir. Devlet kamu harcamalarında artışa giderse faiz oranı artar, ülkeye sermaye girişi olur ve ulusal para değer kazanır. Merkez bankası kur değerini korumak için, piyasadan döviz alır. Bu analize gore de maliye politikası sabit döviz kurunda etkindir.

Dalgalı döviz kuruna göre, para politikası etkin, maliye politikası etkin değildir. Genişletici para politikası kapsamında faizler düşer, gelir artar ve dış açık oluşur. Dış açık döviz kurunu yükseltmeye başladığında ulusal para değer kaybeder. Yurtiçi üretim ucuzlarken ithalat pahalılaşır. Genişletici maliye politikası ile kamu harcamalarındaki artış faiz oranını arttırır ve ulusal para değer kazanır. Böylece ihracat azalırken ithalat artar. Serbest sermaye hareketlerinin etkin olduğu piyasada maliye politikası etkin değildir.

Mundell-Fleming modeli genel itibariyle döviz kuru rejimlerinin iktisat politikası araçlarına etkileri ve bu etkilerin sonuçları üzerine yoğunlaşmaktadır.

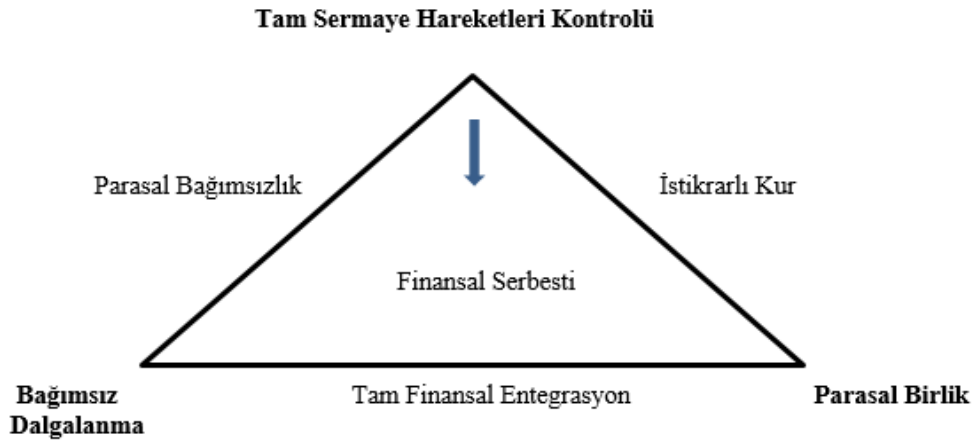
Tablo 2-1 Farklı Döviz Kuru Rekimleri Altında Para ve Maliye Politikası

Politika Tercihi	Sermaye Hareketleri Sınırlı	Sermaye Hareketleri Serbest (Ödemeler Ödemeler Dengesi LM eğrisinden daha dik)	Sermaye Hareketleri Serbest
Sabit Döviz Kuru			
Para Politikası	0	0	0
Maliye Politikası	0	Sermaye serbestisi doğrultusunda etki artar	Etkin
Dalgalı Döviz Kuru			
Para Politikası	0	Sermaye serbestisi doğrultusunda etki artar	Etkin
Maliye Politikası	Para talebinin ve Yatırımların faize Sermaye serbestisi duyarlılığına göre değişir.	Sermaye serbestisi ile birlikte etki azalır.	0

Model, genel olarak döviz kuru rejimlerinin iktisat politikalarını hangi yönde etkileyeceği üzerinde durmaktadır. Teori olarak ülkeler sabit ve dalgalı döviz kurunu uygulamada açık olmasalarda, gelişmiş ülkeler bu rejim hareketlerinde ya fiyat istikrarı için sabit döviz kurunu seçecek ve para politikası bağımsızlığından vazgeçecek ya da dalgalı döviz kurunu tercih edeceklerdir. Ülkelerin kur rejimi tercihi yaparken ülkenin ekonominin finansal büyüklüğü, istikrarı, dışa açıklığı ve gelişmişlik derecesi belirleyici öznel faktörlerdendir. Ülkeler eğer sık sık finansal kriz şokları ile karşı karşıya kalıyorsa dalgalı döviz kuru ve sermaye serbestliğini seçerlerse reel şokları kolay atlatacaklardır. Nominal şoklar karşısında ise sabit döviz kurları daha etkin olmaktadır. Bu durumda döviz kuru rejim tercihinde temel belirleyici unsur, ekonomide karşılaşılan şokların niteliği ve sermaye hareketliliğidir (Yanar, 2008, s.46). Mundell-Fleming modeli, döviz kuru rejimlerinde iki önemli gelişmenin önünü açmıştır. Bunlar imkânsız üçleme ve optimum para alanı teorisidir.

2.2.1.1 İmkânsız Üçleme (The Impossible Trinity)

İmkânsız üçleme hipotezine göre, açık bir ekonomide gelişmekte olan ülkeler iktisat politikası tercihlerinden üçünü aynı anda uygulayamamaktadır. İktisat politikası tercihleri sabit kur rejimi, bağımsız para politikaları ve serbest sermaye hareketleridir. İktisatçılar, temelde serbest sermaye hareketleri, bağımsız para politikası ve döviz kurlarının istikrarı amaçlarından en fazla iki tanesini uygulayabileceğini ifade etmektedir. Tercihlerin üçü belli avantajlar sağlamaktadır. Sermaye hareketleri serbestisi yabancı sermaye girişini arttırarak etkin kaynak dağılımı sağlamaktadır. Kur rejiminde istikrarlı kur politikasının izlenmesi yabancı yatırımcıları çekmektedir. Bağımsız para politikası belirlenen ekonomik hedeflere ulaşmada önemli bir uygulamadır.



Şekil 2-2 İmkânsız Üçleme

Kaynak: J. A. Frankel (1999), "No Sıngle Currency Regime Is Right For All Countries or at All Times", NBER Working Papers No 7338, http://www.nber.org/papers/w7338

Şekil 2.2 'de üç farklı iktisat politikası tercihi gösterilmiştir. Üçgenin alt kenarı sermaye serbestliği durumunu, diğer kenarlar ise döviz kuru istikrarı ve bağımsız para politikasını göstermektedir. Bu durumda ülkeler üç farklı politika izlemektedirler. Üçgenin köşelerinden birine yapılan tercih, köşeden bağımsız olan kenarda yer alan amaçtan vazgeçmek anlamına gelmektedir. Bağımsız dalgalanmanın seçimi, döviz kuru istikrarından vazgeçilmesi, parasal birliğin seçilmesi, parasal bağımsızlıktan vazgeçilmesi ve tam sermaye hareketleri kontrollerinin seçimi, tam finansal entegrasyondan vazgeçilmesi anlamlarına gelmektedir. Örneğin, günümüzde

küreselleşme süreci ile birlikte artan sermaye hareketliliği, ülkeleri tam finansal entegrasyon sürecine yönlendirmekte ve döviz kuru istikrarını hedeflemesiyle (dalgalı döviz kurundan vazgeçilmesi), parasal birliğin uygulayıcısı olmakta ve parasal bağımsızlık hedefinden vazgeçilmektedir.

Ülkelerin hangi politika tercihini seçecekleri politik ve ekonomik koşullara göre değişmektedir. Eğer ülkede döviz kuru istikrarı ön planda ise para politikası bağımsızlığından veya sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçmek gerekir. Fakat bir ülkede kriz ortamının oluşması muhtemel ve reel şoklara karşı dirençsiz ise serbest döviz kuru veya para politikası bağımısızlığı tercih edilir. Son zamanlarda artan sermaye hareketleri finansal serbestleşmenin yaygınlaşmasını arttırmış ve ülkeler finansal entegrasyonun artmasıyla üçgenin alt kenarını tercih etmek zorunda kalarak ya kur istikrarından ya da para politikası bağımsızlığından vazgeçmek zorunda kalmışlardır. Bu durumda ülkeler ya sabit döviz kurunu ya da dalgalı döviz kurunu tercih etmek durumundadırlar. Ara rejim uygulamaları imkânsızlaşmaktadır. Bu durum kutuplaşma hipotezi olarak adlandırılmaktadır. Gelişmiş ülkelere bakıldığında, bu teorik yaklaşımın doğru olduğu gözlemlenebilir. Ama gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, gizli veya açık ara rejimlerin halen devam ettiği görülebilir. Ayrıca ara rejimlerin yok olmadığına ilişkin teorik yaklaşımlar da mevcuttur (Yanar, 2008, s.167). Başka bir ifade ile politika yapıcılar açık bir ekonomi politikası içinde kur veya para çapalarından birisini tercih etmek zorundadır.

İmkânsız üçlü modelinden anlaşıldığı üzere, serbest sermaye hareketleri ve döviz kuru istikrarı hedef olarak seçildiğinde para politikası pasif rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu döviz kuruna dayalı istikrar programlarını uyguladıklarında ödemeler bilançosunda dengesizlikler oluşmakta ve buna dayalı döviz krizleri meydana gelmektedir. Kriz yaşayan ülkelerin çoğu sermaye kontrolünün bulunmadığı ülkelerdir. Sermaye kontrolünün olmadığı bir ekonomide ya para politikası bağımsızlığından ya da kur istikrarından vazgeçilmesi gerekmektedir. BW sonrası dönemde artık sabit döviz kuru maliyetli hale gelmeye başlamıştır. Sabit kur ile birlikte artan istikrarsızlık ekonomiyi zedelemeye başlamış ve bağımsız para politikası etkinliğini azaltmıştır. Bu durum ekonomiyi giderek krize sürüklemiştir. Kriz sonrasında sabit döviz kuru

bırakılarak bağımsız para politikası izleme imkânı elde edilmiştir. Meksika, Asya (1997), Rusya (1998) Brezilya (1999) ve Türkiye (2001), krizleri bunlara en iyi örneklerdir. Bahsedilen krizlerden sonra sabit döviz kurunun istikrarlı olmadığı ve Türkiye ve diğer ülke ekonomilerinde de olduğu gibi serbest dalgalı kur rejimi tercih edilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler yaşanan döviz kuru krizlerinin ardından enflasyon hedeflemesi rejimine yönelmişlerdir. Yüksek enflasyon olgusu politika belirlemede daha zor bir duruma gelmektedir. Finansal piyasalardaki yetersizlik ve enflasyon hedeflemesinin gerçekleştirilememesi ülkeleri serbest döviz kuru tercihine yöneltir. Gelişmekte olan ülkeler üçünü aynı anda uygulamak yerine, para politikası bağımsızlığı ve katı sabit döviz kuru rejimi uygulayarak sermaye hareketlerini kontrol edebilmektedirler. Günümüz piyasasında popüler olan katı sabit döviz kur rejimi yerine serbest döviz kuru rejimi olduğu için piyasalar kur politikalarının hâkimiyeti altındadır. Ayrıca Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler serbest dalgalı kur rejiminin uygulanmasından korkmaktadırlar. Çünkü para ikamesinin ve dış borçların ciddi oranlara ulaştığı ve kur değişimlerinin enflasyon üzerinde etkisinin yüksek olduğu ekonomilerde kurun serbestçe dalgalanması ekonomide mevcut sorunları daha da büyütebilmektedir (Güçlü, 2004, s.133). Böyle bir durumda merkez bankası enflasyon hedeflemesi ve dalgalanma korkusu arasında kalmaktadır. Ülkelerde yaşanan krizlere rağmen dalgalı kur rejiminin uygulanması sorunları çözmede etkileyici olmamıştır. Ülkelerin (özellikle gelişmekte olan ülkelerin) birbirinden farklı özelliklerinin bulunduğu düşünülürse, Frankel (1999)'in söylediği gibi "tüm ülkeler için geçerli olabilecek veya her zaman geçerli olabilecek tek bir kur rejimi yoktur" (Güçlü, 2004, s.134).

2.2.1.2 İki Kutup Görüşü (Bipolar View) Hipotezi

Yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kuru rejimiyle alakalı yaşanan krizler döviz kurunda meydana gelen tartışmaları arttırmıştır ve iki kutup hipotezi ortaya çıkmıştır. İki kutup görüşü hipotezinde iki uç bulunmaktadır. Birincisi ülkelerin paralarını başka ülke paralarına veya altına endeksledikleri sabit kur rejimi olup ikincisi paranın değerinin piyasa güçleri tarafından belirlendiği dalgalı kur rejimidir. Ara kur rejimlerinin tamamen ortadan kalktığını göstermektedir. İlk olarak Eichengreen (1994)

tarafından "ortanın yok oluşu" (hollowing out) şeklinde ifade edilmiş ve daha sonra Obstfeld ve Rogoff (1995), Goldstein (1999) ve Summers (2000) tarafından da desteklenmiştir. Söz konusu iddia, 2001 yılında Fischer tarafından "iki kutup hipotezi" şeklinde gündeme getirilmiştir (Güçlü ve Kaya, 2009, s.2). Fischer bu hipotezi ortaya koyarken IMF üyesi ülkeleri incelemiş ve ara rejimlerin tamamen ortadan kalktığını, ülkelerin uç kur rejimlerini uyguladıklarını tespit etmiştir. IMF ve diğer kuruluşlar gelişmekte olan ülkelerde mali piyasa zayıflığı, kamusal düzensizlik ve reel ekonomik altyapının yetersiz olmasından dolayı sabit kur rejimini uygulayamamaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin hâkim olduğu piyasada, sermaye hareketleri serbestisi temel alınırsa ya kur istikrarı ya da bağımsız para politikası hedeflenmelidir. Kur istikrarı için katı çapaların uygulanması gerekmektedir. Eğer katı çapalar yerine esnek çapalar seçilirse dalgalı kur rejimlerinin uygulanması gerekir ve kur istikrarı hedefi olmadığı için merkez bankası etkin bir para politikası uygular. Eğer ülkeler dalgalı kur rejimini seçerlerse buna uygun para politikası seçeneklerini seçmeleri gerekmektedir. Bunlardan bazıları, enflasyon hedefelemesi, döviz kuru çapası, IMF destekli diğer para politikalarıdır.

Yükselen piyasa ekonomilerinin olduğu ülkelerde yaşanan finansal krizler katı sabit kur rejimi ile dalgalı kur rejimi arasında bir kur rejimi politikasının uygulanamaz olduğunu ortaya koymuşlardır. 1990 sonrasında Meksika, Asya, Rusya ve Türkiye'de yaşanan krizler bunun göstergesidir. Ülkeler kriz ortamına zemin hazırlayan ara rejimlerden vazgeçerek dolarizasyon gibi sabit kur rejimlerini veya dalgalı ku rejimlerini tercih edeceklerdir. 1997 Asya krizinden önce Asya'da sabit kur rejimi uygulanırken krizden sonra buna devam edebilen çok sayıda ülke kalmamıştır. Bu krizlerden sonra ülkelerde iki kutup hipotezi ağırlık kazanmıştır. İki kutup hipotezinin genellikle gelişmekte olan ülkelerde pek uygulama alanı bulunmamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde birincil hedef fiyat istikrarı olduğu için kurlarda esnekliğin mümkün olmadığı sabit kur rejimlerinin uygulanması uzun dönemde fiyat istikrarı sağlamaktadır. Gelişmiş ülkeler kutuplaşma hipotezine en yakın ülkeler olarak görülmekte olup, gelişmekte olan ülkelerde de ara rejimlerin bazen uygulunabilir bulunduğu gözlemlenmiştir. Bu gözlem dalgalanma hipotezi kavramını ortaya atmaktadır.

İlk kez Eichengreen (1994) ve Crockett (1994) tarafından ortaya atılan ve Fischer (2001) tarafından gelistirilen "iki kutuplu görüş" ya da "köşe çözümü'' hipotezi uluslararası sermaye hareketlerine açık olan ülkede ara rejimlerin sürdürülemeyeceğini ifade etmektedir. Bu durum sabit döviz kuru politikasının yönetilmesini engellemekte ve sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasında belli kontroller gerekli olup olmadığını sorgulamaktadır. İçsel, dışsal ekonomik şoklar denge döviz kurunu resmi döviz kurundan uzaklaştırmaktadır. Resmi kurun yükselmesi durumunda piyasa savunma mekanizması, oluşabilecek devalüasyonu engellemek için faizleri arttırır ve sabit döviz kurunun uygulanamayacağını ortaya çıkarır. Şoklar kısa süreli olursa politik önlemlerin alınması ve kur istikrarının sağlanması kriz boyutunun hafif atlatılmasını sağlamaktadır. Sermaye hareketlerinin sınırlandırılması bir çözüm değildir. Ülkelerin kriz anında sermaye kontrollerini sürdürerek sabit döviz kurunu başarılı uyguladıkları bir ortamda döviz giriş çıkışlarına kısıtlama getirilmesi etkili olmayacaktır. Fischer, imkânsız üçlü hipotezine bağlı olarak döviz kuru eğiliminin dalgalı ve sabit kurlara doğru kutuplaştığını açıklamaktadır. İmkânsız üçleme hipotezi nedeniyle ara rejimler uygulanamaz.

2.2.1.3 Dalgalanma Korkusu Hipotezi (Fear of Floating)

Ülkelerin resmi olarak (de jure) döviz kurlarını serbestleştirmelerine rağmen belli korkulardan dolayı fiiili olarak (de facto) döviz kurlarına müdaheleyi sürdürmektedirler. Dalgalanma korkusu hipotezinde sermaye hareketleri serbest olup güvensizlik sorunu yaşayan bir ülkenin dalgalı kur rejimini tercih etmesi gerekirken dalgalanma korkusu nedeniyle kuru dalgalanmaya bırakamamasıdır. Dalgalanma korkusu hipotezinin birçok nedeni bulunmaktadır. Ekonomik durgunluğa yol açan devalüasyonlar, kur geçişlerinin etkisinin artması, yükselen piyasa ekonomilerinde kur geçişinin ülkenin dış ticaretini, kredibilitesini olumsuz etkilemesi ve finansal krizlere neden olması ve enflasyon hedeflemesi rejimlerinin uygulanmasıdır. Dalgalanma hipotezinin finansal krizin ve enflasyon korkusunun bir yansımasıdır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu yıllarda bağımsız para politikası ile uyumlu olan dalgalı kur rejimi ve enflasyon hedeflemesiyle döviz kurunun yurtiçi fiyatlara geçiş etkisinin hangi yönde değiştiği önemli noktalardan birisidir. Kurun dalgalı olduğu açıklansada uygulamada kura müdahele edilmesinin

dalgalanma korkusu olduğu ilk kez lüteratürde Calvo ve Reinhart (2002) tarafından ortaya atılmıştır. Calvo ve Reinhart (2002), resmi olarak dalgalı kur uyguladığını savunan birçok ülkenin uygulamada kura müdahale ettiğini savunmuştur. 1970- 1999 dönemini kapsayan ve 39 ülkeye ait aylık verilerin kullanıldığı söz konusu çalışmada döviz kurunun seyri, döviz rezervleri ve faiz oranlarındaki % değişim incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda gelişmekte olan ülkelerde faiz ve rezerv kullanımının hala yüksek olduğu dolayısıyla kura müdahale edildiği görülmüştür. Calvo ve Reinhart (2002), iki kutba çekilmenin (bipolar, two corner) doğru olmadığını savunmuştur. Çünkü söz konusu ülkeler ne sabit kurdaki gibi kuru sabitlemekte ne de kurun serbestçe dalgalanmasına izin vermektedir (Arı, 2010, s.2). Gelişmekte olan ülke piyasalarında kurdaki hareketler gelişmiş ülke piyasalarına göre çok daha şiddetli olmaktadır. Bu durum enflasyonu ciddi anlamda etkilemektedir. Enflasyon hedeflemesi var ise döviz kurunun fazla değişkenlik göstermemesi gerekmektedir. Aksi durumda döviz kuru etkisi enflasyon hedeflemesinin gerçekleşmesini etkileyecektir. Dalgalanma korkusunun hâkim olduğu gelişmekte olan ülkelerde para otoritesinde kuru sabitlemek en mantıklısıdır. Bu durumda para politikasının enflasyon hedeflemesi ve dalgalanma korkusu arasında nasıl belirleyici olması gerektiği önem taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkeler, finansal serbestleşmenin meydana getirdiği döviz kurlarındaki serbestleşmeyle dış borç yükü ile dalgalanmanın etkilerini bertaraf etmekte ya da sabit kurların devam ettirilememesi durumunda ortaya çıkacak finansal krizler ile baş etmektedir. Ülkelerin döviz kurunu serbest kullanıma bırakmak istememe nedenlerinden önemlisi olan iki durum güvensizlik ve ekonomideki yüksek dolarizasyon etkisidir. İlk olarak döviz kurlarında meydana gelen dalgalanma politika güvensizliğine neden olarak gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin oluşmasına zemin hazırlamaktadır. İkinci olarak yüksek dolarizasyonda ülkeler kendi para birimlerinden borçlanmakta zorlanıyorsa döviz kurundaki hareketler ekonomileri sıkıntıya sokmakta ve dalgalı kur karşısında hassas hale getirmektedir. Hükümetler ve firmalar genel olarak yabancı para olarak borçlandıkları için yerli paradaki değer kayıpları borçları arttırarak ödemeler dengesini bozmakta ve finansal kriz risklerini arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal altyapı yetersizliği, finansal sistem kırılganlığı, finansal saygınlığın yetersizliği ve enflasyon çapasının varlığı dalgalı kur rejiminin uygulanması için yetersizdir. Bu

durumda ortaya çıkan dalgalanma korkusu nedeniyle dalgalı kur rejimi ile yaşamayı öğrenmek gerekmektedir. Dalgalı kur rejimine geçiş için sağlam para ve maliye politikalarına sahip olmak gerekir. Sonuç olarak, ülkelerin kur tercihi konusunda üç tercihi bulunmaktadır. Ya devalüasyonla sonuçlanması kuvvetli olan sabit ayarlanabilir kur rejimini ya para politikası varlığının olmadığı katı sabit kur rejimini ya da fazla borç yüküne rağmen dalgalı kur rejimini tercih edeceklerdir

2.3 Optimal Para Alanı Yaklaşımı

Mundell (1961), Mckinnon (1963) ve Kenen'in (1969) çalışmalarına dayanan optimum para alanı (OCA-Optimum Currency Area) ortak bir para biriminin kullanıldığı bir bölgedir. Teoriye göre, ülkelerin ulusal para birimlerinin değerinin belirlenen kurlar üzerinden sabitlenmesi ve birliğe üye ülkelerin para birimlerinin, birliğe üye olmayan ülkelerin para birimleri karşısında serbestçe dalgalanabilmesidir. Optimal para alanı teorisi bir bölgede oluşturulan parasal birliğin fayda ve maliyet analizini yapmaktadır.

2.3.1 Optimal Para Alanı Teoreminin Gelişimi

Uluslararası iktisatta parasal birlik olgusundan ortaya çıkan optimum para alanı teorisi R. Mundell tarafından ortaya çıkarılmıştır. Mundell bir ülkenin opimum para alanına dâhil olabilmesi için bazı şartların olması gerektiğini savunmaktadır.

Mundell, bir para sahasında optimaliteyi sağlamak için fiyat ve ücret esnekliği, üretim faktörlerinin mobilitesi, asimetrik şoklar, finansal piyasalarda bütünleşme, ekonomik açıklık, ürün çeşitliliği, enflasyon oranlarının benzerliği ve mali, siyasal bütünleşme gibi koşulların olması gerektiğini belirtmiştir. Fiyat ve ücretlerin esnek olduğu ülkelerde döviz kuru ayarlamalarına gerek kalmamaktadır bu şekilde ekonomik denge sağlanmaktadır. İşsizliğin yüksek olduğu bölgelerden düşük olduğu bölgelere doğru hareket eden iş gücü, işsizlik ve ücret farklarını ortadan kaldırmaktadır. Asimetrik şoklar talep ve arz kaynaklı şoklardır. OPA'da asimetrik şok talep kayması sonucunda ekonomide meydana gelen istikrarsızlıkları ifade etmektedir. OPA alanı içerisindeki ülkeler arasındaki finansal bütünleşme fiyat ve maliyet değişimlerini azaltmaktadır. Para alanının optimal olabilmesi için dışa açık bir ekonomi yapısına sahip olması

gerekmektedir. Alan içerisindeki bir ülkenin ihracat ürün çeşitliliğinin fazla olması alana katılma maliyetini düşürmektedir. Parasal birliği oluşturan ülkelerin enflasyon ve işsizlik ilişkilerinin iyi olması gerekmektedir.

Mundell'e göre para alanının optimal olabilmesi için, parasal birliğe bağlı bölgede yeterli hareketliliğin olması, dalgalı döviz kuru rejiminin olumsuz etkilerini düzeltici etkisinin olabileceğini belirtmiştir. Tek parayı kullanan ülke sayısı artar ve alan genişler ise faydalanan yararlar azalır ve olumsuz yönler artar. Parasal alanda olumlu yönlerin fazla olumsuz yönlerin az olduğu nokta optimal para bölgesi olarak tanımlanmaktadır. Mundell, OPA teorisini ABD ve Kanada'yı esas alarak dalgalı kur rejiminin geçerli olduğu iki ülkeli bir modeli ele almıştır.

McKinnon ve Kenen teoriye yönelik olan çalışmalarında, fayda ve maliyet analizini ortaya koyarak, herhangi bir bölgede oluşturulan parasal bir birliğin fayda ve maliyet analizi sonucunda optimalliğinin ortaya konulabileceğini belirtmiştir. McKinnon'a göre ülkeler dışa açıldıkça sabit döviz kurundan elde edecekleri faydada artmaktadır. Kenen'e göre ise ürün çeşitliliğinin olması gerekmektedir. Ürün çeşitliliğine göre ihracat talebindeki değişimlerin etkisi daha az görülmekte ve asimetrik şoklara karşı dirençli olmaktadırlar.

Özetle, optimal para alanı teorisi ekonomisi açık ülkelerin oluşturması gerektiğini vurgulamaktadır. Benzer ekonomik yapıya sahip ve faktör hareketliliğine sahip ülkelerin birbirleri arasında sabit döviz kuru kullanmaları, dış dünya ile dalgalı döviz kurunun geçerli olmasıdır. Bu durumda optimal para alanının her para alanında geçerli olmadığı ortaya çıkmaktadır.

2.3.2 Optimal Para Alanı Fayda-Maliyet Yaklaşımı

OPA teorisi 1970'li yıllarda geleneksel yaklaşımını fayda-maliyet yaklaşımına bırakmıştır. Optimal para alanı içerisinde sağlanan faydalar maliyetlerin üzerinde ise üye ülkeler birlikten ayrılmayarak parasal alanı oluşturmaktadır. Parasal birliğin sağlayacağı faydalar bulunmaktadır. Parasal birliğe katılan ülkelerin arasında ulusal paraların dönüşüm maliyetinin ortadan kalkmasını, mal fiyatlarına maliyet eklenmesini

ortadan kaldıracaktır. Bu durum fiyat farklılığını ortadan kaldırarak mal üreten piyasalar arasında rekabeti arttıracak ve ekonomik etkinliğin artışını sağlayacaktır.

Makroekonomik açıdan incelendiğinde ise parasal alan döviz kuru istikrarı ile enflasyonu kontrol altında tutarak istikrarı sağlayacaktır. Döviz kuru istikrarı ayrıca döviz kurlarındaki dalgalanmalarının yatırım ve ticaret alanındaki olumsuz etkilerini azaltarak spekülatif döviz hareketlerini minimize etmiş olacaktır. Döviz rezervi tutulmasına ihtiyaç kalmayacaktır. Ayrıca parasal birliğin sağlayacağı maliyetler bulunmaktadır. Bağımsız para politikası uygulanmasının ortadan kaldırılması kaynak kullanım maliyeti oluşturmaktadır. Ülkeler arasında yaşanan ekonomik şoklar karşısında katlanılacak maliyetlerde farklı olacaktır. Parasal birlik politik anlamdada maliyetlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

2.3.3 Optimal Para Alanı ve Döviz Kuru Tercihi

Döviz kuru rejimlerinin tanımlanmasında resmi (de jure) ve fiili (de facto) döviz kurları arasında farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Ülke ekonomilerinin yaşadığı iktisadi krizler, asimetrik şoklar, ekonomik benzerlikler, dışa açıklık derecesi, mali ve politik entegrasyon, fiyat istikrarı, enflasyon hedeflemesi gibi seçenekler ile imkânsızlık üçgeni, iki kutuplu görüş, dalgalanma korkusu ve optimal para alanı unsurları kur tercihlerini belirlemektedir. Bu kriterler sadece optimal para alanı için uygulanmamakta olup günümüz Türk ekonomi sisteminde de aynı şekildedir. Günümüzde TCMB tarafından uygulanan para politikası stratejisi, enflasyon hedeflemesi olup kur rejimi dalgalı döviz kurları içinde tanımlanan bağımsız dalgalanma rejimidir. Bu rejimde TCMB, fiyat istikrarını sağlamaya yönelmiş ve bağımsız bir şekilde para politikasını uygulamaya çalışmaktadır. Optimal kur rejimi tercihi ülkelerin özelliklerine ve zamana göre değişmektedir. Parasal birliği kurmak, bölgede ticari bütünleşmeyi sağlamak, enflasyona etki etmek gibi uygulanan değişiklikler sürekli aynı kur rejimi uygulanması politikasını engellemektedir. Ya sabit ya da dalgalı kur rejimi tercih edilecektir. Ortak para alanı içerisindeki bütün ülkeler için ortak kur rejimi olmamasının sebebi, uygun kur rejimi tercihinin ekonomik yapısal özelliklere göre değişmesidir. Gelismekte olan ülkelerin daha cok büyük oranlı reel soklara maruz kalması, bu ülkelerde daha dalgalı

kur rejimlerinin uygulanmasını beraberinde getirmektedir (Calvo ve Mishkin, 2003, s.4).

2.4 İmkânsız Üçlü- Kriz İlişkisi ve Uygulanan Kur Rejimleri

Latin Amerika'da 1994-1995 dönemi Meksika Krizi, 1997-98'de Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya'da başlayıp, etkileri 1998'de Brezilya ve Rusya gibi Asya ülkelerine yayılan finansal kriz, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de Türkiye'de yaşanan para ve bankacılık krizlerini takip eden Arjantin'de 2001 yılında başlayıp, derin bir ekonomik ve toplumsal çöküşe yol açan ve etkileri devam eden finansal krizler, sermaye serbestliğinin olduğu ülkelerde döviz kurunun sabitlenmesinin olmadığı zaman devam edilemez haller almıştır. Meksika, Türkiye gibi ekonomik krizlerle karşılaşan ülkeler genellikle dalgalı kur sistemini tercih etmişlerdir.

Dünya ekonomisinde 1970'li yıllarda kendinden söz ettiren küreselleşme olgusu, teknolojik gelişmeler, verimlilik artışları ve beşerî sermayedeki kalitenin artması ile birlikte hız kazanmıştır. Bu durumun sonucu olarak ekonomideki liberalleşmenin finans piyasalarında da egemen olması, finansal krizleri de beraberinde getirmiştir. Finansal kriz serilerinin ortaya çıkmasında etkili olan faktörlerden birisi kur rejimleri olmuştur. Döviz kuru rejimlerinin bir ucunda sabit kur rejimi diğer ucunda dalgalı kur rejimi yer almaktadır. Finansal krizler sonrasında uluslararası sermaye hareketlerinin aktif olduğu açık ekonomilerde kur rejimleri sona doğru ilerleme göstererek dalgalı kur rejimine geçiş yapmıştır. Finansal krizlerin yaşandığı ülkelerde kriz öncesinde uygulanan kur rejimleri genellikle sürünen parite (crawling peg) gibi ara rejimler olmuştur. Kriz sonrasındaki rejimler ara rejimlerden dalgalı kur rejimlerine geçiş yapmıştır. Bu durumun temel sonucu olarak serbest sermaye hareketlerinin değişik kur rejimleri ve bağımsız para politikaları ile kullanılmasıyla ekonomik istikrar arasındaki ilişkiler sorgulanmaya başlanmıştır.

Tablo 2-2 Kriz öncesi ve sonrası uygulanan kur rejimleri

Ülke	**Kriz öncesi mevcut kur rejimi**	**Kriz sonrası geçerli olan kur rejimi**
Meksika	Sürünen parite	Bağımsız dalgalanma
Tayland	Fiili olarak dolara sabitli parite	Bağımsız dalgalanma
Malezya	Fiili olarak +/- 1'lik dalgalanmaya izin veren oarite	Önce bağımsız dalgalanma sonra geleneksel sb kur
Endonezya	Sürünen parite	Bağımsız dalgalanma
Rusya	Sürünen parite	Yönetimli dalgalanma
Brezilya	Sürünen parite	Bağımsız dalgalanma
Türkiye	Sürünen parite	Bağımsız dalgalanma

Kaynak: Berg ve diğerleri, 2003: 20-5; Dabrowski, 2002; 38.

Açık ekonomilerde ara rejimlerin sürdürülebilir olduğu durumlarda imkânsız üçleme hipotezi uygulanamamaktadır. İmkânsız üçleme hipotezine göre dışa açık ekonomilerde bağımsız para politikası, sermaye hareketleri ve kur istikrarı aydı anda gerçekleşemez. Ulusal ekonomilerde döviz kuru istikrarı ya da bağımsız para politikasının tercih edilmesi gerekmemektedir. Dalgalı kur rejiminin hâkim olduğu ülkelerde bağımsız para politikası devam ederken kur istikrarı ortadan kalkmaktadır.

Bu sonuçlara göre, serbest sermaye hareketlerinin olduğu piyasalarda döviz kuru rejiminde iki yol bulunmaktadır. Ya dolarizasyon para kurulu gibi geleneksel sabit kur rejimleri uygulanmakta ya da döviz kurlarına herhangi bir devlet müdahelesi olmadan serbest bırakılmaktadır. Günümüzdeki ekonomilerde trend ülkelerin güç kontrolü yerine piyasaların gücünü kur politikalarına bırakmalarıdır.

Döviz kuru ekonominin en önemli fiyat belirleyicilerindendir. Ekonomi ile arasında bağ bulunmaktadır. Döviz kuru istikrarı veya istikrarsızlığı ekonomik istikrarı veya istikrarsızlığı doğurmaktadır. Döviz kurundaki dalgalanmaları belirleyen döviz kuru rejimi makroekonomik politika araçlarındandır. Ekonomik istikrarın sağlanmasında döviz kuru rejimine rağmen piyasa koşulları ve parasal istikrara ilişkin kurumların varlığı daha önemli rol oynamaktadır. Eğer bu uyum yakalanamaz ise döviz krizlerinin doğması muhtemel gözükmektedir. Bütün kur rejimlerinin temel amacı, ödemeler bilançosunda dengeyi sağlayan denge döviz kurlarını belirlemektir (Yıldırım, 2003,

s.20-21). Döviz kurlarına baktığımızda iki uç döviz kurundan söz etmek mümkündür. Sabit kur rejimi ve dalgalı kur rejimi ve bunlar arasında bulunan ara rejimlerdir.

BÖLÜM 3

3 DÖVİZ KURU REJİMİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANS ÜZERİNE ETKİLERİ

Bu bölümde farklı döviz kuru rejimlerinin temel makroekonomik değişkenlere etkisi üzerinde durulacaktır. Bu durum ekonominin uzun dönemdeki seyrini değiştirmekte olup uluslararası yazında makroekonomik değişkenlerin etkisini anlatan birçok çalışma bulunmaktadır. Özellikle açık piyasa ekonomilerinde döviz kurlarında meydana gelen değişimler temel makroeonomik göstergeleri etkileyen en önemli değişkenler olmuşlardır. Merkezi otoriteler ellerinde bulunan politika değişkenleri ile kurların seyrini etkilemeye çalışmışlardır. Fakat teorik olarak bu konuda yapılan çalışmaların başarılı olup olmadığı net değildir. Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru rejimlerininde meydana gelecek değişikliklerin arkasında büyüme, enflasyon, ithalat-ihracat gibi makroekonomik değişkenlerin rol oynadığı görülmektedir.

3.1 Döviz Kuru Rejimlerinin Makroekonomik Etkileri

Günümüzde iktisatçıların özellikle üzerinde durduğu konulardan birisi kur rejimlerinin makroekonomi üzerindeki etkilerinin incelenmesidir. Makroekonomik etkiler teorik olarak sabit ve dalgalı döviz kurunun sahip olduğu özelliklerden kaynaklanmaktadır. Sabit döviz kuru, para politikası üzerinde baskı oluşturarak enflasyonist beklentinin aşağı çekilmesini sağlamakta ayrıca devalüasyon ile hükümetlere kurlara müdahele ortamı sağlamaktadır. Dalgalı döviz kuru, spekülatif sermaye hareketlerini arttırarak oynaklığı arttırmakta ve ticari dengesizliklere daha kolay izin vermektedir. Dalgalı döviz kuru rejimleri, sermaye hareketliliğinin çok yüksek olduğu durumlarda çıktı

miktarını reel şoklara karşı izole etmede daha başarılı olurken; sabit döviz kurları, sermaye hareketliliğinin düşük olduğu durumlarda tercih edilebilir (Yanar, 2008, s.2). Küreselleşme ile birlikte faiz ve döviz kuru değişkenlerinin makroekonomik performans açısından önemi giderek artmıştır. Faiz ve döviz kurunda meydana gelebilecek değişiklikler firmaları ve tüketiciyi yatırım ve harcama konusunda etkileyecektir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, hızlı ekonomik büyümeleri ve dünya ekonomisindeki etkilerinin artmasıyla öne çıkmaktadırlar. Geride bıraktığımız yıllarda, pek çok gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler makroekonomik dengeleri önemli derecede etkilemiştir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu, Rusya, Meksika, Tayland gibi birçok gelişmekte olan ülkede çıkan finansal krizlerin en önemli sebebi kur rejimleridir.

3.2 Döviz Kuru Rejimlerinin Makroekonomik Göstergeleri

Ülkelerin yapısal özelliklerini bilmek makroekonomik yapılarını daha iyi kavramayı ve ekonomik performansın artmasını sağlamaktadır. Yapılan çalışmalara göre, ülkelerin makroekonomik performansları para ve maliye politikalarını etkilemektedir. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik özellikleri belirlenirken kur rejimlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde dışa açılma, büyümenin hızla devam etmesi dünya ekonomisine entegre olma konusunda yararlı olmakta fakat aynı zamanda ülkelerin eğitim, nüfus gibi demografik özellikleri ile politik yapısallıkları konusunda sorunlar yaşanmaktadır. Döviz kuru rejimlerinin makroekonomik etkileri ile ilgili yapılan çalışmaların sonuçları farklılık göstermekte olup bu durum ilgili ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ile alakalıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımına maruz kalmaları, finansal altyapının yetersiz olması, enflasyonla baş etme durumunda kalmalarından dolayı döviz kurunun etkileride farklı olmaktadır.

Tablo 3-1 Sabit ve Dalgalı Kur Rejimlerinin Temel Makroekonomik Özellikleri

	Enflasyon	Büyüme	Kar Ortaklığı
Sabit Kur Rejimi	Para politikasının itibarını artırır ve enflasyonu düşürür. Zayıf bir makroekonomik yönetimin varlığı durumunda sabit kur rejimi ile enflasyon baskı altına alınır.	İşlem maliyetleri azalır, ticaret ve dolayısıyla büyüme artar. Ayrıca, faiz oranları ve kur belirsizliğinin azalması ile birlikte yatırımlar artar.	Reel Şoklar ve nominal katılıklar karşısında kur oynaklığı artabilir.
Dalgalı Kur Rejimi	Dalgalı kur rejimine geçişte güçlü kurumlar ve sağlam bir finansal sistem son derece önemlidir. Bu nedenle enflasyon ile mücadelede "para politikasının saygınlığının kur çapası aracılığıyla ithal edilmesi"nin önemi azalır.	Şok-emici özelliği ve özellikle reel şokların reel ekonomiye etkisinin engellenmesi nedeniyle büyüme artar.	Reel kur ortaklığı, reel ekonomiye yayılabilir.

Kaynak: Rogoff vd., 2003, s.30.

3.2.1 Döviz Kurum Rejimleri-Enflasyon İlişkisi

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin en önemli özelliklerinden biri enflasyon problemidir. Türkiye 1970'lerden günümüze kadar yaşanan krizlere rağmen enflasyonla mücadele etmeye çalışan bir ülkedir. 1980'li yıllardan itibaren artan enflasyon problemi 2000'li yıllara kadar devam etmiştir. Ekonomide istikrarın sağlanabilmesi için alınması gereken en önemli karar enflasyonla mücadeleyi içeren bir ekonomi politikasıdır. Enflasyon probleminin önemli olmasının iki sebebi bulunmaktadır. Birincisi, ekonomideki belirsizlikleri arttırarak büyümeyi istikrarsız hale getirmesi diğeri ise enflasyonla mücadeledir. Döviz piyasalarındaki istikrarsızlık, döviz kurlarındaki artış ülkelerin refah seviyelerini olumsuz derecede etkilemektedir. Enflasyon fiyatlar genel düzeyindeki genel artış olarak ifade edilmekte olup geçmişten günümüze kadar olan süreçte enflasyonla mücadele çalışmaları devam etsede ekonomide var olmaya devam

etmektedir. 2001 krizinden sonra güçlü ekonomiye geçiş programı kapsamında enflasyon tek haneli rakamlara indirgenmiş fakat istenilen rakamlara ulaşılamamıştır. Enflasyon hedeflemesi politikaları uygulansada başarılı sonuçlar alınamamıştır. Döviz kuruda ekonomide yer tutan diğer önemli kavramlardan biridir. Gelişmekte olan ekonomilerde döviz kuru ile enflasyon ilişkisi önemli bir bütündür. Ekonomilerde döviz kurlarında meydana gelen değişmeler fiyatları önemli derecede etkilemektedir. Dövizin değeri arttığında yerli para biriminin de değeri artacağı için fiyatlar genel seviyeside artacaktır. Aynı şekilde dövizde meydana gelen düşüş fiyat seviyesini düşürecektir.

Gelişmekte olan ülkeler üretim yapabilmek için ithal etmek durumunda olduklarından döviz kurlarında meydana gelecek değişim mal fiyatlarınıda etkileyeceğinden üretim maliyetleri değişmektedir. Bu yüzden döviz kuru ile enflasyon arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine göre enflasyona etkisi daha az olmaktadır. Sabit kur rejimleri ve enflasyon arasındaki ilişki güven ve disiplin unsuruna bağlıdır. İlk olarak açık kur taahhütleri ile parasal genişlemenin maliyetlerini azaltarak parasal disiplin sağlamaktadır. İkinci olarak ise ulusal paraya olan güven ile politika disiplini sağlayarak sabit kur rejiminde enflasyonu düşürmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kur taahhüdü ve parasal genişleme denetimi ile istikrarlı ve düşük bir enflasyon sağlanmaktadır. Döviz kurundaki esneklik derecesi arttıkça enflasyon oranları artmakta olup ülke derecelerine bakıldığında döviz kuru rejim tercihinin enflasyon üzerinde net bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Dalgalı kur rejiminde para politikası bağımsızlığı hakim olduğu için enflasyon daha yüksek ve değişkenliği daha fazladır.

Kısaca, döviz kuru rejimlerinin enflasyon üzerindeki etkisini net olarak açıklamak mümkün değildir.

3.2.2 Döviz Kuru Rejimleri- Büyüme İlişkisi

Kur rejimlerinin büyümeye etkisi farklı kanallarda gerçekleşmektedir. Kur rejimlerinin büyüme etkisi ekonominin finansal gelişmişlik düzeyine bağlıdır. Finansal sistemin

içsel ve dışsal şoklara karşı yetersiz olması olumsuz etkilere yol açmaktadır. Bu nedenle finansal sistemin gelişmiş olması gerekmektedir.

1990 öncesinde sabit döviz kuru rejiminin 1990 sonrası dalgalı kur rejiminin tercih edilmesi sabit kur ile büyüme arasındaki ilişkinin zayıfladığını göstermektedir. 1990 sonrasında sabit döviz kuru ile büyüme arasındaki ilişkinin olumsuz yönde olmasının en önemli etkeni kriz eğilimlerinin artmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde o dönemde yaşanan krizler büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Ara rejimlerde de aynı büyüme performansı sürmekte fakat dalgalı kur rejiminde büyüme performansı olumlu yönde artış göstermektedir.

Sabit kur rejimi parasal disiplin sağlayarak politika belirsizliklerini ve kur değişkenlerini azaltarak makroekonomik istikrar sağlamaktadır. Düşük sermaye maliyeti, fiziki sermaye birikimini artırarak potansiyel büyüme hızını yükseltir. Öte yandan, reel faiz oranlarının azalmasıyla birlikte tüketim ve yatırım harcamaları artar (Atella, Atzeni ve Belvisi, 2003, s.818). Sabit kur rejimi rekabetçi bir yapıya sahip olmadığı için ticaret alanında yetersiz kalmakta ve büyümeyi negatif olarak etkilemektedir. Dalgalı kur rejiminde ise tam aksi söz konusudur. Ticaret alanında gelişmiş, içsel veya dışsal şoklar karşısında istikrarlı olması büyümeyi olumlu etkilemektedir.

Döviz kuru rejimleri ekonomik büyümeyi yatırımlar ya da artan verimlilik ile etkileyebilmektedir. Sabit kur rejiminin ekonomide politik belirsizliği ve nisbi fiyat değişkenliğini azaltması yoluyla yatırımları teşvik etmesi büyümeyi olumlu etkileyecektir. Ayrıca, fiyat düzeyinin düşük olması faiz oranlarının düşürülmesini sağlayarak büyümeyi olumlu etkileyecektir. Ancak, sabit kur rejiminde ortaya çıkacak negatif dışsal şok faktörü ekonomik belirsizlik doğuracaktır. Rejimde fiyatlar ve ücretler esnek olmadığı için ekonominin zarar görmesi de kuvvetle muhtemeldir (Taban, 2004, s.7). Dalgalı kur rejiminde ise tam aksi söz konusudur. Dışsal şoklar karşısında fiyatlarda düzenlemeler hızlı bir şekilde gerçekleşerek büyümeyi olumlu etkileyecektir. Bir ülkenin uluslararası piyasalara açılması da ekonomik büyümeyi etkileyen faktörlerinden birisidir.

Dalgalı kur rejimlerinden dövize olan talebin artmasıyla yerli para değer kaybına uğrayacak, ithalat düşüş, ihracat ise yükseliş yönünde seyir izleyecektir. Bu durum büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir. Sabit kur rejiminde ise, hükümet tarafından enflasyon kontrol altına alınıp düşüş sağlanamaz ise yerli para değer kazanacak ithalat artarak ihracat ise azalarak büyümeyi olumsuz etkileyecektir.

3.2.3 Döviz Kuru Rejimleri- Uluslararası Ticaret İlişkisi

Dış ticaret ülkeler arasında gerçekleştirilen mal, hizmet ve sermaye haklarının diğer ülkelere satılması anlamına gelmektedir. Döviz kuru dalgalanmalarının etkisini anlamak, gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru politikalarının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler dış ticaret açısından büyük bir pazara hâkimdir. Döviz kuru rejimleri açısından sabit kur rejiminde ithalat, dalgalı kur rejiminde ise ihracat oranı fazladır. Dalgalı kur rejiminde ortaya çıkan kur oynaklığı, uluslararası piyasalarda önemli maliyetleri beraberinde getirerek dış ticareti olumsuz etkilemektedir (Ayhan, 2008, s.149). Belli dönemlerde uygulanan döviz kurlarında ayarlamalar yapılarak dış ticaret dengesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Dış ticaret hadlerinin bozulması, ithal malların daha pahalıya temin edilmesine ve ihraç mallarının ucuza temin edilmesine neden olmaktadır. Hükümetin döviz kuruna uygulayacağı müdahaleler ticaret hadlerinde değişikliklere sebep olur.

1980 sonrası dönemde ülkelerin finansal serbestleşme sürecine girmesiyle hem döviz kurunda hem de dış ticaret politikalarında değişimler ortaya çıkmıştır. 80 sonrasında ihracata dayalı büyüme politikası izlenmek istense de uzun yıllar ithalatın artması dış ticaret açığının oluşmasına neden olmuştur.

Dalgalı kur rejiminin sabit kur rejimine göre dış ticaret hacmini düşürmesinin bazı nedenleri bulunmaktadır. Öncelikle kur belirsizliğinin mevcut olması uluslararası ticaret hacmini yüksek derecede daraltmaktadır. Aniden meydana gelen kur değişimleri istikrar bozucu etki yaratarak engellerin artmasına neden olmaktadır. Genel olarak döviz kuru ile dış ticaret arasındaki ilişkiye bakıldığında belli bir görüş birliği bulunmamaktadır. Yüksek kur değişikliklerinin mevcut olduğu ekonomiler yüksek risk alarak kar

olanakları sağlayarak ticaret hacmini arttırmaktadır. Özetle, ne sabit kur rejiminin kur riskini minimize ederek dış ticareti ne yönde etkileyeceği ne de dalgalı kur rejiminin kurları serbest bırakarak dış ticareti ne yönde etkileyeceği konusunda tam bir görüş birliği yoktur.

3.2.4 Döviz Kuru Rejimleri-Kriz İlişkisi

Döviz kurları finansal piyasaların en önemli araçlarından birisi olarak kabul edilmiştir. Bu yüzden politika yapıcılar piyasada döviz kuru hareketlerini yakından takip etmektedirler. Finansal piyasaların gelişme ve bütünleşmesiyle hangi döviz kuru rejiminin kullanılacağı sorusu akla gelmektedir. Bu soru özellikle kriz dönemlerinde daha belirgin şekilde ortaya çıkmaktadır. Meydana gelen krizler bölgesel olarak ekonomileri farklı şekillerde etkilemekte ve farklı döviz kuru tercihlerine yönlendirmektedir. Mesela, 1994 Meksika, 1997 Asya, 1998 Brezilya, 2000 Arjantin ve 2001 Türkiye finansal krizlerinin tümü döviz kurlarında ciddi hareketlenmelere neden olmuştur. 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik krizler gelişmekte olan ülkeler için olumsuz sonuçlar yaratmış ve mücadele dönemi ile geçmiştir. Bu krizlerin temelinde, uygulanmakta olan kur rejimleri ile uyuşmayan para politikası mevcuttur. Para politikasının uyumlu olmamasının altında da maliye politikası yatmaktadır. Bu tür ülkelerin uyumsuz politika tercihleri, bilanço bozuklukları, likitide yetmezlikleri, bulaşma etkisi, iktisadi temellerden kopuş ve ani sermaye çıkışları gibi etkilerle karşı karşıya kalınmıştır. 1980'li yıllara kadar sabit döviz kuru rejimi uygulanmıştır. Merkez bankası sabit kur belirlemiş ve o değerde sabit tutularak uygulanmıştır. Sabit değerde tutulması sırasında TL'de meydana gelen değer kayıpları devalüasyonla kapatılmış ve yeni belirlenen kurda sabit uygulama devam etmiştir. 1980'lerde döviz kurları piyasa tarafından belirlenmiş ve merkez bankası sürekli müdahale etmiş ve dalgalı döviz kuruna geçiş sağlanmıştır. Krizlerin geçmişine bakıldığında ara rejimlerin krizlerin oluşmasında en önemli rejimlerden biri olduğundan bahsedilmektedir. Sabit kur rejimi ile ulusal para değerlenmiş ve aşırı değerli kur nedeniyle dış ticaret açıkları oluşmuştur. Kurun sabit olması ülkeleri güvence altına sokarak yurtdışı borçlanmasına teşvik etmiş ve ekonomik risk oluşmasının temelini atmıştır. Ayrıca yurtdışından kısa vadeli sermayelerin ülkeye girmesi teşvik edilmiş fakat ülkede meydana gelecek devalüasyon

korkusu ile sermaye girişleri uzun süreli kalamamıştır. Bir diğer sebep ise merkez bankası spekülatif saldırılara karşı ulusal parada meydana gelecek baskıları azaltmak amacıyla faiz oranlarını yükseltmeyi tercih etmiş ve bankacılık sistemine zararlar vermiştir.

Özetle, 90'lı yıllarda yaşanan krizlerin etkisiyle gelişmekte olan ülkeler dalgalı kur rejimini tercih etmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin birbirinden farklı özellikleri bulunduğu düşünülürse, Frankel'in (1999) belirttiği gibi, tüm ülkeler (özellikle gelişmekte olan ülkeler) için her zaman geçerli olabilecek tek bir kur rejimi bulunmamaktadır. Bu nedenle, kur rejimi arayışının ve tercihinin ülkenin ekonomik ve politik özelliklerinin dikkate alınarak yapılması daha uygun olmaktadır. Kur rejimi tercihi ne olursa olsun bu kur rejimlerini destekleyecek uygun makro politikalar uygulanmadığı sürece, söz konusu kur rejiminin krizlere karşı dayanıklı ve sürdürülebilir olması da mümkün olmamaktadır (Frankel,1999, s.31).

BÖLÜM 4

4 LİTERATÜR TARAMASI

4.1 Yabancı Literatür

İmkânsız üçlü teorimi Mundell-Fleming'in çıkarmış olduğu modele dayanmaktadır. İktisat yazımında sermaye akışkanlığının tam olduğu durumda para ve maliye politikalarının etkinliğinin sabit ve dalgalı döviz kuru sistemi altında işleyişini açıklayan model Mundell-Fleming modeli olarak adlandırılmaktadır. 1998 yılı Nobel Ekonomi ödülü sahibi Robert Mundell ve Marcus Fleming'e atfen, Mundell- Fleming Modeli olarak da anılmaktadır. Fleming (1962) ve Mundell (1963) çalışmasında, dışa açık ekonomi hakkında geliştirilmiş olan modelde, uluslararası parasal iktisada büyük katkı sağlamıştır. Modelin özüne bakıldığında Keynesyen gelir-harcama modelinin geliştirilmiş hali bulunmaktadır. Fakat sermaye akışkanlığı açısından Keyneysen harcama yaklaşımında olmayan sermaye akışkanlığına sahiptir.

Robert Mundell ve Marcus Fleming tarafından geliştirilmiş olan model dışa açık bir ekonomiyi ele almaktadır ve ekonominin küçük bir ekonomi olduğu varsayılmaktadır. Ülkede uygulanacak iktisat politikaları diğer ülkelerde ki faiz oranları, gelir düzeyleri gibi parametreleri etkilemektedir. Modelde fiyatlar ülke içinde ve dışında sabit olarak kabul edilir ve ıs, lm ve bp eğrileri yardımı ile ekonomi politikalarının etkinliğinin ölçülmesi amaçlanır.

Aizenman, Chinn ve Ito (2008) 1970-2009 yılları arasında 90 ülkeyi ele alan çalışmasında, imkânsız üçlü konusunda yaptıkları ekonometrik analizlerde bağımsız para politikası, istikrarlı döviz kuru ve finansal entegrasyon arasındaki ilişkileri test etmişlerdir. Söz konusu çalışmalarda, bu değişkenler arasında doğrusal (linear) ilişki

olduğu ve bunlar arasındaki değiş-tokuşun (trade-off) varlığı gösterilmiştir. Özetle, ülkelerin trilemma olgusu ile karşı karşıya olduğu sonucuna varılmıştır. Buna göre, trilemma değişkenlerinden birinde meydana gelen bir değişiklik diğer iki değişkende hipoteze uyarlı değişme yaratmaktadır.

Durringer, Obstfeld, Taylor ve Shambaugh (2004) yaptıkları ekonometrik çalışmalarda trilemma hiptezini doğrulayan sonuçlara ulaşmışlardır. Obstfeld ve Taylor tarafından yapılan çalışmada da belirtildiği gibi trilemma ile ilgili analizler kurumsal ve sosyo-politik faktörlerin söz konusu olması nedeniyle ancak eleştirel açıklamalar (proximate explanation) olarak ele alınmıştır. Örneğin, sermaye hareketliliğinin tamamen sınırsız olması, uygulamada teorideki gibi mümkün olmamaktadır.

Rodrik (2000) çalışmasında, trilemma modelindeki değişkenlerden ikisinin seçilmesi, para politikaları araçlarının etkin olmaması anlamına geldiğini belirtmiştir. Altın standardı döneminde ülkeler tercihlerini sabit kur sistemi ve tam sermaye serbestliği yönünde kullanarak, ulusal amaçları gerçekleştirme yönünde bağımsız para politikalarından taviz vermişler ve faiz oranlarının dünya piyasaları tarafından belirlenmesine izin vermişlerdir.

Frankel (1999) çalışmasında, bir ülkenin döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal serbestlik ilkelerini aynı anda gerçekleştiremeyeceğini, bunlardan en az birinden vazgeçilmesi gerektiğini söylemektedir. Ülkelerin hangi ilkeyi seçecekleri, içinde bulundukları ekonomik koşullara ve politik önceliklere göre değiştiği tespit edilmiştir. Eğer bir ülkede, döviz kuru istikrarı önemli ise, para politikası bağımsızlığından veya sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçmek gerekmektedir. Ancak bir ülke sık sık reel şoklarla karşılaşıyorsa, bu durumda para politikası bağımsızlığı veya dalgalı döviz kuru, şokların absorbe edilmesi açısından tercih önceliğine sahiptir.

Fisher (2001) çalışmasında, İki Kutup Hipotezi'ni kabul ederek, İmkânsız Üçleme Hipotezi'ni sorgulamıştır. Fisher'e göre, ülkelerde yaşanan finansal krizler, sabit kur sistemi ile dalgalı kur sistemi arasında ara bir kur rejimi politikasının sürdürülemez

olduğunu ispatlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin yoğun olduğu günümüzde ya kur istikrarı ya da bağımsız bir para politikası hedeflenmelidir. Tam kur istikrarı için son derece katı çapalara ihtiyaç vardır. Esnek çapalar kur istikrarını sağlayamaz. Çünkü esnek çapalar gerek içsel gerek dışsal şoklara karşı ekonominin kırılganlığını artırır ve devalüasyon beklentisini kıramaz. Fisher'e göre, ekonomide herhangi bir iç ya da dış şok resmi kurla fiili kur arasında fark yaratacak ve nominal kurun savunulması ya çok yüksek faiz oranları ya da büyük bir müdahale gerektirecektir. Eğer şok büyükse, kurun savunulabilmesi imkânsız olacaktır. İkinci olarak ise, sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesinin bir çözüm yolu olup olmaması sorgulanmaktadır. Fisher'e göre, sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesi bir çözüm yolu değildir. Çünkü bir döviz krizi beklenirken, sermaye çıkışlarına kısıtlama getirmek yararsız bir yoldur. Bu noktalar sorgulandıktan sonra, Fischer İmkânsız Üçleme Hipotezi'ni kabul etmekte ve bu kapsamda dünyadaki ekonomilerin iki temel kur rejimi olan sabit ve dalgalı kur tercihine doğru kutuplaştığını belirtmektedir. Bunlar para kurulu benzeri çok sert çapalar ile tamamen dalgalı kur rejimidir. Bunların arasındaki rejimlerin savunulabilmesi ya mümkün değildir ya da çok yüksek maliyet gerektirmektedir.

Razin ve Rubinstein (2005) çalışmasında, "İmkânsız üçlü", "makroekonomik politika üçlemi" ya da "üçlü acmaz" olarak adlandırılan makroekonomik politikalar sisteminde, bir ülke eşzamanlı olarak finansal serbestleşme, döviz kuru istikrarı ve para politikası bağımsızlığı (faiz oranlarının denetimi) seklindeki politika hedeflerinden sadece ikisine sahip bir politika izlemiştir. Ayrıca dördüncü politika hedefi öne sürmüştür. Bu hedef, ekonomiyi sermaye hareketlerinin aniden tersine dönmesine ya da büyük finansal krizlere karsı korumaktır.

Popper, Mandilaras ve Bird (2011) çalışmasında, sabit döviz kurlarının ve finansal piyasa açıklığı kombinasyonunun trilemmada en istikrarlı göstergeler olduğunu bulmuştur. Ayrıca orta gelirli ülkeler, düşük veya yüksek gelirli ülkelere göre daha az istikrarlıdırlar. İmkânsız üçlü açmazın geometrisine göre, bir ülkenin çok boyutlu uluslararası makroekonomik politikalarının ve istikrarının tek değişkenli bir göstergesi olarak kullanıldığı tespit edilmiştir.

Basu ve Taylor (1999) çalışmasında, belirtilen dönem boyunca kurlarda istikrarı sağlamak için sabit kur sistemi uygulama isteği, kaynak dağılımının etkinliğini sağlamak için serbest sermaye hareketliliği ve ulusal iktisadi amaçları gerçekleştirmek amacıyla bağımsız para politikası uygulama arzusu arasında sürekli seçim yapmak zorunda kaldıklarını belirtmiştir.

Obsfeld ve Rogoff (1995) çalışmasında, finansal entegrasyonda yaşanan gelişmeler, günümüzdeki ülkeleri üçgenin alt kenarına zorunlu olarak tercihe itmiştir. Sermaye hareketliliğinin tam olduğu durumda, tercih döviz kuru istikrarı veya bağımsız para politikası arasındaki seçime indirgenmiştir. Bu durumda ülkeler ya tam sabit veya dalgalı döviz kuru rejimini tercih edeceklerdir. Bu durumda ara rejim uygulanmasının mümkün olmadığı ispatlanmıştır.

Goldstein (2002) ve Williamson (2000) çalışmasında, ülkeler bazında inceleme yaparak, imkânsız üçleme teoreminin gelişmekte olan ülkelerde doğru olduğunu gözlemlemiştir. Fakat gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, ara rejimlerini uygulamanın devam ettiği ve ara rejimlerin yok olmadığına dair teorik yaklaşımların mevcut olduğu tespit edilmiştir.

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

İmkânsız üçleme hipotezi bazı noktalardan ekonomistler tarafından eleştirilmektedir. J. Williamson (2002) çalışmasında, iki kutuplu görüşün uygulanmasının imkânsızlığına işaret etmiş veya uzun dönemde hızlı ekonomik büyümeye uyumlu bir birliktelik göstererek gelişmekte olan ülkelerde tatbik etmenin zorluğuna dikkat çekmiştir. Çünkü bu sistem gelişmekte olan ekonomilerin uzun dönemde rekabetçiliklerini devam ettiren bir sistem değildir. Williamson'a göre uzun dönemde rekabetçi döviz kuru ile güçlü ekonomik büyüme gerçekleşebilir. Asya, Japonya ve Almanya gibi ülkelerin 1950 ve 60'lı yıllardaki gelişmesindeki etkenlerden birisi rekabetçi döviz kuru politikalarıdır. Yüksek sermaye hareketliliğinin olduğu yerlerde küçük ve gelişen ülkeler için bu sistem rekabetçi kur politikasını vermekten uzaktır. Ayrıca yüksek sermaye akımlarının ülke içerisine yönelmesi ulusal paranın değer kazanmasına ve dış rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır. Bu yüzden ekonomide yatırımlar azalmakta veya daha yüksek yatırımlarla ticareti yapılmayan malların üretimi yapılmaktadır. Her ikisi de uzun dönemde ödemeler dengesinde sürdürülemeyecek açıkları meydana getireceğinden, ilerleyen süreçte kriz kaçınılmaz olmaktadır.

Bofinger ve Wollmershaeser (2001) çalışmasında, imkânsızlık üçlemesinin teorik çerçevesinin Mundell-Fleming modeli olduğunu, karşılaştırmalı statik bir model olarak döviz kurlarındaki dinamik süreçlerle ilgilenmediğini ifade etmektedir. Bu hipotez iki kutuplu görüş hipotezinede temel teşkil etmektedir. İki kutup hipotezini, sağlam teorik bir değerlendirme yerine, doğası gereği tamamen sabit veya tamamen dalgalı kur dışında politika seçenekleri ile ilgilenmeyen modası geçmiş bir modelin sonucu şeklinde açıklamaktadır. İmkânsızlık üçleminin getirdiği çözümün yarı istikrar ve yarı bağımsızlık gibi olmayan bir ara yol olduğunu, kendi önermelerinin optimum faiz oranı düzeyinin ve optimum döviz kuru yolunun eşanlı belirlendiği yerde gerçekleşebilecek entegre bir yaklaşımı ortaya koyduğunu savunmaktadırlar.

Bu çalışmalar dışında, Herwartz ve Roestel tarafından yapılan çalışmada da genel olarak trilemma hipotezinin desteklendiği görülmektedir (Puckelwald, 2012, s.11-12).

Puckelwald (2012) çalışmasında, döviz kuru rejiminin ön planda olduğu finansal entegrasyon ve para politikası bağımsızlığının etkisinin fazla olmadığı bir strateji belirlemiştir.

Mankiw (2010) çalışmasında, trilemmanın gerçekten bir kelime olduğunu belirtmiştir. Oxford English Dictionary'e göre 17. yüzyıldan bu yana bilimciler için bir sanat dönemi olmuştur ve her biri kaçınılmaz sorunlar ile gelen üç seçenekten biri ile yüzleşmeyi ifade etttiğini belirtmiştir.

4.2 Yerli Literatür

Cortuk ve Singh (2013) çalışmasında, imkânsız üçlü kuramını Türkiye örneği ile Aizenman, Chinn ve Ito yaklaşımı çerçevesinde incelemiştir. Çalışmanın Türkiye için model kurma hatası içerdiği tespit edilmiş ve bu durum farklı teknikler kullanılarak giderilmeye çalışılmıştır. Yapılan incelemede Türkiye'de 1990'ların sonlarından 2010 yılına kadar olan dönemde; döviz kuru oynaklığını azaltıcı politikaların ağırlığının azaldığı, finansal entegrasyonun ve para politikası serbestliğinin ağırlığının ise artmış olduğu gözlenmiştir. Çalışmada ayrıca imkânsız üçlü kuramını oluşturan endekslerin enflasyona etkisi regresyon analizi çerçevesinde irdelenmiş ve istatistiki olarak anlamlı bir etki bulunmuştur. Bu kapsamda uluslararası rezervlerin de kilit bir role sahip olduğu ve (GSYİH'ya oran olarak) belirli bir seviyenin üzerine çıkıldıkça enflasyon üzerinde azaltıcı bir etki yarattığı tespit edilmiştir.

Yanar (2008) çalışmasında, MSCI (Morgan Stanley Capital International) indeksi içinde bulunan 24 gelişmekte olan ülkenin, 1974–2005 yılları arasındaki döviz kuru rejim tercihini Panel Probit Tesadüfi etki modeli kullanarak analiz etmiştir. Bağımlı değişkenler sabit döviz kuru rejimi, ara rejimler ve dalgalı döviz kuru rejimleridir. Bağımsız değişkenler ise model çerçevesinde değişmektedir. Yapılan analizler sonucunda, ekonomik büyüklük bütün modellerde olumlu sonuçlar vermiştir. Ekonomik büyüklük dalgalı döviz kurunun tercih edilmesini sağlamaktadır. İmkânsız üçleme modelinin en uygulanabilir olduğu ekonomiler dıça açık ekonomiler olarak tespit edilmiştir. Analize dâhil olan ülkelerde dışa açıklık seviyesi arttıkça rekabet olumsuz

yönde etkilendiği için sabit döviz kuru dezavantaj oluşturmaktadır. Küreselleşme ile artan sermaye hareketleri ile gelişmekte olan ülkelerin dalgalı kur rejimleri uyguladığı fakat zaman zaman kurlara müdehale edilerek ara rejim uygulamayı tercih ettikleri tespit edilmiştir.

Güçlü (2004) çalışmasında, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için probit model kullanılarak ampirik bir analiz yapılmıştır. Ülkelerde makroekonomik istikrarın sağlanmasında döviz kuru sistemlerinin önemli yeri bulunmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin artması 1990 sonrası dönemde sabit döviz kurunun uygulanmasını zorlaştırmıştır. Sermaye hareketliliğinin olduğu bir ortamda hem kuru sabit tutmak hemde iç ve dış dengeyi sağlamak imkânsız gibi gözükmektedir. Sabit kurun uygulanmasıyla ekonomide kırılganlık seviyesi artmakta ve diğer ülke sorunlarıyla birleşince ekonomik krizlerin yaşanması muhtemel olarak artmaktadır. Ampirik analiz sonucuna görede ekonomilerde yaşanan krizler sonrasında kurlarda yaşanan belirsizlikler gelişmekte olan ülkelerde artmakta ve dalgalı kur sisteminin tercih edilmesine yol açmaktadır.

Mahfi Eğilmez (2013) yazısında, Türkiye uzun yıllar sermaye hareketlerini denetim altında tutarak, sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası izlemiştir. 1980'li yıllardan başlayarak sermaye hareketlerini serbest bırakırken dalgalı döviz kuru rejimi ve bağımsız para politikası uygulamasına geçmiştir. Türkiye'nin şuan ki durumu sermaye hareketlerinin serbest olmasına, dalgalı döviz kuruna ve bağımsız para politikasına dayalıdır. Para politikasının temel dayanaklarından birisi olan faizler, piyasada oluşmakla birlikte TCMB'nin kendi faizlerini belirleyerek, zorunlu karşılık oranlarını ya da içeriğini değiştirerek yönlendirmesiyle biçimlenmektedir. Bu yönlendirme yeteneği para politikasının bağımsızlığının göstergesidir.

Akçelik (2012) çalışmasında, Türkiye'de serbest kur rejimi uygulanmakta ve TCMB, kurlardaki dalgalanmalar nedeniyle, döviz piyasasına müdahale etmektedir. Uygulanan para politikası enflasyonu kontrol altına almayı amaçlamakta olup aynı zamanda kurlardaki hareketlenme karşısında döviz alımları yapılmaktadır. Bu bağlamda döviz rezervleri imkânsız üçlü hipotezinde önemli rol oynamakta ve olumlu etkileri

mevcuttur. Bu nedenle rezervlerin GSYİH'ya oranı arttığında para politikası, kur istikrarı ve sermaye hareketleri arasındaki politika değiş-tokuşunun (tradeoffs) öneminin azaldığı (mitigate) görülmektedir.

Süslü (2001) çalışmasında, 1990'lı yıllarda sermaye hareketleri serbestliği altında kur istikrarı tercih edilirken bağımsız para politikası hedefinden vazgeçilmişti. Dış ticaret işlemlerinin serbestleştirilmesi ile TL değer kaybına uğramış, buda enflasyonu arttırarak faizleri yükseltmiştir. Bu durum kamu açıklarının artmasına neden olmuş ve faizlerin yükselmesini etkilemiştir. Bu şartlar altında faizler yükselmeseydi sermaye çıkışları olacak, döviz fiyatındaki yükselmeler, para arzındaki daralmadan dolayı faizleri daha da yükseltecektir. Yaşanan gelişmeler imkânsız üçlü hipotezini doğrulamıştır. 1994 yılında hükümetin faizleri kontrol etmeye, yani para basarak faizleri düşürmeye çalışması krize neden olmuştur. İmkânsız üçlü hipotezinin öngördüğü gibi bu koşullarda dalgalanmaya açık tek değişken döviz kurları olduğu için döviz fiyatları büyük ölçüde artmıştır.

Güven Sak (2016) yazısında, Brookings Kurumu ve Tufts Üniversitesi'nden Michael Klein bir süre önce makro iktisadın birikiminden ne anlamamız gerektiğini bir cümlede özetlerken, "faiz oranı, döviz kuru ve sermaye hareketleri ile ilgili politika kararları birbiriyle uyumlu olmalıdır, kalanı teferruattır" demişti. İmkânsız üçlemenin makro iktisadın temeli olduğunu belirtmişti. Üçgenin her köşesi bir iktisat politikası kararını göstermektedir. Fakat ülkeler sadece ikisi üzerinde serbestçe karar alabilmektedirler. Mesela gelişmekte olan ülkelerden Türkiye'nin tasarruf probleminden dolayı sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçmesi mümkün değildir. Türkiye'nin mevcut durumunu arttırabilmesi için yabancı yatırımın ülkeye çekilmesi gerekmektedir. Bu durumda, üçleme, bir ikileme dönüşmektedir. Bu durumda ya faiz oranı serbest bırakılarak dalgalı kur rejimi uygulanacak ya da kuru sabitleyip faizi belirleme durumundan vazgeçilecektir.

Benlialper ve Cömert (2015) çalışmasında, gelişmekte olan ülke Türkiye için sermaye hareketlerinin temel makroekonomik değişkenler üzerinde net bir etkisi bulunmakta ve büyüme oranları ile sermaye hareketleri oldukça uyumlu hareket etmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketleri ve döviz kuru arasında oldukça yüksek

bir etkileşim olduğu düşünüldüğünde sermaye hareketlerinin döviz kuru, kredi ve bilanço hareketlerini etkilediği tespit edilmiştir. Gelişmiş ülkelerde döviz kurları sermaye hareketlerine duyarlı oldukları için ithalat fiyatlarını etkileyerek enflasyonu etkilemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon belirleyicisi merkez bankası değil, döviz kurları, sermaye gibi dış faktörler olmaktadır.

Yalçıner, Çetinkaya ve Çevik (2014) çalışmasında, fiili döviz kuru rejimini belirleyerek, TCMB tarafından açıklanan resmi döviz kuru rejimiyle uygulanmakta olan döviz kuru rejimi arasında farklılık olup olmadığı ve dalgalanma korkusu nedeniyle farklı döviz kuru rejim tercihlerine yönelme olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma dönemi 2003-2017 yıllarını kapsamakta olup, elde edilen sonuca göre Türkiye'de dört farklı 'de facto' kur rejimi uygulandığı tespit edilmiştir. Model döviz piyasasında baskıyı ifade eden EMP değişkenin katsayısına bağlı olarak ülkenin döviz kuru rejiminin esnekliği belirlenmeye çalışılmıştır. EMP değişkeninin her dönemde anlamlı çıkması, fiilen sabit kur rejimi uygulanmadığını ispatlarken EMP katsayılarının düşük çıkması fiilen ara rejimlerin uygulandığını göstermektedir. Ara rejimler dalgalanma korkusunu desteklemekte iki kutup hipotezini desteklememektedir. Sonuçlara göre Türkiye'nin 2014 yılından bu yana sabit kur rejimi uyguladığı tespit edilmiştir.

BÖLÜM 5

5 PANEL PROBİT MODEL

5.1 Data ve Metodoloji

Panel veri analizi zaman boyutuna ait yatay kesit verilerinin kullanılmasıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemidir (Greene, 1993: 464). Bu nedenle söz konusu analizlerin özelliği yatay kesit serileri ile zaman serilerini bir araya getirmek suretiyle zaman ve kesit boyutunda veri setinin meydana gelmesine imkân sağlamaktadır. Bu avantajın yanında panel veri analizlerinin ilave avantajları da söz konusudur. Yatay kesitlerinde sadece birimler arasındaki farkı ortaya koyarken panel veri kullanılan modellerle yapılan çalışmalarda hem birimler hem de birimse zaman içinde gerçekleşen değişimler de izlenebilmektedir. Ayrıca panel veri analizi yatay kesit ya da zaman serilerinden daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak sağlamaktadır.

"Nitel Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modelleri olarak adlandırılan Bağımlı değişkenin kukla değişken olduğu panel veri modelleri,

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it} \qquad (1)$$

şeklinde tanımlanmaktadır.

Denklem (1) de u hata terimini ifade ederken βX_{it} açıklayıcı değişkenlerin vektörünü ifade etmektedir. Ayrıca denklem (1) deki β, tahmin edilen parametre vektörünü göstermektedir. Y_{it}, iki seçenekli bağımlı değişkeni göstermektedir ve t zamanında i.nci

birim için istenilen olayın gerçekleşmesi halinde Y_{it} =1 değerini, gerçekleşmemesi durumunda ise yit=0 değerini alacaktır. Bu durumda Y_{it} nin beklenen değeri;

$$Y_{it} = 1\ ise\ P_{it} = P(y_{it} = 1) \quad (2)$$

$$Y_{it} = 0\ ise\ 1 - \ P_{it} = P(y_{it} = 0) \quad (3)$$

Olmak üzere

$$E\ (y_{it}) = 1\ P_{it} + 0(1 - P_{it}) = \ P_{it} \quad (4)$$

şeklinde gösterilir.

Bu çalışmada 2006-2016 yılları arsındaki verilerle 14 gelişmekte olan ülke modele dâhil edilecektir. Modele dâhil edilecek olan ülkeler, Türkiye, Çin, Rusya, Meksika, Brezilya, Endonezya, Polonya, Bulgaristan, Filipinler, Tayland, Kolombiya, Macaristan, Romanya ve Şili olarak analize dâhil edilmiştir. Yıllık verilerin kullanıldığı analizde ülkelerin döviz kuru rejim tercihi, İkili Tercih Panel Probit yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Analize konu olan değişkelerin tümü Dünya Bankasının World Development Indicators ve OECD internet sitelerinden elde edilmiştir. Literetürde genellikle IMF'in döviz kuru sınıflandırması sabit, orta ve dalgalı rejimler olmak üzere üç kategoriye ayrılmaktadır. Çalışmada Kılavuz ve Diğerleri (2011) tarafından uygulanan modele benzer şekilde bağımlı değişken olarak, döviz kuru rejimi, sabit (fixed) ve dalgalı (floating) olmak üzere 2 gruba ayrılmıştır. Farklı ülkelerde farklı yıllarda uygulanan döviz kuru tercihlerine ilişkin bağımlı değişken IMF'nin yıllık olarak yayınladığı Döviz Kuru Düzenlemeleri ve Kısıtlamalarına ilişkin Yıllık Raporlar (Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions- AREAR)'dan alınmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler tablo 5-1'de izlenebilmektedir.

Tablo 5-1 Modele Konu Olan Değişkenler, Kısaltmaları ve Hesaplanışı

KISALTMALR	DEĞİŞKENLER	HESAPLANIŞ
Dışa	Dışa açıklık oranı	İthalat ve ihracat miktarı / GSYİH
Serg	Ülkeye giren sermaye	Portföy Yatırımları +Doğrudan Yatırımlar / GSYİH
Gsyih	Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla Büyüme Oranı	Bir Önceki yıla göre Yıllık GSYİH Oranı artışı
Enf	Enflasyon	Ülke GSYİH Deflatörleri- ABD GASYİH Deflatörü
Reeldk	Reel Döviz Kuru	Yurtdışı Fiyatların Ulusal Para Cinsinden Değeri / Yurtiçi Fiyatlar

5.2 Modele Konu Olan Bağımsız Değişkenlerin Kur Rejimiyle İlişkileri

5.2.1 Dışa Açıklık Oranı ile Kur Rejimi İlişkisi

Dışa açıklık oranı olarak çalışmada ithalat ve ihracat miktarı / GSYİH formülü kullanılmıştır. Teorik anlamda bir ülkenin dışa açıklık gücü arttıkça sabit döviz kuru uygulamasına geçilmesi ve ortak para alanına geçilmesi o derece fayda sağlamaktadır. Özellikle optimum para alanı düşüncesine göre sabit döviz kuruna geçilmesi sonucunda belirsizliklerin ortadan kalkmakta ve ülkeler arasındaki ticaret teşvik edilmektedir. Söz konusu düşüncede sabit döviz kuru, kur belirsizliğini ortadan kaldırması ve uluslararası ticareti teşvik etmesi açısından da avantaj sağlamaktadır.

5.2.2 Ülkeye Giren Sermaye ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi

Sermaye girişleri (Portföy Yatırımları +Doğrudan Yatırımlar) / GSYİH olarak ifade edilmiştir. Teorik anlamda yüksek sermaye girişi olduğu dönemlerde sabit döviz kurunun avantajından söz edemeyiz. Bunun nedeni talep şoku yurtiçi faiz oranlarını yükseltecek ve sermaye girişinde bir artış yaşanacaktır. Sabit döviz kurunu korumak zorunda olan merkez bankaları rezervlerinde ciddi kayıplarla karşı karşıya gelebilecektir. Dalgalı döviz kurunda ise, faiz oranlarının yükselmesi döviz kurunda değerlenmeye yol açacağından bu durum doğrudan ihracatı olumsuz yönde etkileyebilecektir. Böylece sermaye hareketliliği düşükse, sabit döviz kuru uygulamasının daha avantajlı olduğu söylenebilir.

5.2.3 GSYİH ile Kur İlişkisi ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi

Büyüme oranı Bir Önceki yıla göre Yıllık GSYİH Oranı artışı olarak ifade edilmiştir. Optimum para alanı yaklaşımında ekonomi büyüdükçe bu durumdan döviz kuru rejiminin esnekliği pozitif etkilenir. Buradan çıkarılacak sonuç ülke küçükken sabit döviz kuru seçimi daha mantıklıyken ekonomileri büyük ülkelerin dalgalı döviz kuru tercih etme eğilimi artacaktır.

5.2.4 Enflasyon ile Kur İlişkisi ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi

Döviz kuru rejimlerinin belirlenmesinde enflasyon oldukça önemli bir paya sahiptir. Genelde enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde ve uzun yıllar yüksek enflasyon yaşayan ve merkez bankası güvenilirliği düşük olan ülkelerde sabit döviz kuru tercih edilirken düşük enflasyonun seyrettiği ülkelerde dalgalı kur tercih edilmemektedir.

5.2.5 Reel Döviz Kuru ile Kur Rejiminin Sürdürülebilirliği İlişkisi

Yurtdışı Fiyatların Ulusal Para Cinsinden Değeri / Yurtiçi Fiyatlar şeklinde ifade edilmiştir. Teorik olarak kur arttıkça serbest kur tercihi olumlu etkilenmektedir.

5.3 Birim Kök Testleri

Zaman serileri analiz edilirken çoğu makroekonomik zaman serisinin durağan olmadığı, diğer bir ifade ile birim kök içerdiği göz önünde tutulmalıdır. Birim kök, serilerde ana karakteristik köklerinin mutlak değerlerinin 1'e eşit olması anlamına gelmektedir. Bu durumun sağlanmadığı, birim kök içeren serilerden ulaşılacak sonuçlarda regresyon tahminleri sağlıklı ve güvenilir olamamakta, sahte ve yanıltıcı tahminlere neden olmaktadır. (Gujarati, 2004:792). Bu durumu ortadan kaldırmanın yolu zaman serlerine birim kök testi uygulamaktır. Birim kök testleri için Y_{it} serisinden meydana getirilen birinci derece otoregresif süreci içine alan basitleştirilmiş model denklem (1) deki gibidir.

$$y_{it} = PY_{it-1} + \varepsilon_{it} \qquad -1 \leq p \leq 1$$

$$y_{it} = PY_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad -1 \leq p \leq 1 \qquad (1)$$

Eşitlik 1 de p, birim kök testinin otoregresif katsayısını ifade etmekte olup p mutlak değer değeri 1 den küçük ise birim kökün içermediği sonucuna ulaşılmaktadır. Bununla birlikte mutlak değer p değeri 1 e eşit ise seri durağan değildir ve birim kök taşımaktadır sonucuna ulaşılmaktadır (Maddala, 1992:581-582)

Çalışmada kullanılacak iki birim kök testinden biri Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen Augmented Dickey-Fuller (ADF) testidir.

$$\Delta Y_t = PY_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = PY_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad (2)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + PY_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha + PY_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (3)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta t + PY_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta t + PY_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (4)$$

(3), (4) ve (5) numaralı denklemlerdeki ΔY_t analize konu olan değişkenin birinci farkını ifade etmektedir. Denklemlerdeki k gecikme uzunluğunu, t zaman trendini , ΔY_{t-1} bir dönem gecikmeli fark terimini, ε_t ise hata terimini ifade etmektedir. ADF testlerinde H_0 ve H_1 olmak üzere iki hipotez kurulmakta olup boş hipotez, serinin birim kök içerdiğini iddia etmektedir. Sonuçta boş hipotezin ret edilememesi birim kökün varlığı sonucunu doğuracaktır.

Tablo 5-2 ADF Birim Kök Test Sonuçları

	Test İstatistikleri		Kritik Değerler	
Değişkenler	**Seviye Değeri**	**Birinci Fark**	**1%**	**5%**
dışa	-3,28 (8)	-4,58(5)***	-4,10	-3,45
serg	-3,15 (6)	-3,40(3)**	-4,10	-3,45
gsyih	-2,88(1)	-5,18(0)***	-4,90	-3,45
enf	-2,39(8)	-3,54(5)**	-4,10	-3,45
reeldk	-1,74(1)	-11,21(0)***	-4,90	-3,45

Not: *,**,*** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlı olduklarını, parantez içindeki değerler ise, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ile belirlenen optimal gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo (5-2) gibi değişkenlerden hiçbiri seviyesinde durağan değilken birinci dereceden farkları alınarak durağan hale getirilmiştir.

İktisadi zaman serileri genellikle durağan olmayan serilerdir. Durağan olmayan zaman serileri birim kök içermelerinden dolayı bu tür değişkenlerle kurulan regresyon modellerinde sahte regresyon sorunu ile karşılaşıldığı için yaptığımız ADF Birim kök testi yanında değişkenlerin bütünleşme mertebelerinin belirlenmesi amacıyla Ng ve Perron (2001) tarafından geliştirilen birim kök testi kullanılacaktır. Ng-Perron birim kök testi özellikle PP (Phillips-Perron) testlerinde ortaya çıkan hata teriminin hacmindeki boyut dağılımı çarpıklığını düzeltmek için M-testleri olarak geliştirilen yeni birim kök testidir. Bu testler, literatürde Phillips-Perron (PP)testleri olarak bilinen Z_α ve Z_t testlerinin modifiye edilmiş hali olan MZ_α ve MZ_t testleri, Bhargava tarafından geliştirilen birim kök testinin modifiye edilmiş hali olan MSB testi ve ADF-GLS testinin modifiye edilmiş hali olan MPT testidir. Ng-Perron birim kök testinde kullanılan MZ_α, MZ_t, MSB ve MPT test istatistikleri aşağıda gösterildiği şekilde hesaplanabilmektedir (Altunöz, 2013, s.26-52)

$$MZ_\alpha = Z_\alpha + (T/2)(\hat{\Theta}_1) \quad (5)$$

$$MSB=\left(T^{-2}\sum_{t=1}^{T} Y_{t-1}^{2}/s^{2} \right)^{1/2} \quad (6)$$

$$MZ_t = MSB * MZ_\alpha \quad (7)$$

$$MPT=\left[\bar{c}T^{-2}\sum_{t=1} Y_{t-1}^{2} - \bar{c}T^{-1}Y_t^2 \right]/S_{AR}^2 \quad (8)$$

Temel hipotezler bakımından Ng-Perron birim kök testinde hesaplanan MZα ve MZt testleri ile MSB ve MPT testleri farklılık göstermektedir. MZα ve MZt testlerinde sıfır hipotezi, birim kökün varlığını, MSB ve MPT testlerinde ise sıfır hipotez birim kökün yokluğunu ifade etmektedir. MZα ve MZt test istatistiklerinin Ng-Perron (2001) tarafından hesaplanan kritik değerlerden küçük olması halinde temel hipotez reddedilememektedir. Ancak MSB ve MPT test istatistiklerinin söz konusu kritik değerlerden küçük olması durumunda temel hipotez reddedilmektedir. Kamu kesimi iç borçlanmasının özel yatırım harcamaları üzerinde etkisinin araştırıldığı Ng-Perron test sonuçları tablo (5-3) da izlenebilmektedir.

Tablo 5-3 Analizde Kullanılan Değişkenlerin Düzey Değerlerine Uygulanan Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	MZ_a	MZ_t	**MSB**	**MPT**
dışa	-12,4212*(0)	-3,30934*(0)	0,1814*(0)	9,3121*(0)
serg	-71,1211(2)	6,0444(2)	0,0912(2)	1,3312(2)
gsyih	-8,1882(0)*	-1,7123(0)	0.2311*(0)	12,9811*(0)
Enf	-19,0811(1)	-3,1212(1)	0.1512(1)	4,5771(1)
reeldk	-4,2222*(0)	-1,2966(0)	0,2996*(0)	17.2287*(0)

Not: Ng-Perron birim kök testi maksimum gecikme uzunluğu 7 ve gecikme uzunluğu Schwarz(SIC) bilgi kriteri kullanılarak belirlenmiştir. Parantez içindeki değerler hesaplanan gecikme uzunluklarıdır. Kritik değerler Ng ve Perron (2001) tablo1 den alınmıştır. *,%5 anlamlılık seviyesinde birim kökün varlığını ifade etmektedir.

Tablo (5-4) da görüldüğü gibi serg ve enf değişkenlerine uyguladığımız Ng-Perron birim kök sonuçlarına göre düzeyde durağan (I(0))değişkenler olmadığı, dışa, gsyih ve reeldk değişkenlerinin ise düzeyde durağan (I(0))değişkenler olduğu anlaşılmaktadır. Düzeyde durağan olmayan değişkenlerin bütünleşme mertebelerinin belirlenmesi için ilgili değişkenlerin birinci farklarına uygulanan Ng-Perron birim kök testi sonuçları tablo 5,4'de izlenebilmektedir.

Tablo 5-4 Analizde Kullanılan Değişkenlerin Birinci Farklarına Uygulanan Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	MZ_a	MZ_t	**MSB**	**MPT**
Δdışa	-9,2112*(0)	3,12114*(0)	0,21001*(0)	2.8978*(0)
Δserg	-	-	-	-
Δgsyih	-11,2112*(0)	-2,20121*(0)	0,1087*(0)	2,2112*(0)
Δenf	-	-	-	-
Δreeldk	-12,2011(0)	-2,40121*(0)	2.1219*(0)	2,1219*(0)

Not: Ng-Perron birim kök testi maksimum gecikme uzunluğu 7 ve gecikme uzunluğuSchwarz(SIC) bilgi kriteri kullanılarak belirlenmiştir. Parantez içindeki değerler Hesaplanan gecikme uzunluklarıdır. Kritik değerler Ng ve Perron (2001) tablo1 den alınmıştır. *,%5 anlamlılık seviyesinde birim kökün varlığını ifade etmektedir.

Her iki testte de zaman serilerinin tümü için durağanlıkların sağlanmasının ardından

$Y_{it} = 1$, eğer t yılda i ülkesi tarafından uygulanan rejim sabit döviz kuru ise

$Y_{it} = 0$, eğer tyılında i ülkesi tarafından uygulanan rejim serbest döviz kuru ise

Çalışmada elde edilen Panel Probit Model'i tahmin sonuçları Tablo 5-5'de gösterilmiştir.

Tablo 5-5 Panel Probit Model Tahminleri

DEĞİŞKENLER	KATSAYI	STANDART HATA	z-İSTATİSTİĞİ	OLASILIK
Dışa	-0.00012	0.0053	-0.1211	0.8812
Serg	7.198	6.351	1.4120	0.0917
Gsyih	-0.081	0.041	-1.7612	0.0512*
Enf	0.0712	0.0211	2.512	0.0158*
Reeldk	-0.09132	0.0254	-2.865	0.0050**
Sabit	-0.412	0.512	-0.8812	0.5121
Mc Fadden R-Squared		0.391		
Log Likelihood		-39.213		
Kısıtlı Log Likelihood		-66.137		
LR Statistic		51.231		
Prob (LR Statistic)		0.000		

Panel probit model tahmin sonuçlarına göre, dışa açıklık ile sabit döviz kuru arasındaki ilişki teorik beklentilerin tersi bir sonuç vermiştir. Elde edilen tahmin sonucuna göre dışa açıklık arttıkça, sabit döviz kuru tercihi azalmaktadır. Fakat sonuç istatistiksel olarak anlamsızdır. Tahmin sonuçlarına göre ülkeye giren sermaye miktarındaki artış teorik beklentilerin tersine sabit döviz kuru beklentisini arttırmaktadır. Bununla birlikte sonuç istatiksel olarak anlamsızdır. Elde edilen büyüme ile ilgili tahminler teorik beklentiler doğrultusunda dalgalı döviz kuru lehine olmuştur. Büyük bir ekonomi olan Türkiye ekonomisinde dalgalı döviz kuru desteklenmiştir. Enflasyon katsayısının pozitif değer alması enflasyonun artması ile sabit döviz kuru tercihinin de arttığını ifade etmekte olup teorik beklentilerle aynı yöndedir. Son olarak reel döviz kuru tahmininin de teorik beklentiler doğrultusunda negatif çıktığı izlenebilmektedir. Bu sonuca göre reel döviz kurundaki artış, sabit döviz kuru tercihini ters yönde etkilemektedir. LR istatistiğine göre, model bir tümüyle anlamlıdır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Döviz kuru rejimlerinin önemi ülke piyasalarını etkilemesi ve ülkeler arası ekonomik ilişkilerin geliştirilmesinde önemli yer tutmaktadır. Kurların ne tür bir yol izleyeceği konusunda döviz kuru rejimleri, ülkelerin politik ve ekonomik koşullarına göre değişmektedir. Eğer ülkede döviz kuru istikrarı ön planda ise para politikası bağımsızlığından veya sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçmek gerekmektedir. Fakat bir ülkede kriz ortamının oluşması muhtemel ve reel şoklara karşı dirençsiz ise dalgalı döviz kuru veya para politikası bağımsızlığı tercih edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu döviz kuruna dayalı istikrar programlarını uyguladıklarında ödemeler bilançosunda dengesizlikler meydana gelmekte ve buna dayalı döviz krizleri kaçınılmaz olmaktadır. Kriz yaşayan ülkelerin çoğu sermaye kontrolünün bulunmadığı ülkelerdir. Sermaye kontrolünün olmadığı bir ekonomide de ya para politikası bağımsızlığından ya da kur istikrarından vazgeçilmesi gerekmektedir. Son zamanlarda artan sermaye hareketleri finansal serbestleşmenin yaygınlaşmasını arttırmış ve ülkeler finansal entegrasyonun artmasıyla imkânsızlık üçgeninin alt kenarını tercih ederek ya kur istikrarından ya da para politikası bağımsızlığından vazgeçmek zorunda kalmışlardır.

Bu çalışmada, imkânsız üçlü hipotezinde gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru rejim tercihleri incelenmiştir.

Birinci bölümde, imkânsız üçlü hipotezini oluşturan temel kavramlardan döviz kuru rejimlerinin sınıflandırmalarından bahsedilmiştir. Kur rejimleri esas olarak sabit ve dalgalı kur rejimi olarak iki başlıkta toplanmaktadır. Sabit kur rejiminde merkez bankası yerli paranın yabancı para karşısındaki kurunu belirler ve ilan eder. Merkez bankası değiştirene kadar kurlar aynı şekilde devam eder. Dalgalı kur rejiminde ise kurlar serbest piyasada belirlenir. Kurlar merkez bankası onayı beklemeden piyasadaki arz ve talebe göre değişkenlik gösterir. Ara rejimler genellikle kriz ortamı sağladıkları için

pek tercih edilmemektedirler. Son yıllarda döviz kuru rejimi sınıflandırmalarına bir yenisi daha eklenmiş 'de facto' ve 'de jure' sınıflandırmaları ortaya çıkmıştır. Fiili ve resmi olarak uygulanan döviz kuru rejimleri arasındaki farklılıklar yükselen piyasa ekonomilerinde dalgalı kur rejimin benimsenmesiyle daha da artmakta ve dalgalanma korkusu kaçınılmaz olmaktadır.

İkinci bölümde, döviz kuru rejimi ile alakalı teorik yaklaşımlara yer verilmiştir. Sabit ve dalgalı döviz kurları arasındaki uçtan uca belirsizliğinin ortadan kaldırılması konusunda teorik yaklaşımlar ele alınmıştır. İlk olarak uluslararası para sisteminin tarihsel gelişimlerine değinilmiştir. Uluslararası para sistemi altın standardı, Bretton Woods dönemi ve Bretton Woods sonrası dönem olarak farklı evrelerde ele alınmıştır. Temel yaklaşımlardan ilki Mundell-Fleming modelidir. Model, tam sermaye hareketliliğinden hareketle döviz kurlarını açıklamaya çalışmaktadır. Mundell-Fleming modeli iki önemli çalışmanın gelişmesini sağlamaktadır. Bunlar imkânsız üçlü ve kutuplaşma hipotezidir. İmkânsız üçlü hipotezi geniş bir yelpazede incelenmektedir. "Impossible Trinity" (İmkânsız Üçleme) hipotezi sermaye hareketlerinin serbestliği, bağımsız para politikası ve sabit döviz kuru uygulanmasını aynı anda gerçekleştirememekte olup çalışmada ülkelerin üçünü aynı anda uygulamasının imkânsız olduğu açıklamaktadır. Kutuplaşma hipotezine göre ise ya sabit ya da dalgalı kur rejimi tercih edilecektir. İkinci teorik yaklaşım ise optimal para alanı yaklaşımıdır. Teoriye göre, ülkelerin ulusal para birimlerinin değerinin belirlenen kurlar üzerinden sabitlenmesi ve birliğe üye ülkelerin para birimlerinin, birliğe üye olmayan ülkelerin para birimleri karşısında serbestçe dalgalanabilmesidir. Optimal para alanı teorisi bir bölgede oluşturulan parasal birliğin fayda ve maliyet analizini yapmaktadır.

Üçüncü bölümde, döviz kuru rejimlerinin makroekonomik performanslarına değinilmiştir. Makroekonomik etkiler sabit ve dalgalı döviz kuruna göre değişmektedir. Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru rejimlerinde meydana gelen değişikliklerin arkasında büyüme, enflasyon, ithalat ve ihracat gibi makroekonomik değişkenlerin rol oynadığı görülmektedir. Sabit döviz kuru, para politikası üzerinde baskı oluşturarak enflasyonist beklentinin aşağı çekilmesine neden olmaktadır. Ayrıca devalüasyon ile hükümetlere kura müdahale ortamı sağlanmaktadır.

Dalgalı döviz kuru, spekülatif sermaye hareketlerini hızlandırarak oynaklığı arttırmakta ve ticari dengesizliklere daha kolay imkân sağlamaktadır. Ülkelerin yapısal özelliklerinin bilinmesi makroekonomik yapılarının daha iyi kavranması ve ekonomik performansın arttırılması açısından önem arz etmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, hızlı ekonomik büyümeleri ve dünya ekonomisindeki etkilerinin artmasıyla öne çıkmaktadırlar.

Beşinci bölümde, 2006-2016 yılları arasındaki verilere göre 14 gelişmekte olan ülkede döviz kuru rejim tercihleri ikili tercih panel probit yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir. Modele konu bağımlı ve bağımsız değişkenler mevcuttur. Çalışmada iki birim kök testi kullanılmıştır. İlki Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen Augmented Dickey-Faller (ADF) testi diğeri ise Ng-Perron testidir. Panel probit tahmin sonuçlarına göre gelişmekte olan ülkerde dalgalı kur rejimi tercihin yaygınlaştığı gözükmektedir.

Çalışmada gelişmekte olan ülkelerin seçilip incelenmesinin temel nedeni ekonomik ve gelişmişlik düzeyleri olup sermaye serbestleşme sonrasında her ülkede aynı sorunların yaşanmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerin en önemli temel özellikleri büyüme hızları, dış ticaret artışları, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve yüksek enflasyon problemidir. Çalışmamızda modele konu bağımsız değişkenlerden dışa açıklık oranı sabit döviz kuru ile teorik beklentilere göre ters bir sonuç vermiştir. Teorik beklentilere göre küreselleşmenin etkisiyle ülkeler hızlı bir büyüme içerisine girmekte ve uluslarası ticaret hacimlerinin artmasıyla dışa açılmalar artmaktadır. Bir ülkenin dışa açıklık gücü arttıkça sabit döviz kuru uygulamasına geçilmesi gerekmektedir. Dışa açıklık ekonomik büyüme sağlamaktadır. Dışa açıklık ülkelerin kalkınmasında gerekli olmakta, ekonomik ilişkilerin ithalat alanında gelişmesi cari işlemler dengesizliğini oluşturmaktadır. Türkiye dâhil birçok gelişmekte olan ülke cari açık sorunu ile karşı karşıyadır. Cari açık işlemlerinde devlet müdahalesiyle döviz kuru politikaları önemli rol oynamaktadır.

Modele konu bağımsız değişkenlerden bir diğeri ülkeye giren sermayedir. Teorik beklentilere göre ülkeye giren sermaye oranı arttıkça sabit döviz kurundan söz edilmemektedir. Fakat model sonucuna göre aksi durum söz konusudur. Ülkelerde faiz oranlarının artması ile yüksek sermaye girişleri yaşanmakta ve ulusal para değer

kazandığı için ihracat gerilemektedir. Yoğun sermaye girişi krizlere neden olduğu için dalgalı döviz kuru tercih sebebidir. Gelişmekte olan ülkelerin yüksek büyüme hızı etkisiyle tercihlerini yabancı sermaye hareketleri yönünde kullanmaktadırlar. Son yıllarda birçok gelişmekte olan ülkede finansal serbestleşmenin ekonomik gelişmeyi sağlayacağı beklentisiyle, sermaye girişlerinde artış söz konusu olmakta, ilgili ülkeler büyümelerini bu kaynaklarla finanse etmek istemektedirler. İlk aşamalarda uzun vadeli doğrudan yatırımlar daha sonra kısa vadeli portföy yatırımları olarak gerçekleşmiştir.

Modele konu diğer değişkenimiz büyüme oranıdır. Teorik beklentiler sonucunda ülkeler hızla büyüdükçe döviz kurlarındaki esneklikler artmaktadır. Modele göre tahmin sonucu teorik beklentilere göre anlamlıdır. Küresel ekonomide son 10 yılda gelişmekte olan ülkerde büyüme oranlarının arttığı gözlenmektedir. Özellikle Türkiye GSYH'sini ve kişi başına gelirini ciddi biçimde artırmış, büyümede potansiyel büyüme oranını yakalamış, enflasyonu ve bütçe açığını önemli oranda düşürmüştür. Türkiye 2009 yılında geçirdiği krizden uyguladığı mali disiplin, yapısal reformlar ve para politikaları ile hızla çıkan ülkelerden birisi olmuştur. Verimlilik artışın dayalı büyüme stratejileri benimsenmiştir.

Modele konu bir diğer değişken enflasyondur. Teorik beklentilere göre enflasyonun yüksek olduğu ülkeler sabit döviz kurunu tercih eden ülkelerdir. Model sonucu enflasyon ve sabit döviz kuru ilişkisinin anlamlı olduğunu belirtmektedir. Türkiye'nin ve gelişmekte olan ülkelerin bugün uyguladıkları modelde enflasyon hedeflemesi şeklindedir. Türkiye bağımsız bir merkez bankasına sahip olup, dalgalı kur rejimini uygulamaktadır. Merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Türkiye'de öncelikli amaç fiyat istikrarı olmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerde temel amaçlar; büyümeyi sağlamak, hükümetin kontrol mekanizması olmak ve enflasyon kontrolü sağlamak gibi çeşitlenmektedir. Dışa açık ekonomilerde merkez bankası enflasyon hedeflemesi belirlediyse kur istikrarını sağlayan bir politika uygulaması imkânsızdır. Enflasyonu düşürmek isteyen merkez bankası faizleri yükselterek ulusal para değerinde artış sağlayacak ve yabancı sermaye yatırımlarını ülkeye çekecektir. Yerli para aşırı değerlendiği için bu durumda sermaye kısıtlarına gidecektir. Bu durumda merkez bankası para politikası bağımsızlığını ve sermaye

serbestisinin gerçekleşmesini istiyorsa kur istikrarından vazgeçmelidir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tasarruf oranlarının düşük olması nedeniyle, yabancı sermaye girişine bağlı elde edilecek katkıların, faiz ve kur politikalarının birinden vazgeçme durumunu ortaya çıkarmaktadır

Bu bağlamda bu çalışmaya göre gelişmekte olan ülkelerden Türkiye uzun yıllar boyunca sermaye hareketlerini sınırlandırarak sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası uygulamıştır.

1980 sonrası uygulanan döviz kuru rejimlerine bakıldığında, öncesine benzer kur rejimlerine rastlanabilir. 1980 başında ulusal sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir parçası olan küreselleşme ile ulusal piyasaların sınırlarının ortadan kalkmasıyla Türkiye etkilenmiş ve kur rejimleri dalgalanmaya, sermaye hareketleri serbestleşmeye bırakılmıştır. 1990 yılı sonuna kadar resmi olarak kurun piyasada serbestçe belirlendiği, fakat TCMB'nin müdahaleleri ile kur tarafının hiçbir zaman serbest kullanıma bırakılmadığı söylenebilir. TCMB kurun belli bir bant aralığında hareket etmesini sağlamaktadır.

Türkiye 2000 yılından bu yana sabit kur politikası karşısında, enflasyon düşürmeyi hedeflemiş fakat gerçekleştirememiştir. Çalışmamızda 2006-2016 yılları verileri incelendiğinde enflasyon hedefinin gerçekleştirilemediği tespit edilmiştir. Son 5 yıldır Türkiye'de belirlenen enflasyon hedeflemesi %5 olup, 2011 yılında %10,40, 2012'de %6.20, 2013'te 7.40, 2014'te 8.20, 2015'te 8.80 ve 2016'da 8.50 olarak gerçekleşmiştir. TCMB dalgalı kur rejimi uygulamasına geçtiği yıllardan bu yana aynı uygulama devam etmektedir. Uygulanmakta olan döviz kuru rejiminde TCMB'nin herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. 2006-2016 yılları arasında Para ve Kur Politikası Raporunda TCMB, Türk lirasının iktisadi temellerle uyumlu olmayan bir şekilde aşırı değerlenmesi veya değer kaybına karşı kayıtsız kalmayacağı, döviz kurlarında gözlenebilecek aşırı oynaklıkların yakından takip edileceği belirlenmiştir. Türkiye uzun yıllar piyasada yüksek faiz düşük kur politikası izlemiştir. Faizi düşük tutup, kurun yükselme biçimini benimsemiş fakat enflasyon kontrolden çıkmaya başlamıştır. Merkez bankası son dönemlerde yüksek kur, yüksek faiz ve yüksek enflasyon politikaları ile karşı

karşıyadır. Aslında Mundell-Fleming modeline göre bir ülke yüksek kur politikası tercih etmişse düşük faiz politikası uygulamalıdır.

Son dönemlerde hükümetin istekleri doğrultusunda hem paranın değerli olması hem faizin düşük olması hem de enflasyonun düşük olması imkânsızdır. Bu istekler ekonomiye ciddi zararlar vermektedir. Aynı zamanda negatif reel faizin ortaya çıkması ile imkânsız üçlü kavramı tam olarak anlaşılmış ve bağımsız para politikası tercihi yapılarak kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır.

Dalgalı kur rejiminin yaygınlaşması ile aslında gelişmekte olan ülkeler ve özellikle Türkiye geçirdiği durumlar nedeniyle, yeni bir imkânsız üçleme modeline odaklanmıştır. Aslında bu yeni modelin altında hükümet ve merkez bankası politikalarının çatışması bulunmaktadır. Yüksek faizin bir bedeli olduğu için hükümetler faiz indirme konusunda ısrarcı davranmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler yoğun bir ekonomik yapıya sahip olmaları nedeniyle düşük faiz talep etmektedirler. Çünkü yüksek faiz uygulandığında yatırımlar düşmekte, para birimi değerlenmekte ve ekonomi belirlenen potansiyel seviyenin altında kalmaktadır. Ülkeler hangi politikayı tercih etmek istiyorsa ona göre ekonomi politikası belirlemek zorundadır. Eğer döviz kuru istikrarı hedefliyorsa, sermaye serbestisi ve bağımsız para politikasından vazgeçecektir. Eğer faiz hedefliyorsa, sermaye serbestisini hedef seçip, kur istikrarı veya bağımsız para politikasından vazgeçecektir.

KAYNAKÇA

Admati, Anat R., DeMarzo, Peter M., Hellwig, Martin F. & Pfleiderer, Paul. (2013). The Leverage Ratchet Effect, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn.

Aizenman, J., & H. Ito, (2012). Trilemma policy convergence patterns and output Volatility", NBER Working Paper, No: 17806, (çevrimiçi) http://www.nber.org/papers/w17806 indirme tarihi: 8 Ocak 2017.

Aizenman, J., Chinn, M.D. & H, Ito. (2008). Assessing the Emerging Global Financial Architecture, Measuring the Trilemma's Configuratıons Over Time, NBER Working Paper, No: 14533, (çevrimiçi) http://www.nber.org/papers/w14533 indirme tarihi: 8 Ocak 2017.

Aizenman, J., M.D. Chinn & H. Ito. (2010). The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations, *Journal of International Money & Finance*, Vol. 29, No. 4, p. 615-641.

Akcelık, Y., O. Çörtük & I.M. Turhan, (2012). "Mitigating Turkey's Trilemma Tradeoffs", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Working Paper, No: 12/29.

Al, İ. (2011). Uluslararası Parasal Sistemde Alternatif Arayışlar, Dünya Parasının Uygulanabilirliği, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı No.29, s.131-142.

Altunöz, U. (2013). Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerinde Etkisi, Türkiye Örneği, Uludağ Journal of Economy and Society Cilt/Vol. XXXII, Sayı/No. 2, 2013, pp. 25-53.

Altunöz, U. (2013). Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerinde Etkisi: Türkiye Örneği. Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi, 32(2), 26-52.

Arı, A. (2010). Dalgalanma Korkusu ve Döviz Kuru Geçiş Etkisi, Journal of Yaşar University, 2010 17(5) 2832-2841.

Asea, Patrick. K., Corden, W. Max. (1994). The Balassa-Samuelson Model: An Overview, Working Paper, 710.

Ayhan, A. D. (2008). Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi: Türkiye Örneği, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Adana.

Benlialper, A., H. Cömert (2015a), "Implicit Asymmetric Exchange Rate Peg under Inflation Targeting Regimes: The Case of Turkey", Cambridge Journal of Economics, doi:10.1093/cje/ bev073, First Published Online November 12, 2015.

Berg, A., Christopher J. J., Mark R. S. & Alessandro Z. (2003). Re-establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience, IMF Working Paper, No: WP/03/76.

Berke, B. (2009). Tam Dolarizasyonun Makroekonomik Politika Yansımaları, Electronic Journal of Social Sciences, ISSN:1304-0278 V.8 N.27, s.126-147.

Bofinger, P. ve Wollmershaeser, T. (2001). Managed Floating, Understanding The New International Monetary Order, Centre for Economic Policy Research, www.cepr.org/pubs/dps/DP3064.asp.

Boughton, J. M. (2002). Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System, IMF Working Paper 02/52.

Branson, W. H. (2001). Intermediate Exchange-Rate Regimes for Groups of Developing Countries, Don't Fix Don't Float, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing.

Calvo, Guillermo A. & Mishkin, Frederic S. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries the Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 4. S. 99-118.

Calvo, Guillermo-Carmen Reinhart (2002). Fear of Floating, Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, No. 2, s.379–408.

Cortuk, O. & N. Sıngh, (2011). "Turkey's trilemma trade-offs: is there a role for reserves", MPRA Paper No. 33887, posted 5. October 2012, (çevrimiçi) http://mpra.ub.uni-muenchen.de/33887/, indirme tarihi: 12 Ocak 2013.

Cömert, H. (2016). İmkânsız Üçleme 'den İmkânsız İkilem'e: Bretton Woods Dönemi ve Sonrası Para Politikası, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve *İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 34, Sayı 1, 2016, s. 115-136.

Crockett, A. (1994). Monetary Implications of Increased Capital Flows, in Changing Capital Markets, Implications for Monetary Policy, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Eğilmez, M. (2012). Ekonomik Krizleri Anlama Rehberi. Kendime Yazılar. 15 Kasım 2012. Erişim Tarihi 15.01.2017.(çevrimiçi) http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/ekonomik-krizleri-anlama-rehberi_15.html

Eğilmez, M. (2013). "İmkânsız Üçleme ya da Üçlü Açmaz", Kendime Yazılar, 5 Mart 2013, (çevrimiçi) http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/imkansz-ucleme-ya-da-uclu-acmaz.html , indirme tarihi: 18 Kasım 2016.

Eichengreen, B. (1994). International Monetary Arrangements for the 21st Century, Washington D.C., Brookings Institute.

Fischer, S. (2001). "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, s. 3-24.

Frankel, A. Jeffery. & Rose, K. Andrew. (2000). Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output, NBER Working Paper Series, No: 7857, http://www.nber.org/papers/w7857

Frankel, J.A. (1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times, NBER Working Paper, No: 7338, Erişim Tarihi 15.12.2016 (çevrimiçi) http://www.nber.org/papers/w7338.

Frankel, Jakob. A. & Razin, A. (1987). The Mundell – Fleming Model, A Quarter Century Later, NBER Working Paper, No.2321.

Ghosh, A. R., Gulde, A. M., Ostry, J. D., & Wolf, H. C. (1997). Does the nominal exchange rate regime matter? (No. w5874). National Bureau of Economic Research.

Goldstein, M. (1999). Safeguarding Prosperity in a Global Financial System, The Future International Financial Architecture, Washington: Institute for International Economics.

Goldstein, M. (2002). Managed Floating Plus, Institute for International Economics, Washington.

Göngen, M. (2013). The Economic Dimension of Globalization -Three Main Instutions Leading the Globalization Process, The IMF, The World Bank, The World Trade Organization, Süleyman Demirel Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi.

Greene, H. Willliam. (1993). Econometric Analysis, McMillan, New York.

Gujarati, Damodar N. (2004). Basic Econometrics, The MacGraw-Hill Companies.

Güçlü, M. (2004). Ekonomik İstikrar Arayışlarında Döviz Kuru Sistemlerinin Rolü, 2000 Yılı Türkiye Deneyimi, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Güçlü, M. ve Kaya, A. (2009). "Alternatif Kur Rejimi Sınıflama Yöntemi: Yükselen Piyasa Ekonomileri Üzerine Bir Analiz", Ege Akademik Bakış / Ege Academic Review 9 (4) 2009: 1399-1426

Hansen, A.H. (1949). Monetary Theory and Fiscal Policy, New York: McGraw Hill.

Hansen, A.H. (1953). A Guide to Keynes. New York: McGraw Hill.

Hicks, J. (1937). Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation. Econometrica, Econometrica, Vol. 5, No. 2 s. 147-159

International Monetary Fund. (2003). IMF Country Report (Rapor No. 03/117), Washington, D.C.

International Monetary Fund. (2003). IMF Country Report (Rapor No. 119), Washington, D.C.

Ito, H. & M. Kawaı, (2012). "New Measures of the Trilemma Hypothesis: Implications for Asia", ADBI Working Paper Series, No. 381, (çevrimiçi) http://web.pdx.edu/~ito/ADBIWP381.pdf , indirme tarihi: 15 Aralık 2016.

İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi, Türkiye Örneği, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ankara.

Kasman, S. & Ayhan, D. (2006). Macroeconomic Volatility under Alternative Exchange Rate Regimes in Turkey, Central Bank Review 2 (2006) 37-58 https://asbava.blogspot.com.tr/2011/02/ds-odemeler-denklestirme-politikalar.html

Kenen, P. B. (1969). The Optimum Currency Area: An Eclectic View, in Monetary Problems of the International Economy, eds. Mundell and Swoboda, Chicago, University of Chicago Press.

Kılavuz, E. ve Diğerleri (2011) Yükselen ekonomilerde döviz kuru rejimi seçimi: ampirik bir analiz, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı: 30 Yıl: 2011/1 (47-109 s.)

Korkmaz, T. ve Çevik, E. İ. (2013). Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Dış Ticaret ve temel Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: 2003-2012 Dönemi. s.16.

Kostakoğlu, S. F. (2009). Açık Ekonomilerde Talep Yönlü Politikalar, Esnek Döviz Kuru Sisteminde Para Politikası Gelir İlişkisi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Hitit Üniversitesi, Çorum

Krugman, P. R., Obstfeld, M. (2000). International Economics Theory and Policy, Sixth Edition.

Kuruç, B. (2016). Bretton woods antlaşmasi'nin 70. Yılı. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İ*dari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 34, Sayı 1, 2016, s. 7-26

Levy- Yeyati, E. – Sturzenegger, F. (2003). To float or to fix, Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth, The American Economic Review

Levy-Yeyati, E.- Sturzenegger, F. (2001). Exchange Rate Regimes and Economic Performance, IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issue, s. 62-98.

Maddala, G.S. (1992). Introduction to Econometric, Second Edition, Macmillan Publishing Company, New York.

Mankiw, N. G. (2010). (Çevrimiçi) http://www.nytimes.com/2017/07/11/

McKinnon, Ronald L. (1963). Optimum Currency Areas, American Economic Review, No. 52. s.717-725.

Moosa, A. I. (2005). Exchange Rate Regimes, Fixed, Flexible, or Something inBetween? Macmillan, Palgrave

Mundell R. (2000), "A Reconsideration Of The Twentieth Century," *The American Economic Review*, Vol:90, No. 3, ss. 327-340.

Mundell, R. (1961 September). The Theory of Optimum Currency Areas, The American Economic Review, No. 51 s. 657–661.

Müslümov, A., Hasanov, M. ve Özyıldırım, C. (2003) Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri, TÜGİAD Yayınları.

Ng, Serena & Perron, Pierre (2001), Lag Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size & Power, Econometrica, 69: 1529–1554.

Obstfeld M. & A.M. Taylor, 2005. "Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth", Cambridge University Press, Cambridge.

Obstfeld M., J.C. Shambaugh & A.M. Taylor, (2004). The Trilemma in History, trades off Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility, Working Paper 10396, (çevrimiçi) http://www.nber.org/papers/w10396, indirme tarihi: 15 Ocak 2017.

Obstfeld, M., (1998). "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" The Journal Of Economic Perspectives. Vol. 12. No: 4, 9-30.

Obstfeld, M., Rogoff, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates, Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4, s. 73-96.

Önder, Y. (2007). Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Ankara.

Pesaran, H., Shin, Y. & Smith. R. (2001), Bound Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships, Journal of Applied Econometrics, special issue, Vol.16, 289-326.

Popper H., A. Mandilaras, & G, Bird. (2011). Trilemma Stability and International Macroeconomic Archetypes, manuscript, Santa Clara University.

Puckelwald, J., (2012). "The influence of the macroeconomic trilemma on monetary policy – a functional coefficient approach for the Taylor rule", Diplomarbeit, University of Kiel, (çevrimiçi) http://www.boeckler.de/pdf/v_2012_10_25_puckelwald.pdf indirme tarihi: 11 Nisan 2013.

Razin, A. & Rubinstein, Y. (2005). Evaluation of currency regimes, the unique role of sudden stops, NBER Working Paper, No.11785, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Robert A. M. (1960). The Public Debt, Corporate Income Taxes, and the Rate of Interest, Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 68, pages 622-622.

Robert A. M. (1999). A Reconsideration of the Twentieth Century, Department of Economics, Columbia University, New York, N.Y.10027, USA.

Robert, A. M. (2003, February). Prospects for an Asian currency area, Journal of Asian Economics, Elsevier, vol. 14(1) s.1-10.

Rodrik, D. (2000). How Far Will International Economic Integration Go? The Journal of Economic Perspectives, Vol. 14, No. 1, 177-186.

Sak, G. (2016). Merkez Bankası Bağımsızlığı Fikrinin Sonun Geldik mi? 21.11.2016, (çevrimiçi)

Seyidoğlu, H. (2001). "Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama. Geliştirilmiş 14.Baskı. İstanbul: Güzem Yayınları.

Smits, W.J.B. (1995). The European Currency Unit and the Exchange Rate Mechanism of the European Monetary System, in: Visser, H.A. A Guide to International Monetary Economics, Edward Elgar, Aldershot/Brookfield 1995, 152-175.

Summers, L. H. (2000). International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures, The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, s.1-16.

Susanto, B. ve Taylor, A. M. (1999). Business Cycles in International Historical Perspective, Working Paper, No. 7090, (çevrimiçi) http://www.nber.org/papers/w14533 indirme tarihi: 6 Ocak 2017.

Süslü, B. (2001). "Türkiye'de 1990 Sonrası İzlenen Faiz Politikası", Muğla Üniversitesi *SBE Dergisi*, Bahar 2001, Sayı: 3.

Türkcan, E. (1979). Yeni Uluslararası Para Sistemi Karşısında Gelişen Ülkeler, Ekonomi Fakültesi Öğretim Üyesi, s.91-124.

Utkulu, U. Avrupa Parasal Birliği, Optimum Para Sahası ve Türkiye, Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü Öğretim Üyesi. "Avrupa Parasal Birliği Gerçekten Bir Optimum Para Sahası mıdır?", *Siyasa*, 1(1), 107–125, 2005. http://ekosem.ieu.edu.tr/siyasa/siyasautkuson.pdf

Ünsal, Erdal M. (2005). Makro İktisat, İmaj Yayınevi, Ankara

Williamson, J. (2000). Exchange Rate Regimes for Emerging Markets, Reviving the Intermediate Option, Institute for International Economics, Washington.

Williamson, J. (2002). The Evolution of Thought on Intermediate Exchange Rate Regimes, Annuals, Volume; 579, January s.82.

Yalçıner, K., Çetinkaya, M. ve Çevik, Yasin E. (2017). Türkiye'nin 'De Facto' Döviz Kuru Rejiminin Belirlenmesi, Selçuk Ün. Sos. Bil. Ens. Der. 2017; (37): 265-272

Yanar, R. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi Ve Makro Ekonomik Performans. Doktora Tezi Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı Adana.

Yıldırım, J. (2003). Currency Substitution and the Demand for Money in Five European Countries, Journal of Applied Economics, VI November, s.361-383

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/bottom+menu/bankahakkinda

http://www.tepav.org.tr/tr/blog/s/5745/ indirme tarihi: 02.05.2017

https://asbava.blogspot.com.tr/2011/02/serbest-dalgalanan-kur-sistemi.html

ÖZGEÇMİŞ

ADI SOYADI	Muhteber Dilber KAVANOZ
DOĞUM YERİ VE TARİHİ	İstanbul 01.01.1987
ADRES	Türkiye İş Bankası A.Ş.
	Küçükköy- İstanbul Şubesi
	Tel: (212) 538 08 15
E-posta	db.kavanoz@gmail.com

EĞİTİM DURUMU

Yüksek Lisans (2014-2017)	İstanbul Ticaret Üniversitesi
	Dış Ticaret Enstitüsü, Dış Ticaret Anabilim Dalı, İstanbul
Yüksek Lisans (2010 -)	İstanbul Üniversitesi
	Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul
Lisans (2005-2009)	Dumlupınar Üniversitesi
	İşletme Bölümü, Kütahya
Lise (2000-2004)	Şehremini Lisesi, İstanbul

İŞ DENEYİMİ	Türkiye İş Bankası A.Ş.
	Küçükköy Şubesi, Müşteri İlişkileri Yöneticisi (2010 -)

YABANCI DİL İngilizce

BİLİMSEL ÇALIŞMALAR 1. ‘Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Krizler ve Döviz Kuru Seçimi’ İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 84/2017-05

EKLER