



T.C.
UFUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN PROGRAMI

**DALGALANMA KORKUSU (FEAR FLOATING) VE ÖZEL KESİM
DIŞ BORÇLANMASININ MAKRO EKONOMİ ÜZERİNE
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Osman DEMİR

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Hakan N. ARDOR

ANKARA
2018

T.C.
UFUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANSMAN PROGRAMI

**DALGALANMA KORKUSU (FEAR FLOATING) VE ÖZEL KESİM
DIŞ BORÇLANMASININ MAKRO EKONOMİ ÜZERİNE
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Osman DEMİR

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Hakan N. ARDOR

ANKARA

2018

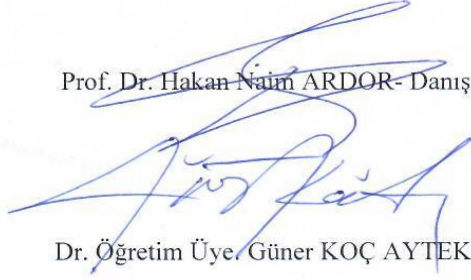
KABUL VE ONAY

Osman DEMİR tarafından hazırlanan Dalgalanma Korkusu (Fear Of Floating) ve Özel Kesim Dış Borçlanmasının Makro Ekonomi Üzerine Etkileri : Türkiye Örneği başlıklı bu çalışma, 26.11.2018 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY -Başkan

Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR- Danışman



Dr. Öğretim Üye. Güner KOÇ AYTEKİN- Üye

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.



Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklamasına izin verdiğimi onaylarım:

Tezimin tamamı her yerde erişime açılabilir.

...../...../.....

Osman DEMİR

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın her aşamasında yanımnda olan sayın danıőmanım Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR başta olmak üzere, manevi desteğini hiçbir zaman esirgemeyen değerli hocam Doç. Dr. Mehmet ALTINÖZ'e, bu tezin hazırlanmasında, oluőmasında ve ortaya çıkmasında katkıları olan sayın hocam Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY'a, dostum Ezgi AKALIN'a ve tabi ki ailemin sonsuz desteklerine en derin duygularımlla teőekkürlerimi sunarım.



ÖZET

Bu çalışmada, dalgalanma korkusu kavramı açıklanacak ve ekonomiye etkileri incelenecektir. Dalgalanma korkusunun yaşandığı dönemlerde uygulanan para politikaları açıklanacak olup ayrıca optimal para politikası üzerinde de durulacaktır. Dalgalanmanın ortaya çıktığı dönemde döviz kuru esnekliği ele alınırken, döviz kurunun para politikasına etkileri, döviz kuruna dair sistemin çalışma şekli, sistemin nasıl çalıştığı, hangi alternatif döviz kuru sistemlerinin mevcut olduğu hakkında bilgi verilmeye çalışılacaktır. Buna ilaveten, döviz kuru politikaları ele alınarak döviz kurundaki gelişmelerin ülke içindeki politikalara etkisi de açıklanmaya çalışılacaktır. Türkiye örneği üzerinden döviz kuru politikaları incelenecek, dış borçlanma ile dalgalanma korkusu yaşanırken enflasyon oranındaki değişimler ve kararsızlık ele alınacaktır.

Anahtar Kelimeler: Dalgalanma Korkusu, özel sektör, para politikası, döviz kuru, dış borçlanma, enflasyon.

ABSTRACT

In this study, the concept of fear of floating will be explained and its effects on the economy will be examined. The monetary policies implemented in the periods of fears of floating will be explained. also the optimal monetary policy will be emphasized and also the optimal monetary policy will be emphasized. In the period when the floating occurs, the exchange rate flexibility will be discussed and the effects of the exchange rate on the monetary policy, working mode of the exchange rate system, how the system works, which alternative exchange rate systems are available will be given. In addition, exchange rate policies will be discussed and the effect of developments in foreign exchange rates on domestic policies will be studied. Exchange rate policy will be examined in the case of Turkey and also fear of floating due to external loans, changes in inflation rates and instability will be discussed.

Keywords: Fear of floating, monetary policy, exchange rate, external loans, inflation.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
BİLDİRİM	ii
TEŞEKKÜR	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR DİZİNİ	vii
ÇİZELGELER DİZİNİ	x
ŞEKİLLER DİZİNİ	xi
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM: DALGALANMA KORKUSU NEDİR?	3
1.1. Dalgalanma Korkusu Sürecinde Döviz Kuru Esnekliğine Uyum	6
1.2. Optimal Para Politikası.....	8
1.2.1. Dalgalanma korkusu ile para politikası	12
1.3. Türkiye Ekonomisinde Dalgalanma Korkusu	15
II. BÖLÜM: DÖVİZ KURU'NUN TANIMI VE DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ	18
2.1. Döviz Kuru Sistemleri.....	18
2.1.1. Sabit kur rejimi sistemleri	18
2.1.2. Esnek ya da serbest kur sistemleri	19
2.2. Döviz Kuru Bantları	19
2.2.1. Serbest dalgalanma (Free Float).....	19
2.2.2. Yönetimli dalgalanma (Managed Floating).....	19

2.2.3. Aralık içinde dalgalanma (Floating within a Band)	20
2.2.4. Kaygan aralık (Sliding Band).....	20
2.2.5. Sürünen bant (Crawling Band).....	20
2.2.6. Sürünen pariteler (Crawling Peg).....	21
2.2.7. Ayarlanabilir sabit kur sistemi (Fixed-but-Adjustable Exchange Rate)	21
2.2.8. Para kurulu (Currency Board)	22
2.3. Döviz Kuru Sistemlerinin Karşılaştırılması	25
2.4. Döviz Kuru Politikaları ve Rejimleri	28
2.4.1. Türkiye’de uygulanan döviz kuru politikaları	31
2.4.2. Türkiye’de uygulanan döviz kuru rejimleri.....	34
2.4.3. Döviz kurunun yurtiçi politikasına yansımaları	43
2.4.4. Döviz kuru sermaye hareketleri.....	44
III. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	48
3.1. Dalgalanma Korkusu ve Enflasyon Değişkenliği	51
3.2. Dalgalanma Korkusu ve Enflasyon Kararsızlığı	54
3.3. Enflasyon Hedeflemesi Dönemlerinde TCMB’nin Dalgalanma Korkusu Davranışları	58
IV. BÖLÜM: DOLARLAŞMA VE DOLARLAŞMANIN ÇÖZÜLMESİ.....	61
V. BÖLÜM: DIŞ BORÇLANMA	65
5.1. Dış Borçlanmanın Makroekonomi Üzerine Etkisi	73
5.2. Dış Borçlanmada Türkiye Örneği	76
SONUÇ	79
KAYNAKÇA	81

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
AB:	Avrupa Birliği
ARCH:	Otoregresif Koşullu Varyans
BBC:	Basket, Band, Crawl
BIS:	Borsa İstanbul
FED:	Federal
GARCH:	Genelleştirilmiş Otoregresif Kosullu Değişen Varyans
GOÜ:	Gelişmekte Olan Ülkelerin
GÜ:	Gelişmiş Ülkeler
IMF:	International Monetary Fund
IT:	Inflation Targeting
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüs
OCA:	Optimal Currency Area
OECD:	Organization for Economic Cooperation and Development
PARCH:	Power ARCH
PPP:	Purchasing Power Parity
SBBM:	Son Borç Başvuru Mercii
SSCB:	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
SVM:	Stochastik Volatility-in-Mean

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TL: Türk Lirası

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

UPF: Uluslararası Para Fonu

USD: Amerika Birleşik Devletleri Doları

YPE: Yükselen Piyasa Ekonomileri



ÇİZELGELER DİZİNİ

Tablo 1: Döviz Kuru Sistemleri	22
Tablo 2: Tarihsel Süreçte Kur Rejimleri	41
Tablo 3: Fiyat Endeksi (Tüketici Fiyatları)	49
Tablo 4: Fiyat Endeksi (Üretici Fiyatları)	50
Tablo 5: Türkiye'nin Toplam Borç Yükü	66



ŞEKİLER DİZİNİ

Şekil 1: Döviz Kuru Tercihinde Kutuplaşma ve Politika Tercihini	30
Şekil 2: İmkânsız Üçleme Hipotezi	34
Şekil 3: Döviz Kurunun Yurtiçi Fiyatlara Yansıması	43
Şekil 4: Enflasyonu Belirleyen Faktörler.	52
Şekil 5: Kısa Vadeli Dış Borç İstatistikleri	67
Şekil 6: Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borçları	70
Şekil 7: Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu (ABD doları)	71
Şekil 8: Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kısa Vadeli Kredi Borcu (Ticari Krediler Dahil Değildir) (ABD Doları)	71

GİRİŞ

Bu çalışmada, enflasyon hedeflemesi ekseninde dalgalanma korkusu açıklanarak, döviz kurlarına müdahale için ortaya çıkan nedenler üzerinde durulacaktır. Bu konu başlıkları ile beraber döviz kurunun yurtiçi fiyatlardaki etkisi ile işleyişi, fiyat etkisinin derecesini etkileyen faktörler ve yansımanın düşük tutulmasının neden önemli olduğu ele alınacak olup, bu durumun enflasyon hedeflemesi ile ilişkisi incelenecektir.

Çalışmanın birinci bölümünde, dalgalanma korkusu hakkında genel bilgiler verilerek, döviz kuru esnekliğine uyumundan bahsedilmiştir. Dalgalanma korkusu ile para politikası konusuna değinilmiştir. Daha sonra dalgalanma korkusunun Türkiye ekonomisindeki yeri açıklanmıştır. İkinci bölümde, döviz kuru konusuna giriş yapılarak kur bantlarından bahsedilmiştir. Döviz kuru sistemlerinin karşılaştırılması yapılarak politika ve rejimleri konu başlığına geçilmiştir. Üçüncü bölümde, dalgalanma korkusunun enflasyon değişkenliği ve kararsızlığı konu başlıkları ile açıklanmıştır. Enflasyon hedeflemesi dönemlerinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın dalgalanma korkusunda vermiş olduğu davranışlardan bahsedilmiştir. Dördüncü bölümde ise, dolarlaşma konusuna geçiş yapılarak dolarlaşmanın çözülmesi konusu açıklanmıştır. Son olarak beşinci bölümde de dış borçlanmanın makroekonomi üzerine etkisi ve bir Türkiye örneği araştırması yapılmıştır.

Sermaye hareketliliği serbest olduğu için ülkeler, özellikle son yıllarda ki bağımsız para politikası ile sabit döviz kuru politikası uygulaması arasında tercih yapmak durumunda kalmıştır. Fiyat istikrarını sağlama amacını bağımsız para politikası uygulaması ile elde etmesi ve döviz kurunu sabitlemesi ekonomik istikrarı etkileyeceği için ülkelerin büyük çoğunluğu, dalgalı kuru ve enflasyon hedeflemesi rejimini tercih etmiştir. Bununla birlikte, kurun dalgalanmaya bırakıldığı halde dalgalanma korkusu tehdidi ile merkez bankalarının kurlara müdahalede bulunduğu sıklıkla izlenmektedir.

Merkez Bankaları uygulanmakta olan kur rejimi çerçevesinde genellikle iki yöntem kullanarak piyasalara müdahale eder. Birinci yöntem; bankaların alış-satış kotasyonlarına müdahale etmesidir. Bankaların ilan ettiği alış-satış kotasyonu, Merkez Bankasının hedeflerinin üzerinde ise, Merkez Bankası tarafından ilan edilen alış kotasyonlarına “satış” yaparak piyasada oluşan döviz arzını attırır. Bu sayede kur seviyesini düşürerek, hedeflediği seviyeye çekmiş olur. Aynı şekilde bankaların kotasyonları, Merkez Bankasının beklentisinin altında ise, ilan edilen satış

kotasyonlarından “alış” yaparak piyasadaki döviz talebini arttırır ve kurlarının yükselmesini sağlar. Diğer bir yöntem ise; Merkez Bankasının para politikası aracılığı ile kurlara müdahale etmesidir. Merkez bankası kendi bünyesindeki piyasalarda, müdahalenin amacına uygun bir biçimde alış-satış fiyatlarını açıklar. Açıklanan fiyatları kabul eden kuruluşlarla ilan edilen fiyatlar üzerinden alış-satış işlemini gerçekleştirir ve döviz fiyatları istenen seviyeye ulaşana kadar müdahaleye devam eder.

Merkez Bankasının temel amacı döviz kurundaki oynaklığı azaltmak ve kurun yükselmesini önlemektir. Dolayısıyla bu önlemlerin asıl amacı da fiyat istikrarını sağlamak, fiyat istikrarını sağlarken de enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışmaktır. Bilindiği üzere enflasyon kişilerin günlük hayatını ilgilendiren sorunlardan birisidir. Enflasyon; üretim, istihdam, dış ticaret, gelir dağılımında adaleti üzerinde olumsuz etkilere sahip olup, piyasa ekonomisinin düzgün bir şekilde işleminde de olumsuz yansımalara sebep teşkil etmektedir. Süregelen enflasyon ortamı mevcut iktisadi düzenin dengelerini bozmaktadır. Bunun yanı sıra tıpkı enflasyon gibi, döviz kuru da ulusal ekonomide önemli bir fiyatlama aracıdır. Sözü edilen fiyatlama araçları, birbirleriyle etkileşim içinde olan araçlardır. Lakin, bu etkinin hangi yönde olacağı konusunda farklı farklı görüşler ileri sürülmektedir. Satın alma Gücü Paritesi (Purchasing Power Parity, PPP)’ni savunan iktisatçılara göre ilişki yönü fiyatlardan döviz kuruna doğru iken, diğer iktisatçılar ilişki yönünün döviz kurundan fiyatlara doğru olduğunu ifade etmektedirler.

I. BÖLÜM: DALGALANMA KORKUSU NEDİR?

“Dalgalanma korkusu” (fear of floating), resmi olarak döviz kurunu resmi dalgalanmaya bırakmaya karar veren ekonomilerde, merkez bankalarının döviz kurundaki dalgalanmalara karşı duyarlı olması ve kur piyasasına fiili olarak direk müdahalede bulunması olarak tanımlanabilmektedir (Calvo ve Reinhart, 2000).

Dalgalanma korkusu, enflasyon politikası uygulayan ülkelerin döviz kuru üzerindeki düzenlemelerine dair ortaya çıkan tartışmalar olarak tanımlanmaktadır. Literatürde ilk kez dalgalanma korkusu kavramı Reinhart ve Calvo tarafından incelenmiştir (Calvo ve Reinhart, 2000).

Gelişmekte olan ülkelerin birçoğu, Türkiye de bu ülkelerin arasında yer almaktadır, 1990 yılının ikinci yarısından itibaren sayısı her geçen gün artan finansal krizlerin sonrasında, kur rejimlerinin devam ettirilemeyeceğini fark ederek ya tam sabit kur rejimi ya da genel anlamda enflasyon hedeflemesi (serbest dalgalı kur) rejiminden birisine yönelmiştir (Varlık,2014:12). Finansal liberalleşme konusunda yapılan tartışmaların yanı sıra ele alınan diğer bir konu ise ülkelerin dalgalı kur politikasını gerçek anlamda uygulayıp uygulamadıkları konusudur. Bu bağlamda, Calvo ve Reinhart, teoride resmi anlamda dalgalı kur politikası uygulayan ülkelerin pratikte kurlara müdahalede bulunduğunu ifade etmiştir. 1970-1999 döneminde gerçekleştirilen bir araştırmada 39 ülkenin aylık verileri kullanılarak; döviz kuru rezervleri, döviz kurundaki değişim, döviz rezervleri ve faiz oranlarındaki hareketler ele alınarak gözlenmiştir (Arı,2010:5). Nominal kurda meydana gelebilecek bir artış enflasyona sebep olabilirken; reel kurlardaki artış ülkelerin refah düzeyi ile kaynak dağılımı üzerinde etkili olacağından, aşırı kur dalgalanmasından endişe duyulmaktadır ve böylelikle kurlara müdahale söz konusu olmaktadır.

Politikalarını dalgalanma korkusu ile belirleyen merkez bankaları, kur piyasasına direkt müdahale etmekte ve araç olarak uluslararası rezervleri kullanmakta ya da döviz kurundaki dalgalanmaları önlemek için faiz politikası ile döviz kurunun

düzenini etkilemeyi tercih etmektedir. Dalgalanma korkusu ile politika belirleyen merkez bankalarını diğer merkez bankalarından ayıran önemli bir husus ise, merkez bankalarının hareket ettiği ekonomilerde, uluslararası rezervlerin ve faiz oranlarının sabit olmamasıdır. Yine de, hem farklı kur rejimlerini uygulayan hem de farklı gelişmişlik düzeylerine sahip ülkelerde döviz kurundaki hareketler ve politika yapıcılarının bu doğrultudaki davranışları farklılık göstermektedir (Ardor ve Varlık,2008).

1990'lı yılların ikinci yarısından başlayarak sayıları ciddi bir hızla artan finansal krizlerden sonra Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) büyük bir bölümü ara kur rejimlerinin (ayarlanabilir sabit, sürünen pariteler, bant aralığında dalgalanma ve yönetimli dalgalanma) daha fazla sürdürülemeyeceğinden ya tam sabit kur rejimlerine (tam dolarlaşma, para kurulu, parasal birlik) ya da genellikle enflasyon hedeflemesi serbest dalgalı kur rejimini tercih etmeye başlamıştır (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 2-4). Fischer (2001: 1-7), GOÜ'lerin ara kur rejimlerini terk ederek uç rejimlere yöneldikleri bu süreci "iki kutup" yaklaşımı olarak izah etmektedir. Ancak, sabit ya da ara kur rejimlerinde tecrübe ettikleri krizlerin sonrasında, resmi olarak (de jure) serbest dalgalı kur rejimini uygulayan GOÜ'ler döviz kurundaki dalgalanmalardan çekinmiş ve kurlara fiilen (de facto) ve de oldukça sık olarak müdahale etmişlerdir. Bu müdahale de uygulanan kur rejiminin bir ara kur rejime benzemesine temel olmuştur. Sonuç olarak, idari olarak deklare edilen kur rejimi ile aslında uygulanmakta olan kur rejimi arasında farklılıklar ortaya çıkmıştır (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005: 1604-1065). Bu noktada, Fischer (2001)'in ileri sürdüğü "iki kutup" yaklaşımı iktisat çevrelerinde eleştiri almaya başlamış ve ilk defa Calvo ve Reinhart (2000) Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.) Doları karşısında ülke para birimlerinin aşınmalarının dar bant aralıkları dâhilindeki koşullu olasılık dağılımlarını incelemiş ve neticesinde "dalgalanma korkusu" (fear of floating) kavramını ileriye sürmüştür. Calvo ve Reinhart (2000)'ın tanımına göre dalgalanma korkusu, döviz kurunu resmi olarak dalgalanmaya bırakmaya karar veren ülkelerin (özellikle GOÜ'lerde) merkez bankalarının, döviz kurundaki büyük dalgalanmalara (bilhassa aşınmalara) duyarsız kalmaması ve aslında kur piyasasına müdahalede bulunmaları şeklinde ele almıştır. Dalgalanma korkusu yoluyla politikalarını yönlendiren merkez bankalarının ulusal para biriminin değerinde meydana gelebilecek büyük farklılıkların gerçekleşmesini tercih etmemektedirler. İlerleyen bölümlerde GOÜ merkez bankalarının dalgalanma korkusuna yönelmelerinin nedenleri ile GOÜ merkez bankalarının dalgalanma korkusu ile hangi davranışları gösterdikleri ele alınmaktadır (Varlık,2014:13).

İdari olarak esnek döviz kuru rejimini seçmiş olan Yükselen Piyasa Ekonomilerinde (YPE) merkez bankalarının para politikası etkinliklerini, kur hareketlerinden ayrı olarak uygulamaları, (UDG) ve dolarlaşma sorununu önleyebilmelerine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Piyasalarda hareket eden otoriteler bu kapsamda politikaları devreye almaktadırlar. UİG sorununu azaltma yönünde uygulanabilecek birinci en iyi politika, para eşleşmezliğine¹ düşmeden dış borçlanmanın devam ettirilmesidir. Uygulanabilecek ikinci en iyi politika ise dış borçlanma ve/veya döviz yükümlülüklerini kısıtlayan daha değişken kur rejimlerine geçmek ya da merkez bankaları döviz rezervlerini arttırmak olarak ele alınabilir (Eichengreen vd, 2003:15). İkinci en iyi politika olarak belirlenen uygulamaların bir dizi üstünlük ve zayıflıkları mevcuttur.

Bankacılık sektörünün para eşleşmezliği sorununu önlemede döviz tevdiat hesaplarına kısıtlama konulması ile başarılı olunabilir. Benzer şekilde, dış borçlanmaya sınırlandırma getirilmesi de kur hareketlerine bağlı olarak ortaya çıkabilecek hassasiyetlerin önüne geçilebilir (Broda ve Yeyati, 2003:103). Ne var ki, dış borçlanmaya kısıtlama getirmek aynı zamanda üretken yatırımların finansmanında kullanılabilir kaynakların da kısıtlanmasına sebebiyet verebilecektir (Eichengreen vd, 2003:16). Değişken döviz kuru rejimi uygulamasına geçilerek dalgalanma korkusunda ciddi bir azalma yaşanması sağlanmaktadır. Bu kapsamda, daha esnek bir kur rejimine geçilmesi esnasında uygulanan stratejinin dalgalanma korkusunun önüne geçilemek maksadı ile ortaya konulan politikaların başarısını büyük ölçüde belirlediği izlenmektedir. Hakura (2005:6–8)'ya göre, ara kur rejimlerinin kullanılmasını takiben serbest dalgalanmaya aşamalı bir şekilde geçiş yapıldığını belirlemiştir. Bu çerçevede, önem kazanan husus, kur rejimi geçişlerinin gönüllü yapıp yapılmadığı ya da krizden çıkmak için ortay konulup konulmadığıdır. Gönüllü olarak gerçekleştirilen bir geçişte ekonomideki kırılganlıklar azalır ve makroekonomik anlamda yaşanan sorunlar sınırlıdır. Krizden çıkmak için gerçekleştirilen uygulamalarla karşılaştırıldığında, gönüllü geçişleri takriben oldukça yüksek büyüme, düşük döviz kuru ve düşük enflasyon farklılıkları izlenmiştir.

¹İktisadi karar birimlerinin yurtdışından yabancı para birimi ve düşük bir faiz oranından borç alarak bu parayı yurtiçinde ulusal para birimi ve daha yüksek faiz oranından borç verdiği veya ulusal para biriminden gelir sağlayan iktisadi etkinliklerin finansmanında kullandığı durumlarda, kurlarda ortaya çıkan bir yükselmenin iktisadi karar birimlerinin bilançolarını olumsuz etkilemesi.

1.1. Dalgalanma Korkusu Sürecinde Döviz Kuru Esnekliğine Uyum

Temmuz 1944'te New Hampshire'da, politik tercihte bağımsızlık ve esneklik sağlayan, dalgalı kur sistemine dayanan İngiliz Planı'na karşı, sabit kura dayanan, ancak ülkelerin temel dengesizlikler yaşadıkları zamanlarda dolar ve altın paritelerini değiştirebileceklerini öngören Amerikan Planı kabul edilmiştir. Bu sistemde, üye ülkelerin kurları dolara endekslenirken dolar da altına endekslenmiştir. Ayrıca, ülkelerin ödemeler bilançosu dengesizlikleri karşısında yerel istikrar politikaları izleyebilmeleri hususu garantiye alınmış ve sermayenin kontrolü ile spekülasyon saldırı riskine karşı korumaya alınmıştır. IMF, geçici likidite sorunları yaşayan ülkeleri destekleme yönündeki görevi üzerine almıştır.

Döviz kuru rejimini içeren literatür, genellikle esneklik ve güvenilirlik kavramları ile getirilerine odaklanmıştır. Bu nedenle de iki temel yaklaşım ortaya konulmuştur: İlk yaklaşım, merkez bankası müdahalesinin en aza indirildiği tam esnek kur, ikincisi ise güvenilirliğin ortaya konulduğu sabit kurdur. İki kutupluluk yaklaşımına göre, ülkenin bağımsız para politikasını belirlemeye imkân tanıyan dalgalı döviz kuru reel şoklar karşısında etkili bir işleve mevcuttur. Ayrıca, güvenilirliğin düşük olması nedeniyle yüksek enflasyona neden olabilmektedir.

Sabit kurda esneklik ise azdır fakat güvenilirlik fazladır. Para politikasının amaçları döviz kuru ile net bir şekilde ifade edildiğinden dolayı, ücret ve fiyatın belirlenmesi de bu politikalar çerçevesinde gerçekleşecek ve enflasyon düşecektir. Bu yaklaşımda, rejimin disiplinli bir şekilde uygulanacağı ve devalüasyon olmayacağı varsayımı kullanılmıştır (Edwards ve Savastano, 1999).

Döviz kurlarının esneklik oranına göre enflasyonun hareket ettiği söylenebilir. 1970-2005 yılları dönemi incelendiğinde, en düşük enflasyonun sepete bağlanmış sabit kurlarda gerçekleştiği görülmektedir. Serbest dalgalı kurun ise belirtilen dönemde enflasyonu tetikleyici bir etki yarattığı söylenebilmektedir. Alt dönemler karşılaştırıldığı zaman, enflasyonun artış hızı 1970-1990 dönemindeki dalgalı kurlarda daha yüksek olarak izlenmişken, 1990-2005 döneminde, tek bir paraya bağlı sabit kur, ortalama enflasyonun en yüksek olarak yaşandığı kur rejimini ortaya koymuştur. Kura bağlı istikrar programlarının bu dönemde uygulanmasının bu sonucu ortaya koyduğu söylenebilir.

Bu açıklamalar ışığında, kur rejimlerinin enflasyon üzerine etkisine dair net bir genellemeye ulaşmak neredeyse olanaksız hale gelmektedir. Genelde, döviz kurundaki esneklik derecesi yukarı doğru hareket ettikçe, enflasyon oranları artmakta, ülkelerin tecrübeleri izlendiğinde ise enflasyon üzerinde rejim tercihinin belirgin bir etkisinin olduğu yönünde bir söylemin gerçekçi olmadığı izlenmektedir.

Kur rejimi üzerindeki esneklik, dışa açıklık, dış ticarete ürün yoğunluğu ve diğerlerine göre önem derecesi düşük olsa da sermaye hareketliliğine aksi yönde ilerlemektedir. Ekonomik büyüklük ise ihracatta ürün farklılığı, enflasyon farkı ve döviz kurundaki esneklik ile aynı yönde hareket etmektedir. Bu sonuçlar ışığında, OCA teorisinin, kur politikasının belirlenmesinde geçerli olduğu ileri sürülmektedir.

Edwards, uygulamalı analizi ortaya koymadan önce Barro-Gordon (1983) modelinden aldığı ilhamla “güvenilirlik” ve “esneklik” ikilisine dayanan bir teorik model geliştirmiştir. Söz konusu modelde, sabit kur, politikacıların yaşaması muhtemel zaman tutarsızlığı sorununu çözmek için araç olarak da kullanılabilir. 1980–1992 yıllarında 63 ülkeye ait veriler ile “Probit Model” kullanılarak ortaya konulan çalışmada, politik istikrarsızlığın kur tercihinin büyük oranda belirlediği tespiti ortaya konulmuştur. Diğer şartlar aynı olacak şekilde, politik olarak nispeten daha istikrarsız olan ülkeler, sabit kuru daha düşük oranda tercih etmektedirler.

Buna karşın, Berger, Sturm ve Haan (2000)’a ait çalışmada, kur rejimi tercihi, güvenilirlik ve esneklik yaklaşımı açısından ele alınmıştır. Sabit kuru tercih etmenin avantajları ve dezavantajları, Berger vd.’nin (2001) teorik modeline göre ele alınmıştır. Bu modelde Güvenilirlik (credibility) ile Volatilité kavramlarının öne çıktığı izlenmektedir.

Poirson (2001), çalışmasında ise geliştirmekte olan 93 ülkenin 1990-1998 yılları arasındaki verilerini kullanmış, sıralı (ordered) probit modeli uygulamıştır. Bu çalışmada “Dalgalanma Korkusu” (Fear of Floating) ile ilgili değişkenler ve politik ekonomik değişkenler olarak iki temel husus test edilmiştir. Burada da fiili ve resmi kur ayırımı yapılmış ve resmi olarak ilan edilen döviz kurları sabit, ara rejimler ve dalgalı olarak üç başlıkta sıralanmıştır. Bunun yanı sıra rezervlerdeki ve döviz kurlarındaki değişimler de dikkate alınarak bir esneklik endeksi geliştirilmiştir.

1970-2005 döneminde, sabit kur-düşük enflasyon çerçevesinde, kurlardaki esneklik düzeyindeki artış ile enflasyon oranını da yukarı hareket ettirdiği izlenmiştir. Serbest dalgalı kur, enflasyonu arttıran bir etki yaratmıştır. Fakat bu etki 1970-1990 döneminde daha yüksek iken, 1991-2005 döneminde aşağı hareket ettiği izlenmiştir.

Rejimlerin esnekliklerinin artması ile birlikte, enflasyon oranının yukarı hareket ettiği de söylenebilir. Bilhassa sürünen aralık ve parite gibi ara rejimlerde ve yönetimli dalgalanmalarda, yüksek enflasyonun ortaya çıkma riski de artmaktadır. Serbest dalgalı kurda ise, ihtimal düşük olmakla birlikte, enflasyon ortalamasının bir hayli yüksek olması, dalgalanmanın enflasyonu da arttığına dair görüşü teyit etmektedir.

Bu bilgiler çerçevesinde, kur rejimlerinin enflasyon üzerindeki etkisi ile ilgili bir genelleme elde etmek neredeyse olanaksız bir hale gelmektedir. Genellikle, kurdaki esneklik derecesi yükseldikçe, enflasyon oranları artmakta; ancak, ülkedeki deneyimler gözlemlendiği zaman, rejim tercihinin enflasyon üzerine belirgin bir etkisinin olmadığı izlenmektedir.

Döviz kuru düzenlemeleri yapılırken tüm bu ülkelerin, güçlü paralardaki dalgalanmaları da dikkate almaları gereklidir. Bu bilgilere ilaveten, uyguladıkları politikaların dünya ekonomisi ile finansal piyasaları etkilediği büyük ülkelerin politikalarına da uyum sağlanması gereklidir (Mussa vd., 2000).

1.2. Optimal Para Politikası

Optimal Para Alanı'na (OCA) dair değişkenlerin dışa açıklık dışında etkisinin, teorik olasılık ile aynı çizgide olduğu tespit edilmiştir. Bununla beraber, enflasyonun ve merkez bankasının bağımsızlığının döviz kuru yönündeki tercihlere kapsamındaki etkisinin önemli olmadığı izlenmiştir. Ayrıca dış borç ve mali derinlik yükünün dalgalı kur üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu ortaya konulmuştur.

OCA teorisi, bölgesel bir ekonomik bütünleşmenin sağlanması ile ülkeler arasında döviz kurları farklılığının ortadan kaldırılmasına dair çalışmaları içermektedir. 2. Dünya Savaşı sonrası Avrupa merkezli bir ekonomik bütünleşmenin ortaya konulması ile ülkeler arasındaki döviz kuru farklılıklarının ortadan kaldırılmasına yönelik çalışmaları da aynı teori kapsamaktadır.

Bununla birlikte, OCA, “tek bir para ve para politikası uygulamasının en uygun olduğu bölge” şeklinde de açıklanabilir (Frankel, 1999). Bu konsept için, Mundell (1961), Kenen (1969) ve McKinnon (1963)’ün belirttiği ölçütler, üye ülkelerde şoklardaki simetri, serbestlik derecesi, işgücü hareketliliğinin derecesi ve finansal aktarmalar yapabilme şeklinde belirlenmiştir. Bu tür yaklaşımın dayandığı iki ana soru bulunmaktadır (Ghosh vd.2003; 24). Bu soruların ilki işlem maliyetlerinin düşürülmesi ve sabit döviz kurlarının belirsizliği ile ülkeler arasında meydana gelen ticaret ve yatırımların artırılıp arttırılmayacağı; ikincisi, bütünleşme neticesinde ülkelerin sabit döviz kurlarına bağlı, ulusal mali politikalarından vazgeçmelerinin bir mantık dâhilinde olup olmayacağıdır.

Kenen (1969), optimal para alanı teorisinde ürün farklılaşmasının önemine ve birbirine benzer ürünler meydana getiren ülkelerin, faktör hareketliliğini basitleştireceğini ileri sürmüştür. Kenen’e göre, bir ekonomide ürün farklılığı fazla ise, ihracat talebinde meydana gelen değişimler daha az etkili olacaktır. Bu kapsamda, ürün farklılığının fazla olduğu ekonomilerde ortaya çıkan asimetric şoklar, ürün farklılığının az olduğu ülkelere nazaran oldukça az önem taşımaktadır. Kenen, ürün farklılığının, asimetric şokların önemini ve etkisini azalttığını ifade etmektedir.

1970 sonrası çalışmaların, parasal birliğin yararı ve maliyetlerinde yoğunlaştığı izlenmektedir. Parasal birliğin yarar ve maliyetleri hem mikro hem de makro ölçekte iki değişik düzlemde ele alınabilir (Mongelli, 2002). Mikro ekonomi açısından bir değerlendirme yapıldığında, parasal birlik, fiyat farklılaşmasını ve piyasaların bölünmüş yapısına son vererek rekabeti arttıracak ve ekonomik etkinliğin artışına sebep olacaktır. Şirketler, nispi fiyatları doğru bir şekilde tahmin edebilir; buna ilaveten mali farklılıklar nedeniyle ortaya çıkan taşıma maliyetleri de ortadan kalkmış olur. Böylelikle, ülkeler arasında ticari ilişkilerin de artmasına imkan sağlanır (Alesina vd., 2002; Rose, 2000). Sistem, makroekonomik yönden istikrar sağlar ve büyüme üzerinde pozitif bir etkiyi de beraberinde getirir. Beklenmeyen döviz kuru dalgalanmaları ile parasal müdahaleler dışarıda bırakıldığında, makroekonomik istikrarın ortaya çıkması da sağlanır. Rezervin daha az miktarda tutulması ve fiyat istikrarının elde edilmesine ciddi bir katkı verilmiş olur. Ayrıca, makroekonomik istikrar, mali piyasaların şeffaf hale gelmesi ve dış finansman imkânlarının yükselmesi ile elde edilir ve bununla beraber ortak para, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde para politikasına karşı duyulan güveni artırır ve enflasyonun düşmesine yardımcı olur. Buna karşın, parasal birlik yeni paraya geçişin

meydana getireceği bazı maliyet ve belirsizliklerin mikro önden ortaya çıkmasına neden olabilir. Makro yönden ise ülkelerin senyoraaj gelirleri kaldırılır. Ülkeler arasında asimetrik şoklar yaşanması durumunda, mali politika araçlarının kullanımı engellenerek şoklara alışma ihtimali de kalkar ve mali birlik, bürokratik bazı maliyetleri de beraberinde getirmektedir.

OCA türlerinin dahili ya da harici olması da son zamanlarda teorinin sıkça tartışıldığı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Frankel ve Rose (1998), uluslararası ticaret trendlerinin ve iş döngülerinin doğal olduğunu ifade ederek; ülkelerden birinin daha fazla dış ticaret yapmaya başlaması durumunda iş çevrimlerinde benzerliklerin ortaya çıkacağını belirten bir örnek sunmuştur. Bu çerçevede, yazarlara göre mali bir birlikte yer almak, en uygun para alanı ölçütlerinin gerçekleştirilmesini hızlandırmaktadır (De Grauwe, 1997). Mali bir birlik içinde yer almak, uygulanan genel para politikası ve ticaret bağlantılarından kaynaklı olarak üyelerin iş çevrimlerinde simetriyi artırır.

Seksenli yıllarda ortaya çıkan teorik tartışmalarda, en uygun para alanı teorisi “beklentiler”, “güvenilirlik” ve “zaman tutarsızlığı”² ışığında kendisini yenilemiştir (Tavlas, 1993). Örneğin, politikaların zamanında tutarsızlık olması enflasyonu yukarıya doğru iten bir faktördür. Enflasyonun kontrol altında tutulması ise merkez bankasına duyulan güvenin artması ile olabilecektir. Yüksek enflasyon yaşamakta olan bir ülke, parasını düşük enflasyon yaşayan bir ülkenin parasına endeksleyerek enflasyonu aşağıya çekebilir. Böylece, finansal bir bütünlük içinde olmak hem güvenilirliğin elde edilmesi hem de düşük enflasyonun elde edilmesinde önemli bir araçtır (Horvath, 2003).

En uygun mali alana yönelik geliştirilmiş olan kriterlerin kronolojik olarak özeti aşağıda verilmektedir:

- Mali yapıdaki benzer durumlar,
- Yaşanmış olan mali şokların simetrikliği,
- Fiyat ile ücret esnekliği,
- İşgücü ile diğer üretim faktörlerinin hareketliliği,

²Para politikasında karşılaşılan en büyük sorunlardan biri olan Zaman tutarsızlık sorunu, para politikasının değer yargularına bağlı olarak keyfi bir şekilde yönetilmesidir. Günübirlik temelli bu uygulama, kötü uzun dönem sonuçlarına neden olmaktadır.

- Dışa açıklık seviyesi,
- Üretim ve tüketim seviyelerinde farklılaşma,
- Mali uyum,
- Enflasyon oranlarının benzerliği;
- Politik uyum seviyesi.

OCA teorisi ele alındığında, döviz kurlarının dış ticaret üzerine etkisi, sabit kur rejimlerin kur riskini azaltarak, ithalat ve ihracatta olumlu bir etkide bulunduğu gözlemlenir. Holden- Holden Suss (1979) bu alanda bir başka çalışma gerçekleştirmiştir. Bu çalışma içerisinde, Heller (1978) ve Dreyer (1978) tarafından daha önce ortaya konulduğu üzere, OCA'daki değişkenler test edilmiştir. Döviz kuru politikası belirlenirken, OCA teorisinin geçerliliği belirtilmiştir.

Melvin (1985) ise çalışmasında, öncekilerden farklı şekilde, klasik OCA teorisi yaklaşımları kapsamında, döviz kur rejimi tercihinin ele alınması, açık ekonomi makro iktisadi değişkenlerini analiz etmiştir. Melvin'in bu çalışması iki ana varsayıma dayanmaktadır: ilki, dış fiyat şoklarına maruz kalan ülkeler, dalgalı kuru seçmektedirler ancak, yerel mali şoklara maruz kalan ülkeler sabit döviz kurunu tercih etmektedirler.

Bu nedenle, Melvin, sadece OCA değişkenleri ile kur tercihinin gözlemlenmesinin yeterli açıklama sağlayamayacağını, teorisinin reel ekonomik yapıların da ele alınarak detaylı bir şekilde incelenmesi gerektiğinin önemini ifade etmektedir (Melvin, 1985). Reel döviz kurunda fazla değişiklik yaşandığı ülkeler, daha esnek döviz kurlarını tercih etme eğilimindedir. Ancak, Melvin'den farklı, diğer çalışmalarda OCA'ya ilişkin değişkenlerin de döviz kuru rejiminin uygulanmasının tercih edilmesinde oldukça önemli olduğu yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Doksanlı yıllara kadar ortaya konulan çalışmalarda, ağırlıklı olarak OCA'ya ilişkin varsayımların test edildiği izlenmektedir. Seksenli yılların ikinci yarısından sonra, teorideki gelişmelere benzer olarak, reel ve nominal şokların, döviz kuru tercihindeki etkileri de ele alınmıştır. Döviz kuru rejimi tercihi üzerine yapılan bir başka çalışmada Levy Yeyati vd.(2006)'a aittir. Bu çalışmada, kur rejimi tercihi ile ilgili uygulamalı modeller OCA, Mali Yaklaşım ve politik yaklaşım olarak üçe ayrılmış olup, bu modeller ile ilgili değişkenler hem birlikte hem de ayrı ayrı incelenmiştir. Mali ve politik değişkenler

bakımından, sanayileşmiş ülkeler ile diğerleri arasında fark olduğu görülmekte olup, OCA ile ilgili değişkenlerin resmi ve gerçekleşen kur sınıflandırmasında açıklayıcı olduğu izlenmiştir. OCA değişkenlerinin anlamlı olduğuna kanaat getirilirken, başka çalışmalarda açıklama gücünün yeterli olmadığı ifade edilmektedir. Buna ek olarak, teorik yaklaşımlardaki farklılıklar da değişkenlerin anlamlılık düzeylerine etki etmiştir.

Nihayetinde, gelişmekte olan ülkelerde OCA ile ilgili değişkenlerin dışa açıklığı dışında, teorideki beklenti ile aynı çizgide etki yarattığı sonucu elde edilmiştir. Fakat enflasyonun ve merkez bankasının bağımsızlığının, kurdaki tercihleri üzerinde bir etkisi olmadığı da elde edilen sonuçlar arasındadır. Demokratikleşme, mali derinlik ve dış borç yükü ise, dalgalı kur yönündeki tercihi olumlu yönde etkilemektedir.

1.2.1. Dalgalanma korkusu ile para politikası

Bazı unsurlar, politik-ekonomik dalgalanmalar kuramının geçerliliğini azaltmaktadır. Bunlar, (Dornbusch ve Fischer, 1990: 584): i) İktidarlar, ara dönemlerde gerçekleşen seçimler yüzünden ekonomik dalgalanmaları tam olarak kullanamayabilirler; ii) İktidarlar, kamuoyundan gelecek tepkilerden çekinmeleri nedeniyle daralmaları ve genişlemeleri açık bir şekilde seçimlere göre ayarlamak istemeyebilir ya da buna gerçekleştirecek cesareti bulamayabilirler. Politikacılar, makroekonomik politikaları, kendi çıkarları için uyguladıkları izlenimini açıkça ortaya koymak riskinden kaçmak isteyebilirler; iii) Petrol şokları ve savaşlar gibi ülke dışından gelen bir takım etkiler, seçimlere ilişkin hazırlanan politikaların uygulanmasına engel teşkil edebilir; iv) Yöneticiler, bütün mali ve parasal araçları kontrol altında tutamazlar; v) Karşımızda rasyonel seçmenler var ise, rasyonel beklentiler kuramı doğrultusunda seçimlere göre ayarlanmış genişletici para politikaları, beklenen reel etkileri ortaya çıkarmak yerine sadece enflasyonunun yukarı yönde hareket etmesine neden olacaktır. Burada belirtilen sebepler ile seçimlerle uyumlu dalgalanmalar düzenli bir şekilde ortaya çıkmayabilir. Bu durum elbette ki politik-ekonomik dalgalanmaların tamamının geçersiz olacağı/olduğu şeklinde yorumlanmamalıdır. İktidarların tamamı, seçim zamanında düşen eğilimde bir enflasyon ile güçlü olarak büyüyen bir ekonomi içinde olmayı ister. Bu hususta bazıları ya yeterliliğe sahiptir ya da şanslıdır; bu nedenlerle de yeniden seçimleri kazanır. Bazıları ise, daha az yetkindir yahut şansı daha azdır, dolayısıyla seçimi kaybederler.

Özünde parasal büyümenin kaynağı, Merkez Bankası'nın para politikası kapsamındaki hareketleri ile belirlenmektedir. Parasal büyümeye bağlı olarak, ekonomideki reel paranın miktarı ile reel para ankesleri artarken, faiz oranları ile döviz kuru düşüş yaşar. Mali piyasalarda yaşanan hareketlilik, diğer piyasalara da yansiyarak tüketim harcamalarında, yatırım talebinde ve ihracatta artışa temel teşkil etmektedir. Parasal büyümedeki artış tıpkı Keynesci görüşte görüldüğü üzere toplam talebi artırır ve ekonomik genişlemeyi de beraberinde getirir. Söz konusu durumun tam aksi olacak şekilde parasal büyümede yaşanacak bir düşüş ise resesyonu beraberinde getirecektir. Monetarist Teori'ye göre parasal ücret oranı kısa vadede geçici olarak yapışkandır. Friedman, ekonomide kısa dönemdeki fiyat düzeyinin beklenen fiyat düzeyine göre farklı olduğunu vurgulamaktadır (Parasız, 2006).

Uluslararası iktisat teorisinin "imkânsız üçleme" önermesinde tanımlandığı üzere, sermayenin serbestçe hareket edebildiği küresel bütünleşme ortamında esnek bir kur rejimi, bağımsız para politikasının bu nedenle de enflasyon hedeflemesinin başarısının ön koşullarındandır (Mishkin ve Savastano, 2001).

Standart yaklaşım olan Mundell-Fleming modelinin önerisi, fiyatların katı olduğu durumlarda dalgalı kur rejimlerinin reel şoklara uyumu sağladığı ve şok emici bir işlev görerek bağımsız bir para politikasının ortaya çıkmasına olanak vermesidir. Bu yaklaşım ile tutarlı şekilde, son yıllarda çoğu ülke dengeli ve idare edilen döviz kuru rejimlerinden vazgeçmiş ve dalgalı döviz kuru rejimine geçtiklerini ifade etmiştir.

2006'da, Türkiye de dâhil olmak üzere fiili olarak dalgalı döviz kuru rejimini uygulamaya başlayan 25 ülkeden 16'sının para politikasında enflasyon hedeflenmiştir. Genberg ve Swoboda (2005) tarafından yürütülen çalışmada da ifade edildiği üzere, döviz kuru istikrarı, dalgalı döviz kuru rejimini uygulayan ülkede en uygun mali politikanın ve makroekonomik istikrarın sonucunda ortaya çıkabilir. Bunun yanı sıra, enflasyon hedefleme rejimini uygulayan ülkelerin para politikasının reaksiyon işlevlerinde, kur değişmelerinin sistematik bir şekilde belirleyici olma durumunun araştırılması da bilgi elde edilmesine yardımcı olabilecektir. Enflasyon hedefleme rejiminde Taylor vd. mali politika tepki fonksiyonunda, kur değişimlerinin etkisinin bu uygulama dahilinde olmaması nedeniyle bilgi vermemektedir.

Bu konuda yürütülen çalışmalara ilişkin olarak ekonomi yazınında görece olarak daha güvenilir para politikaları ile düşük enflasyon ortamına ulaşılması ve ithal

edilen malların yapısının kur geçişkenliği daha az olan sektörlere gitmesi nedeniyle gelişmiş ülkelerde döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin azalmasının nedenleri olarak gösterilmektedir (Bailliu ve Bouakez, 2004). İncelediğimizde, gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki döviz kurundan fiyatlara geçişindeki oranının gelişmiş ülke ekonomilerindekine göre seviyesinin çok fazla yüksek olduğu tespit edilebilmektedir (Goldfajn ve Werlang, 2000).

Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2007) tarafından ortaya konulan bulgular, enflasyon hedeflemesi ile uygulayıcı ülkelerin uzun dönemde daha düşük enflasyon oranına erişilebildiğine, döviz kuru şokları ile petrol fiyatlarından enflasyonun daha az etkilendiğine ve bağımsız para politikası ile para politikasının etkinliğinin arttığına işaret etmektedir.

2001’de Türkiye’de yaşanmış olan ekonomik kriz, literatürde “imkânsız üçleme” şeklinde tanımlanan görüş ile örtüşmüştür. İmkânsız üçlemeye göre, bir ülkede sabit kur rejimi, bağımsız mali politika ve sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bir piyasaya aynı anda aktif olamaz. 2001 krizi esnasında Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbest olması nedeniyle ekonomi yönetimi de sabit kur rejimi ile bağımsız mali politika arasında bir seçim yapmak durumunda kalmıştır. Ekonomi yönetimi döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasını ve bağımsız bir para politikasının uygulanmasını tercih ederek 2001 krizinde Türk ekonomisinde yaşananların imkânsız üçleme kavramı için oldukça maliyetli bir örnek oluşturmasına sebebiyet vermiştir. Willet (2002), ülkelerinin çoğunluğunun imkânsız üçleme kavramı ile öne sürülen temel dersleri göz ardı ettiğini ya da bunları unutmaları nedeniyle krizlerin tekrar ortaya çıktığını ifade etmektedir.

2001 yılından sonra, para politikası ile ilgili olarak yazılan metinlerde ve döviz kurlarında gerçekleştirilen müdahalelerden sonra yapılan açıklamalarda, herhangi bir döviz kuru seviyesi hedefinin konulmadığı ancak döviz kurundaki hareketlerin sıkı bir şekilde takip edildiği, döviz kurlarında her iki şekilde de meydana gelen ya da oluşması beklenen fazla hareket gibi durumların ortadan kaldırılması için müdahalelerde bulunulabileceği/bulunulduğu vurgulanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler için dalgalanma korkusu makroekonomik ve finansal istikrarın sağlanması için makroekonomik koşullar ile finansal kırılganlıklara karşı optimum bir para politikası olabilir.

Dalgalanma korkusu ile politikalarını belirleyen merkez bankaları, kur piyasasına doğrudan müdahale etmekte ve araç olarak uluslararası rezervleri kullanmaktadır ya da faiz politikasını kullanarak döviz kurunun düzeyini etkileme yöntemi ile kurdaki dalgalanmaların önüne geçmeyi arzu etmektedir. Dalgalanma korkusu ile politikalarını belirleyen merkez bankaları ile diğer merkez bankaları arasındaki en büyük fark, söz konusu merkez bankalarının faaliyet gösterdiği ekonomilerde faiz oranları ile uluslararası rezervlerin değişken olmasıdır. Yine de, birbirinden değişik kur rejimleri uygulayan ve değişik gelişmişlik seviyelerine sahip ülkelerde döviz kuru hareketleri ve elbette ki buna bağlı politika uygulayıcıların davranışları değişkenlik göstermektedir.

Bunun temelini oluşturan etmenlerden ilki, toplam verilerin izlenmesi yerine merkez bankalarının özel sektörden sürekli olarak bilgi aktarabilmesidir. Yabancı yatırımcı ve banka sistemleri ile şirketlerin mali dengeleri üzerindeki mikro ekonomik kanıtlar toplam etkiler ile birlikte değerlendirildiğinde tutarlı olmayabilir; ne var ki merkez bankası bu kanıtları nasıl bir araya getireceklerini bilmemektedirler. Diğer yandan, çıkar grupları güçlü döviz kurları konusunda şikâyetçi olabilirler. Sonuç olarak, sadece bilanço üzerinden okunan mali kırılganlık daha önce reel anlamda yükü alabilmek maksadı ile şirketlerin yeniden müzakere edebileceği gerçeğini göz ardı edebilmektedir.

Gerçekte, şirketler belirli operasyonlar ile birçok metotla görünmeyen döviz kuru hareketlerine karşı kendini koruma altına almış olabilir. Koruma mekanizmaları da merkez bankalarının izleyebilmeleri zor yöntemler olabilir.

1.3. Türkiye Ekonomisinde Dalgalanma Korkusu

Resmi olarak dalgalı kur rejimi uygulayan YPE'lerde iktisadi karar mekanizmalarının, döviz cinsinden yükümlülüklerini göz ardı edemeyen YPE merkez bankaları faiz oranlarını ve döviz rezervlerini kullanmaya başlayarak, kur piyasasında meydana gelen dalgalanmaların boyutunu azaltmayı arzu etmekte ve dalgalanma korkusu ortaya çıkarak hareketlerini etkilemektedir. Bundan dolayı, YPE'lerde dalgalı kur rejimi dikkate alınmasına rağmen, merkez bankaları, mali politika faaliyetlerini sermaye hareketlerinden bağımsız bir şekilde gerçekleştirememektedir. Türkiye ekonomisine bakıldığında, 1999-2007 yıllarında Türkiye Ekonomisi sermaye hareketlerinin tersine dönmesi ya da durması ile, dövizdeki dalgalanmaların

bilançolarda yaratabileceği hasarlara hassas bir durum almıştır. Bundan dolayı, Şubat 2001 krizi sonrasında resmi dalgalı kur rejiminin uygulanmasına rağmen, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) kur piyasasına müdahale etmeye devam etmektedir. Uluslararası rezervler ve hareket tarzı TCMB'nin dalgalanma korkusunu taşıdığını göstermektedir. Buna rağmen, kur piyasasında yaşanan büyük dalgalanmaları önleyebilmek için TCMB 'nin, yüksek seviyede döviz rezervi tutması, 2002-2007 döneminde kesilmiştir.

1980'lerden sonra ve Asya krizinin ardından sabit döviz kuru uygulayan ülkeler yaşadıkları finansal krizin ardından enflasyon hedeflemesine geçmeyi tercih etmişlerdir. Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını öncelikli amaç olarak taahhüt eden bir para politikası rejimidir.

TCMB de döviz kuru hedeflemesi altında 2000 ve 2001 yıllarında geçirdiği finansal krizlerin ardından enflasyon hedeflemesi rejimini kabul etmiştir. TCMB enflasyon hedeflemesini kabul ettikten sonra sürekli olarak döviz rezervlerini arttırarak gerektiğinde biriktirdiği döviz rezervlerini kullanmış ve bu şekilde piyasaya müdahale etmiştir. Yapılan doğrudan müdahalelerle birlikte, özellikle yaşanan son küresel finansal krizin ardından fiyat istikrarı yanında finansal istikrarında öne çıkması üzerine TCMB Kasım 2010'da kabul etmiş olduğu yeni politika yaklaşımı çerçevesinde döviz kurlarının iktisadi temellerinden farklı olarak dalgalanmasına engel olmak için klasik faiz oranı dışında yeni makro ihtiyati para politikası demetini kullanmaya geçmiştir. TCMB'ye göre, para politikası metinlerinde ve basın bildirimlerinde belirtildiği gibi, yapılan müdahalelerin ve makro ihtiyati araçların kullanılmasında temel amaç döviz kurunu belli bir düzeyde tutmak olmamıştır. Aksine, kurlardaki aşırı oynaklığı azaltmak ve fiyat istikrarı ile finansal istikrar üzerindeki etkilerini en aza indirmektedir.

Daha önce de ifade edildiği üzere 1982'de yaşanan borç krizi ve daha sonrasında 1990'ların sonlarında ortaya çıkan Asya Krizi ile birlikte yaşanan ani kesilmeler (sudden cuts) gelişmekte olan ülkelerin sabit döviz kurunu devam ettirmelerini ortadan kaldırmıştır. Sabit döviz kuru şartları altında ani kesilmelerle başa çıkmanın zor olması, dışsal finansmanın yetersiz kalması gibi nedenler ülkeleri devalüasyona yöneltmiştir (Edwards, 1992: 2). Finansal krizlere temel oluşturan bu gelişmelerden dolayı 1980 ile 1990 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerin birçoğu özellikle ulusal paranın belli bir oranda yabancı paralara bağlandığı yumuşak döviz kuru sistemlerini terk ederken çok azı dolarlaşma ve para kurulu gibi katı döviz sistemlerini

benimsediler. Görüldüğü üzere, 1970'lerin başından itibaren ülkeler sabit döviz kuru sisteminden giderek uzaklaşmıştır. 1970'te IMF üye olan ülkelerin %97'si sabit döviz kuru rejimini uygularken, bu oran 1980'de %35'e 1999'da ise %11'e gerilemiştir. Ortaya konulan rejimin bir gereği olarak, sabit döviz kuru uygulamalarından daha fazla uzaklaşıldığı da izlenmiştir. 2016 itibariyle IMF üyesi ülkelerin %13'ünün sabit döviz kuru rejimini benimsedikleri görülmektedir (IMF, 2016: 8). Bu artışın bir nedeni, bazı Avrupa ülkelerinin Avrupa Parasal Birliği içinde yer almasından kaynaklanmaktadır.

Serbest dalgalanmaya yönelik bu eğilim devam ederken diğer taraftan sermaye hareketlerindeki serbestliğe bağlı olarak döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar ülke ekonomilerini olumsuz etkilemiştir. Ülkelerin birçoğu nominal ve reel döviz kurlarındaki dalgalanmalardan endişe eder hale gelmiştir. Nominal döviz kurlarındaki değişim özellikle enflasyon üzerinde etkili olurken, reel döviz kurlarındaki değişim yurtiçindeki tüm ekonomik aktörlerin refahı ve kaynak dağılımı üzerinde oldukça güçlü etkiler yapmaktadır. Bu yüzden A.B.D. dışında dalgalı kur uygulayan G-7 ülkelerinde bile para politikası döviz kurundaki dalgalanmalar karşısında ne yazık ki kayıtsız kalmamaktadır (Fisher, 2001: 13). Ancak, döviz kurundaki dalgalanmaların gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisi daha şiddetli görülebilmektedir. Güçlü paraya sahip olmayan dışa açık ülkelerin uluslararası sermaye akımlarına karşı daha hassas olmaları döviz kurundaki dalgalanmalara daha büyük boyutlarda müdahale edilmesine neden olmaktadır.

1990'larda dalgalı kur rejimindeki artışa paralel olarak dalgalanma korkusu davranışı gösteren ülkelerin sayısında da bir artış yaşandığı görülmektedir. Bununla birlikte 1970'lerin başından itibaren bazı ülkeler dalgalanma korkusu ile hareket etmektedirler. Bu ise literatürde ileri sürülenin aksine dalgalanma korkusunun son zamanların bir fenomeni olmadığını ve geçmişte de ülkelerin karşına çıktığını göstermektedir (Levy-Yeyati ve Sturzeneger, 2005: 1622)

II. BÖLÜM: DÖVİZ KURU'NUN TANIMI VE DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ

Döviz kurunda yaşanacak değişiklikler ulusal paranın değerindeki değişim oranını etkilemektedir. Doğrudan ve dolaylı şekilde gerçekleşen bu etkiler, piyasa yapısını, fiyatlama politikasını, ikame olanaklarını, buna bağlı olarak da ülke ekonomisinin enflasyon rakamlarını aşağı ya da yukarı yönlü değiştirecektir. Tam da bu noktada ulusal para biriminin değeri, rezervi, döviz kuru ve döviz tercihleri kuşkusuz dalgalanma mekanizmasına direkt olarak yön verecektir.

Döviz kuru; İki ülke parasının birbirine değişim oranını ifade eder. Bir başka ifadeyle bir birim ulusal paranın diğer yabancı ülke para birimi karşısındaki değeri olarak tanımlanabilir. Bu tanımlar doğrultusunda döviz kuru belirlenir ve karşılıklı alışveriş (ithalat-ihracat) gerçekleşir. Paranın değeri iki değişkene bağlı olarak açıklanabilir. Bunlardan biri enflasyon değeri ise kur değişimidir. Enflasyon, paranın yurtiçindeki değerini belirlerken, kur değişimi ise yurtdışı piyasasındaki değerini belirler. Ülke içindeki mal ve hizmetlerin değeri azaldıkça paranın yurtiçi satın alma gücü de yan, reel değeri artış gösterir. Fiyatları seviyesi yükseldikçe de alım gücü düşer. Buna bağlı olarak global anlamda kurların aşağı veya yukarı yönlü değişimleri de paranın değerini de değiştirir.

2.1. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kuru sistemi, fiyatlandırmada ortaya çıkan farklılıkların bağlı olacağı koşul ve değişkenleri belirleyen kurallar olarak tanımlanmaktadır. Döviz kur sistemleri Esnek (Flexible) Döviz Kuru ve Sabit (Fixed) Döviz Kuru olmak üzere iki grupta incelenir.

2.1.1. Sabit kur rejimi sistemleri

Sabit kur, ulusal para biriminin değerinin, başka bir ülke para biriminin veya para birimleri sepetinin değerine bağlandığı kur sistemidir. Bu sistemde sabitleme düzeyi, Ulusal Merkez Bankaları tarafından belirlenir ve Merkez Bankası değişiklik yapana kadar kur aynı kalır.

2.1.2. Esnek ya da serbest kur sistemleri

Merkez Bankası tarafından kura hiçbir müdahalenin olmadığı ve tamamen piyasada oluşan arz ve talep koşullarına göre belirlenen kur sistemidir.

2.2. Döviz Kuru Bantları

2.2.1. Serbest dalgalanma (Free Float)

Serbest dalgalanan kur sisteminde ülke parasının değeri piyasa aracılığıyla ortaya konulmaktadır. Döviz piyasasında ele alınan bu tür müdahaleler, kurların arzu edilen seviyede tutulmasını sağlamamakta, piyasadaki gereksiz dalgalanmalara engel olmak ve değişimleri daha ılımlı bir duruma getirmek için yapılmaktadır. Böylece, para politikası daha etkin bir hal alarak ülkede tutulması gereken uluslararası rezerv miktarı da azalma göstermektedir. Sistemin avantajlarından birisi, dış şokların ilk adımda nominal kur aracılığıyla absorbe edilmesi ile ülkedeki istikrarı pozitif yönde etkilemesidir. Serbest dalgalanan kur sisteminin dezavantajları ise dış ülkeler ile olan ekonomik ilişkilerde belirsizlikler ile risklerde artış izlenmesi sonucunda kaynak dağılımını da negatif yönde etki altına almasıdır. Ayrıca, para politikası için nominal destek özelliği taşıyabilen döviz kuru, bu özelliğini kaybederek serbest dalgalanan kur sisteminin enflasyonu davet eden bir sistem olarak ortaya çıkmasına sebep olur (Özdemir ve Şahinbeyoğlu ,2000: 3).

2.2.2. Yönetimli dalgalanma (Managed Floating)

Yönetimli kur sistemlerinde döviz kurlarının arz ve talep şartlarına bırakılmakla birlikte merkez bankasının döviz kurlarında gözetim ve müdahalesi mevcuttur. Yönetimli dalgalanma sisteminde önceden belirlenerek ilan edilen bir kur hedefi yer almamaktadır. Yetkili kurum, döviz kurunda meydana gelebilecek kısa süreli dalgalanmaları en aza indirmek ve piyasadaki akıcılığı koruyabilmek için döviz kurlarına müdahalede bulunmaktadır. Buradaki hedef, kısa vadeli yüksek dalgalanmaların önüne geçebilmektir. Piyasa güçlerinin döviz kurunu asıl belirleyen faktör olması nedeniyle, burada sözü edilen müdahaleler döviz kurunun uzun dönemdeki seyrini etkileyebilecek kapasitede olmamaktadır. Merkez bankasının kurlara müdahale edebilmesi için rezerve ihtiyacı olmakla birlikte, belli bir pariteyi devam ettirme zorunluluğuna sahip olmaması nedeniyle rezervlerin oldukça yüksek bir seviyede olması gerekli değildir. Yönetimli dalgalanma sisteminde, sabit kur

sisteminden farklı biçimde, gereken kur ayarlamaları gerekli olduğunda yapılabilir. Bu unsur, bir nebze de olsa ekonomi ve parasal politikalarda bağımsızlık aratmakta ve yurtiçinde dengenin elde edilmesine olanak sağlamaktadır (Özbek, 1998: 24).

2.2.3. Aralık içinde dalgalanma (Floating within a Band)

Aralık içinde dalgalanma sistemi içerisinde, kurların önceden belirlenmiş olan sınır dâhilinde serbest bir şekilde dalgalanmasına müdahale edilmemektedir. Kurlardaki dalgalanmanın gösterilen sınırların dışına çıkması durumunda, otorite duruma müdahale ederek bant genişliğini değiştirebilir. Aralığın genişliği azaldıkça sabit kur sistemine, arttıkça dalgalı kur sistemine yaklaşma sağlanır. Aralık içinde dalgalanma sistemi, serbest dalgalanma ve sabit kur sisteminin bir birleşimi olarak ele alınarak, bu kur sisteminin esnekliği ve istikrarı sağladığı ifade edilerek savunulmaktadır. Merkez parite olarak tespit edilen bu aralığın ortalama değeri kurlara bir belirlilik kazandırırken, kurların bu aralık dahilinde dalgalanabilmesi, dışarıdan gelebilecek şokların etkisini de düşürmektedir (Edwards ve Savastano, 1999: 6).

2.2.4. Kaygan aralık (Sliding Band)

Belli bir aralık içinde dalgalanmaya izin veren sistemden farklı bir şekilde kaygan aralık sistemi aralığın yaklaşık değerini (merkez kur) sabitlememektedir. Bahsedilen ortalama değer, belirsiz süreler ile ayarlanmaktadır. Kaygan parite sistemini tercih eden ülke, döviz kurlarında yapacağı değişikliklerin miktarı, sıklığı ve bant genişliğine de kararlaştırmak durumundadır. Uygulama alanını yüksek enflasyona sahip ülkelerde bulmaktadır. Ayarlanabilir merkez kuru ile döviz kurunda olabilecek muhtemel büyük dalgalanmalar ve istikrarı bozabilecek spekülasyonların oluşturabileceği zararlar en aza indirgenmektedir. Ancak, merkez kurun ne zaman ayarlanacağına ve ayarlama sıklığına dair belirsizlik olması piyasalarda belirsizliği de beraberinde getirmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000:3-4).

2.2.5. Sürünen bant (Crawling Band)

Sürünen bant adı verilen sistemde, belirli aralıklar içerisinde merkezi parite ortaya konulur ve daha sonrasında paritede belirli ayarlamalar yapılabilmektedir. Bununla birlikte, esas alınan sabit değer, daha önceden belirlenmiş olan ekonomik göstergeler ve bilhassa ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak değiştirilebilmektedir. Bu sistemin en önemli avantajlarından birisi belirsizliğin

giderilmesidir. Sabit kurun tutulacağı seviye daha öncesinden belirlendiği için ekonomik birimler de tepkilerini buna göre ayarlamaktadır. Bu sistemde, kura çok ciddi müdahale yapılmasına gerek kalmamaktadır. Ne var ki yanlış belirlenen parite, enflasyon beklentisinde artışa ya da ülke parasının yüksek değer kazanmasına sebebiyet vermektedir. Para politikasının kullanımının sınırlandırılması ise bu sistemin bir dezavantajı olarak ifade edilmektedir (Edwards ve Savastano, 1999: 6).

2.2.6. Sürünen pariteler (Crawling Peg)

Döviz kurlarının, daha önceden duyurulan tutarlarda veya oranlarda, sıklıkla belirlenen aralıklar ile denge kuruna ulaşıncaya dek değişiklik yapıldığı bir kur sistemidir. Döviz kurlarındaki artış oranı genelde fiyat endeksleri gibi objektif ölçütlere bağlanır. Sürünen paritelerde, nominal döviz kuru dar bir alan içerisinde dalgalanmakta ve belirli dönemlerde, seçili göstergelere göre ayarlamalar yapılmaktadır. Bu kur sisteminde, ülke parasının değeri sabitlenmiştir. Fakat bu sabit değer, tıpkı yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde de görüldüğü üzere, o ülkenin daha önceden belirlenmiş olan ekonomik göstergelerine ve bilhassa ödemeler dengesindeki gelişmelere göre ayarlanabilmektedir (Yalçiner, 2008, s. 72). Bu sistemde, sabit kur üzerinde herhangi bir baskı meydana geldiğinde, düzeni sağlamak için gerekli olan ayarlama bir anda değil belirli süreler ile ve sıklıkla yapılmalıdır. Buna ek olarak, aralığın olmaması sebebiyle belirsizlikler de azaltılmıştır. Bu sistemde, merkez bankaları döviz kurunu önceden duyurarak düşük miktarlarda devalüasyona gitme yolunu tercih ederek büyük hareketlerden kaçınmayı hedeflemektedirler (Obstfeld ve Rogoff, 1995, s. 74).

2.2.7. Ayarlanabilir sabit kur sistemi (Fixed-but-Adjustable Exchange Rate)

Ayarlanabilir sabit kur sistemi, ulusal paranın yabancı bir paraya ya da kur sepetine belirli bir oranda/seviyede sabitlenmesidir. Kurun, merkezi paritenin çevresinde en fazla %1 oranına kadar dalgalanmasına olanak tanınmaktadır. Belir başlı bir paritenin bulunması ve bu paritenin devam ettirilmesinin gerekliliği, mali politikanın kullanım olanağını azaltmaktadır. Fakat tam sabit kur sistemindeki gibi sert kurallar mevcut değildir. Merkez bankası çok fazla olmasa da döviz kurunun seviyesini düzenleme yetkisine sahip bulunmaktadır (Kansu, 2006, s. 36). Bu sistemde, kur sabit tutulmaktadır ancak mali otorite süre sınırı olmadan bu kuru devam ettirmek zorunda değildir. Belirlenen kur, uygulanan ekonomi politikalarıyla tutarlı değilse istenilen

düzeyde değişikliğe gidilebilir. Bu sistem ile dış ticaretteki döviz kuru belirsizliği minimumda tutularak, ekonomik istikrarın elde edilmesine katkı sağlanmaktadır. Ayarlanabilir sabit kur sisteminin gözle görülen en olumsuz tarafı, sistemi kullanan ekonomilerin devalüasyonu düşük oranda gerçekleştirememeleri nedeniyle ekonomide belirsizliğin ortaya çıkması ve enflasyonist baskının ortaya çıkmasıdır. Diğer taraftan, muhtemel bir düzenleme beklentisi (devalüasyon) yoğun spekülasyonlara yol açarak ekonomide bir kriz oluşturmaya müsait sistem haline gelmektedir (Edwards ve Savastano, 1999, s.7).

2.2.8. Para kurulu (Currency Board)

Ülke parasının belirlenecek yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini kestiren ve mevcut yasal düzenlemelerin yapılmasını gerekli kılan bir sistemdir. Bu sistemde mali otorite, ülke parasını sadece yabancı para girişi karşılığında basmaktadır. Buna ek olarak Merkez Bankasının, mali düzenlemeler ve son kredi otoritesi gibi geleneksel işlevlerine son vermektedir. Uygulanması kolay olan bir sistem olmasının yanı sıra, para ve mali politikaların güvenilirliğini artırması, kura istikrar sağlaması, faiz oranlarını birleştirmesi ve mali derinliği artırması gibi yararları da bulunmaktadır fakat bir dizi maliyet de getirmektedir. Para kurulu sisteminde bankalar daha hassas duruma gelmekte, Merkez Bankası işlevlerini kaybetmekte, mali politikaların üzerine sınırlama konulmakta ve nominal döviz kurları esnekliğini kaybetmektedir. Bu sistemin uygulanacağı ekonomide sağlam bir kamu finansmanı, güçlü bir finansal yapı ve yeterli döviz kaynağının bulunması gereklidir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, s. 6).

Tablo 1

Döviz Kuru Sistemleri

Sistem	Temel Özellikler	Olumlular	Olumsuzlar	Açıklamalar
Serbest dalgalanma (Free Float)	Döviz kuru serbest piyasada belirlenir. Merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmez.	Nominal döviz kurundaki değişim içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaların hemen hepsini yansıtır.	Yüksek oranlı nominal ve reel döviz kuru dalgalanmaları kaynak dağılımını olumsuz etkiler.	Hiçbir ülke tam esnek kur politikası uygulamamaktadır.
	Merkez bankası belli bir pariteye bağımlı	Piyasaya tepkisi serbest dalgalanan	Merkez bankasının	Kanada ve Avustralya gibi

Yönetimli dalgalanma (Managed Floating)	olmaksızın döviz piyasasına müdahaleye hazır durumdadır. Müdahale sıklığı ve şekli hedef doğrultusunda değişir. Doğrudan müdahaleler uluslararası rezervlerde değişim yaratırken, dolaylı müdahaleler yaratmaz.	kur benzeridir ancak daha yüksek düzeyde uluslararası rezerv birikimine ihtiyaç vardır. Döviz kurlarındaki "aşırı" hareketliliği önler.	hareketinin şeffaf olmayışı piyasalarda belirsizliğe neden olabilir. İstikrar kazandırıcı değildir.	gelişmiş ülkeler uygulamaktadır. Meksika 1994-95 krizi sonrası benzer sistemi uygulamıştır.
Aralık içinde dalgalanma (Floating within a Band)	Nominal döviz kuru belirlenen merkez parite etrafında aşağı/yukarı belli aralık içinde serbest dalgalanır. Sapmalarda parasal otorite piyasaya müdahale eder. Aralık genişliği değişir. Daraldıkça sabit kur sistemine, genişledikçe dalgalı kur sistemine yakınsar.	Sistem belirli esneklikle kredibilitiyi sağlamaktadır. Aralık ve merkez parite gibi anahtar bilgiler piyasanın beklentilerini şekillendirir.	Aralığın çok dar olduğu ve makro politikaların sisteme uyumlu olmadığı durumlarda uygulama istikrar önleyici olabilir ve spekülasyon ataklarına neden olabilir. Sistemin esnekliği aralık ve merkez parite değerlerinin revize edilmesine olanak tanır. Bu ise uygulamanın kredibilitiyini düşürmektedir.	Avrupa Para Sistemi çerçevesinde uygulanan Döviz Kuru Mekanizması (ERM) en bilinen örnektir. 1992-93 ERM krizinin tanık olduğu gibi sistem önemli spekülasyon baskılarına maruz kalabilir ve Merkez bankası belirlenen aralığı korumada kararsız kalırsa sistem çökebilir.
Kaygan aralık (Sliding Band)	Parasal otorite belirli bir merkez pariteyi izlemeyi taahhüt eder. Ancak, merkez parite aralıklarıyla çeşitli göstergeler ışığında ayarlanır. Bu sistem aralık sisteminin yüksek enflasyonlu ülkelerde	Sistem dünya ortalaması üzerinde enflasyon yaşayan ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına olanak tanır ve ülke parasının önemli oranda	Merkez paritenin ayarlanma dönem ve oranlarının bilinmeyişi piyasalarda belirsizlik ve faiz oranlarında hareketlilik	İsrail 1989 yılı başlarından 1991 sonuna kadar benzer sistem uygulamıştır. Sistemin içerdiği belirsizlik ve neden

	uygulama biçimidir.	değer kazanmasını önler.	yaratabilir. Aralık tayini önemlidir.	olduğu hareketlilik alternatif uygulamaları ön plana çıkarmaktadır.
Sürünen bant (Crawling Band)	Aralık sisteminde merkez paritenin zaman içinde ayarlanmasıdır. Yönlendirme oranı farklı kurallara bağlanabilir.	Yüksek enflasyonlu ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına, merkez paritede yüksek oranlı ayarlamalar yapılmaksızın, olanak tanır.	Yönlendirme oranının tayini önemli riskler taşır. Geçmişe dönük yaklaşım sistemde enflasyonist süreç yaratabilir. Geleceğe dönük yaklaşım ise yanlış enflasyon hedefleri doğrultusunda belirlendiyse ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi ve spekülasyon baskılarına yol açabilir.	İsrail, Şili ve İtalya bu uygulamayı belirli dönemlerde seçmişlerdir.
Sürünen pariteler (Crawling Peg)	Nominal döviz kuru periyodik olarak belirli göstergelere göre ayarlanır. Çok dar bir aralık içinde hareket eder ve sapmaları engellenir.	Yüksek enflasyonlu ülkelerde önemli reel kur değerlendirmeleri önler. Tablita sistemi piyasa beklentilerini yönlendirir ve belirli ölçüde kredibilitate sağlar.	Geçmiş enflasyon farklarını kullanan geçmişe dönük yaklaşım sistemde enflasyonist sürecin oluşmasına ve para politikasında döviz kurunun nominal etkisinin ortadan kalkmasına neden olabilir.	Bu sistem 1960 ve 1970'lerde Şili, Kolombiya ve Brezilya'da uygulanmıştır. En uzun uygulaması Kolombiya'dır ve önemli ölçüde enflasyonist baskı oluşturmuştur.

Para kurulu (Currency Board)	Kesin kurallara bağlanmış sabit kur sistemidir. Para politikasında yasal sınırlamalar mevcuttur. Para otoritesi yerli parayı yalnız yabancı para girişi karşılığı basabilir.	Kredibilite unsurunu ençoklayıcı bir sistemdir ve "zaman tutarsızlığı" sorununu ortadan kaldırır.	Kredi açısından önemlidir ancak sistem esnek değildir. Önemli dışsal şoklar tamamen işsizlik ya da ekonomik aktivite yoluyla absorbe edilir.	Tarihsel olarak pekçok küçük ülke uygulaması görülmektedir. Ancak bazıları önemli dışsal şoklarda uygulamaya son vermek durumunda kalmışlardır. Günümüzde Hong Kong ve Estonya uygulamaktadır.
-------------------------------------	--	---	--	--

Kaynak: Özdemir, K. Azim; Şahinbetoğlu, Gülbin: (2000). “**Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**”, TCMB’sı Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara.

2.3. Döviz Kuru Sistemlerinin Karşılaştırılması

Esnek döviz kuru sisteminde parasal genişleme ve faizlerin düşmesiyle başlayan sermaye çıkışı, ulusal paranın değerini kaybetmesi nedeniyle çıktı seviyesini arttırmaktadır.

Uygulanan ara rejimlerin spekülasyon hareketlere karşı kırılmalı bir yapı izlemeleri nedeniyle, ülkelerin finansal krizlerin etkisini ortadan kaldırmak ve özellikle gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının çok olması hasebiyle serbest dalgalı kur sistemlerinin etkisini azaltabilmek için Williamson (2000; 6) bir kur sistemi önerisinde bulunmuştur. Bu sisteme göre sadece bir ülkeye ait para yerine, farklı ülke paraları ile oluşturulan bir sepete dayanan ve genişletilmiş bant dâhilinde hareket eden, şartlara göre de paritenin ayarlanmış olduğu sistemdir.

Bu sisteme, BBC (Basket, Band, Crawl) kuralı adı verilmekte olup, üç ana unsurdan meydana gelmektedir. Genişletilmiş bandın oluşturduğu birinci unsur (yaklaşık %10 veya %15), sabit kur sisteminin sahip olduğu katı yapının esnekleştirilmesi ile spekülasyon hareketlerin engellenmesini kolaylaştırırken, para politikasının şoklar uygulanmasını kolaylaştıracaktır. Bu özellikle, kısa vadeli sermaye hareketlerinin negatif etkilerini de en aza indirilebilecektir (Williamson, 2000; 7).

Mundell (1961) esnek kur sisteminin kullanımını eleştirmiştir. İki mal ile iki ülkenin olduğu bir modelde, ücret ile fiyatların sert bir ivme ile aşağı doğru inmesi durumunda talepte meydana gelebilecek bir kaymanın, ülkede yüksek bir seviyede arz oluştururken, başka bir bölgede ise talep fazlasına neden olduğunu ispat etmeye çalışmıştır. Ülkelerin asimetrik şoklardan etkilenmesi halinde üretimdeki verimlilik kaynaklı bir talep hareketinin sonucunda reel döviz kurlarında bir düzenleme yapılması gerektiği ya da üretim unsurlarının işsizlik ve enflasyonun önüne geçmek amacıyla hareketli olması gerektiği ileri sürülmektedir. Mundell, bölgeler arasında meydana gelen faktör hareketliliğinin kur değişiklikleri ile yerine konulabileceğini ve mali birlik sınırlarını belirleyeceği şeklinde bir görüşünü de savunmaktadır. Mundell, kendi içerisinde faktör sirkülasyonunun serbest olduğunu fakat bölgeler arasındaki dolaşımın sınırlar içine alındığı mali alanların meydana getirilmesini savunmaktadır.

Daha önce de olduğu üzere günümüzde de, kur sistemi mali politikasında tercihe bağlı politikaların engellenmesi ve güvenilirliğin artırılması için kullanılmıştır.

Bununla birlikte, politik sistemin belirgin olmadığı bazı ülkelerde, merkez bankasının bağımsız olması güvenilir bir garanti mekanizması sunamamaktadır, çünkü böyle bir durumda merkez bankasının karar verme süreci takip edilemez ve merkez bankası kararlarına karşı gerçekleştirilen siyasi girişimlerin bir cezai müeyyide ile karşılaşması mümkün olamamaktadır. Bu nedenle, tarz ülkelerde para politikasının güvenilirliği ancak doğrudan izlenebilen sabit döviz kuru sistemi ile gerçekleştirilmektedir (Broz, 2002).

Sisteme dayalı olarak ileri sürülen teoriler, kur rejim tercihinde etkili uluslararası baskın güçleri ele alır. Yerel temelli teoriler ise yerel siyasi koşulların rejim tercihinde oldukça etkin olduğunu savunur, buna karşın bilişsel temelli teoriler, siyasi görüşlerin rejimlerin ortaya konulmasında önemli olduğunu ileri sürmektedir.

Sabit kur sistemleri, döviz kurunun yabancı ülke parasına sabitlendiği sabit ayarlanabilir döviz kuru (geleneksel sabit kur) ve döviz kuru ayarlamalarının tamamen dışında tutulduğu katı sabit döviz kuru olarak iki ana başlık dâhilinde ele alınabilir. Bu sistemler, mali politikanın güvenilir olması önünden avantajlı olarak ele alınırlar ancak döviz kurundaki değişiklikler maliyetlidir.

Dolarlaşma katı sabit döviz kurunun en uç noktası olarak ele alınmaktadır. Bu sistemi uygulayarak, ülkeler mali bağımsızlıklarını sonlandırmakta, başka bir ülkeye ait para birimini kullanmaya başlamaktadır. Mali disiplini arttırması ve döviz kurundaki istikrarsızlığı ortadan kaldırması kapsamında bu sistem tercih edilebilmektedir. Fakat ekonomik krizlere karşı duyulan hassasiyet, ülkenin senyoraj gelirlerine son verilmesi ve Merkez Bankasının para politikası araçları kullanımını kısıtlaması nedeniyle artmaktadır. Para Kurulu (Currency Board), sert sabit kur sisteminin başka bir şeklidir. Bu, ülke parasının, belirlenen yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini tahmin eden ve bu kapsamda yasal düzenlemelere ihtiyaç duyan sistemdir. Bu sistem dahilinde, merkez bankası aracılığıyla saklanacak olan yabancı rezervin miktarının belirlenmesi gerekmektedir. Kısaca, bu sistemde otorite ülkenin para birimini sadece yabancı para girişine karşılık olması durumunda basmaktadır. Buna ilaveten, Merkez Bankasının geleneksel görevleri olan mali düzenlemeleri yapma yetkisi ve son kredi mercii olması ortadan kalkmaktadır. Bu sistemin dolarlaşma göre en büyük farkı, senyoraj hakkının ülke içerisinde kalmasıdır. Para Kurulu, ekonomi politikalarının güvenilirliğinin arttırılması, döviz kuruna istikrar kazandırılması gibi olumlu etkilerine ilaveten, bankaların krizlere karşı hassaslaşması ve Merkez Bankasının temel görevlerinden bir kısmının elinden alınması da olumsuz etkileridir. Parasal Birlik (Currency Union) adı verilen katı sabit döviz kuru uygulamalarının diğer yöntemi ile ülkeler ortak bir merkez bankası aracılığıyla bastırılan bir ortak para birimi kullanmaktadır. Mali politika bölgesel seviyede belirlenmektedir. Senyoraj geliri de yerel merkez bankasına ait olur. Başka bir sabit kur sınıflandırması ise geleneksel ya da sabit olsa da ayarlanabilen kur sistemleridir. Bu sistemlerin, katı sabit sistemlere göre farkı ise hem sürecin hem de rejim değişikliğinin maliyetinin diğer sistemlere göre daha az ortaya çıkmasıdır. Sabit fakat ayarlanabilir kur sistemi, Bretton Woods sistemi adı ile anılmaktadır. Bu sistemde kur sabit tutulmaktadır ancak otoritenin süre sınırı olmadan kuru sabitleme zorunluluğu yoktur. Bu sistemde döviz kuru, tek bir ülke parasına göre endekslenebileceği gibi (Single Currency Peg), birden çok ülke parasından meydana gelen ortak bir değere (Basket Peg) de endekslenebilir. Bu sistemde merkez bankası, yayınlamış olduğu kur üzerinden alım ve satım işlemlerini gerçekleştirir. Temel unsurlarda dengesizlik ortaya çıkması durumunda kur, devalüasyon ya da revalüasyon ile düzeltilebilir. Bu sistemde güvenilirlik, merkez bankasının sahip olduğu döviz rezervinin yeterli miktarda olması ile doğru orantılıdır. Ne var ki, bu tip rejimlerin krize yatkınlığı oldukça yüksektir ve

ekonomik şoklar ile spekülâtif saldırılar karşısında merkez bankasının elinde bulunan rezervler genelde yeterli değildir.

Makro ekonomik parametreler, sistemdeki değişiklerden etkilenmektedir. Uluslararası Para Fonu (IMF)'na üye olan ülkelerde sabit döviz kuru politikası benimseyen ülkelerin enflasyon oranları düşerken ülke büyümesinin yavaşladığı izlenmiştir. Aksine, esnek kur sistemi uygulanan ülkelerde büyüme hızındaki artış daha belirgin iken sermaye hareketlerinin daha kontrollüdür. Buna ilâveten, orta gelire sahip gruplarda artış, dışa dönük bir ekonominin elde edilmesi ile sanayileşme hızı gibi hedeflere ulaşmada daha başarılı bir ivme elde edildiği elde edilen sonuçlar arasındadır (Okur,2002:2).

2.4. Döviz Kuru Politikaları ve Rejimleri

Ulusal merkez bankaları ve para otoriteleri yabancı para alım ve satımı vasıtasıyla döviz piyasalarına etki ederek, ulusal paranın yabancı paralara karşı piyasa mekanizması sonucu oluşan ya da oluşabilecek muhtemel değerini benimseyen ekonomi politikasının hedeflerine ulaşmak için kurları etkilemektedir. Hükümetlerin hem dış denge hem de iç denge amaçları arasında sayılan fiyat istikrarı ile istihdam amaçlarını gerçekleştirmek için döviz kurları hususunda aldıkları kararlar ve önlemler kur politikalarının kapsamına girmektedir.

Para otoriteleri ile ulusal merkez bankaları, yabancı para alım ve satımı yaparak döviz piyasalarına müdahale ederken, ülke parasının diğer döviz kurları karşısında oluşabilecek değerini, uygulanan ekonomi politikası hedefleri kapsamında etkilemekte ve kurları yönlendirmektedir. Ülke yönetimlerinin fiyat istikrarı, dış denge ve istihdama yönelik ülke içi hedefleri tutturmak için aldığı her türlü önlem döviz kuru politikasını da kapsamaktadır.

Alınan bu önlemler, tatbik edilen kur rejimleriyle de yakından bağlantılıdır. Zira, resmi otoriteler tarafından döviz piyasalarına yapılan müdahalelerin yöntemi ve yoğunluğu, kur sistemleri arasındaki farklılığı ortaya koymakta; kurların resmi kararlarla mı yoksa piyasa içerisinde serbest şekilde mi değişeceği ya da hangi ölçütlerde değiştirilebileceği kurlarda uygulanan değişim rejimini de göstermektedir. Teorik analizlerde genelde kur sistemlerine dair ortak bir sınıflandırma yapılmaya bile konu, kurların kesin bir şekilde sabitlenmesini esas alan sabit kur sistemi ve kurların

serbest bir biçimde değişebildiği esnek kur sistemi şeklindeki uç sistemler ile karma kur sistemleri altında incelenmektedir (Tuncay,2010:4).

Bu kapsamda, alınan önlemler de uygulanan kur rejimi ile ilgilidir. Buna bağlı olarak resmi otoritelerin döviz piyasasına uyguladığı müdahaleler biçim ve yoğunluk açısından kur sistemlerinin arasındaki farkı ortaya koymaktadır lakin kur sisteminin piyasada serbest ya da resmi kararlar vasıtasıyla mı değiştirileceği, ya da değişirken hangi kriterin ele alınacağı kur değişim rejimini göstermektedir.

Bretton Woods sisteminden sonra, gelişmekte olan ölkelerde, döviz kuru rejim tercihinin süreci izlenerek “iki kutupluluk” hipotezinin bu ölkelerdeki geçerliliği tartişmalara yansıtılmıştır.

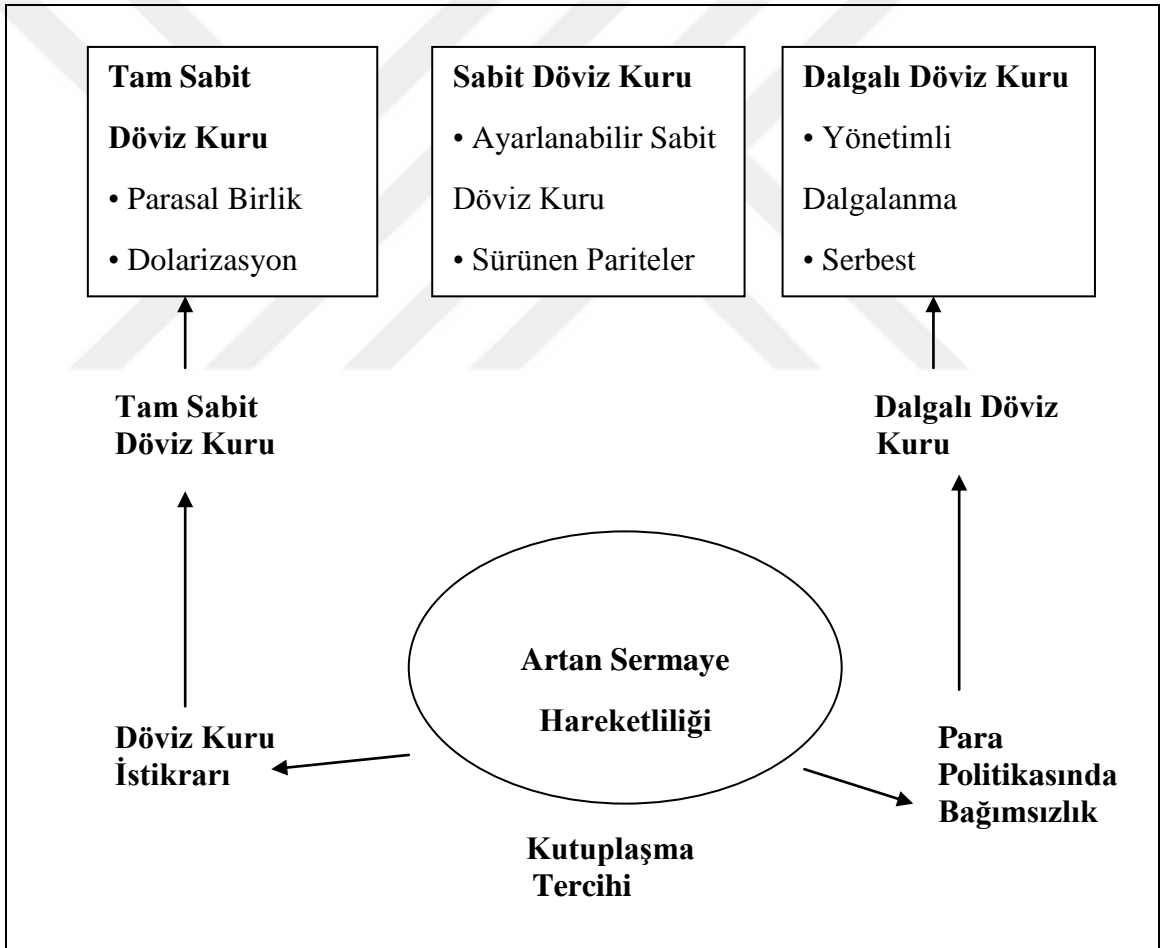
İmkânsız üçleme hipotezinde yer verildiği üzere, açık bir ekonomide, ölkeler birbirinden farklı üç iktisat politikası seçiminden ikisini aynı anda uygulayabilir. Bu kapsamda da anlaşılacağı üzere, sınırsız sermaye hareketliliği, bağımsız mali politika ve sabit kur politikalarının eř zamanlı olarak uygulanması mümkün olmamaktadır.

Bunun yanı sıra, döviz kuru rejimi ve makroekonomik politikaların belirlenmesinde lokal politik unsurların etkili olması hususunda da farklı teoriler ortaya atılmıştır (Simmon, 1994;4). Bunların ilki, kur politikasından direkt etkilenen ekonomik ya da sosyal gruplardan beklenen hususlara odaklanmıştır. Bu çerçevede, politik istekler, buldukları küresel ekonomi içerisindeki rolleri ile yakından ilişkilidir (Frieden, 1991). Ayrıca bu yaklaşım, politikacıların tutumları kadar politika tercihinin de etkin olduğunu ileri sürmektedir. Politikacılar, bir sosyal grubun temsilcileri olsalar bile, kur rejimi tercihi, her zaman o grubun istekleri çerçevesinde gerçekteşmemektedir (Bernhard ve Leblang, 1999).

Bretton Woods sisteminin düşüşü ile finansal serbestleşme hareketlerindeki artış, döviz kuru politikasının “imkânsız üçleme” kısıtlaması bağlamında bir tercihe yol açmıştır. Gelişmiş ölkeler, kuru serbest hale getirmek ya da sabit kur rejimini uygulamak arasında tercih yapmışlardır. 1980 sonrasında, gelişmekte olan ölkelerde de mali serbestleşme politikaları benimsenmeye başlamış ve yabancı sermaye hareketlerinin önündeki tüm engeller ortadan kaldırılmıştır. Ne var ki, bu ölkelerdeki kur rejim tercihinin sabit ancak istikrarlı ya da dalgalı ancak bağımsız mali politika kutuplaşmasının açıklayıcı olmadığı da görölmektedir.

Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeler sınıfına en yakın olan ülkelerdir. Bu ülkelerde uygulanmış olan kur politikasının, piyasa aksaklıklarını ortadan kaldırması ve fiyat istikrarı ile büyüme üzerinde pozitif etkiler yaratması beklendiği için, kur tercihi bu ülkeler açısından oldukça önem arz eden bir araç haline gelmektedir.

Ayrıca, Mundell-Fleming Modeli de kur rejimi tercihi teorisinde iki önemli gelişmeye sebep olmuştur: “imkânsız üçleme” (trilemma ya da impossible trinity) ve Kutuplaşma teorisini (bipolarization). Daha önce de ifade edildiği üzere, sınırsız sermaye mobilitesi, bağımsız mali politika ve sabit kur politikalarının eř zamanlı olarak uygulanmaları mümkün olmamaktadır.



şekil 1: Döviz Kuru Tercihinde Kutuplaşma ve Politika Tercihi

Kaynak: Kılavuz, Emine; Topcu, Betül, A. ve Tülüce, Nadide S. : (2011). “Yükselen Ekonomilerde Döviz Kuru Rejimi Seçimi: Ampirik Bir Analiz”. **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 1, Sayı 30: s. 83-109.

2.4.1. Türkiye’de uygulanan döviz kuru politikaları

Döviz kuru politikası, ekonomideki dış dengenin sağlanması amacıyla kurlardan yararlanma yolları ile yöntemlerini belirtmek amacıyla kullanılmakta olan bir kavram olarak tanımlanmaktadır. Sabit kurlar ilkesine dayanan Bretton Woods uluslararası para sisteminde, her ülkenin ulusal parasını altın ya da A.B.D. doları kuru üzerinden IMF’ye kaydettirme mecburiyeti bulunmaktadır. Fon Ana Sözleşmesi, bu şekilde oluşturulan resmi paritelerin sadece “temelli dış dengesizlik” durumunda ve belirli kurallara bağlı kalınarak değiştirilmesine izin verdiğinden dolayı, Bretton Woods sisteminde kur politikasının uygulanması herhangi bir soruna yol açmamıştır. Bu dönemde, bilhassa gelişmekte olan ülkeler sıklıkla devalüasyon uygulayarak dış dengeleri sağlamaya çalışmıştır (Töre, 1981: 1).

Kur politikalarında, son zamanlarda ayarlanabilir sabit döviz kuru uygulaması yerine, daha katı bir sabit kur ve daha esnek bir döviz kurunun seçilmesi yönünde bir yönelim gözlenmektedir. Kur politikaları dağılımında gözlemlenen bu merkezden uzaklaşma, katı sabit döviz kuru yönünde; para kurulları, dolarlaşma ya da para birlikleri doğrultusunda, aksi yönde ise çeşitli dalgalı döviz kuru düzenlemeleri doğrultusunda gerçekleşmektedir.

Kur politikaları seçiminde, gelişmiş ülkeler piyasada belirlenen kurun tutarlı olup olmadığı konusunda ilgilenirken, gelişmekte olan ülkelerde bu durum daha çok kurun realist ve tutarlı olup olmadığı ile ilgilidir. Bu bakımdan, ülkeler tarafından uygulanmakta olan kur politikaları; gerçekçi, eksik değerlendirilmiş ve aşırı değerlendirilmiş kur politikaları olarak üç ana başlık altında ele alınabilir.

Gerçekçi kur politikası, kurların, politika yapıcılar tarafından düzenlemeler yapılarak ulusal para biriminin aşırı veya eksik olarak değerlendirilmesine müsaade edilmeyen politikalar olarak tanımlanmaktadır. Burada gerçekçi olan kur, denge döviz kuru olarak tanımlanabilir. Denge döviz kurunun piyasada her zaman gerçekleşmesinin güç olacağı ifade edilerek uygulanmakta olan ekonomi politikalarına göre böyle bir dengenin tanımının net olup olmayacağı da tartışılmaktadır.

Dalgalı döviz kuru sisteminde, denge döviz kuru; sermaye hareketlerine, cari işlemler dengesine, reel faiz oranlarına ve uluslararası rezervlere göre değişiklikler gösterebilir. Bundan dolayı, reel faizlerin yüksek olduğu bir ülkede, döviz arz ve talebi

enflasyon farklılığını kendi kendine yansıtmayacaktır. Bu yüzden, nominal döviz kurları reel kurların üstünde ya da altında olabilmektedir. Bahsi geçen kur politikasının iki temel işlevi olduğu belirtilmektedir. Bunların birincisi, iç ve dış fiyatlar arasındaki ilişkinin herhangi bir müdahaleye gerek duyulmadan sağlanmasıdır. İkinci ve daha önemli olan, böyle bir kur politikasının, döviz üreten sektörler ile döviz tüketen sektörler arasında eşit mesafede kalmasıdır. Başka bir deyişle, gerçekçi kur politikası uygulandığı takdirde, hem ithalatçılar hem de ihracatçılar açısından bir dezavantajın olmayacağı ileri sürülebilir. Bahsi geçen kur politikasının en büyük dezavantajı olarak denge kurunun hesaplanması gösterilebilir.

Döviz kurunun piyasa değeri bilhassa gelişen ekonomilerde, makroekonomik performans bakımından çok tartışılan konulardan birisidir. Ekonomide kurların, “aşırı değerli” ve “eksik değerli” olarak belirtilmesi, reel döviz kurunun gerçek veya denge değerine nazaran “daha düşük” ya da “daha yüksek” bir değer almasını da belirler (Lizondo, 1989: 1). Eksik değerlenmiş kur politikası, resmi döviz kurunun piyasada oluşan denge kuruna nazaran daha düşük bir değer alması anlamına da gelmektedir. Eksik değerlenmiş kur politikasında, ulusal para biriminin değeri, olması gerekenden fazla olmakla birlikte, bu durum, ithal edilen malların fiyatlarının ucuzlamasına ve ihraç edilen malların fiyatlarının artmasına da neden olmaktadır. Eksik değerlenmiş kur politikası, ithalatta artışa neden olurken ihracatı da azaltır. Döviz kurlarının denge değerinde meydana gelen sapmalar bazı durumlarda kısa dönemli olabilmektedir. Biraz daha açıklamak gerekirse, sabit kur rejiminde, meydana gelen devalüasyon, ticarete konu olan ürünlerin fiyatlarında daha hızlı artarken, ticarete konu olmayan malların fiyatlarında biraz daha arkadan gelerek gerçekleşir ve bu nedenle, reel döviz kurunun uzun dönemli denge değerinden geçici sapmalar meydana gelir. Esnek kur rejiminde ise, para miktarındaki değişim, nominal kurda hızlı bir tepkiye sebep olur ancak yurtiçi ürünlerin fiyatlarında bu tepki arkadan gelerek ortaya çıkar. Kısa vadede reel döviz kuru, denge değerinden sapmalar gösterebilir. Bunun yanı sıra, kısa dönemli sapmalar da spekülasyon atakları gibi diğer nedenlerden dolayı meydana gelebilir. Bu gibi durumlarda, reel döviz kurunun, uzun vadeli denge değerinden sapması döviz kurunun eksik ya da aşırı değerlenmesi şeklinde tanımlanırken, bahse konu sapmalar, kısa vadeli bir ilişkiyi belirtmektedir (Lizondo, 1989: 2).

Nominal döviz kuru, aşırı değerlenmiş kur politikasının, ulusal para birimi değerinin olması gereken değerden daha düşük kalması anlamına gelir. Bahsi geçen

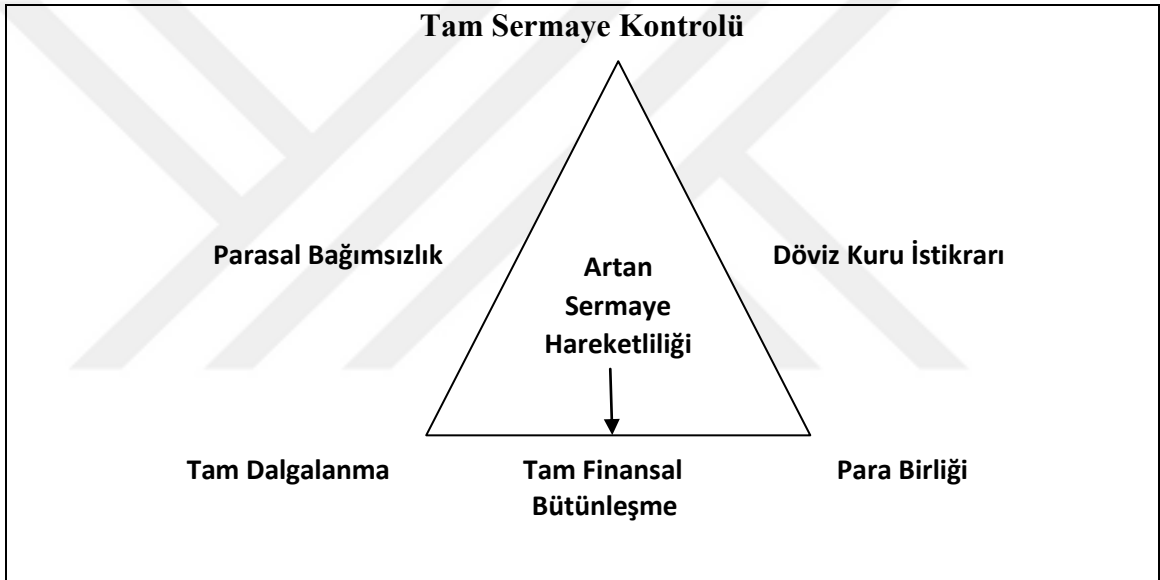
politika, dış ticaret üstünde eksik değerlenmiş olan döviz kuru politikasına göre tam aksi bir etki göstermektedir. Bir ülkede, kur politikası olarak uzun vadeli aşırı değerlenen bir kur politikası benimsenirse, ihracat gelirleri yükselirken ithalat gelirleri düşer ve böyle olunca da dış ticaret dengesinin fazla vermesine ve döviz rezervlerinin de artmasına sebep olabilir. Aşırı değerlenmiş kur politikası dış ticaret dengesini iyileştirmek amacıyla izlenirken, yabancı para birimi ile belirtilebilen ithal edilen malların fiyatları artarak toplam ithalatı olumsuz etkiler. İhraç mallarının fiyatlarının düşmesi ise, toplam ihracatı artırarak ihracat gelirlerinin de artmasına yol açar. Aşırı değerlenme nedeniyle, ihracat yönünden kaybedilen fiyat avantajının bir kısmı veya tümü tekrar elde edilirken, ithalat yönünden sağlanan fiyat avantajının bir kısmı veya tümü tekrar kaybedilir (Zengin, 2000: 29). Bundan dolayı, bilhassa gelişen ekonomilerde, ulusal para birimlerinin eksik değerlemesinin ekonomik büyüme üzerine etkili olup olmadığı da tartışılmaktadır (Lizondo, 1989: 2). Buna karşın bulunan sonuçlar, örnekleme dönemine ve ekonometrik modele nazaran değişebilse de ortak kanı, aşırı değerli kur politikasının, gelişen ekonomilerde ekonomik büyümeye katkı sağladığı yönündedir (Razin ve Collins, 1997; Aguierre ve Calderon, 2005; Rodrik, 2008; Abida, 2011).

Anlaşılabacağı üzere, yukarıdaki bölümlerde de açıklana belli başlı döviz kuru rejimlerinin hiç birinin diğerine göre kesin bir üstünlüğü bulunmamakta, her bir rejimde avantajlara ve dezavantajlara sahiptir. Buna rağmen, döviz pozisyon riski yaratma eğilimi fazla olan döviz kuru rejimleri, gelişmekte olan ülkeler için çok ciddi riskler taşımaktadır. Çünkü böyle rejimlerde, yüksek oranlı bir devalüasyonu takiben hem mali kesimde hem de reel kesimde ciddi kayıplar oluşabilmektedir. Bundan dolayı, kurların, piyasa katılımcılarına en azından döviz kuru riskini hatırlatacağı seviyelerde dalgalanmasına müsaade edilmesi, ayrıyeten alınacak tedbirler ile açık pozisyonların kontrol altında tutulması da bu ülkeler açısından önem arz etmektedir.

Yalnız finans sektörünün değil ayrıca reel sektörün döviz pozisyonlarının da dikkate alınması, üzerinde önemle durulması gereken bir husustur. Finans sektörünün döviz pozisyonları kontrol altında tutulsa da, diğer şirketlerin döviz pozisyonu riski nedeniyle ödeme güçlüğüne düşmesi, krediler nedeniyle finans kesimi üzerinde de büyük ölçüde olumsuz bir etkide bulunabilmektedir. Döviz pozisyonu riskinin azaltılması ve yönetimi konusunda yapılabilecekler, ülke parasına dayalı borç piyasaları ve türev piyasalarının geliştirilmesi, ihtiyatlı düzenlemelerin (prudential regulation) güçlendirilmesi, düzenleyici otoritelerin finans kesiminin, finans kesimin de şirketlerin

döviz pozisyonlarını takip edebilecekleri sistemleri oluşturması şeklinde listelenebilir. Diğer yandan, kamu döviz borçlanmalarının takip edilmesi ve uyarı mekanizmalarının oluşturulması açısından da IMF'nin rolü daha fazla olabilir.

Döviz kuru politikalarında son dönemlerdeki eğilimler incelendiğinde, bilhassa yabancı sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde, yumuşak çapa ve kontrollü dalgalanma gibi ara rejimlerden tamamıyla serbest dalgalanmaya ya da para kurulu gibi uç rejimlere bir geçişin gerçekleştiği görülmektedir (Summers, 2000, s.8). Bunun ana nedeni, 'imkânsız üçleme'³ (impossible trinity) önermesidir. Ara kur rejimlerinde kurallar ihlal edilmiş olmakla birlikte ihlal uzun vadede sürdürülememektedir (Fischer, 2001).



Şekil 2: İmkânsız Üçleme Hipotezi

Kaynak: Kılavuz, Emine; Topcu, Betül, A.; & Tülüce, Nadide S. : (2011). "Yükselen Ekonomilerde Döviz Kuru Rejimi Seçimi: Ampirik Bir Analiz". *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 1, Sayı 30: s. 83-109.

2.4.2. Türkiye'de uygulanan döviz kuru rejimleri

Gelişmekte olan ülke finans piyasaları, artan uluslararası bütünleşme ile sabit ve yönetilen kur rejimlerini bırakıp dalgalı kur rejimine geçmişlerdir. Ancak, bu

³Ekonomideki imkânsız üçleme ya da üçlü açmaz (impossible trinity ya da trilemma) hipotezine göre; sermaye hareketlerinin serbestliği, sabit döviz kuru ve bağımsız bir para politikası uygulaması aynı anda var olamaz.

Eğer bir ekonomide sermaye hareketleri serbestse ve sabit döviz kuru rejimi uygulanıyorsa o zaman bağımsız para politikası uygulamak mümkün değildir. Bu durumda para politikası sermaye hareketleri ve döviz kurundaki eğilimlere göre biçimlenecektir.

Eğer bir ekonomide sermaye hareketleri denetim altında ise sabit döviz kuru rejimi uygulanabileceği gibi bağımsız para politikası da uygulanabilir.

lkelerdeki uygulamalar, dalgalı kur rejiminin literatürdeki tam karşılığını vermemiş ve dalgalanma korkusu adında yeni bir kavram ortaya çıkmıştır.

Standart yaklaşımda, Mundell-Fleming modeli ile teklif edilen, fiyat katılıklarında dalgalı kur rejiminin, reel şoklara karşı adaptasyon oluşturarak bir tampon işlevi görmesi ve mali politika bağımsızlığına imkân vermesidir. Bu yaklaşıma uygun Şekilde, yakın dönemlerde pek çok ülke sabit ve yönetilen kur rejimlerini bırakarak dalgalı kur rejimini uygulamaya geçirdiklerini beyan etmiştir.

Bununla birlikte, fiili olarak uygulanan kur rejimleri, beyan edilene nazaran ciddi değişiklikler göstermektedir (Reinhart ve Rogoff, 2003; Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005). Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2007)'in gerçekleştirdikleri çalışmada beyan edilen kur rejimlerinin işaret ettiklerinin aksine 2000'li senelerde, dalgalı kur rejimini tatbik eden ülke sayısında bir azalma grlmektedir. Bu kapsamda, 2000 senelerde dünyadaki ülkelerin tamamının %26'sı reel olarak dalgalı kur rejimini tatbik ederken, bu oran 2004 senesinde yaklaşık %14 seviyesine kadar azalmıştır. IMF 31 Temmuz 2006 tarihinde yayınlanan sınıflandırmasına göre, reel olarak serbest dalgalı kur rejimini tatbik etmekte olan sadece 25 ülke yer almaktadır (IMF, 2006). Bu rakam, 2004'deki (35 ülke) ve 2005'deki (30 ülke) verilerine göre daha düşüktür. 2006 yılında, Türkiye'nin de içinde bulunduğu dalgalı kur rejimini tatbik eden 25 ülkenin içinden 16'sının mali politika rejimi, enflasyon hedeflemesine sahiptir. Enflasyon hedeflemesi rejimini tatbik ettiğini belirten 25 ülkenin yaklaşık olarak 1/3' (9 ülke) reel anlamda yönetimli ya da sabit kur rejimini tatbik etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin, para birimlerinin değerinde aşırı dalgalanma yaşanmasını tercih etmemeleri olarak ele alınabilen dalgalanma korkusu kavramı literatürde ilk defa Calvo ve Reinhart (2002) tarafından kullanılmıştır. Calvo ve Reinhart (2002)'in ifade ettiği üzere, yüksek dolarlaşma oranları, döviz kurundan fiyatlara geçişin yüksek olması, güvenilirlik problemleri, ani duruş sorunu ve buna benzer diğer sorunlar, döviz kuru rejimini tatbik ederken gelişmekte olan ülkeleri, gelişmiş ülkelerden farklı bir hareket tarzı izlemeye yönlendirmektedir.

İktisat yazınında, tam dalgalı kur politikasının, para otoritelerinin sözlü ya da fiziki olarak döviz kurlarına hiç bir Şekilde müdahalede bulunmadığı bir döviz kuru politika opsiyonu olduğu grlmektedir. IMF (2006) tanımına göre, belirli bir kur hedefine yönelik olmaması Şartıyla, döviz kurundaki aşırı hareketlere yönelik olarak

sistemik olmayan müdahaleler, serbest dalgalı kur rejimine uygun olmaktadır. Ülkeler, dalgalı kur politikası uygulamasında ekonomik büyüklüklerinin ve finansal yapılarındaki farklılıklar nedeniyle birbirinden farklı olabilmektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere özgü ekonomik problemler olarak da bilinen varlık ve yükümlülük dolarlaşması, düşük kredibilite, kur değişimlerinin fiyatlara geçiş etkisinin fazla olması, finansal sistemlerin dış piyasalarla olan sınırlı bütünleşmesi ve türev piyasalarının dar olması gibi problemler, bu ülkelerde dalgalı kur rejiminin uygulanması için en büyük engeller olarak sıralanmaktadır. Bu sorunlardan dolayı, gelişmekte olan ülkelerdeki mali otoriteler, tam dalgalı kur rejimini tatbik etmekte sıkıntı çekmekte ve bazen direkt olarak bazen de dolaylı olarak döviz piyasalarına müdahale etmektedir.

Calvo ve Reinhart (2002), kur rejiminin tatbik edilmesini; serbest dalgalanma, korkulu dalgalanma ve sabit dalgalanma olarak üç ana ölüme inceleyerek seçilen ülkelerin uluslararası rezervlerinin esnekliğini, döviz kuru hareketleri ile faiz oranında yaşanan farklılıkları birbirleriyle karşılaştırmıştır. Bu karşılaştırma, korkulu dalgalanmayı tatbik eden ülkelerin döviz kurlarındaki hareketlerinin serbest dalgalanmayı tatbik eden ülkelere göre daha düşük, sabit kuru tatbik eden ülkelere göre daha yüksek olmasından hareketle ortaya konulmuştur. Buna ilaveten, korkulu dalgalanmayı tatbik eden ülkelerin uluslararası rezervlerindeki hareketliliğin serbest dalgalanmayı tatbik eden ülkelere göre yüksek, sabit kuru tatbik eden ülkelere göre ise düşük olması beklenmektedir. Ayrıca, korkulu dalgalanmayı tatbik eden ülkelerin döviz kurlarında meydana gelen geniş çaplı değişimlere karşı, faiz oranlarını da döviz kurlarında yaşanan değişimi en aza indirecek şekilde değiştiriyor olması da beklentiler dâhilindedir. Bu durumu araştırmak üzere, Calvo ve Reinhart (2002) de faiz oranındaki hareketleri ele almıştır. Dalgalanma korkusu yaşayan ülkelerdeki kurlara direkt olarak veya faiz oranlarını değiştirme yoluyla dolaylı olarak müdahale ettiğini açıklayan Calvo ve Reinhart (2002), bu ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle, döviz kurlarına direkt müdahale etmek yerine faiz oranlarının değiştirilmesi yoluyla dolaylı bir müdahale etme biçimini benimsediklerini ifade etmektedirler.

Yurt içi-içsel ya da küresel-dışsal faktörlerden kaynaklanan ani bir duruşa karşı, ülke parasının reel anlamda değerini kaybetmesi, ani duruşun ekonomiye olan etkilerinde belirleyici bir etken olmaktadır. Ani duruşun ülke ekonomisine etkilerinde; kur rejimleri, dış borç oranları, temel ekonomi sektörlerindeki mali kırılmalıklar, dışa açıklık seviyesi ve cari işlem açıklarının niteliği gibi yurt içinden kaynaklı kırılmalıklar

reel anlamda belirleyici olabilmektedir (Calvo ve diğeri, 2004; Özmen ve Yalçın, 2007).

2006 yılını Aralık ayında TCMB tarafından düzenlenmiş olan “Dolarlaşmanın Sonuçları ve Politika Seçenekleri” adlı konferansın açılış konuşmasını yapan TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz, “finansal dolarlaşma sorunuyla karşı karşıya kalan Türkiye ekonomisinin, dalgalı döviz kuru rejiminin uygulanmaya başlaması ve enflasyon hedeflemesi politikası ile 2001 senesinden sonra dolarlaşmanın gerilemesinde önemli bir mesafe kat ettiğini” vurgulamıştır. Ters dolarlaşmanın uzun ve zorlayıcı bir süreç içerisinde olduğunu ifade eden Yılmaz, literatürde “havuç ve sopa yaklaşımı” olarak bilinen ve Türk Lirası kullanımını özendiren ve cazip hale getiren politikaların uygulanmasının gerekliliğini, ancak bu uygulamalar başlatılmadan önce konuyla ilgili gerekli görülen araştırmaların yapılmasının da beklendiğini ifade etmiştir (Yılmaz, 2006).

Programın uygulamaya konulması ile birlikte, enflasyon oranında ani bir düşüş yaşanmış, kamu finansmanı dengesinde iyileşmeler gözlenmiş, faiz oranları gerilemiş ve ekonomik anlamda daha öngörülebilir hale gelen Türkiye, büyüme sürecine tekrar girmiştir. Fakat iç talepte yenilenme ve öncelikle ham petrol olmak üzere, enerji fiyatlarında gerçekleşen yükselmenin yanı sıra, kurdaki yüksekliğin hedef alınan enflasyona nazaran ayarlanması ancak, enflasyon gerçekleşmesinin hedeflenen enflasyonda kalarak Türk lirasının reel anlamda değerlenmesi, ithalatın hızlı bir şekilde artmasına ve cari işlemler dengesinde bozulmaya sebep olmuştur (TCMB, 2001). Ayriyeten, özelleştirmede yaşanan ve finans piyasalarında yapılması gereken yapısal reformlar ile ilgili aksaklıklar, tatbik edilmekte olan programın sürdürülebilirliğinin sorgulanır olmasına sebep olmuştur. Aynı yılın Kasım ayında finans piyasalarındaki güven oluşumunun zedelenmesi ve faiz oranlarındaki yükselme, büyük miktarlarda devlet iç borçlanma senedini portföylerinde tutan bankaların likidite bulma konusunda sıkıntı çekmesi ile sonuçlanmıştır. Yaşanan güven krizi ve finans sistemi reformlarındaki gecikmeler, Türk Bankacılık sektöründe bir likidite krizinin oluşmasına sebep olmuştur. Kasım krizi sonrasında mali piyasalarda yükselen tedirginlik, faiz oranları ve kur artış hızı hedefi arasındaki uyumsuzluk da yükselerek devam etmiştir. Şubat 2001’de yaşanan siyasi kriz, kırılganlığı azami seviyede olan Türkiye ekonomisi tarihinin en derin krizine girmiştir. Mevcut döviz kuru sistemini hükümet ve otoriteler savunamaz hale gelmiş ve alınan ortak karar ile 22 Şubat 2001’de dalgalı döviz kuru

rejimi sistemine geçiş yapılmıştır. Uluslararası Para Fonu ile ortak yürütülen programın belirtilen tarihten sonra dalgalı kur rejimi altında yürütüleceği de açıklanmıştır.

UİG dizinlerinin aldıkları değerler; ülkelerin gelişmişlik seviyeleri ve büyüklüğü, merkez bankasının mali politika uygulamalarına duyulan güven ve kur rejimi tercihleri olarak üç ana değişkene bağlı olacak şekilde ülkeler arasında farklılıklar gösterebilmektedir.

Döviz kurları, nominal döviz kurundaki değişimler, değişimlerin oynaklığı ve uluslararası rezervlerin oynaklığı açısından farklı davranışlar sergilemektedir. Levy-Yeyati ve Sturzenegger, (2002:9) döviz kurunun oynaklığı (σ_e), rezervlerin oynaklığı (σ_r) ve döviz kuru değişimlerinin oynaklığı ($\sigma_{\Delta e}$) gibi göstergeleri de kullanarak, 1974–2000 yılları arasındaki dönem için elde bulunan aylık verileri kullanarak Uluslararası Para Fonu'na (UPF) üye olan 183 ülkede bir incelemede bulunmuş ve sabit döviz kuru rejiminden dalgalı kur rejimine doğru, dalgalanma korkusunun azaldığı sonucunu elde etmişlerdir. Dalgalanma korkusu ara kur rejimlerinde azalmakla birlikte etkisini devam ettirmektedir. Uluslararası rezervlerdeki izlenen hareketlilik de bu tespiti kanıtlamaktadır.

Farklı döviz kuru rejimlerinde olduğu kadar ülkelerin gelişmişlik düzeyleri de merkez bankalarının dalgalanma korkusu davranışlarını etkilemektedir. Calvo ve Reinhart (2000a:15–25) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, GOÜ'lerdeki dalgalanma korkusunun GÜ'lere göre daha yüksek olduğu görülmüştür. Döviz kuru en az sabit ve en çok dalgalı kur rejimini kullanan ülkede hareketlilik göstermektedir. Bununla birlikte, merkez bankası ara kur rejimlerinde de bir dalgalanma korkusu ile hareket edebilmektedir.

Bununla birlikte, UPF döviz kurlarını, esneklik ve kuru patikası için yapılan formel ve enformel taahhütlere uygun olarak ayırmaktadır. Daha önce de ifade edildiği üzere, döviz kuru rejimleri, tam sabit kur, ara rejimler ve esnek kur rejimleri şeklinde sınıflandırılmaktadır. Tam sabit kur; dolarlaşma, para kurulu ve parasal birlik olarak üç temel başlık altında incelenmektedir. Ara rejimler kendi aralarında, yarı sabit kur ve \pm %1 gibi dar bir bant içerisinde yönetilen sabit kur rejimleri şeklinde iki kısma ayrılmaktadır. Yarı sabit kur rejimleri ise; geleneksel sabit kur, sürünen kur, sürünen bant ve yatay bant olmak üzere dört temel grupta sınıflandırılmıştır. Dalgalı döviz kuru, serbest ve yönetilen dalgalanma şeklinde iki ana başlık altında incelenmiştir. Pratikte

serbest dalgalanma ile karşılaşılmazken, serbest dalgalanmaya en yakın uygulama şeklinin A.B.D.'de olduğu görülmektedir.

İmkânsız Üçlü Hipotezi çerçevesinde Frankel (1999:7–10), bütün ülkeler açısından bakıldığında, en iyi olarak adlandırılabilir bir kur rejiminin olmadığını işaret etmektedir. Bu doğrultuda, mali serbestleşmenin tamamlandığı ve finans piyasalarının birleştiği bir ekonomide, merkez bankalarının kura müdahale yaparak döviz kuruna bir istikrar kazandırabileceği ya da şartlardan bağımsız olarak faiz politikası uygulayabileceği üzerinde durulmaktadır. Bunların her ikisi birden uygulanamamakta ve bunların birinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Bir başka deyişle, sermaye hesabını serbest hale getiren bir ülkede, kur istikrarına önem veriliyorsa, Obstfeld ve Rogoff'un da (1995:4) belirttiği gibi sermaye hareketlerinden bağımsız bir mali politika uygulanamamaktadır. Bunun nedeni de merkez bankasının, aynı anda hem kuru hem de faiz oranını kontrol edememesidir.

Resmi olarak esnek kur rejimini seçen Yeni Piyasa Ekonomilerinde (YPE) merkez bankalarının kur hareketlerinden bağımsız şekilde mali politika etkinliklerini gerçekleştirebilmeleri, UİG ve dolarlaşma problemini önleyebilmelerine bağlıdır. Bu nedenle, bazı politikalar devreye sokulmaktadır.

Şunu da ifade etmek gerekir ki, görece olarak esnek kur rejimine geçilmesi, dalgalanma korkusunu gözle görülebilir şekilde azaltmaktadır. Bu aşamada, daha esnek bir döviz kuru rejimine geçilirken takip edilen strateji, dalgalanma korkusunu engellemek için uygulanan politikaların kazanımını büyük ölçüde belirlemektedir. Hakura (2005:6–8), ilk olarak ara kur rejimlerinin uygulandığını, sonrasında ise kademeli olarak serbest dalgalanmaya geçildiğini belirlemiştir. Bu aşamada, döviz kur rejimi geçişlerinin gönüllü ya da zorunlu uygulanması önem arz etmektedir. Gönüllü geçişlerde, ekonomideki mevcut kırılmalıklar azalır ve makroekonomik problemler belli bir sınırdan kalır. Krizden çıkış tarzındaki geçişlere nazaran gönüllü geçişlerin akabinde daha yüksek büyüme, daha düşük döviz kuru oynaklıkları ve daha düşük enflasyon gözlenmiştir.

Döviz kurları ile ilgili geleneksel yaklaşıma uygun olarak, ülkelerin ekonomik açıdan büyüklüğü, ticari yoğunlaşma oranı, dış ticaretteki mal farklılaşması ve dışa açıklık oranı kur tercihinde önem arz eder. Bir ülke eğer dışa kapalı, dış ticarete yoğunlaşma oranı düşük ve farklı malların ihracatını yapan büyük bir ülke ise, dalgalı

kur rejimini tercih etme meyli daha yüksektir. Dışa açılma ve ticari yoğunlaşmanın daha fazla olduğu durumlarda ise, sabit kurun avantajlarının daha fazla olduğu ileri sürülmektedir. Buna ek olarak, ülkeler arasında yaşanan bunalımların mahiyeti, bu ülkelerin, paralarını birbirlerine göre sabit tutumları yönünden önem arz etmektedir.

1990'lı yıllarda, döviz kuru rejimi tercihi teorisine “güvenilirlik” yaklaşımına istinaden yeni konular ilave edilmiştir. Bu yaklaşıma göre, sabit kur rejimlerinin, enflasyonun düşürülmesi için bir nominal çapa olarak kullanılabileceği düşüncesi geçerlilik kazanmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler, hem dışa açılma süreçleri, hem de yaşadıkları yapısal ve makroekonomik problemler yönünden benzer yönler göstermektedirler. Bundan dolayı, bu çalışmada ortak niteliklerin, kur rejimleri üzerine olan etkileri ele alınmıştır. Bu çalışmamızda ilk olarak, makroekonomik ve yapısal benzerliklerin önemli olduğu varsayımına istinaden, bu şekilde bir sınıflandırma yapılmıştır. Daha önce yapılan çalışmalarda, çok geniş çapta ülke grupları tartışılmış, bu çalışmaların çoğunda ülkeler arasındaki gelişmişlik açısından mevcut olan farklılıklar dikkate alınmamıştır. Buna rağmen, literatürde Latin Amerika ülkeleri ya da geçiş ülkeleri ile ilgili yapılmış olan çalışmalar da bulunmaktadır. Fakat bu çalışmalarda çoğunlukla bölgesel sınıflandırmalar ön plana çıkmaktadır.

Öncelikle, uluslararası para sistemlerinin tarihsel olarak ele alınması, hem mali bütünleşme sürecinde gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı problemlerinin daha iyi değerlendirilmesine, hem de bu ülkelerdeki kur rejimi tercihinin temel belirleyici rol oynaması yönünden önem arz etmektedir.

Başarılı bir kur rejiminin bu yönden, her iki avantajı kendi içinde toplayan bir düzenlemenin olması gereklidir (Eichengreen, 1994;29). Bundan dolayı, iki aşırı uç arasında çeşitli alternatifler yer almaktadır. Hem geçmişte hem de günümüzde, ülkeler bu iki uçtan birini seçerler. 1973 yılı sonrasında ise ülkeler, yapmış oldukları tercihlere göre bir döviz kuru rejimini tercih etmişlerdir.

Dönem itibarı ile uygulanmış olan kur rejimleri aşağıda sıralanmaktadır:

Tablo 2

Tarihsel Süreçte Kur Rejimleri

1880–1914 — Altın Standardı, — Çift metal sistemi — Dalgalı Döviz Kuru
1919–1945 — Altın Değişim Standardı (Gold Exchange Standart) — Dalgalı Döviz Kuru — Yönetimli dalgalanma
1946–1971 — Sabit Ayarlanabilir Döviz Kuru — Dalgalı Döviz Kuru (Kanada), — İkili/çoklu döviz kuru
1973–2005 — Serbest dalgalı döviz kuru — Yönetimli dalgalanma, — Sabit ayarlanabilir döviz kuru, — Sabit döviz kuru (dolarlaşma, para kurulu, parasal birlik)

Kaynak:Bordo, Michael: (2003). “Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective”, NBER Working Papers, Working Paper No: 9654.

1980'li enelerin sonuna kadar, Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkeler, Almanya'nın öncülüğünde ortak bazı politikalar benimsemiş ve başarılı kabul edilebilecek bir şekilde bu sistemi yönetmiştir. 1992–1993 yıllarında, kendi kurlarını Alman Markı ile uyumlu şekle getiremeyen ülkelerin spekülasyon sermaye atağı ile karşılaşması üzerine sistem tıkanmıştır. Bu krizin üzerine, Avrupa Birliği'ne üye ülkeler, politik özerkliğin tamamen ortadan kaldırıldığı, tam sabit kur rejimine geçiş yapmıştır. Bunu, 1999 yılında tek para sistemine (Euro) geçiş izlemiştir.

1990'dan sonra, geçiş ülkeleri ile gelişmekte olan ülkelerin kur rejimi tercihlerini nasıl yaptıkları da ilginçtir. Artan enflasyon oranlarından dolayı para arzını ve dolayısıyla enflasyon oranını kontrol edebilecek nominal çapa uygulanması, çoğunlukla tartışma konusu olmuştur. Bu yaklaşım, mali politikada disiplin ve güvenilirliğin artırılması vasıtasıyla enflasyon beklentisinin aşağıya çekilmesini öngörmektedir. Bu çerçevede, kur rejimi, tıpkı altın döviz standardı gibi yeniden nominal çapa şeklinde kullanılmaya başlanmıştır.

Günümüz koşullarında ise, gelişmekte olan ülkeler için, kur rejim tercihinin yapılış şekli daha karışık bir süreç ile karşımıza çıkmaktadır. Bu ülkelerde, mali gelişmişlik düzeyinin azlığı ile dış borç yükünün yüksek olması, dalgalı kur rejiminin

uygulanmasını riskli bir duruma getirir. Calvo ve Reinhart (2002)'in deyimiyle, bu ülkeler “dalgalanmadan korkmaktadır.” Ancak, sabit döviz kuru rejimlerinin, bilhassa 1990 sonrası oluşturduğu mali krizler, ülkeler açısından maliyetli olmuştur. Bundan sebep ile ara rejimlere devam edilemeyeceği, ülkelerin katı sabit ya da serbest dalgalı kurlardan bir tanesini seçmek durumunda oldukları hipotezi ileri sürülmüştür (Fisher, 2001).

Ülkelerin kur rejimi seçiminde, sermaye hareketleri kısıtlanarak sabit kur rejimini takip etmeleri ya da dış borç yükünün azaltılması için mali piyasaları derinleştirip dalgalı döviz kuruna geçmeleri benimsenir. Bu iki durumda da küreselleşme, döviz kuru rejiminin ana belirleyicisidir.

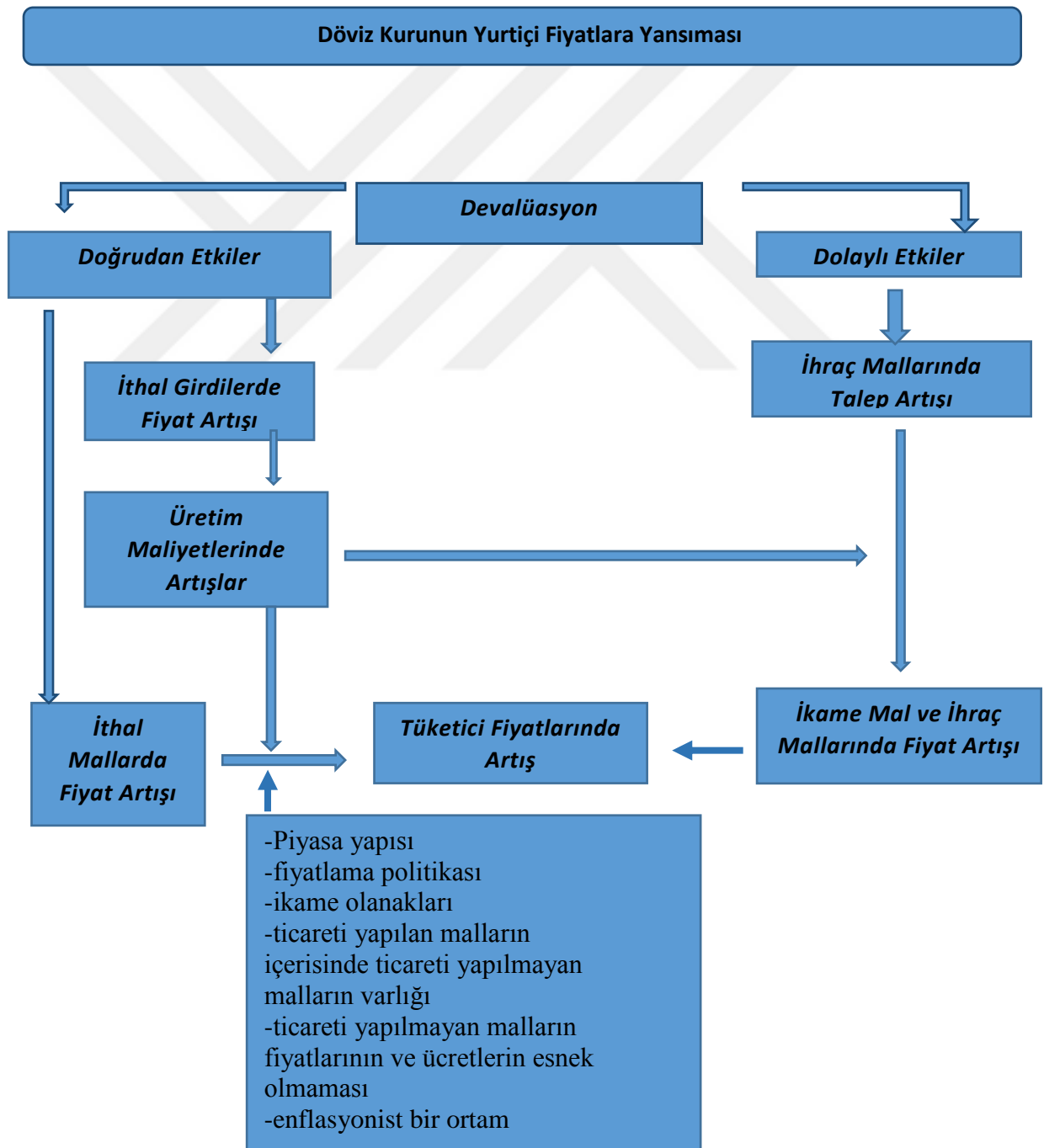
Küreselleşme ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkeler, dış borçlanma imkânlarının yükselmesi sayesinde büyük ölçüde dışarıdan gelen kaynaklar ile kalkınmasını ve gelişmesini gerçekleştirmektedir. Bu durum, ülkelerin dış borç yükünü arttırmasına sebep olmuş ve kurlarda meydana gelen hareketlilikleri oldukça önemli bir duruma getirmiştir. Bunların ışığında, ülkelerin kur rejimi tercihlerini, büyük ölçüde küreselleşmenin belirlediği söylenebilir.

Geleneksel görüş, sabit kurun, küresel piyasalar açısından en uygun rejim olduğu düşüncesini savunmaktadır. Bu görüş, geleneksel altın standardının başarılı bir biçimde tatbik edilmiş olmasını temel alır. Günümüzde, küreselleşme sürecinde hâkim olan rejim ise dalgalı kur rejimidir. İlk etapta bu koşullar altında, küreselleşme ile döviz kuru arasında bir bağlantının yer almadığı iddia edilebilir. Fakat bu görüş, yalnızca gelişmiş ülkeler için geçerli olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, kur rejiminin tercih edilmesi büyük ölçüde mali bütünleşme süreci ile belirlenmektedir.

Sonuçta kur rejimi, mali serbestleşmeden etkilenmektedir. Mali piyasaların serbestleşmesi, ülkelerdeki yatırımlar ile borçlanma maliyetini direkt olarak etkilediğinden dolayı, kur rejimi tercihi, titizlikle üzerinde durulması gereken çok önemli bir faktördür. Bununla birlikte, döviz kurlarındaki istikrarın, küreselleşmenin hızlanmasına sebep olabilen bir unsur olarak görülebileceği gibi, dalgalı döviz kurlarındaki dalgalanmaların, mali piyasaların derinleşmesi ile daha kolay absorbe edilebileceği olasılığı, bu ilişkinin önemini altını çizmektedir (Bordo ve Flandreau, 2001).

2.4.3.Döviz kurunun yurtiçi politikasına yansımı

Literatürde, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisini açıklayan ciddi miktarda makale yer almaktadır. Bu unsurları, üretim girdilerinin kompozisyonu, ticarete konu olan mallar ve bunlarla ilgili sektörlerin yapısı, kur hareketlerinin yönü ve büyüklüğü ile ilgili beklentiler olarak ele alınabilir (Damar, 2010:1-2). Enflasyon, ekonominin ana sorunlarından birisi olması nedeniyle hükümet politikalarının ana hedefleri arasında fiyat istikrarı önemli yer kapsamaktadır. Dalgalı kur rejimini uygulayan ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması döviz kurundaki değişim ve enflasyon arasında yakın bir ilişki bulunması nedeniyle görece olarak zordur (Korkmaz ve Bayır, 2015:7).



Şekil 3: Döviz Kurunun Yurtiçi Fiyatlara Yansıması

Kaynak: Dilbaz, Nur: (2013). “Dalgalanma Korkusu ve Döviz Kurunun Yurtiçi Fiyatlar Üzerindeki Etkisi”, Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 1: s.233-243.

Döviz kurunun fiyatlara yansıması; nominal kurdaki her bir birimlik değişimin, ithalat ve ihracat fiyatlarında oluşturduğu etki olarak tanımlanmaktadır. Kısaca, döviz kuru geçişkenliğinin ihracatçı ülkeler ile ithalatçı ülkeler arasındaki döviz kurunda oluşan yüzde birlik bir orandaki değişikliğin ithal fiyatlarının ulusal para cinsinden değerinde meydana getirdiği yüzdesel değişimdir. Geçiş etkisi kısaca, yerli para biriminin dövize karşı değer kaybı ya da kazancının enflasyona ne oranda yansıdığını işaret eden makroekonomik bir parametredir (Alptekin, 2016:2). Yansımayı genel olarak üç faktör açıklamaktadır: üretici ülkedeki ihracatçıların ortaya koyduğu fiyat davranışları, rekabet ortamındaki mark up'ların cevap vermesi, ithal malların fiyatları ile perakende fiyatları arasındaki bağlantıyı koparan dağıtıcı maliyetlerin varlığıdır. Burada ifade edilen son 2 faktör, birbirine karşı olarak çalışmaktadır. İthal mallardaki monopolistik rekabetteki mark up'lar, döviz kuru hareketliliğine yüksek oranda yanıt vermektedir (Dilbaz,2013:233).

Döviz kurundaki hareketliliğin toplamı da döviz kurundan fiyatlara olan geçiş etkisine ciddi biçimde sirayet etmektedir. Burada sözü edilen maliyet nedeniyle değişim yurt içi fiyatlara yansıtılamayabilir. İlaveten, sıklıkla oluşan küçük kur hareketleri, yurt içi fiyatlara aktarılamayabilir. Bunun nedeni itibar kaybı yaşanmasına engel olmaktadır (Damar,2010:2-3).

Döviz kurunda meydana gelen bahse konu hareketler, çoğunlukla gelişmekte olan ülkeleri etkilemektedir çünkü bu ülkelerin finansal göstergeleri yeterince düzgün değildir. Döviz kurunda artış, dışa bağımlı üretimi olan ülkelerde ithal edilen malların fiyatlarındaki artış, üreticinin fiyatlarını da olumsuz anlamda etkilemektedir. Döviz kurundaki artış, yüksek enflasyon beklentisine de yol açarak ülke parasına olan talebi azaltıp dövize olan talebi arttırır. Bu durum da, dövize olan talep döviz kurunun yükselmesini sağlayacaktır.

2.4.4. Döviz kuru sermaye hareketleri

Türkiye’de yaşanan 1994, Kasım 2000 ile Şubat 2001 krizleri, konjonktürel dalgalanmalara karşı ülke ekonomisinin makroekonomik yapısının sağlam ve istikrarlı olmasının ne kadar gerekli olacağını göstermektedir. Türkiye’de yaşanan Kasım 2000

ve Şubat 2001 krizlerinin finansal içerikli olması, sermaye hareketlerinin, makroekonomik değişkenler ile yakından ilgili olduğunu açığa vurmaktadır. Bunun yanı sıra, sermaye karlılığına bağlı olarak ortaya çıkan dalgalanın, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde küreselleşme ile ilgisi olduğu da takip edilmiştir. Türkiye, uzun zamandan beri belli aralıklarla yaşanan krizlerin ardından, ekonomik istikrarı sağlamak üzere uzun ve de sancılı bir iyileşme sürecine girmiştir. Bu kapsamda, Türkiye Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile yol kat etmekle birlikte dünyada yaşanan küresel krizle bu programda revizeler gerçekleştirilmiştir. Bundan sonraki süreçte de ülkemizde veya dünyada benzer krizlerin ortaya çıkacağı aşikârdır. Dalgalanmalar, ülkelerin güç kaybetmelerine neden olmanın yanı sıra refah seviyesini elde etmek için yeni fırsatlar yakalamalarına neden olacaktır. Bu kapsamda, ülkelerin krizlere karşı hazırlıklı olması, geçmiş krizlerden ders çıkarıp gerekli önlemleri uygulamaları da önem arz etmektedir.

Kur rejimleri, gelişmekte olan ülkeler için, ekonomi politikalarına ilişkin tartışmaların da başlangıç noktaları arasında yer almaktadır. Sabit döviz kuru rejimlerinin finansal krizlerle sonuçlanması gelişmekte olan ülkenin ciddi şekilde dalgalı kur rejimlerine geçişe yol almıştır. Yukarıdaki bölümlerde “imkânsız üçlü” tezinin de açıkladığı şekilde, esnek bir kur rejimi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu küresel mali bütünleşme koşulunda, bağımsız para politikasının buna bağlı olarak da enflasyon hedefinde başarı sağlanmasında ilk koşullardandır. Esnek kur rejimi, daha önce de ifade edildiği üzere merkez bankalarının açık ya da saklı bir kur hedefinin bulunmaması ve döviz kurundaki dalgalanmalara karşı sistemli ve aktif bir politika izlememeleri anlamına gelmektedir (Mishkin ve Savastano, 2001). Sabit ya da yönetimli kur rejimlerinin “krizlere açık” olarak açıklanması (Fischer, 2001) ve krizleri gözlemlediğimizde bu açıklamayı destekler olmaları dalgalı kurun tercih edilmesinde önemli bir etken olmuştur.

Sermaye akımlarının liberalleşmesiyle sermaye hareketlerinin ciddi bir ivme kazanması sonucu birlikte bireyler bile rahatlıkla ve hızlı bir biçimde yüklü tutarlarda dövizini birçok ülke piyasasına sokabilir hale gelmiştir. Nisan 2004’te Uluslararası Takas Bankası (BIS5) tarafından yürütülen bir araştırmada, uluslararası döviz piyasalarının günlük işlem hacminin 1,9 trilyon dolar olduğu tahmin edilmiştir. Yüklü tutardaki para akışı, dünya genelinde birçok para biriminde ciddi dalgalanmalara sebep olabilir düzeydedir.

Bütün bu tanımlamalar kapsamında, Türkiye’de yaşanmış olan 2001 krizi, “imkânsız üçleme” olarak bilinen kavram ile tam olarak bütünleşmektedir. 2001 krizinde de yukarıda ifade edildiği üzere sermaye hareketlerinin serbest olduğu Türkiye, sabit kur rejimi ile bağımsız bir mali politika seçeneklerinden birini seçmek zorunda kalmıştır. Döviz kuru dalgalanmaya bırakılarak, bağımsız bir mali politika sahibi olmak tercih edilmiştir. Willet (2002) birçok ülkenin, imkânsız üçleme kavramının açığa vurduğu temel derslerden ders almadan krizleri tekrar yaşadığını belirtmiştir. Sermaye hareketliliğinin ülkelerin öğrenme kabiliyetlerinden daha hızlı büyümesi ile daha fazla kriz ortaya çıkacaktır. Bu senaryo, son dönemde dünyada meydana gelen krizlerin büyük bir bölümünü içermektedir (Willet, 2002). Türkiye 2001 ekonomi krizinin ve yüksek ekonomi maliyetinin ana belirleyicilerinden biri, dalgalanma korkusu üzerine ekonomi içerisindeki yüksek dolarlaşma ve diğer bilanço kırılmalardır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin serbest olduğu küresel likidite koşulları ile risk de kurlar üzerinde etkilidir. Uluslararası yatırımcıların risk almaya hevesli oldukları zamanlarda, yüksek kar beklentisinde olan yatırımcılar, gelişmekte olan ülke piyasalarını kullanarak getirilerini de maksimize etmeye çalışmaktadır. Bu dönemlerde bahsi geçen ülkelerin para birimleri değer kazanmaya başlar. Riskin azaldığı dönemlerde ise yüksek kar elde etmek için yatırımcılar bu piyasalardan çıkar ve A.B.D., Kanada gibi daha güvenli menkul kıymet piyasalarını seçerler. Mali piyasalarda, Şikago Opsiyon Borsası tarafından üretilen A.B.D. hisse senedi opsiyonlarındaki zımnî dalgalanmaları içeren VIX endeksi, uluslararası yatırımcıların risk algısı ve küresel likidite ortamlarının temel göstergelerinden birisi olarak kabul görmektedir. VIX endeksinde azalma, küresel likidite koşullarında gerçekleşen bir iyileşme ve risk alma arzusunda yükselme olarak yorumlanmaktadır. Mayıs 2003’ten Haziran 2006’ya kadar olan dönemde risk alma arzusunda artışa girildiği ve sermaye girişlerinin olumlu etkisi ile, yaşanan dalgalanmalara rağmen Türk Lirasının A.B.D. Doları karşısında değer kazanma eğilimine girdiği izlenmiştir. Haziran 2006 sonra ise risk alma arzusunda düşüş yaşanarak USD/TL paritesinde yükselme görülmüştür. Tüm bu veriler, Türkiye’de kur dalgalanmalarında, küresel risk alma arzusu ve likidite koşulları gibi dış faktörlerin ne kadar önemli olabileceğini de göstermektedir.

Yukarıdaki ifade edildiği üzere, sermaye hareketlerinin serbest olduğu gelişmekte olan ülkelerde, uluslararası risk iştahı da kurlar üzerinde etkilidir. Türkiye

Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yayınladığı basın açıklamalarında, küresel likidite ortamlarındaki değişimler nedeniyle iç piyasada yaşanan likidite daralması ile döviz piyasalarına yapılan müdahaleye VIX endeksi dâhil edilmiştir. Buna göre, küresel anlamda risk alma çekincesinin artması (ya da küresel likiditenin daralması) ile döviz kuru artışı ile doğrudan bağlantılıdır. Küresel ekonomide, Türkiye ekonomisine nispeten daha “küçük” bir ekonomi olması, korelasyondaki nedenselliğin küresel mali risk iştahından döviz kuruna yönelik olması şeklinde açıklanabilmesini de sağlamaktadır.



III. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Dalgalanma korkusunu incelenirken, en önemli değişkenin enflasyon verileri olduğu anlaşılmaktadır. Piyasadaki kur tercihleri, para arz ve talep, ithal ve ihraç malların girdilerindeki fiyatlar ve tabii ki faizler, dalgalanma korkusu ekseninde en önemli parametreler olarak göze çarpmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedefleme politikası incelenirken beliren ilk soru, enflasyon hedeflemesinin tanımıdır. Enflasyon hedefleme politikası, merkez bankasının son hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik para politikasının, makul bir dönem için belirlenmiş bir sayısal enflasyon hedefine veya hedef aralığına dayandırılması ve bunun da kamuoyuna bildirilmesi olarak açıklanabilen bir para politikası uygulamasıdır (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 3).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, düşük enflasyona erişme ve de yürütülmekte olan para politikasını daha açık ve şeffaf kılma aracı olarak kabul edilir (Oktar,1998: 3).

Enflasyon hedeflemesini, diğer politika stratejileri ile birbirinden ayırmada iktisatçılar arasında genel geçer kabul edilmiş bir kural bulunmamaktadır. Ancak, bazı kriterler üzerinde anlaşmaya varılmıştır. Mishkin ve Savastano tarafından ileri sürülen bu kriterler, bir sayısal enflasyon hedefinin kamuoyuna bildirilmesi; bu politikanın en önemli hedefi olarak bir fiyat istikrar vaadi; bilgi içeren bir stratejinin kullanılması ile geniş çapta bir şeffaflık ile birlikte sorumluluğun kabul edilmesidir (Mishkin,2000: 105; Mishkin ve Savastano, 2000: 7617).

Uygulanan enflasyon hedefleme rejimleri, geniş çapta şeffaflık ve sorumluluk niteliklerine sahip olacak şekilde karakterize edilmektedir (Svensson, 1999: 631-632). Bu kriterlerin, genel olarak enflasyon hedeflemesinin esasını yansıtmakta olduğu kabul görmüştür. Örnek vermek gerekirse, İsviçre Merkez Bankası ile Avrupa Merkez Bankası'nı kapsayan bazı merkez bankaları ile birlikte, kendilerini enflasyon hedefleme karar verme birimi şeklinde düşünen bankalar bu kriterleri tutturmaktadır. Ayrıca Bundesbank, sözü edilen kriterlerin ruhunu yansıttığını ileri sürmektedir. Ancak kriterlerin bazılarının belirsiz olması nedeniyle, politika yapısını biçimsel şekilde tanımlamakta yeterince yardımcı olamamaktadırlar. Örnek vermek gerekirse, enflasyon hedeflemesi için gerekli olan "geniş" çapta şeffaflığın, tam olarak neyi içerdiği kesin

değildir. En önemlisi, tatbik edilen enflasyon hedeflemesi içeriği ile enflasyon hedeflemesi tanımının zamanla gelişmesidir (Amato ve Gerlach , 2002: 782).

Enflasyon hedeflemesi hususunda net bir tanım yapılamaması ve enflasyon hedeflemesinde tatbik edilecek kriterlerin belirsizliği ile uygulama zorluğu, merkez bankalarının enflasyon hedeflemesini kullanmasında soru işaretlerini beraberinde getirmiştir. Bu şüphe, merkez bankalarının daha az tercih edilen stratejileri benimsemesine ya da sürdürmesine sebep olmaktadır. Gerçekten de, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, daha iyi bir enflasyon kontrolünü sürdürme vaatlerini yerine getirme ve fiyat istikrarının yararları konusunda fikir birliği sağlama yolu olarak kısmen daha basit çerçeveleri benimsemeye yönelmişlerdir. Bazen, ilk enflasyon hedefleri, otoritelerin enflasyon konusundaki beklentilerinin göstergeleri şeklinde tanımlanmıştır. Politik yapı deneyimlendikçe, hedefler daha belirgin hale gelmektedir. Enflasyon hedeflemesinin, bir strateji dizisi şeklinde düşünülmesi gerektiği ileri sürülmektedir (Amato ve Gerlach , 2002: 782-783). Enflasyon hedeflemesinin gerekli elemanları, sayısal bir enflasyon hedefinin açıklanması ile beraber bu hedefi gerçekleştirmek üzere merkez bankası ile hükümetin net isteklerinin var olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında, Tüketici Fiyat Endeksinin (TÜFE) 12 aylık değişimi ile ölçülen yıllık enflasyon oranları enflasyon hedefleri, nokta hedef olarak belirlenmekte, hedef faktör olarak dikkate alınmaktadır, enflasyon hedefleri, nokta hedef olarak belirlenmektedir.

Son dönemlerde ülkemizde yaşanmış olan yapısal dönüşüm, geçmişte yüksek enflasyon ile yaşamının getirmiş olduğu zorluklar, kalite artışından kaynaklanan ölçüm yanlışlıkları ve Avrupa Birliği'ne yakınlaşma süreci gibi sebepler, gelişmiş ülkelere göre nispeten daha yüksek bir enflasyon oranının hedeflenmesini bu aşamada daha uygun hale getirmiştir.

Tablo 3

Fiyat Endeksi (Tüketici Fiyatları)

	TÜFE (Yıllık % Değişim)	TÜFE (Aylık % Değişim)
09-2018	24.52	6.30
08-2018	17.90	2.30
07-2018	15.85	0.55
06-2018	15.39	2.61

05-2018	12.15	1.62
04-2018	10.85	1.87
03-2018	10.23	0.99
02-2018	10.26	0.73
01-2018	10.35	1.02
12-2017	11.92	0.69
11-2017	12.98	1.49
10-2017	11.90	2.08
09-2017	11.20	0.65
08-2017	10.68	0.52
07-2017	9.79	0.15
06-2017	10.90	-0.27
05-2017	11.72	0.45
04-2017	11.87	1.31
03-2017	11.29	1.02
02-2017	10.13	0.81
01-2017	9.22	2.46
12-2016	8.53	1.64
11-2016	7.00	0.52
10-2016	7.16	1.44
09-2016	7.28	0.18
08-2016	8.05	-0.29
07-2016	8.79	1.16
06-2016	7.64	0.47
05-2016	6.58	0.58
04-2016	6.57	0.78
03-2016	7.46	-0.04
02-2016	8.78	-0.02
01-2016	9.58	1.82

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

Tablo 4

Fiyat Endeksi (Üretici Fiyatları)

	Yıllık Değişim		Aylık Değişim	
	ÜFE	Yİ-ÜFE	ÜFE	Yİ-ÜFE
09-2018		46.15		10.88
08-2018		32.13		6.60
07-2018		25.00		1.77
06-2018		23.71		3.03
05-2018		20.16		3.79
04-2018		16.37		2.60
03-2018		14.28		1.54
02-2018		13.71		2.68
01-2018		12.14		0.99
12-2017		15.47		1.37

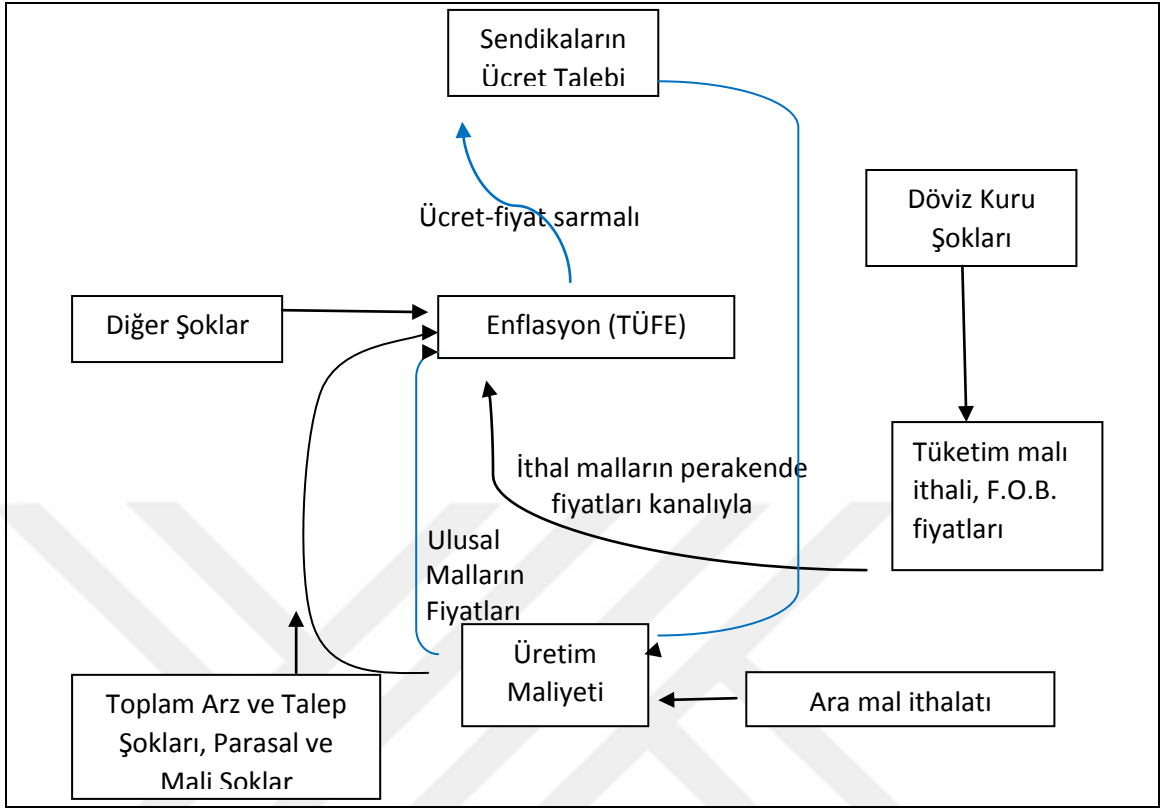
11-2017		17.30		2.02
10-2017		17.28		1.71
09-2017		16.28		0.24
08-2017		16.34		0.85
07-2017		15.45		0.72
06-2017		14.87		0.07
05-2017		15.26		0.52
04-2017		16.37		0.76
03-2017		16.09		1.04
02-2017		15.36		1.26
01-2017		13.69		3.98
12-2016		9.94		2.98
11-2016		6.41		2.00
10-2016		2.84		0.84
09-2016		1.78		0.29
08-2016		3.03		0.08
07-2016		3.96		0.21
06-2016		3.41		0.41
05-2016		3.25		1.48
04-2016		2.87		0.52
03-2016		3.80		0.40
02-2016		4.47		-0.20
01-2016		5.94		0.55

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

3.1. Dalgalanma Korkusu ve Enflasyon Değişkenliği

Ülkelerin gerçekten dalgalı kur uygulayıp uygulamadıkları şimdiye kadar açıklanan tartışmalarından ayrıca önemli bir husustur. Calvo ve Reinhart (2002), resmi olarak dalgalı kur sistemini uyguladığını belirten pek çok ülkenin aslında kura müdahalelerde bulunduğunu ileri sürmüşlerdir. Daha önce de ifade edildiği üzere 1970 - 1999 yılını içeren ve 39 ülkenin aylık verilerinin yer aldığı bir çalışma ile döviz rezervleri, kurun seyri, ve faiz oranlarındaki yüzde değişim ele alınmıştır. Çalışma neticesinde, gelişmekte olan ülkelerdeki rezerv ve faiz kullanımının yüksek olması nedeniyle kura müdahalede bulunulduğu gözlenmiştir. Kısacası, gelişmekte olan ülkelerde dalgalı kur uygulandığının belirlenmesi fakat uygulamada, kurun dalgalanmaya bırakılmaması ve kura müdahale edilmesi ilk olarak dalgalanma korkusu (fear of loating, FF) olarak Calvo ve Reinhart (2002) tarafından açıklanmıştır. Calvo ve Reinhart (2002), bundan dolayı iki kutba çekilmenin (bipolar, two corner) doğru olmadığı görüşünü vurgulamıştır. Çünkü bahsi geçen ülkeler hem sabit kurda olduğu

gibi kuru sabitlemekte hem de kurun serbest bir şekilde dalgalanmasına olanak sağlamamaktadır.



Şekil 4: Enflasyonu Belirleyen Faktörler

Kaynak: Kiptui, Moses, Daniel Ndolo ve Sheila Kaminchia; (2005), “**Exchange Rate Pass Through: To What Extend Do Exchange Rate Fluctuations Affect Import Prices and Inflation in Kenya?**”, Central Bank of Kenya, Working Paper, Sayı:1: s.4

Fakat Ball ve Reyes (2004), enflasyon hedeflemesi ve FF arasında ayırım yapılmadığı gerekçesi ile Calvo ve Reinhart (2002)’ı eleştirmiştir. Bunun nedeni bu koşullar altında, enflasyon hedeflemesi ile FF aynı rejim olarak kabul görmekte, böylelikle enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülke de dalgalanma korkusu yaşayan ülkeler arasında değerlendirilmiştir. Enflasyon hedeflemesi (Inflation Targeting, IT) ve FF ticareti yapılan malların fiyatı, genel enflasyon hedefine yansdığından ilk bakışta birbirine benzetilebilmektedir. Çünkü Merkez Bankası (MB), kura müdahalede bulunmaktadır. Bundan dolayı bazı faiz ve kur değişimleri ortaya çıkmaktadır. Fakat IT’de faiz oranları, enflasyon hedefi risk altında kullanılırken FF’de döviz kurları değer kaybettiği zaman kullanılmaktadır (Arı, 2010: s. 2832-2841-2834). Bu yüzden enflasyon hedeflemesinde, enflasyondaki değişkenliği en aza indirmek üzere faiz oranındaki değişiklikler dalgalanma korkusu uygulandığını ispat etmede yeterli olmaz. Buna rağmen, rezervlerdeki değişkenlikler, dış borçların karşılanması gibi farklı nedenlerden meydana gelmiş olabilir. Bu gibi durumlarda MB’nin kur piyasasına neden

müdahale ettiği incelenmelidir. Bu kapsamda, dalgalanma korkusu uygulandığını ispatlamada rezervlerdeki değişkenlik de tek başına yeterli olmayacaktır. Bir diğer yandan, FF ile IT arasındaki fark ayrıntılı bir şekilde incelendiğinde, FF’de kura daha çok müdahale edilmesinden ötürü IT’deki kur değişimlerinin, FF’deki kur değişimlerinden daha fazla olduğu görülecektir. Aynı zamanda IT, enflasyonun dalgalanmasına izin vermediği için enflasyon değişkenliğinin, FF’de daha fazla olması beklentiler arasındadır. Faiz oranlarıysa IT’de daha az değişim gösterir. Enflasyon hedeflemesine yönelmesi ile birlikte, MB’nın, kurlara direkt müdahale etmek yerine faiz oranlarını kullanarak müdahale etmesinden ötürü rezervlerde değişim oldukça azdır (Ball ve Reyes, 2004:14-23).

Bütün bu eleştiriler sonrasında Ball ve Reyes (2004), Calvo ve Reinhart (2002)’in yaklaşımında revizelerde bulunarak FF ile enflasyon hedeflemesi arasındaki farkı dikkate alacak bir uygulama ortaya koymuştur. Örnek olarak, nominal faiz oranları yerine reel faiz oranlarını kullanmışlardır. Amaçları, faiz oranının, kura mı yoksa enflasyona mı reaksiyon verdiğini belirlemektir. Bu çalışma sonucunda, yalnızca birkaç ülkenin (Kolombiya, Peru, Güney Afrika, Brezilya ve Polonya) FF’yi uyguladığı ortaya çıkmıştır.

Sonuçta enflasyon hedeflemesi söz konusu olduğunda, kurun çok hareketli olmaması esastır; tersi bir durumda kur geçiş etkisi, MB’nin enflasyon hedefine ulaşmasını önleyebilecektir. Zira, kura yapılan müdahale dalgalanma korkusunun belirtisidir. Bu kapsamda, kur piyasasına belirli dönemlerde müdahale edilerek kasıtlı döviz kuru hedeflemesi arasındaki farkı izlemek gerekmektedir. Bu durumda para politikasının, enflasyon hedeflemesi ile dalgalanma korkusu arasında en uygun nasıl hareket etmesi gerektiği önem arz edecektir.

Domaç ve Mendoza (2004), enflasyon hedeflemesi için Meksika ile Türkiye örneklerini inceledikleri bir çalışmayı tamamlamıştır. MB’nin, belirli bir kuru savunmadan müdahalelerde bulunduğu, geçici kur şoklarının, finansal istikrar ile enflasyon üzerine negatif etkilerini azalttığı sonucuna varmıştır. Mishkin (2004) bu hususta, MB’nin dalgalanmaları önlemek amacıyla faiz oranlarını da dikkate alarak döviz kuruna müdahale etmesi gerektiğinin üzerinde durmuşlardır. Bu uygulama, MB’nin kura önem verdiğini değil aksine enflasyon hedefini ve onu etkileyen diğer unsurları dikkate aldığını göstermektedir. Buna uygun olarak, MB’nin bu davranışı, dalgalanma korkusu yaşadığı şeklinde de yorumlanmamalıdır. Genberg ve

Swobodo'nun (2005) ifade ettiği şekilde, dalgalı döviz kurunun uygulandığı ölkelerde döviz kurundaki değişkenliğin azalması, dalgalanma korkusu yaşıandığı değil uygulanmış olan mali politikaların başarılı olduğu anlamına gelir (Ball ve Reyes,2004:14).

3.2. Dalgalanma Korkusu ve Enflasyon Kararsızlığı

Kronik yüksek enflasyon, enflasyonda belirsizliğinin artmasına yol açmaktadır. Enflasyonun yüksek ve belirsizliğin de çok olması, piyasada istikrarsızlığa ve piyasanın etkinlikten uzaklaşmasına sebep olmaktadır (Friedman, 1977: 471). Okun (1971), Jaffee ve Kleiman (1977), Logue ve Willett (1976) ve Taylor (1981); enflasyondaki değişkenliğin, başta enflasyon olmak üzere başka makro değişkenler üzerine olan etkisini ilk analiz eden çalışmalara bir örnektir. Fakat bu çalışmaların hiçbirinde (Holland (1995), Berument vd. (2001), Neyaptı (2000), Oltulular ve Terzi (2006), Erkam (2008) ve Fountas vd. (2004)); Merkez Bankası'nın uygulamış olduğu mali politika rejimi ile enflasyondaki belirsizliğin enflasyon üzerindeki etkisi arasındaki ilişkiyi ortaya koymamıştır. Bu çalışmada, Türkiye'de uygulanmakta olan farklı mali politika rejimlerinde enflasyon ile enflasyon belirsizliği arasındaki ilişki Cukierman-Meltzer, Friedman-Ball, Holland, Pourgerami-Maskus hipotezleri kapsamında incelenmektedir.

Türkiye Ekonomisi 1978 yılından itibaren 2002 senesine dek yüksek ve istikrarsız bir enflasyon problemi ile karşılaşmıştır. Bu dönemde, ortalama enflasyon oranı yaklaşık olarak yüzde 45 olmuştur. Dönem içinde, yüksek enflasyon ile mücadele etmek amacıyla Merkez Bankası, 4 farklı mali politika rejimi uygulamıştır. Merkez Bankası, fiyatları istikrara kavuşturmak amacıyla 1990 senesinde itibaren ilk olarak parasal programlama hedeflemesi oluşturmuş, bu politikanın başarısız sonuçlanması üzerinde daha sonra 2000 senesinde IMF destekli döviz kuru çapası rejimini uygulamıştır. Bu program da 2001'deki mali kriz ile sonuçlanmıştır. 2001 Şubat ayındaki krizinden sonra, örtük enflasyon hedeflemesi ve mali hedefleme rejimleri IMF'nin de yardımıyla birlikte 2002-2005 yılları arasında uygulanmıştır. 2006 itibarı ile uygulanmaya konulan açık enflasyon hedefleme rejimi ile bunu destekleyen sıkı mali politikalar ile fiyatlarda bir denge sağlanmış ve enflasyon, tek hanelere düşürülmüştür.

Literatürde, enflasyon ile enflasyon belirsizliği arasındaki ilişkiyi ele alan pek çok çalışma mevcut olup, Friedman-Ball hipotezi ve Cukierman-Meltzer hipotezi olmak

üzere 2 ana hipotezi incelemektedir. Friedman-Ball hipotezi, yüksek enflasyonun enflasyon belirsizliğini arttırmasıdır. Merkez Bankası, siyasi otorite baskısı altında kısa vadeli istihdam oluşturmak için sürpriz politikalar uygulamaktadır. Ancak, bunlar bankanın güvenilirliğini zedelemektedir. Güvenin zedelenmesi; bireylerin enflasyon beklentisini arttırmakta, fiyatların artmasına ve istikrarsızlaşmasına sebep olmaktadır (Erkam, 2008: 160). Gelişmiş ve gelişmekte olan on ülke için bu hipotezi test eden Baillie vd. (1996), 4 ülkede (Arjantin, İngiltere, İsrail ve Brezilya) artan enflasyonun enflasyon belirsizliğine sebep olduğunu yani Friedman-Ball hipotezinin geçerliliğini göstermiştir. Grier ve Perry (1998), GARCH yöntemi ile gelişmiş 7 ülke için enflasyon ve enflasyon belirsizliği arasındaki ilişkiyi 1948-1993 yılları arasında analiz etmiş ve Friedman-Ball hipotezinin bu ülkelerde sağlam bir şekilde desteklendiğini kanıtlanmışlardır. Ayriyeten güçsüz olsa bile Cukierman-Meltzer hipotezinin de geçerliliğini kanıtlamışlardır. Aynı şekilde, Thornton (2007) da, GARCH yöntemi vasıtasıyla on iki Euro bölgesi ülkesi ve İngiltere için 1957- 2005 yılları arası hesaplamış olduğu enflasyon belirsizliği ile enflasyon arasındaki ilişkinin, en iyi şekilde Friedman-Ball hipotezi aracılığıyla belirtildiğini kanıtlamıştır. Bu bağlamda, Friedman-Ball hipotezi genelde gelişmiş ülkelerde teyit görmektedir. Fakat aynı yöntem ile, bu hipotezi uzun bir zaman aralığında (1810- 2005) Arjantin gibi gelişmekte olan bir ülke için test eden Thornton (2008), Friedman-Ball hipotezinin bu ülke için de geçerliliğini kanıtlamıştır. GARCH modeli ile G7 ülkeleri için belirsizliği modelleyen Apergis(2004), bu gelişmiş ülkelerdeki enflasyonun, enflasyon belirsizliğinin nedeni olduğunu tespit etmiştir. Türkiye için de, yüksek enflasyonun, enflasyon belirsizliğini artırıp artırmadığının test edildiği çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalarda belirsizlik, genellikle otoregresif koşullu varyans (ARCH), genelleştirilmiş otoregresif koşullu varyans (GARCH) ve PARARCH yöntemleri ile modellenmiştir. Belirsizlik ile enflasyon arasındaki ilişki ise vektör otoregresif (VAR) yöntem ve Granger nedensellik testleri ile belirlenmiştir.

Türkiye’de, Friedman-Ball hipotezinin geçerli olduğunu ortaya çıkaran bu çalışmaların bazıları şu şekildedir: Neyaptı (2000), Nas ve Perry (2000), Berument vd. (2001), Telatar (2003), Erdoğan ve Bozkurt (2004), Özer ve Türkyılmaz (2005), Oltulular ve Terzi (2006), Keşkek ve Orhan (2010), Erkam (2008) ve Karahan (2012). 1982-1999 yılları arası, Türkiye’de enflasyon ile enflasyon arasındaki belirsizlik, aylık toptan eşya fiyat endeksi kullanılarak belirlenmiştir. Neyaptı, çalışmasının sonunda bu 2 değişken arasında olumlu ve anlamlı bir ilişki olduğunu belirlemiştir. Neyaptı (2000),

Nas ve Perry (2000), GARCH kullanarak 1960-1998 yılları arasındaki veriler ile enflasyon belirsizliğini hesapladıkları, Türkiye’de analiz edilen tüm dönem boyunca, enflasyondan enflasyon belirsizliğine doğru olumlu bir nedensellik ilişkisi olduğunu kanıtlanmışlardır. Kısaca, Friedman-Ball hipotezinin Türkiye için de geçerli olduğu görülmüştür. Fakat yazarlara göre, enflasyon belirsizliğinin enflasyon üzerine etkisi net olmamaktadır ve analiz edilen alt dönemlerdeki farklılıklar kendisini göstermektedir. EGARCH metodunu belirsizliği hesaplamak amacıyla kullanan Berument vd.(2001) ve Karahan (2012) ile ARCH metodunu kullanan Neyaptı da (2000) Friedman-Ball hipotezinin geçerliliğini ispat eden kanıtlar ortaya koymuşlardır. Kalman filtresi kullanarak belirsizliği modelleyen Telatar (2003) da 1995 ile 2000 yılları arasında, Friedman hipotezinin Türkiye’de geçerli olduğunu göstermiştir. ARCH-GARCH ve TARARCH yöntemleri ile modelledikleri enflasyon belirsizliği ile enflasyon arasında 1983-2003 yıllarına dair güçlü bir ilişkinin bulunduğunu gösteren başka bir çalışma da Erdoğan ve Bozkurt’a (2004) aittir. Özer ve Türkyılmaz (2005), enflasyon ile enflasyon arasındaki ilişkiyi Türkiye’de 1990-2004 arası dönem için GARCH, Granger nedensellik, etki-tepki ve varyans ayrıştırması yöntemlerini ele alınarak tespit etmişlerdir. Yazarlar, enflasyonun, enflasyon belirsizliğine yol açtığını ortaya koymuşlardır. Erkam (2008) ise PARARCH ile enflasyon belirsizliğini tahmin etmiş ve Türkiye’de yüksek enflasyonun, enflasyon belirsizliğini artırdığını (Friedman hipotezi) fakat bununla beraber enflasyon belirsizliğinin de yüksek enflasyonun sebebi (Cukierman-Meltzer hipotezi) olduğunu göstermiştir. Yazar, enflasyon ile enflasyon belirsizliği arasında geri beslemeli bir kısır döngü içinde olduğunu göstermiştir. Berument vd. (2011), Türkiye için enflasyon ile enflasyon belirsizliği arasındaki dinamik ilişkiyi Stokastik Oynaklık Modelini (SVM) ve 1984-2009 yılları arası aylık enflasyon verilerini kullanarak analiz etmişlerdir. Yazarlar, enflasyonun, enflasyondaki değişkenliğe verdiği tepkiyi olumlu ve anlamlı bulmuşlardır. Fakat enflasyon belirsizliğinin, enflasyona verdiği tepkiyi olumsuz ve anlamsız bulmuşlardır.

Friedman-Ball hipotezi gibi enflasyonun, enflasyon belirsizliğinin sebebi olduğunu fakat enflasyon belirsizliğini arttıran değil aksine azaltan bir unsur olduğunu ileri süren zayıf içerikli bir hipotez de Pourgerami ve Maskus (1987)’a aittir. Bu hipoteze göre, enflasyon arttığı zaman, enflasyonu doğru tahmin etmek için iktisadi ajanlar daha çok harcama yapacaklar ve dolayısıyla enflasyondaki belirsizlik de azalma gösterecektir (Erkam, 2008: 169). Bu hipotez çoğun zaman taraflar arasında asimetric bilginin olduğu, izlenen politikaların ise takip edilemediği başka bir deyişle şeffaflık

içermediği koşullarda geçerlidir. Bu hipotez, iletişim ve ulaşım araçlarındaki gelişmelerin asimetrik bilgiyi yok etmesi ile birlikte günümüzde geçerliliğini kaybetmiştir.

Friedman-Ball hipotezinin tersine, enflasyon belirsizliğinin enflasyona sebep olduğu fikri literatürde Cukierman-Meltzer (1986) ve Holland (1995) hipotezleri kapsamında incelenmektedir. Cukierman-Meltzer hipotezine göre, büyümenin canlanması için artan para arzı artış hızının meydana getirdiği enflasyon belirsizliği, Merkez Bankası'nı sürpriz politikalar uygulamak için teşvik etmektedir. Dolayısıyla, enflasyon belirsizliğinin enflasyon üzerindeki olumlu etkisi, Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmiş olmaktadır. Bu görüşün tam tersine, Holland (1995), enflasyon belirsizliğinin daha düşük enflasyon oranlarına sebep olduğu görüşünü savunmaktadır. Holland'a göre enflasyonun yükselmesine bağlı olarak enflasyon belirsizliği arttığında Merkez Bankası daraltıcı mali politikayı takip ederek enflasyon belirsizliğini azaltmaya çalışmaktadır. Bu sayede, enflasyon belirsizliğinin enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi, dengeleyici (stabilizing) bir Merkez Bankası ile gerçekleştirilmiş olur (Thornton, 2007: 853). Cukierman-Meltzer ve Holland hipotezleri bağlamında enflasyon belirsizliği ile enflasyon arasındaki ilişkiyi ele alınan bazı çalışmalar şu şekildedir: Froyen ve Waud (1987), Evans (1991), Grier ve Perry (1998), Fountas vd. (2004) ve Karanasos vd. (2002) Froyen ve Waud (1987), Kanada, İngiltere ve Amerika'da enflasyondaki değişkenliğin yüksek olduğu 1970senelerinde (petrol şokları) ortalama enflasyon seviyesi ile enflasyondaki farklılık arasında pozitif bir korelasyon olduğunu belirlemiştir. Fakat petrol fiyatlarındaki şok enflasyondaki değişkenliği arttırmasına karşın, Almanya için böyle bir ilişki söz konusu olmamıştır. Evans (1991) da Amerika'da aynı zaman diliminde, 1970'li yılların başındaki yüksek enflasyon değişkenliği ile ortalama enflasyon seviyesi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Grier ve Perry (1998); Fransa, Japonya, A.B.D., Almanya, İtalya, İngiltere, ve Kanada için gerçekleştirdiği çalışmada, Fransa ve Japonya'da Cukierman-Meltzer hipotezinin, başka ülkelerde ise Friedman-Ball hipotezinin geçerli olduğunu göstermiştir. Fountas vd. (2004), Avrupa Birliği ülkelerini içeren çalışmasında yalnızca Hollanda'da Holland hipotezinin geçerli olduğunu bulmuştur. ARFIMA-FIGARCH metoduyla 1962-2001 yıllarında A.B.D., İngiltere ve Japonya için enflasyon belirsizliğini hesaplayan Conrad ve Karanasos, Cukierman-Meltzer hipotezinin yalnızca Japonya'da sağlandığını diğer ülkeler için Friedman-Ball hipotezinin geçerliliğini tespit etmişlerdir. Bu çalışmanın diğerlerinden ayrılan yönü, bu hipotezler

ışığında enflasyon ile enflasyon belirsizliği arasındaki ilişkinin farklı para politikası rejimleri için açıklanmaya çalışılmasıdır.

3.3. Enflasyon Hedeflemesi Dönemlerinde TCMB'nin Dalgalanma Korkusu Davranışları

Türkiye'deki enflasyon hedefleri Merkez Bankası ile Hükümet tarafından 3 yıllık bir dönemi de kapsayacak şekilde belirlenir ve açıklanır. Fakat bahsi geçen hedeflere ulaşılması için uygulanacak olan mali politikası ve kullanılacak mali politika araçlarını tespit etme yetkisi Merkez Bankasıdır. Merkez Bankası, kullanacağı araçlar konusunda bağımsızdır.

Enflasyon hedefleme rejimi dâhilinde, önceden açıklanan bir enflasyon hedefinin sadece para politikası denetimi dışında kalan faktörlere bağılı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun vadeli sapmalar görülebileceğinin anlaşılması ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması halinde değiştirilebilmesi nedeniyle yeni hedeflerin belirlenmesi Merkez Bankası ile Hükümet tarafından kararlaştırılır. Geçici şoklar, enflasyon hedeflerinin olmasa da enflasyon tahminlerinin değiştirilmesine sebep olur ve bu gibi bir durumda, ekonomik birimler için referans değer olarak kısa vadede enflasyon tahminlerini, orta vadede ise enflasyon hedefini ön plana çıkaracaktır. Merkez Bankası; hedef değiştirmenin, enflasyon beklentileri ile fiyatlama davranışlarını çoğu kez olumsuz yönde etkileme potansiyeli taşıdığını ve sonraki günler için verilen taahhütlerin güvenilirliğini azaltabileceğini düşünmektedir. Enflasyonun, uygun sürelerde hedefe yaklaştıracak şekilde hedeflerde değişiklik yapılması önemlidir.

Belirsizlik aralığı, enflasyonun belirlenen nokta hedeflerinden ciddi oranda sapma göstermesi halinde, Merkez Bankası'nın hesap verebilirlik mekanizmasını başlatması gerektiğini gösteren ve nokta hedef çevresinde her iki yönde de simetrik şekilde açıklanan bir aralıktır.

Merkez Bankası Kanunu'nun 42. Maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılmaması ya da ulaşılmama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar" hükmü yer almaktadır. Merkez Bankası, hesap verme mekanizmasını belirginleştirmek ve bu mekanizmanın uygulanabilirliğini sağlamak amacıyla, yılsonlarında geçerli olan bir nokta hedef çevresinde simetrik bir belirsizlik

aralığı oluşturmaktadır. Enflasyon, bu belirsizlik aralığının dışına çıktığında ise, doğal olarak hesap verme zorunluluğu ortaya çıkar. Enflasyon hedefleri yılsonları için tanımlandığından dolayı, Merkez Bankası, hesap verme sorumluluğu gereğince yılsonunda enflasyon hedefinden bariz şekilde sapılması durumunda hükümete bildirimde bulunur. Ayriyeten, hesap verme sorumluluğunun pekiştirilmesi için, enflasyonun yıl içinde de 3 aylık dönemlerin sonu itibarı ile yılsonu hedefi çevresinde oluşturulan belirsizlik aralığını aştığı durumda, sapmaya sebep olan sebepler ile hedefe ulaşılması amacıyla alınan ve alınması gereken tedbirler, Enflasyon Raporu vasıtasıyla kamuoyuna açıklanır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikası fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek üzere kurumsallaştığı modern bir stratejidir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin unsurları aşağıda verilmektedir:

1. Enflasyon rejimi hedeflemesi altında:

- Sayısal bir enflasyon hedefi tespit edilir ve bu hedef kamuoyuna bildirilir.
- Merkez Bankası, belli bir zaman sonunda bu hedefe erişileceğini garanti eder.

Bu şekilde, para politikası toplumca kolay ve net bir şekilde anlaşılabilir ve izlenir.

2. Merkez Bankası, belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak amacı ile tüm para politikası araçlarını kullanır. Enflasyon hedeflemesi rejimi dâhilinde, kısa vadeli faiz oranları Merkez Bankası'nın ana politika aracıdır.

3. Enflasyon hedeflemesi rejimi, bir enflasyon hedefi saptanması ve duyurulması dışında da önemli unsurları içermektedir. Bununla beraber, karar alma sürecinin kurumsallaşmasını sağlar. Karar alma sürecinin kurumsallaşması ise politika kararlarının şeffaf bir yapıya bürünmesi; kararların alınacağı tarihlerin belirli bir takvime bağlanması ve öncesinde kamuoyuna duyurulması ve gerekçelerin açıklanması ile bu açıklamalarda, gelecekteki kararlar ile ilgili eğilimlerin de yer alma faktörlerini içermektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında para politikası kararlarının zamanlaması ve yönü netleştirilmektedir.

4. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında, gelecekteki enflasyona ilişkin merkez bankasının tahminleri de önem arz etmektedir. Merkez bankasının, enflasyon ve diğer ekonomik faktörleri ile ilişkili öngöruları, gelecekte ortaya çıkabilecek enflasyonist baskılara karşı merkez bankasını uyarmakta ve faiz kararlarının alınması aşamasında merkez bankasına rehberlik etmektedir. Enflasyona ilişkin tahminler enflasyon hedefinden saparsa, bunun nedenine bağlı olarak, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin merkez bankasının aldığı kararlar ile bu ikisi arasındaki uyum yeniden sağlanmaya çalışılır.

5. Enflasyonun gelecekte takip edeceği seyri öngörebilmek ve buna göre faiz kararlarını verebilmek için Merkez bankası, ciddi ve kapsamlı verilerden faydalanır.

6. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasında beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim politikalarının uygulanması diğer önemli faktörlerdir. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde beklentiler, enflasyonda tembelliğe sebep olabilir. Fakat, enflasyon hedefleme rejimi dâhilinde, diğer para politika stratejilerinden farklı olarak, geleceğe yönelik enflasyon hedeflerinin konulması ve Merkez Bankası tarafından bu hedeflere ulaşılabileceğinin taahhüt edilmesi, ekonomik birimlere geçmiş enflasyon dışında referans alabilecekleri bir başka enflasyon oranını göstermektedir. Konulan hedeflere ve uygulanan politikalara toplumun güvenmesini sağlayabilmek üzere merkez bankasının etkin bir iletişim politikası izlemesi gereklidir. Etkin bir iletişim politikası, uyguladığı politikalarda merkez bankasının topluma karşı şeffaf olmasını gerektirerek, nihai hedef, uygulanan ve gelecekte uygulanacak politikalar doğru makamlara en doğru şekilde açıklamalı, ekonominin görünümüne ilişkin bilgi ve görüşler, enflasyon tahminleri ile birlikte kamuoyuna bildirilmelidir. Bu sayede toplumun para politikası konusundaki bilinç düzeyi artar, belirsizlikler azalır, toplumun merkez bankasına ve enflasyon hedeflerine olan güveni artar. Güven arttıkça, beklentiler yönetilir ve hedeflere ulaşmak kolaylaşarak maliyet azalır(TCMB,2006. s. 3).

IV. BÖLÜM: DOLARLAŞMA VE DOLARLAŞMANIN ÇÖZÜLMESİ

Ulusal ekonomilerin en büyük sorunu, orantısız bir şekilde piyasadaki dolar ve yerel para değerlemesinin sağlanamamasıdır. Fazla değerlendirilen yerel paranın ithal girdilerde azalmaya yol açması, dolayısıyla ülkenin dolar rezervinin düşmesine sebep olurken, tam tersi durumda ise enflasyonist baskı son derece yakından hissedilmektedir.

Dolarlaşma sorunu, bir ülkede yaşayan kişilerin, ulusal paranın yanında ya da onun yerine A.B.D. Doları ya da diğer bir yabancı para birimini kullanmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Dolarlaşma, tam dolarlaşma ve kısmi dolarlaşma olarak iki kısma ayrılmaktadır. Tam dolarlaşma, bir hükümetin yabancı bir parayı, hâkim ya da geçerli tek para birimi olarak kabul etmesidir. Tam dolarlaşmanın avantajı ve dezavantajları şu şekilde açıklanabilir: para politikasına karşı duyulan güvenin yetersiz olduğu ekonomilerde, para politikasına duyulan güveni artırması, şeffaf olması ve keyfi para politikası uygulamalarını kısıtlaması en önemli artılarıdır. Uygulamanın ilk zamanlarında ekonomideki belirsizlikler azalır, enflasyon oranı hızla düşer. Tam dolarlaşmaya geçen bir ülkede bankacılık kesimi, yükümlülükler ve gelir akımları aynı para birimi ile tanımlandığından para eşleşmezliği adı verilen sorun ile karşılaşmaz. Bundan dolayı, mali krizin bankacılık krizine dönüşmesine sebep olan mekanizmanın ortaya çıkma riski de ortadan kalkar. Tam dolarlaşmanın en önemli iki zayıflığı ise; bankacılık kesiminin vade uyumsuzluğu ile karşılaştırıldığında, Merkez Bankası'nın yeteri kadar acil likidite desteğini karşılayamamasıdır. Merkez bankasının son borç başvuru mercii (SBBM) olarak görevini ağlaması, döviz rezervleri ile sınırlanmıştır. Bu yüzden, Merkez Bankası uzun süre SBBM desteği sağlayamamaktadır. Buna rağmen, Merkez Bankası'nın almış olduğu kararlar, A.B.D. Merkez Bankası'nın (FED) almış olduğu kararlar ile çelişkiye düşmemelidir. Aksi takdirde, SBBM desteği uygulanamayabilir. Son olarak, tam dolarlaşma ile senyoraj gelirleri kaybedilmektedir (Varlık, 2014:16).

En iyi döviz kuru rejimi konusundaki tartışmaların kısa zamanda nihayete ermesini beklemek pek gerçekçi bir yaklaşım değildir. Ülkelerin hangi döviz kurunu seçmeleri gerektiği sorusunun da belirli bir cevabı ne yazık ki bulunmamaktadır. Tüm ülkelerin dolar kullanmaya geçmesi ile belki bu sorun çözülebilir. Geçtiğimiz yıllarda,

Arjantin Hükümeti dolarlaşma özel önem atfetmiştir. Ancak, dolarlaşmayı sadece geliştirmekte olan ülkeler düşünmemektedir. Örneğin, Euro'nun kabul edilmesinin de verdiği cesaretle bazı ekonomistler Kanada'nın A.B.D. dolarına geçmesi gerektiğini savunmuşlardır.

Dünya ekonomik konjonktürü, karar alıcılar için sürekli olarak yeni sorunlara sebep olduğundan döviz kuru da yeni sorunlar ve yeni cevaplar ile varlığını sürdürmektedir. Geliştirmekte olan ülkeler için 1980'lerdeki döviz kuru rejimleri hakkındaki tartışmaların çoğunluğu, enflasyonu istikrara kavuşturmak için hazırlanan programlardaki bağımlı döviz kurlarına odaklanmıştır. Fakat 1990'larda bu tartışma değişiklik göstermiştir. Bunun nedeni, enflasyonun birçok ülke için problem olmaktan uzaklaşması ve sermaye akışlarının hacminin sermaye hareketlerinin dozu ile hızlı bir biçimde yükselirken, döviz kuru krizlerinin artarak şiddetlerini de aynı şekilde artırmasıdır. Aynı zamanda, bu çok şiddetli spekülasyon hareketlerinin hedefleri de çoğun zaman bağımlı döviz kuru rejiminin devam ettirilmesine yöneliktir.

Bu krizlerden dolayı, tam dolarlaşma fikri gözle görülür bir ilgi toplamıştır. Dolarlaşma taraftarlarına göre, serbest dalgalanma, otoritelerin döviz kurundaki değişimleri engellemeleri durumunda serbest dalgalanma ya fiili bir yumuşak bağımlı döviz kuru (*de facto soft peg*) ya da aşırı döviz kuru oynaklığı ile sonuçlanması nedeniyle birçok geliştirmekte olan ülke için uygulanabilir olmaktan uzaktır. Bu arada, mali kurul uygulamalarının dahi, yüksek maliyetli spekülasyon saldırılarına karşı koymada yetersiz kalabildiği gerçeği de meydana çıkmıştır. Örnek olarak, Hong Kong ve Arjantin, faiz oranlarında hızlı bir yükseliş ve resesyon ile neticelenen finansal bulaşma olayı ile karşı karşıya kalmıştır.

Tam dolarlaşma, döviz ve ödemeler bilançosu krizlerinden sakınmayı olanaklı hale getirebilmektedir. Ulusal para olmadığı zaman, hızlı bir değer kaybı ihtimali olmadığı gibi, devalüasyon korkusunun tetiklediği ani sermaye kaçışları da böylece önlenmektedir. Dolarlaşma aynı zamanda, düşük işlem maliyetleri ile de desteklenen, A.B.D. ve global ekonomi ile daha yakın entegrasyon ve de dolar cinsinden fiyat istikrarı sağlanması gibi yararlar da sağlamaktadır. Bununla beraber, enflasyonist finansman ihtimali kesin olarak göz ardı edilirse dolarlaşma, kurumları güçlendirebilir ve yatırımları arttırabilir.

Ne var ki para biriminin milli bir sembol olması ve ortak bir para birliğine katılma tavsiyeleri ya da doğrudan A.B.D. dolarının kabul edilmesi eleştirileri de beraberinde getirmektedir. Ekonomik bakış açısı ile bakıldığında, devletin para basma konusundaki hakimiyet hakkı, hükümetlere senyoraj geliri de sağlamaktadır. Bahse konu senyoraj geliri Merkez Bankası'nın kârı olarak ele alınmakta ve ülke bütçesine devredilmektedir. Ekonomilerini dolarize edebilen ülkeler 'nin elde edeceği fazladan senyoraj gelirini paylaşma kararı vermedikleri sürece, bu senyoraj gelirini kaybedeceklerdir.

Bütün bu anlatılanlar ışığında dolarlaşmanın gelişmekte olan ülkeler açısından daha iyi bir kur rejimi olup olmadığı tartışılmaktadır. Daha basit bir anlatımla, para kurulu düzenlemesi kapsamında, para otoriteleri yerli para birimini sabit bir döviz kuru üzerinden yabancı bir paraya dönüştürme konusunda taahhütte bulunmaktadırlar. Bu, yalnızca Merkez Bankası'nın mali tabanı artırmak amacıyla kullanabileceği bir mekanizmadır. Dolayısıyla, yurtiçi para birimi, buna eşlik eden yabancı döviz stoku ile tamamen desteklenmektedir. Dolarlaşma ile para kurulunun karşılaştırılması üzerine odaklanma, dolarlaşmanın ana unsurlarını ve bağımlı döviz kuru uygulamasından farkını ortaya koymaktadır.

Para kurulu ile dolarlaşmanın, büyük oranda birbirine benzeyen düzenlemeler olmasına rağmen; aralarında bir mukayese yapılması durumunda yine de, farklılıkları hususunda bazı ipuçları vermektedir. Dolarlaşmanın, en büyük farkı süreklilik arz etmesidir. Dolarlaşmadan çıkılması para kurulu uygulamasını değiştirmek ya da terk etmekten daha zorlu bir süreç gerektirecektir.

Bazı istisnalar bulunmakla birlikte, kendi para birimlerini hayata geçiren ülkeler, eski Sovyetler Birliği ülkelerindeki gibi, bunu yeni kazandıkları bağımsızlıkları kapsamında gerçekleştirebildiler. Üstelik bu ülkeler, hemen hemen tamamen zayıf ve değiştirilebilir olmayan paralarının yerine yabancı paraları inşa ettiler. Temelde, bu tür ülkelerin dolarlaşmaya alternatif bir politika izleyerek sağlayabilecekleri en büyük fayda, bu politikaya isnat edilen kredibiliteye bağlıdır.

Para basımının, direkt olarak fiyatlar genel seviyesine yansımaları ülkelerin bu tür finansmanı tercih etmemelerine neden olmakta, iç ve dış borçlanmaya yönelmelerini sebebiyet vermektedir. Artan borçlar ise ekonomi üzerinde olumsuz etkilere sahiptir.

Borç, kişi veya kurumların alacaklıya karşı yerine getirme mecburiyetinde olduğu yükümlülüktür. Bu yükümlülük, daha önce alınmış olan belirli bir miktar paranın, anapara ve faiz gibi ödemeler ile birlikte geri ödenmesi biçiminde olmaktadır (Kozalı, 2007: 3). Borçlanma, bir kişi, şirket, kurum ya da hükümetin, diğerlerinden ödünç finansman sağlamasıdır. Borçlanma, ülke içerisindeki kaynaklardan sağlanacağı gibi ülke dışı kaynaklardan da sağlanabilir. Bu doğrultuda; yurt içinde yerleşik kişi ve kuruluşların, yurt dışındaki yerleşik kişi ve kuruluşlardan farklı şekillerde temin ettikleri krediler dış borç olarak isimlendirilir (Evgin, 1996: 15).



V. BÖLÜM: DIŞ BORÇLANMA

İzlenen para politikaları, tüm faktörlerin ve değişkenlerin ışığında dış borç dengesinin sağlanması üzerine olmaktadır. Buradan yola çıkarak ekonomik anlamda gelişmeyi incelemenin en sağlıklı yolu ithalat ve ihracat oranları arasındaki farka bakmak olacaktır. Dolayısıyla dış borçlanmanın miktarı; içeride yapılan yatırımların karşılığının miktarından düşük olması yani kâr edilmesi en önemli parametredir.

1984 yılında Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) gibi kuruluşlar dış borç verilerinin standart şekle sokulması için bir çalışma grubu meydana getirmişlerdir. Meydana getirdikleri bu çalışma grubunun 1988 yılı çalışmasında, dış borç tanımı şu şekildedir; “Bir ülkenin belli bir zaman alığında gayrisafi yurt dışı borçları, o ülkede yerleşik olmayan bireylerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülüklerin toplamıdır”.

Diğer kaynaklarda ise dış borç tanımı şu şekildedir: Dış borçlar, dış kaynaklardan temin edilen, alındıkları veya geri ödemeler esnasında milli gelir üzerinde artırıcı veya azaltıcı bir etkide bulunan ve uluslararası ilişkiler neticesinde meydana gelen aktarım akımlarıdır (İnce, 1996: 86).

Dış borçlar, alındıklarında ekonomiye bir kaynak sağlamış olsa bile faiz ile anapara ödemeleri yapıldığında da ülkeden bir kaynağın çıkması söz konusu olmaktadır. Başka bir deyişle, borcun temin edilmesi esnasında borçlu ülke yatırımlarını, tüketimini veya her ikisini borcun servisi ölçüsünde azaltmak durumundadır. Bu servis, normal olarak döviz ile sağlanmadığı için sadece toplam harcamalarda bir azalma yeterli olmayacak, aynı zamanda gereken dövizin de sağlanmış olması gerekecektir (Karluk, 2002: 146).

Tüm ülkelerde, devletler bazı hizmetleri sağlamak için harcama yapmaktadırlar. Hükümetler ise bu harcamaların finansmanını sağlamak amacıyla farklı gelir kaynaklarına başvurumaktadırlar. Kamu gelirleri, kamu giderlerini sağlayamadığında borçlanma yoluna gidilmektedir. Bundan dolayı, hükümetler, kamu açıklarının finansmanı amacıyla iç ya da dış borçlanma yolunu seçmektedirler. (Aydın, 1996: 3).

İç borçlanma, siyasi sınırlar içinde yaşayan vatandaşlardan ya da farklı kuruluşlardan meydana gelen ve milli gelir miktarını artırıcı bir özelliğe sahip olmayan bir borçlanma türüdür (İnce, 1996: 53). Dış borçlanma ise dış kaynaklardan sağlanan, ilk alındığında milli gelir miktarını yükselten ve ödendiğinde ise bu yönde negatif bir etki oluşturan bir borçlanma türüdür (İnce, 1996: 50).

Tablo 5

Türkiye'nin Toplam Borç Yükü

TÜRKİYE'NİN TOPLAM BORÇ YÜKÜ						
MİLYAR TL	2002	2004	2009	2013	2017	2018Ç1
DIŞ BORÇLAR	171,2	194,7	393,5	738,7	1.581,4	2.056,0
HAZİNE	92,8	92,0	111,5	182,7	341,0	362,7
KİT	11,8	8,4	8,6	5,0	7,6	8,2
REEL SEKTÖR	46,6	58,1	163,8	230,6	579,3	842,5
BANKALAR	20,1	36,2	109,6	320,5	653,4	842,5
TOPLAM	386,0	542,7	1.187,7	2.238,1	4.271,7	4.856,1

Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı

Genel olarak borçlanma, belirli bir süre sonrasında ödemek şartıyla para veya benzeri değerli şeylerin geri verilmek üzere alınmasıdır. Devletin dış borçlanması ise, yabancı kaynaklardan temin edilen, alındıkları sırada veya geri ödenmeleri esnasında ulusal gelir üzerine artırıcı ya da azaltıcı etkide bulunan ve uluslararası ilişkiler sonucu meydana gelen transfer akımlarıdır (Adıyaman, 2006: 22).

“Dış Borç” ve “Dış Yardım” kavramları birbirlerinden farklı olarak ele alınsalar da aslında bu iki kavramı net şekilde ayırmak zordur. Her iki tanım da ülkeye bir kaynağın aktarılması söz konusudur. Ancak bu kaynaklar arasında; sağlandığı yer, ödeme koşulları gibi farklar yer almaktadır.

Dış borçlar hangi koşullar altında verilirse verilsin geri ödenmesi gereklidir. Dış yardımlarda ise her zaman geri ödeme gibi bir mecburiyet olmamaktadır. Çünkü hibe şeklinde verilmiş olan yardımlarda, geri ödeme olmazken kredi olarak verilen yardımlarda geri ödeme olmaktadır.

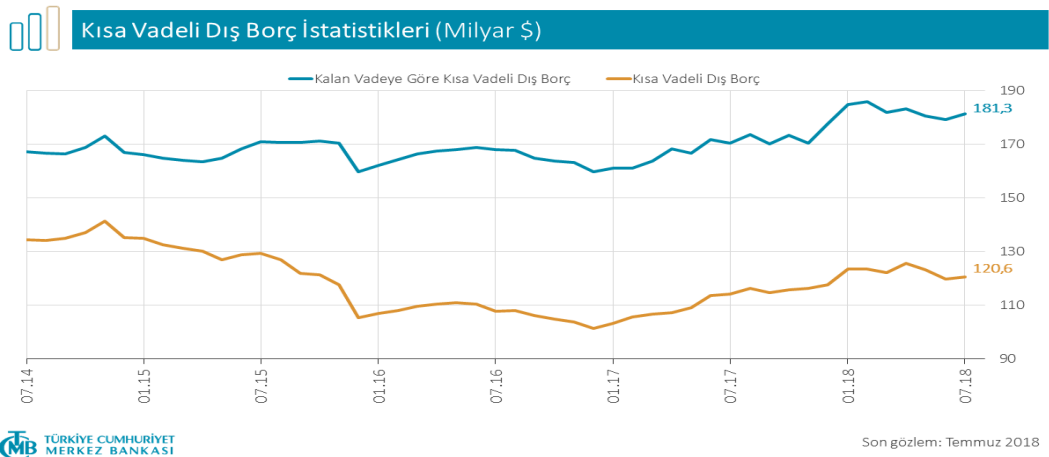
Dış borçların verilisinde, borç verilen ülkenin kalkınması temel alınmazken resmi kalkınma yardımlarında, yardım sağlanacak ülkedeki ekonomik kalkınmanın ve refahın artırılması amaçlanmaktadır (Kozalı, 2007: 4).

Dış yardım, ülkelerden ya da resmi kuruluşlardan sağlanırken, dış borçlanma ise ülkeler ile resmi kurumlara ek olarak özel piyasalardan da temin edilebilmektedir.

Uygulamada borç veya yardım şeklinde temin edilen bu kaynakların ayırımında çeşitli problemler ile karşı karşıya kalınmaktadır. Çoğunlukla borç olarak temin edilen fonlar yardım olarak tanımlanmaktadır. Hatta dış kredilerin de bir dış yardım olarak ifade edildiği de görülmektedir. Fakat bu iki kavram, birbirinden kesin çizgiler ile ayrılamamasına karşın aynı anlamda değildir. Dış yardım kavramı, dış borç kavramını da içeren oldukça geniş bir anlamı kapsamaktadır (Kocaoğlu, 2005: 5).

Geniş anlamda dış yardım, genel olarak gelişmiş bir ülkenin veya uluslararası kuruluşların, gelişmekte olan ülkelere savunmalarını veya ekonomik ve sosyal kalkınmalarını desteklemek için sağladıkları, başta her tür sermaye akımı (parasal, aynı sermaye ve hizmetler şeklinde) olmak üzere, bütün kolaylıklardan meydana gelmektedir (İnce, 2001: 136).

Kısacası gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere sağladıkları yardımlar bağış ya da kredi şeklinde olmaktadır. Bağış şeklinde yapılan yardımlarda ise, uluslararası bir mali aktarım söz konusudur. Kredi şeklinde yapılan yardımlarda ise devletlerarası bir borçlanma içerisine katılmaktadır. Ancak tasarruf yetersizliği bulunan ülkelere sermaye aktarımının oluşturulması bazı yazarlar tarafından yardım olarak görülmüştür (Aydın, 1996: 4).



Şekil 5: Kısa Vadeli Dış Borç İstatistikleri

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Dış borçlar farklı seviyelerde açıklanmaya çalışılırken, bazı kavramlar üzerinde de durulmaktadır. Bu bölümde, dış borç ile ilgili kavramlar ele alınarak tanımları yapılacaktır. Dış borç ile ilgili başlıca kavramlar şunlardır:

a) Dış Borç Miktarı ve Vadesi “Dış Borç Miktarı”, ülkenin herhangi bir dönemde ulusal ya da uluslararası kurum ve kuruluşlardan aldığı faizin hesaplanmasında baz alınan dış borçların anapara toplamını ifade etmektedir. Dış borcun vadesi, krediyi alan taraflar ile veren taraflar arasında, kredi anlaşmasının imzalandığı tarih ile son anapara ödeme tarihi arasında geçen zamandır.

b) Borçluluk Dengesi, bir ülkenin belli bir tarihe dek birikmiş dış borç ve alacaklarını gösteren belgedir. Borçluluk dengesi; dış borç yapısını, yıllık anapara ve faiz ödemelerini izleme olanağını sağladığı için bilhassa, dış borç yükü önemli seviyelere ulaşan ülkeler için önem taşımaktadır.

c) Dış Borç Yükü: ek finansman kaynağı niteliğinde olan dış borçlar, milli gelirden bir artışa sebep olmaktadır. Ancak milli gelirin bir kısmı, dış borç faiz ödemeleri sebebiyle kaybedilmekte ve diğer ülkelere transfer edilmektedir. Faiz ödemelerini karşılamak için üretilen bir kısım kaynaklar, karşılıksız şekilde ihraç edilme zorunluluğu vardır. Bundan dolayı, dış borç ödemesi yapmayan kuşaklar net bir kayba uğramakta ve bir dış borç yükü meydana gelmektedir.

d) Dış Borç Yönetimi: Dış borç yönetimi, dış borç tanımına ve beklenen yararına bağlı olarak, dış borç seviyesinin bilinmesi, istenen limitler dâhilinde tutulması ve bunların en uygun mali şartlar ile temin edilmesi olarak belirtilmektedir. Dış borç yönetiminin asıl amacı ise, kısa vadeli borç görünüşünü geliştirmek, orta vadede ise sürdürülebilir borç servis yükünü azaltmaktır. Uzun vadede ise düşünülen hedef, borçlu olan ülkedeki ekonomik büyüme ve uluslararası piyasalara girişleri temin edebilmek ve sürdürebilmektir (Bal, 1999: 71).

e) Dış Borç Servisi: Dış borç servisi, cari yıl da ödenmesi beklenen dış borç anapara ile faizlerinin toplamından oluşmaktadır. Bir ülkenin belirli bir yılda faiz, anapara ve yabancı sermaye kâr aktarımlarını finanse etme gücü, o ülkenin ödemeler

bilançosu ve uluslararası rezerv durumuna bağlı olmaktadır. Eğer dış âlem gelirleri dış âlem giderlerinden fazla ise, bu fark dış borç servisi ödemelerinde kullanılabilir. Aksi takdirde, dış borç servislerini karşılamak üzere ya birikmiş rezervlerin kullanılması veya tekrardan dış borçlanmaya yönelmesi gerekecektir. Yüksek dış borç servis oranı, ülkenin borçlarını geri ödeme kapasitesinin zayıflığını göstermektedir.

f) Dış Borç Servis Oranı: Bir ülkenin borcunu geri ödeme kapasitesinin bir ölçütü olarak kabul edilen dış borç servis oranı, dış borç anapara ve faiz ödemelerinin yıllık toplamının, o yılın ihracat gelirlerine olan oranını göstermektedir. Borç yükü ölçümünde sıkça kullanılmakta olan bu oran, ülkenin uluslararası likidite problemlerinin analiz edilmesinde çok önemli bir rol tutmaktadır.

g) Kredi Değerliliği: Kredi verenin veya onun adına hareket eden tarafsız bir kurumun, kredi alacak olanın geçmiş ve gelecekteki borç geri ödeme kapasitesi ile ilgili olarak yapmış olduğu ölçüm sonucudur. Kredi değerliliği, bir ülkenin dış borç servisi kapasitesi ile fiili olarak almış olduğu ve geri ödemediği borçların servisleri arasındaki orana bağlıdır. Oranın küçülmesi ile ülkenin kredi değerliliğinin giderek kaybolacağı söylenebilir.

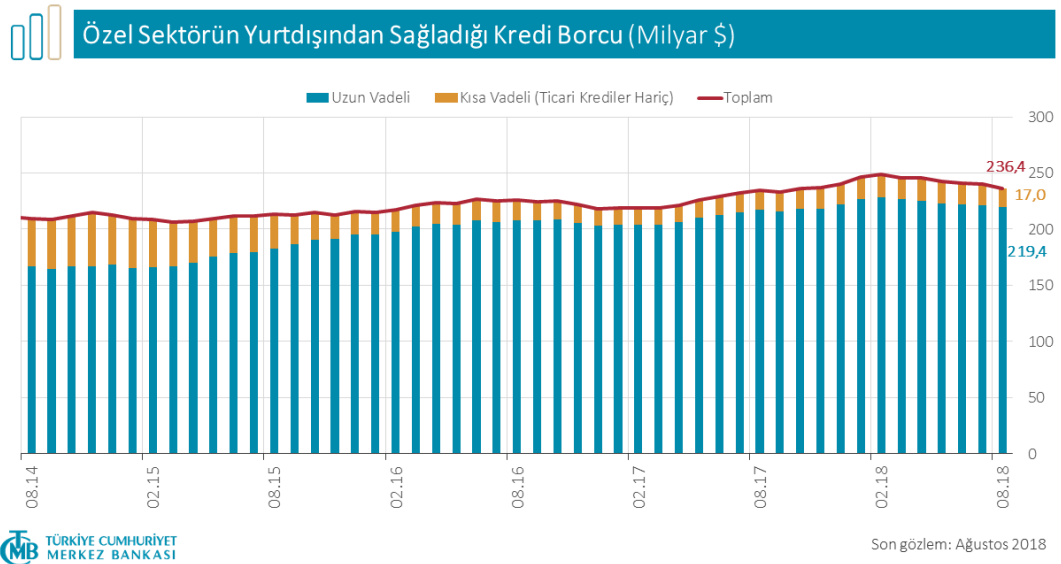
h) Moratoryum Vadesi gelmiş borçların yasa, mahkeme kararı, borçlu ve alacaklı arasındaki bir anlaşma ya da direkt olarak borçlunun tek taraflı kararı ile ertelenmesi işlemidir. Devletler, dış borçlarının ana para ve faizlerini ödeyemeyeceklerini açıkladıklarında, borçlular ile alacaklılar arasında bir anlaşma yoluna gidilerek borçların vadesinin uzatılması işlemi de moratoryum olarak isimlendirilir.

i) Konsolidasyon: Konsolidasyon (tahkim), kısa vadeli bir devlet borcunun vadesinin uzatılması ile orta veya uzun vadeli bir borç haline dönüştürülmesidir. Konsolidasyon, borç ödemesinin ertelenmesi anlamını da taşımaktadır. Konsolidasyon, kamu borç yönetiminde uygulanan politikalarındadır. Bundan dolayı bu durum, devlet borç yönetiminde ortaya çıkmaktadır.

j) Konsorsiyum: Gelişme yolunda olan ülkelerin ekonomik kalkınmalarını desteklemek için ilgili ülkeye yardım etmeyi kabul eden, gelişmiş ülkelerin ve uluslararası ekonomi kuruluşlarının oluşturdukları mali bir kurumdur (Karluk, 2002: 106). Bu kurumda, yardım alacak ülkelerin ekonomik koşulları görüşülmekte, mevcut

duruma göre yardım gereksinimleri belirlenmekte ve yardımı yapacak konsorsiyum üyelerinin politikaları, uyum ve işbirliği dahilinde hareket edilmektedir (İnce, 1996: 60-62).

Bir ülkenin belirli bir süre sonunda para ve faizi ile birlikte geri ödemek koşuluyla dış kaynaklardan temin ettikleri borçlar şeklinde tanımlayabileceğimiz dış borçlar, değişik açılardan çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. Örnek olarak vade yapılarına göre "kısa, orta ve uzun vadeli krediler", borçlulara göre "kamu kesimi - özel kesim borçları", alacaklılara göre "çok taraflı (uluslararası kuruluşlardan sağlanan) - iki taraflı krediler", koşullarına göre "resmi (dış yardım niteliğinde) - ticari (piyasa koşullarına göre) krediler", kullanım şekillerine göre "bağlı-serbest krediler" ve "program-proje kredileri" gibi farklı sınıflandırmalar ve bunların içinde de çeşitli alt gruplamalar yapılabilmektedir. Burada görüldüğü üzere, bir ülkenin temin edebileceği dış borçlar, gerek miktar olarak gerekse taşıdığı özellikler açısından, birçok iç ve dış ekonomik ve politik faktörün etkisi altında bulunmaktadır. Politik etmenler ve dış koşullar bir yana, bir ülkenin dış borç bulma kapasitesi (kredibilitesi, kredi değerliliği), ekonomisinin genel performansı ile ve aynı zamanda mevcut dış borç yükü ve geri ödeme kapasitesi ile de yakından ilişkilidir (Erçel, 1981: 345-348, Özol, 1981: 355-375, Seyidoğlu, 1982: 451- 467, Başak, 1977).



Şekil 6: Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borçları

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

	2016	2017	2018-7	2018-8
BORÇLUYA GÖRE DAĞILIM	203.487.874.743	221.791.144.748	221.914.440.893	219.356.451.100
I- Finansal	105.717.819.573	113.348.906.363	110.502.657.733	108.547.908.698
i- Bankalar	86.988.908.885	95.695.253.795	93.877.527.529	92.571.571.796
- Krediler	62.440.311.117	65.215.703.968	63.437.700.438	62.593.521.721
- Tahvil	24.548.597.768	30.479.549.827	30.439.827.092	29.978.050.076
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	18.728.910.687	17.653.652.568	16.625.130.203	15.976.336.901
- Krediler	13.392.841.400	12.460.306.128	12.353.889.780	11.746.626.750
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	651.051.806	696.972.959	615.348.577	573.845.159
- Tahvil	4.685.017.482	4.496.373.481	3.655.891.846	3.655.864.992
II- Finansal Olmayan	97.770.055.170	108.442.238.384	111.411.783.160	110.808.542.403
- Krediler	80.101.703.416	88.509.936.949	91.649.346.902	91.663.472.516
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	11.518.622.315	12.509.116.074	11.771.050.583	11.150.384.047
- Ticari Krediler	419.256.265	421.082.059	457.268.836	460.907.070
- Tahvil	5.730.473.174	7.002.103.301	7.534.116.839	7.533.778.769
ALACAĞIYA GÖRE DAĞILIM	203.487.874.743	221.791.144.748	221.914.440.893	219.356.451.100
I- Resmi Alacaklılar	19.956.634.294	26.892.514.084	25.926.479.484	25.878.770.307
i- Hükümet Kuruluşları	5.409.614.650	6.618.509.570	6.407.912.074	6.345.183.567
ii- Uluslararası Kuruluşlar	14.547.019.644	20.274.004.514	19.518.567.409	19.533.586.740
-Avrupa Yatırım Bankası	5.002.093.868	5.319.516.350	4.531.004.255	4.446.388.432
-Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası	299.669.102	275.234.468	280.418.396	280.235.097
-İslam Kalkınma Bankası	291.348.998	316.429.502	397.480.377	367.388.861
-Uluslararası Tanımsal Kalkınma Fonu	0	0	0	0
-Uluslararası Finans Kurumu	2.881.602.793	2.703.359.771	2.662.326.597	2.661.207.764
-Uluslararası Kalkınma Birliği	0	0	0	0
-Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası	1.839.470.761	1.912.997.707	1.947.481.635	1.947.055.541
-Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası	4.232.834.123	9.746.466.715	9.699.856.149	9.831.311.045
II- Özel Alacaklılar	148.567.152.025	152.920.604.055	154.358.125.632	152.309.986.956
i- Yabancı Ticari Bankalar	90.467.338.788	89.736.139.701	91.285.210.910	89.954.537.514
ii- Yerleşik Bankaların Yurtdışı Şube ve İştirakleri	27.582.736.262	30.306.012.597	30.847.023.783	31.055.638.358
iii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	18.249.050.702	19.135.807.564	18.518.202.662	18.157.173.849
iv- Finansal Olmayan	12.268.026.273	13.742.644.193	13.707.688.277	13.142.637.234
III- Tahvil Alacaklıları	34.964.088.424	41.978.026.609	41.629.835.777	41.167.693.837

Şekil 7: Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu (ABD doları)
Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

	2016	2017	2018-07	2018-08
BORÇLUYA GÖRE DAĞILIM	14.232.826.653	18.590.386.700	18.934.240.893	16.975.729.321
I- Finansal	12.022.399.351	15.330.475.300	14.529.524.314	13.211.121.452
i- Bankalar(*)	10.434.231.626	12.732.219.802	12.693.506.305	11.831.475.804
- Krediler	10.288.395.960	12.643.837.852	12.577.988.805	11.718.139.804
- Tahvil	145.835.666	88.381.950	115.517.500	113.336.000
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	1.588.167.725	2.598.255.498	1.836.018.009	1.379.645.648
- Krediler	1.528.404.516	2.542.525.809	1.817.798.450	1.365.752.676
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	59.763.209	55.729.689	18.219.559	13.892.972
- Tahvil	0	0	0	0
II- Finansal Olmayan	2.210.427.301	3.259.911.400	4.404.716.579	3.764.607.869
- Krediler	2.146.225.346	3.176.384.357	3.990.653.531	3.409.639.251
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	64.201.955	72.086.657	402.871.887	343.786.084
- Tahvil	0	11.440.386	11.191.161	11.182.534
ALACAĞIYA GÖRE DAĞILIM	14.232.826.653	18.590.386.700	18.934.240.893	16.975.729.321
I- Resmi Alacaklılar	239.676.642	649.549.407	1.513.008.339	1.461.957.845
i- Hükümet Kuruluşları	204.017.611	0	20.626.112	20.626.112
ii- Uluslararası Kuruluşlar	35.659.031	649.549.407	1.492.382.227	1.441.331.733
- OPEC	0	0	0	0
- Avrupa Yatırım Bankası	0	3.580.500	19.104.854	19.077.848
- İslam Kalkınma Bankası	0	15.000.000	0	0
- Uluslararası Para Fonu	0	0	0	0
- Uluslararası Finans Kurumu	29.798.317	590.877.677	1.455.193.346	1.406.682.080
- Uluslararası Kalkınma Birliği	0	0	0	0
- Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası	0	0	0	0
- Uluslararası Tanımsal Kalkınma Fonu	0	0	7.389.459	6.232.977
- Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası	0	11.284.904	9.499.790	8.963.172
-Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası	5.860.714	28.806.326	1.194.778	375.655
II- Özel Alacaklılar	13.847.314.344	17.841.014.957	17.294.523.893	15.389.252.942
i- Yabancı Ticari Bankalar	11.606.076.335	14.914.489.218	14.160.862.177	12.788.246.973
ii- Yerleşik Bankaların Yurtdışı Şube ve İştirakleri	1.167.406.073	1.721.440.407	1.836.335.467	1.526.070.943
iii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	805.498.257	875.895.757	743.203.529	612.000.539
iv- Finansal Olmayan	268.333.680	329.189.575	554.122.720	462.934.486
III- Tahvil Alacaklıları	145.835.666	99.822.336	126.708.661	124.518.534
IV- Diğer (**)	0	0	0	0

Şekil 8: Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kısa Vadeli Kredi Borcu (Ticari Krediler Dâhil Değildir) (ABD Doları)

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

Yabancı bir ülkeden borç alma düşüncesi ilk defa 1785 yılında Rusya ile savaş esnasında gündeme gelmiştir. Fakat uzun süre dış borç almamak için uğraş verilmiştir. Türkiye’de ise dış borç almanın bir “cihan imparatorluğu” olarak görülen Osmanlı Devleti açısından onur kırıcı olduğu düşünülmüş olup, şeyhülislamlardan “dış borç almanın mekruh olduğu” yönünde fetvalar çıkartılmıştır (Falay,1989: 80). II. Mahmut döneminde de (1808-1839) dış borç rutin bir konu halini almıştır. Hatta İngiliz Hükümeti ile görüşmelerinde 1.000.000 sterlin eşlim edilmesi hususunda pazarlıklar yapılmıştır. 1.000.000 sterline karşın Akdeniz’deki İngiliz filosu için kereste, buğday teslimatı yapılmasını öne sürmüşler fakat Osmanlıların, talep edilen malları ne derece temin edebilecekleri konusunda araştırmalar uzun sürünce anlaşmalarda sonuca varılamamıştır (Özsoylu,1992: 42.).

Osmanlı Devleti’nin ilk borcu alması zor olmuştur. Zaten bozuk olan mali yapı, Kırım Savaşı ile birlikte (28 Ocak 1854) çöküşe geçmiş ve Osmanlı’nın pazarlık yapacak gücü kalmamıştır. Bunun üzerine, 24 Ağustos 1854 yılında ilk kesin borç antlaşması imzalanarak Londra’dan Palmer & Co., Paris’ten Gold Schmit et. Ass. adlı kuruluşlar ile avans ve tahvillerin satışı için anlaşma yapılmıştır. Osmanlı Devleti 3.300.000 Osmanlı lirası tutarındaki borç karşılığında, 2.574.000 lira sağlamıştır. Yüzde 2’lik bir komisyon ödenmiş ve faiz oranı da yüzde 6 olarak belirlenmiştir. Borç taksiti için, Mısır vergisinden 231.000 liranın direkt olarak İngiltere ve Fransa bankalarına yatırılması kararına varılmıştır.

Bu tarihten, Osmanlı Devleti’nin borçlarını ödeyemez durumda olduğunu açıkladığı 1875’e kadar, tam 21 senelik zaman zarfında toplamda 15 defa dış borç sağlanmıştır. 1875 senesine gelindiğinde ise dış borçların tutarı 2.000.000 sterlini bulması, anapara ve faiz ödemeleri ise 11.000.000 sterline ulaşmıştır. Tüm gelirlerin 18.000.000 sterlin seviyelerinde olduğu düşünüldüğü zaman, finansal durumun ne kadar kötü olduğu daha net görülecektir. Zira, 1875 sonbaharında, Osmanlı Devleti borç ödemelerini yarı yarıya indirdiğini açıklamış ve ertesi yıl da tüm borç ödemelerini durdurmuştur.

Bu dönemde alınan borçlar oldukça elverişsiz koşullarda, diğer ülkelerin ödediği faizlerle çok daha yüksek faizler ile ve büyük miktarlarda alınmıştır. Bu

borçların büyük bir bölümü; cari harcamalarda, sarayların yapımında, büyük bir donanma kurulmasında ve bürokrasinin maaşlarını karşılamada kullanılmıştır. Ekonominin canlanması ya da mali gelirleri artırma amaçlı yatırımlar için hemen hiç kaynak ayrılmamıştır. Bundan dolayı, mevcut borçların anapara ve faiz ödemelerini karşılayabilmek için yeniden borç almak zorunda kalmıştır.

Ancak borçlarını ödeyemez hale gelen tek devlet Osmanlı İmparatorluğu olmamıştır. Aynı zamanlarda başta Japonya olmak üzere 20'den fazla ülke, para piyasalarında yeni fonlar bulamayınca borç ödemelerini durdurmak zorunda kalmışlardır (Özsoylu,1992:41).

5.1. Dış Borçlanmanın Makroekonomi Üzerine Etkisi

Borçlanma, kamu kesiminin finansman ihtiyacının sağlanması için başvuru mali araçlardan bir tanesidir. Devlet, borçlanma ihtiyacını ülke içerisindeki kaynaklardan temin edebileceği gibi, ülke dışındaki kaynaklardan da sağlayabilmektedir (Ulusoy ve Erdem, 2014: 122). Bu kapsamda, dış borç; bir ülkenin başka ülkelerden ve/veya uluslararası finans kuruluşlarından sağladığı ve dış borç veren ülke ile alan ülke arasında ekonomik (ve siyasi) ilişkiye sebep olan, döviz cinsinden bir kapital olarak açıklanmaktadır (Yaşa, 1971: 66). Genel olarak, devlet, 2 sebepten ötürü dış borçlanmaya gitmektedir: kamu hizmetlerinin karşılanması amacıyla malların ülke dışından ithal edilme mecburiyeti (döviz gereksinimi) ve iç kaynaklardan temin edilen gelirlerde en son aşamaya gelmesidir. Dış borç alındığı zaman, ülke ekonomileri için ek bir kaynak sağlanmış olmakla birlikte, borcun geri ödenmesi sırasında ülkeden önemli bir miktar da dışarı çıkmaktadır. Bu kapsamda, borçlanma çift karakterli bir finans kaynağı özelliğine sahip olmaktadır (Ezeabasili vd., 2011: 156-157; Türk, 1992: 273). Gelişmekte olan ülkeler özelinde, borçlanma sebepleri arasında; askeri harcamaların yüksek oluşu, yeterince teknolojik bilgi birikiminden yoksunluk, hammadde ve ara mal miktarının yeterli seviyede olmaması, ödemeler bilançosunda dengesizlikler, dışa bağımlı bir üretim şeklinin olması gibi sebepler sayılabilmektedir (Pehlivan, 2004: 190-192). Bunlara ek olarak, az gelişmiş ülkelerde sermaye birikiminin sağlanamamış olması gerçeği, dış borçlanmayı zorunlu bir hale getirmektedir. Gelişmekte olan birçok ülke, dış borçlanmadan bir avantaj sağlamanın ötesinde bu borçların geri ödenmesi sürecinde (borç anapara+faiz) zaman zaman bazı problemler yaşayabilmektedir (Ulusoy, 2006: 32). Zira, kamu kesimi tarafından toplanan vergiler, ileride mükelleflere iade edilmemesine rağmen, borçlanmada elde edilen paraların faiz

ve ana paraları ile birlikte geri ödenmesi söz konusudur (Uluatam, 1991: 335). Dış borçlanmanın verimli yatırımlara kanalize edilmesi önem arz etmektedir. Hazine dış borçlanmayı, yabancı devletler ya da uluslararası kuruluşlardan temin edebildiği gibi, uluslararası para ya da sermaye kuruluşlarından da sağlayabilmektedir. Ülkeler, daha yaygın şekilde olağanüstü durumlarda yabancı ülkelere borçlanma yolunu tercih etmektedirler (Eğilmez ve Kumcu, 2006: 154-155).

Borçlanma konusu XVIII. yüzyıldan beri tartışılmaktadır. Bu bağlamda, klasik iktisatçılar devletin borçlanmaması gerektiğini iddia etmişler ve alınan borçların genel olarak düzgün ve uygun şekilde kullanılmaması nedeni ile devletin mali gücünü kaybettiğine inanmışlardır. Bu kuramı savunanlara göre, devlet yalnızca olağanüstü durumlarda (savaş vb.) devreye girerek borçlanmalıdır (Çoban vd., 2008: 246). 1929 Büyük İktisadi Bunalımından sonra ortaya çıkan Keynesyen görüş, klasiklerin tersine devletin ekonomiye etkili bir şekilde müdahalede bulunması gerektiğini savunmuştur. Keynes, ekonomik istikrarın sağlanması bağlamında, borçlanmayı olağan bir gelir olarak kabul ederek, kamu kesiminin borçlanarak harcama yapmasında da bir sakınca görmemiştir (Pehlivan, 2004: 55-56).

Devlet borçlarının, borçların birleşimi ve ödenmesine dayanan nedenlerle ekonomik yapıyı etkilediği bilinmektedir. Devlet borçlanması, ekonomik kalkınma açısından önemlidir. Söz konusu önem, borçlanma ile sağlanan finansmanın verimli yatırımlara dönüştürülmesi ile değer kazanır. Verimli yatırımlara yöneltilen borç, çarpan etkisi dâhilinde yeni yatırım hadlerinde bir artış oluşturduğu ölçüde, bu yatırımlar ile ilişkili çarpan katsayısı kadar bir artış olarak karşımıza çıkar. Borçlanmanın ekonomik kalkınma üzerinde etkili olabilmesi için, kalkınma amacına hedeflenmiş borç uygulamasına başvurulma gerekliliği vardır. Günümüzde dış kaynaklar, bilhassa az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından daha fazla önem taşımaktadır. Kalkınma çabasında bulunan az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler, sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için gelişmiş ülkelere muhtaç olmuştur. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sağlama çabaları boyunca karşı karşıya geldikleri en önemli problemlerden biri de, dış borçların oluşturduğu "borç yükü" olup, alındığı zaman ülke ekonomisine katkı sağlayan dış borçlar, vade süresi bitiminde ödenecekleri durumda zorluk oluştururlar. Bu yüzden, dış borç veya tasarruf kullanımı, şimdiden gelecek dönemlerin iç tasarruflarının kullanımı anlamına geleceği ve gelecek nesillerin borç

yükünü şimdiden ağırlaştıracağından, alınan dış borçların ve dış borçlanma için kullanılmış olan kaynakların da çok verimli bir biçimde değerlendirilmesi şarttır.

Devlet borçlanmasının, ekonomide denge sağlama veya koruma yönündeki etkilerinin sağlanabilmesi amacıyla, üretim ve tüketim seviyesi üzerindeki çeşitli etkilerinin bulunması önemlidir. Devlet borçlanmasının; tüketim düzeyi üzerindeki etkisi daralma ve genişleme etkileri olmak üzere iki yönlü olarak incelenebilir. Devlet borçlanmasının, satın alma gücü üzerine daraltıcı bir etkisi de bulunmaktadır. İsteğe bağlı olmayan borç uygulamalarında oluşan etki özellikle önemlidir. Ekonominin içinde bulunduğu şartlara göre, devlet tarafından kullanılan fonlar, ekonominin birçok kesim ve aşamasında daraltıcı yönde oldukça etkili olabilmektedir. Enflasyonist dönemlerde, ekonomideki satın alma gücünü daraltmak üzere para politikası ve vergi politikası ile birlikte uygulanabilen niteliğe sahip olan borç yönetimi başarısı, sağlanan fonların kullanılması ile de yakından ilgilidir.

Borçlanma genellikle, yapıldığı dönem için bir gelir oluşturmaktadır. Fakat ileriki yıllarda da bir yükür. Borçlanmanın yapıldığı dönemde, borçlanma ile finanse edilen harcamalardan faydalanılmakta fakat daha sonraki dönemlerde, vergiler ile borçların faiz ve anaparasının ödenebilmesi için harcama imkanlarında kısıntı yapılmaktadır. Ferguson (1964)'a göre; borçlanma servisinin vergiler ile yapıldığı kabul edilmekle beraber, belirli bir satın alma gücünün, toplumdaki bir grup insandan alınıp başka bir gruba verilmesi şeklinde de yorumlanmaktadır.

Borç uygulaması sebebiyle, faiz ödemeleri ile bu amaçla toplanan vergiler sonucu yaratılan yarar ya da maliyet, toplumun gelir dengesinde etkili olabilmektedir. Faiz elde edenlerin, vergiyi ödeyenlerden farklı oldukları ve faiz sağlayıcılardan daha yüksek gelire sahip oldukları kesindir. Kamu borçları, geleceğe daha az miktarda sermaye bırakan, sınırlanmış bir sermaye birikimi politikası yürütüldüğünde, gelecek üretim olanaklarını da direkt olarak etkiler (Samuelson, 1990:404).

Devlet borçlanması, mal ve hizmet ithali olarak değerlendirilmeye çalışıldığında, mal ve hizmet fiyatları üzerinde de çeşitli etkileri olacaktır. Mal ve hizmet arzında, diğer faktörlere nazaran bir yükseliş gerçekleşeceği için fiyatların artmasını azaltıcı bir etki de oluşturacaktır. Dış borcun sermaye yatırımlarına yönlendirilmesi durumunda; önceki sermaye, doğal kaynak, emek ile girişimci oranında bir düşüş görülecektir. Bu da fiyatlarda bir artış eğilimi ortaya çıkarır. Diğer üretim

faktörlerine oranla mobilitesinin ve çoğaltma olanağının olmaması gibi özelliklerinden dolayı toprağın, serbest piyasa koşullarındaki pazar fiyatı artacaktır.

Döviz kurlarının sabit kalması halinde, ithalatın, ihracata göre nispeten düşmesi nakdi satın alma talebini ve gücünü artıracaktır. Az gelişmiş ülkelerde, ekonomik şartlarda elastikiyet olmamasından dolayı iç fiyat, ithalat fiyatlarına göre daha fazla yükselmektedir.

Sonuçta, dış ticaret bilançosu fazlalık gösteriyorsa, ticaret hadleri önem kazanacaktır. Ticaret hadlerinin, az gelişmiş ülke lehine dönmesi, ülkeye gelişmiş ülkelerden bir sermaye akımının girmesi sonucunu doğuracaktır. Zira, ihraç maddelerindeki fiyat artışları, ülkenin ihracat gelirlerini yükseltecek böylelikle de kalkınma için gerekli sermaye mallarının satın alınma olanakları da artacaktır.

5.2. Dış Borçlanmada Türkiye Örneği

Genç Cumhuriyet Hükümeti Düyun-u Umumiye dairesini tanımamış, fakat dış borçları ödemeyi kabul etmiştir. Bu aşamada, bahsi geçen borçların ne kadarının Türkiye Cumhuriyeti'ne aktarılması gerektiği konusunun bir karara bağlanması gündeme gelmiştir. Alınan dış borçların bir kısmının yatırım amaçlı olarak kullanıldığı, çeşitli ülkelerin Osmanlı Devleti'nin yıkılması ile bağımsızlıklarına kavuşmaları sebebiyle borçların tamamının Türkiye Cumhuriyeti'ne devredilmesi kabul edilemez olmuştur. 1923 yılında yapılan Lozan Konferansı'nda Osmanlı Devleti'nin borçlarının Osmanlı'dan toprak almış ülkelerle bölüştürülmesine karar verilmiştir. 1928 senesinde Lozan Anlaşması uyarınca, Paris'te kurulan 'Türkiye Dış Borçlar Komisyonu' aracılığıyla, borçların ne şekilde ve ne zaman ödeneceği konusunda bir sözleşme imzalanmıştır (Karluk, 1997, 135). Türkiye'nin 1912'den önceki Osmanlı dış borçlarının %62,54'ünü, daha sonra alınan borçların ise, %73,59'unu ödemesi kararlaştırılmıştır. 1933 yılında Paris'te alacaklı devletler ile Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti arasında yapılan anlaşma ile ödenmesi planlanan dış borç miktarı 65 milyon dolar olmuştur. Böylece, Türkiye Cumhuriyeti, Osmanlı'dan miras olarak kalan yaklaşık 65 milyon dolarlık bir borç yükünü üstlenmek zorunda bırakılmıştır.

1929 senesinde yaşanan Dünya Ekonomik Buhranının da etkisiyle Türkiye Cumhuriyeti borç taksitlerini, (ihracatta azalma ve ithalattaki kur hareketleri nedeniyle yaşadığı döviz darboğazı nedeniyle) döviz cinsinden ödemekte zorluk çekmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti'nin, borç taksitlerinin azaltılması yönündeki istekleri sonucunda 1932'de yapılan bir anlaşma ile yıllık taksitler düşürülerek geri ödeme dönemi, 30 yıldan 50 yıla çıkarılmıştır. Osmanlı Devleti'nden miras kalan dış borçlar, alındıktan 100 yıl sonra 1954 yılında tamamen ödenerek kapatılmıştır.

Bunun dışında, Türkiye'nin ilk dış borçlanması, 1928'de Almanya, İsviçre ve Fransa'dan alınan kredilerdir. 1950 yıllarına kadar, önemli dış borçlanma girişimlerinde bulunulmamıştır. Bu yıllarda alınan borçlar, Osmanlı'dan kalan yabancı şirketlerin millileştirilmesinde, askeri harcamalarda ve 1930'larda başlayan sanayi hamlesinin finansmanında kullanılmıştır. 1934-1938 yıllarını içine alan Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı çerçevesinde, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) kurulması amacıyla SSCB ile ikili kredi anlaşmaları yapılmıştır. Türkiye İkinci Dünya Savaşı'na katılmamış olmasına rağmen savaşın etkilerini hissederek ekonomide durgunluk sürecine girmiş, yatırımları kısmış ve artan ihracat ve kısıtlanan ithalat sebebiyle, cari işlemler fazlası verilmiştir. Savaş sonu itibarıyla Türkiye'nin dış borçları %266 oranında artış göstererek 450 milyon dolara yükselmiştir (Yaşa,1971, 72).

Dış borç, Türkiye gibi yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler için önde gelen sorunlardandır. Yükselen borçlar, hem borç yükünü arttırmış hem de dış borç anapara ve faiz ödemelerini zorlaştırmıştır. Bu da, borçla finanse edilen yeni yatırımların, üretim hacminde sağlamış olduğu yükselişlerin giderek azalmasına ve bir aşamada üretimdeki bu artışların, dış borçların ödenmesi amacıyla gerekli olan anapara ve faizlerin aşağısına düşmesine sebep olmuştur. Bu kapsamda, istikrarın sağlanması için öncelikle, borcun sürekliliğinin sağlanması ve bu borç yükünün makul düzeylere indirilmesi gereklidir. Türkiye'de dış borç probleminin başladığı 1950-1960'lı yıllar, yüksek miktarda borçlanma yüzünden hem IMF ile stand-by anlaşmalarının yapıldığı hem de borç ertelemelerinin fazla olduğu bir dönemdir. 1970'lere gelindiğinde, ekonomik ve siyasi krizlerin yanında dünyada ortaya çıkan petrol krizleri, Türkiye benzeri ülkelerdeki borçlanma miktarının daha da artmasına sebep olmuştur. İkinci petrol krizi ile de borçların ödenmesinde sıkıntıya girilmiş bu da, borçların yeniden ertelenmesine ve ekonomik yapıda yapısal değişikliklere yol açmıştır. Bu yapısal değişiklik sebebiyle 1980'li yıllarda ihracatın yükselmesi ile borçların sürekliliği sağlandıysa da, 1990'lı yıllarda değişen politikalar ve hükümetler ile bütçe açıkları artmış ve alınan borçların etkin şekilde kullanılmaması, yapılması gerekli olan reformların ertelenmesi ve yapılması gerekli olan özelleştirmelerin gerçekleşmemesi

krizlere zemin hazırlanmıştır. Bu yüzden 2000’li yılların başında ortaya çıkan ekonomik kriz, Türkiye’de tarihinin en yüksek miktarda IMF borçlanmasına sebep olmuştur. Krizden sonra uygulamaya geçirilen mali disiplin, kararlı özelleştirme politikaları ve yapısal reformlar sayesinde; toplam kamu açığı ile ilgili olan Maastricht Kriteri ilk defa tutturulmuştur. AB tanımlı brüt kamu borcu yükü AB-27 ortalamalarının çok altına inmiş, net kamu borç stoku, hem milli gelire oranla hem de mutlak değer olarak düşmüştür. Türkiye’nin kredi derecelendirme notundaki iyileşmelerin yardımıyla, dış borçlar için ödenen faiz ödemeleri de azalmıştır. 2010 yılı Temmuz ayı itibarı ile, AB üyeleri Yunanistan ve İspanya, küresel piyasalarda borç bulabilmek için vade süresini 3 aya kadar düşürürken, Türkiye, tarihinin en düşük faiziyle 11 yıl vadeli (132 ay) Euro tahvil satışı ile borçlanma gerçekleştirmiştir.



SONUÇ

Faiz, enflasyon ve döviz kurlarındaki hareketler ekonomik gidişin önemli göstergeleridir ve birbirleriyle yakından ilgilidir. Bu değişkenlerde olan ani yükselişler ulusal ekonomide önemli ve maliyetli sorunlar ortaya çıkarır. Ekonomik istikrar ve sağlıklı bir büyüme için düşük faiz, düşük enflasyon ve istikrarlı döviz kurları arzulanan ve hedeflenen bir durumdur.

Döviz kurunda meydana gelen artışlar enflasyonun yükselmesine sebep olur. Enflasyon ile döviz kurları arasındaki ilişki incelendiğinde döviz kurlarında ortaya çıkan bir değişiklik fiyatlara önemli bir oranda yansımaktadır (pass through effect). Bu sebeple makro istikrarın önemli bir unsuru olan fiyat istikrarı döviz kurundaki hareketlerden olumsuz etkilenmektedir. Döviz kurundaki hareketlerin ekonomiye etkileri başka kanallardan da ortaya çıkmaktadır. Özellikle Türkiye'nin de dâhil olduğu yeni piyasa ekonomileri ülke grubunda ilk günah ve yüksek düzeyde dolarlaşma sorunları nedeniyle politika yapıcılar döviz kurundaki dalgalanmalardan korkmakta ve buna göre hareket etmektedir. Giriş bölümünde de açıklandığı gibi bir ülkedeki iktisadi karar birimlerinin uluslararası piyasalardan ulusal para birimi ile borç alamaması ve/veya yurtiçi piyasalarda uzun vadeli sabit faizli borç işliklerinin yürütülememesi olarak tanımlanmaktadır. İlk günah hipotezinin geçerli olduğu bir iktisadi ortamda ulusal para birimi cinsinden getiri sağlayan yatırımlar yabancı para birimi ile finanse ediliyorsa para eşleşmezliği veya uzun dönem projeler kısa vadeli kredilerle finanse ediliyorsa vade eşleşmezliği problemleri söz konusudur. Bu iki eşleşmezlik de finansal istikrarı tehdit eder. Vurgulandığı üzere döviz kurlarındaki yükselişler iktisat politikasının ana hedeflerinden olan fiyat istikrarı ve finansal istikrarı güçlü bir şekilde negatif olarak etkilemektedir.

Tezin 5. bölümünde açıklandığı üzere Türk Özel Sektörünün dış borçları son dönemde hızlı ve istikrarlı bir şekilde artış göstermiştir. Bu artışın yanında borçların vade yapısında da bozulma yaşanmıştır. Kısa vadeli dış borçların payı da yükselmiştir. Özel sektörün dış borçlarındaki artış ve bu borçların kısa vadeli yapısı, ekonomimizde dövize olan talebi sürekli olarak artırmıştır. Dünya konjonktürüne de bağlı ülkemize döviz arzının azalması, beraberinde kaçınılmaz sonuç olan döviz kurunda sert hareketlere neden olmuştur. Hem enflasyon, hem de döviz kurları üzerinde önemli bir etkisi olan faiz oranı yaşanan iktisadi olmayan tartışmalar nedeniyle zamanında kullanılamamış ve döviz kurundaki artışların fiyat ve finansal istikrarı üzerindeki

olumsuz etkileri ortaya çıkmıştır. Yaşanan gelişmeler ve var olan ekonomik durum Türkiye'nin kredi notlarının düşmesi ve buna bağlı olarak yatırım yapılabilir ülkeler sınıfından küme düşmesi ile sonuçlanmıştır. Ülkemizin kredi notunda yaşanan bu düşüşler beraberinde ülkemizin ve ülkemizdeki şirketlerin risk primlerinin artmasına yol açmıştır. Risk primlerindeki artış da borçların sürdürülebilirliği tartışmalarını beraberinde getirmiştir.

Sonuç olarak, Türkiye gibi YPE'lerde dalgalanma korkusunun etkisi açıkça hissedilmektedir ve döviz kurunda yaşanan değişimlerin yurtiçi fiyatlara, piyasalara yansması ve beklentileri olumsuz olarak etkilemesi, Türkiye gibi fiyat istikrarı ve finansal istikrarı hedefleyen ülke ekonomileri açısından ciddi derecede önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

- Abida, Z. (2011). “**Real Exchange Rate Misalignment and Economic Growth: An Empirical Study for the Maghreb Countries**”, University of Sfax, s. 45-61.
- Adıyaman, Ahmet T. (2006). “ Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri”, **Sayıştay Dergisi**, s.21-45.
- Aguirre, A.; Calderon, C. (2005). "**Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance**", Central Bank of Chile, Economic Research Division.
- Alesina, A.; Barro, R.; Tenreyero, s. (2002). “**Optimal Currency Areas**”, NBER Working Paper, No.9072.
- Alparslan, Melike; Erdönmez, P. Atama: (2000). “**Enflasyon Hedeflemesi**”, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu.
- Alptekin, Volkan; Yılmaz, K. Çağrı; Taş, Taner: (2016). “ Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisi: Türkiye Örneği”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 35: s.1-9.
- Amato, J.D.; Gerlach, S. (2002). “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade”, **European Economic Review**, Cilt 46, Sayı 4-5.
- Apergis, Nicholas: (2004). “Inflation, Output Growth, Volatility and Causality: Evidence From Panel Date and The G7 Countries”, **Economics Letters**, Cilt 83, Sayı 2: s.185-191.
- Ardor, Hakan. Naim; Varlık, Serdar: (2008). “İlk Günah Hipotezi, Dolarlaşma ve Dalgalanma Korkusu: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Değerlendirme”, **Ekonomik Yaklaşım**, s.283-323.
- Arı, Ayşe: (2010). “Dalgalanma Korkusu ve Döviz Kuru Geçiş Etkisi”, **Journal of Yaşar University**, Cilt 17, Sayı 5: s.2832-2841.
- Aydın, Necati: (1996). “**Türkiye'nin Dış Borç Sorunu (1984-1994)**”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Baillie, R.T.; Chung, C.F. ; Tieslau, M.A. (1996). “**Analysing Inflation By The Fractionally**.”
- Bailliu, Jeannine; Bouakez, Hefedh: (2004). “Echange Rate Pass- Through in Industrialized Countries”, **Bank of Canada Review**, Sayı 4: s.19-28.
- Bal, Harun: (1999). “ **Uluslar arası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye**”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Ball, P. Christopher; Reyser, Javier: (2004). “**Inflation Targeting or Fear of Floating in Disguise? A Broader Perspective**”.

- Barro, Robert; Gordon, David: (1983). "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, Cilt 12, Sayı 1:s. 101-121.
- Başak, Zafer Z. (1977). " **Dış YARDIM ve Ekonomik Etkileri Türkiye 1960-1970**", Hacettepe Üniversitesi Yayını, Cilt 16, Ankara: Ayyıldız Matbaa.
- Berger, Helge; Henrik, Jensen; Guttorm, Schjelderup: (2001). " **To Peg Or Not To Peg? A Simple Model Of Exchange Rate Regime Choice in Small Economies**", CESifo Working Paper No. 468.
- Berger, H.; Sturm, J.; Haan, J. (2000). " **An Empirical Investigation into Exchange Rate Regime Choice and Exchange Rate Volatility**", CESifo Working Paper Series.
- Bernhard, W.; Leblang D. (1999). "Democratic Institutions and Exchange Rate Commitments", **International Organization**, Cilt 53, Sayı 1: s. 71-97.
- Berument, Hakan; Yalcin, Yeliz; Yildirim, Julide: (2011). "The Inflation and Inflation Uncertainty Relationship For Turkey: A Dynamic Framework", **Empirical Economic**, Cilt 41, Sayı 2: s.293-309.
- Berument, Hakan; Metin – Özcan, Kivilcim; Neyapti, Bilin: (2001). " **Modelling Inflation Uncertainty Using EGARCH: An Application to Turkey**", Bilkent Üniversitesi Tartışma Metni.
- Bordo, Michael: (2003). " **Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective**", NBER Working Papers, Working Paper No: 9654.
- Bordo, R.; Flandreau M. (2001). " **Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, And Globalization**", NBER Working Paper Series, Working Paper No:8584.
- Broda, Christian; Yeyati, L. Eduardo: (2003). " **Dollarization and Lender of Last Resort**".
- Broz, J. Lawrence: (2002). "Political System Transparency and Monetary Commitment Regimes", **International Organization**, Cilt 56, Sayı 04:s. 861-887.
- Calvo, G.A.; Izquierdo, A.; Mejía, L.F. (2004). " **On the Empirics of Sudden Stops: the Relevance of Balance Sheet Effects**", NBER Çalışma Tebliği No: 11492.
- Calvo, A. Guillermo; Reinhart, Carmen M. (2002). "Fear Of Floating", **The Quarterly Journal of Economics**, MIT Press, s.379-408.
- Calvo, A. Guillermo; Reinhart, Carmen M. (2000). " **Fear Of Floating**", NBER, Working Paper, No.7993.
- Cukierman, Alex; Meltzer, Allan: (1986). " A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation Under Discretion and Asymmetric Information", **Econometrica**, Cilt 54, Sayı 5: s.1099-1128.
- Çoban, Orhan; Doğanalp, Nihat; Uysal, Doğan: (2008). " **Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Makro Ekonomik Etkileri**".

- Damar, Onur: (2010). “**Türkiye’de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi**”, TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- De Grauwe, Paul: (1997).“**The Economics of Monetary Integration**”, London:Oxford University Press.
- Dilbaz, Nur: (2013). “Dalgalanma Korkusu ve Döviz Kurunun Yurtiçi Fiyatlar Üzerindeki Etkisi”, **Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1: s.233-243.
- Dornbusch, Rudigor; Fischer, Stanley: (1990). “**Macroeconomics**”, Mc Graw- Hill International Editions, Singapur.
- Dreyer, J.S. (1978). “Determinants of Exchange Rate Regimes for Currencies of Developing Countries: Some Preliminary Results”, **World Development**, Cilt 6: s.437-445.
- Edwards, Sebestian; Savastano, Miguel: (1999). “**Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?**”, NBER, Working Paper.
- Edwards, Sebastian: (1992). “Trade Orientation, Distortions, and Growth in Developing Countries”, **Journal of Development Economics**, Cilt 39, Sayı 1: s. 31–57.
- Eğilmez, Mahfi; Kumcu, Ercan: (2006). “**Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması**”, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eichengreen, Barry: (2003).“**The Great Depression As A Credit Boom Gone Wrong**”, BIS Working Papers; No 137; Monetary and Economic Department; ISSN 1682-7678 (online); Press & Communications; CH-4002 Basel, Switzerland.
- Eichengreen, Barry: (1994).“**International Monetary Arrangements for The 21st Century**”, Washington, D.C: The Brookings Institutions.
- Erçel, Gazi: (1981). “**Dış Yardım ve Krediler**”, 2. Türkiye İktisat Kongresi Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliğler, İzmir.
- Erdoğan, Syfettin; Bozkurt, Hilal: (2004). “Türkiye’de 1983-2003 Döneminde Enflasyon İle Enflasyon Belirsizliği İlişkisi”, **İktisat İşletme Finans Dergisi**, Cilt 19, Sayı 2019, s.62-71.
- Erkam, Serkan: (2008). “**Enflasyon ve Enflasyon Belirsizliği Türkiye Örneği**”, Sosyal Ekonomi, s.158-175.
- Evans, Martin: (1991). “Discovering The Link Between The Inflation Rate and Inflation Uncer Tainty”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Cilt 23, Sayı 2: s.169-184.
- Evgin, Tülay : (1996). “ Dış Borçlanma ve Dış Borçlarımızda Yapılan Düzenlemeler”, **Gazi Üniversitesi Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 7, Sayı 23: s.15-33.

- Ezeabasili, Vincent; Hamilton, O. Isu; Mojekvu, Joseph: (2011). "Nigeria's External Debt and Economic Growth: An Error Correction Approach", **International Journal of Business and Management**, Cilt 6, Sayı 5: s.156-170.
- Falay, Nihat: (1989). "**Maliye Tarihi**", İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Ferguson, J.M. (1964). "**Public Debt and Future Generations**", Chapel Hill: The University of North Press.
- Fischer, Stanley: (2001). "Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?", **Journal of Economic Perspectives**, Cilt 15, Sayı 2: s. 3-24.
- Fountas, S. ; Loannidi, A. ; Karanasos, A: (2004). " Inflation, Inflation – Uncertainty and A Common European Monetary Policy", **The Manchester School**, Cilt 72, Sayı 2: s. 221-242.
- Frankel J.A. (1999). "**No Single Currency Regime is Right for All Countries or at all Times**", NBER Working Papers.
- Frankel, Jeffrey; Rose, Andrew: (1998). "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", **Economic Journal**, Sayı 108: s.1010-1023.
- Frieden, Jeffry: (1991). "Invested Interests: The Politics Of National Economic Policies in a World Of Global Finance", **International Organization**, Cilt 45, Sayı 4: s.425-451.
- Friedman, Milton: (1977). " Nobel Lecture: Inflation and Unemployment", **Journal of Political Economy**, Cilt 85, Sayı 3: s.451-472.
- Froyen, Richard; Waud, Roger: (1987). "An Examination of Aggregate Price Uncertainty in Four Countries and Some Implications for Real Output", **International Economic Review**, Cilt 28: s.353-373.
- Genberg, H.; Swoboda, A.K. (2005). "**Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter?**", IMF Mensup Tebliği. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2005/03/pdf/genberg.pdf>
- Ghosh, R. Atish; Gulde, Anne-Marie; Wolf, Holger C. (2003). "**Exchange Rate Regimes, Choice and Consequences**", The MIT Press London.
- Goldfajn, I; Werlang, S. (2000). "**The Pass- Through From Depreciation to Inflation: A Panel Study**", Central Bank of Brazil Çalışma Tebliği No.05.
- Grier, Kevin; Perry, Mark: (1998). " On Inflation and Inflation Uncertainty in the G7 Countries", **Journal of International Money and Finance**, Cilt 17, Sayı 4: s.671-689.
- Hakura, S. Dalia: (2005). "**Are Emerging Market Countries Learning To Flpat?**", IMMF, Working Paper.
- Heller, H.R. (1978). "Determinants of Exchange Rate Practices", **Journal of Money, Credit and Banking**, Cilt 10: s.308-321.

- Holland, A. Steven: (1995). "Inflation and Uncertainty: Tests for Temporal Ordering", **Journal of Money, Credit and Banking**, Cilt 27, Sayı 3: s.827-837.
- Holden, M.; Holden, P.; Suss, E. (1979). "The Determinants of Exchange Rate Flexibility: An Empirical Investigation", **The Review of Economics and Statistic**, Cilt 61, s.327-333.
- Horvath, Julius: (2003). "**Optimum Currency Area Theory: A Selective Review**", Bank of Finland Institute for Economies in Transition, BOFIT Discussion Papers,15.
- IMF: (2016). Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restriction, Washington.
- İnce, Macit: (2001). "**Devlet Borçları ve Türkiye**" Ankara : Başak Ofset.
- İnce, Macit: (1996). "**Devlet Borçlanması (Kamu Kredisi)**", Ankara: Seçkin Yayınları.
- Jaffee, Dwight; Kleiman, Ephraim: (1977). "The **Welfare Implications of Uneven Inflation, Inflation Theory and Anti- Inflation Policy**", edited by E. Lundberg, Boulder, Colo: West-View Press.
- Kansu, Aydan: (2006). "**Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Kriterleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**", İstanbul: Güncel Yayıncılık.
- Karahan, Özcan: (2012). "The Relationship Between Inflation and Inflation Uncertainty: Evidence From The Turkish Economy", **Procedia Economics and Finance**, Sayı 1: s.219-228.
- Karanasos, Menelaos; Karanassou, Marika; Fountas, Stilianos: (2002). " Analyzing US Inflation By A GARCH Modal With Simultaneous Feedbac", **WSEAS Transactions On Information Science and Applications**, Cilt 1, Sayı 2: s.767-772.
- Karluk, Rıdvan: (2002). "**Türkiye Ekonomisi**", İstanbul: Beta Yayınları.
- Karluk, Rıdvan: (1997). "**Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim**", İstanbul: Beta Basın Yayın Dağıtım A.Ş.
- Kenen, Peter: (1969). "**The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View in Mundell and Swoboda Leds, Monetary Problems in the International Economy**", University of Chicago Press, Chicago.
- Keşkek, Sami; Orhan, Mehmet: (2010). "Inflation and Inflation Uncertainty in Turkey", **Applied Economics**, Cilt 42, Sayı 10: s.1281-1291.
- Kılavuz, Emine; Topcu, Betül, A.; ve Tülüce, Nadide S. : (2011). "Yükselen Ekonomilerde Döviz Kuru Rejimi Seçimi: Ampirik Bir Analiz". **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 1, Sayı 30: s. 83-109.
- Kiptui, Moses, Daniel Ndolo ve Sheila Kaminchia; (2005), "**Exchange Rate Pass Through: To What Extend Do Exchange Rate Fluctuations Affect Import**

Prices and Inflation in Kenya?”, Central Bank of Kenya, Working Paper, Sayı:1: s.4

Kocaoğlu, Feyza: (2005). “ 1990 Sonrası Türkiye’de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Eskişehir.

Korkmaz, Suna; Bayır, Musa: (2015). “Döviz Kuru Dalgalanmalarının Yurtiçi Fiyatlara Etkisi”, **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 8, Sayı 4: s.69-85.

Kozalı, Jale: (2007). “Dış Borç Sorunu ve Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Levy-Yeyati, E; Sturzenegger, F. (2007). “**Fear of Floating in Reverse:Exchange Rate Policy in the 2000s**”.

Levy-Yeyayti, Eduardo; Sturzenegger, Federico; Reggio, F. (2006). “**On The Endogeneity of Exchange Rate Regimes**”, KSG Working Paper No.RWPO6-047, Universidad Torcuato Di Tella, CIF Working Paper.

Levy-Yeyayti, Eduardo; Sturzenegger, Federico: (2005). “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words”, **European Economic Review**, Cilt 49, Sayı,6: s.1603-1635.

Levy-Yeyati, E.; Sturzenegger, F. (2002). “**Classifying exchange rate regimes: Deesvs. Words**”; UTDT.

Lizondo, J. S. (1989). “**Overvalued and Undervalued Exchange Rates in An Equilibrium Optimizing Model**”,Country Economics Dept., World Bank.

Logue, Dennis; Willett, Thomas: (1976). “A Note on the Relation Between The Rate and Variability of Inflation”, **Econometrica**, Cilt 43: s. 151-158.

McKinnon, Ronald: (1963). “Optimum Curreney Area”, **American Economic Review**, Cilt 53, Sayı 4: s. 717-725.

Melvin, Michael: (1985). “The Choice of an Exchange Rate System and Macroeconomic Stability”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Cilt 17, Sayı 4: s.467-478.

Mishkin, Fredenic; Schmidt-Hebbel, Klaus: (2007). “**Does Inflation Targeting Make A Difference?**”, NBER Çalışma Tebliği No.12876.

Mishkin, Frederic: (2004). “**The Economics of Money**”, Banking and Financial Markets.

Mishkin, Fredenic S.; Savastano , Miguel A. (2001). “Monetary Policy Strategies For Latin America”, **Journal of Development Economics**, Cilt 66: s.415-444.

Mishkin, F.S. (2000). “**Inflation Targeting in Emergign- Market Countries**”, American Economic Review, 90.

- Mishkin, F.S.; Savastano, M : (2000). “**Monetary Policy Strategies for Latin America**”, NBER Working Paper 7617.
- Mongelli, Francesco: (2002). “**New Views On The Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling US**”, European Central Bank, Working Paper No. 138.
- Mundell, Robert: (1961). “A Theory of Optimum Currency Areas”, **American Economic Review**, Cilt 51, Sayı 4: s.657-665.
- Mussa, Michael; Paul Masson; Alexander, Swoboda; Esteban, Jadresic; Paolo, Mauro; Andy, Berg: (2000). “**Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy**”, IMF Occasional Paper, No: 193.
- Nas, Tevfik; Perry, Mark: (2000). “Inflation Uncertainty and Monetary Policy in Turkey:1960-1998”, **Contemporary Economic Policy**, Cilt 18, Sayı 2: s.170-180.
- Neyaptı, Bilin: (2000). “**Inflation and Inflation Uncertainty in Turkey: Evidence From The Past Two Decades**”, Bilkent Üniversitesi Tartışma Metni.
- Obstfeld, Maurice; Rogoff, Kenneth: (1995). “**The Mirage of Fixed Exchange Rate**”, NBER Working Paper 5191. <http://www.nber.org/papers/w5191.pdf>
- Okun, Arthur: (1971). “The Mirage of Steady State Inflation”, **Brookings Papers on Economic Activity**, Cilt 2: s.485-498.
- Okur, Ahmet: (2002). “Türkiye’de İzlenen Esnek Kur Politikasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F.**, Cilt 9, Sayı 1.
- Oktar, Suat: (1998). “**Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**”, Ankara: Bilim Teknik Yayınları.
- Oltulular, Sabiha; Terzi, Harun: (2006). “Yüksek Enflasyon Enflasyon Belirsizliğini Arttırıyor mu?”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Cilt 3: s.1-22.
- Özbek, Dilek: (1998). “Döviz Kuru Sisteminde Seçenekler”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt9, Sayı 29: s.17-36.
- Özdemir, K. Azim; Şahinbetoğlu, Gülbin: (2000). “**Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**”, TCMB’sı Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara. <https://core.ac.uk/download/pdf/7061456.pdf>
- Özer, M.; Turkyılmaz, S.A. (2005). “Time Series Analysis of Inflation and Inflation Variability in Turkey”, **Journal of Economics, Management and Finance**, 20:229.
- Özmen, Erdal; Yalçın, Cihan: (2007). “Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektörün Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 22, Sayı 258: s.5-39.
- Özol, Ertuğrul İ. (1981). “**Dış Yardımlar**”, 2. Türkiye İktisat Kongresi Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliği, İzmir.

- Özsoylu, A. Fazıl: (1992). “**Türkiye’de İç Borçlar 1980-1990**”, Maliye Yazıları.
- Parasız, İ. (2006). “**Hanehalkının Tercihleri Üzerine Gary Becker İle Söyleşi, İktisada Giriş Prensipler ve Politika İçinde**”, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Pehlivan, Osman: (2004). “**Kamu Maliyesi**”, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Poirson, Helene: (2001). “**How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?**”, IMF Working Paper No: 01146
- Pourgerami, Abbas; Maskus, Keith E. (1987). “The Effects of Inflation on The Predictability of Price Changes in Latin America: Some Estimates and Policy Implications”, **World Development**, Cilt 15, Sayı 2: s.287-290.
- Razin, O.; Collins, S. M. (1997). “**Real Exchange Rate Misalignments and Growth**”, Georgetown University and The Brookings Institution, Junho.
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2003). “**The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation**”, NBER Working Paper No. W8963.
- Rodrik, Dani; Arvind, Subramania: (2008). “**Why Did Financial Globalization Disappoint?**”, Peterson Enstitüsü.
- Rose, Andrew: (2000). “One Money, One Market? The Effect of Common Currencies on International Trade”, **Economic Policy**, Cilt 15, Sayı 30, s. 7–46
- Samuelson, Paul (Çeviren, Demir Demirgil): (1990). “**İktisat**”, İstanbul: Mentesh Kitabevi.
- Seyidoğlu, Halil: (1982). “**Uluslar arası İktisat**”, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Simmons, Beth: (1994). “**Who Adjusts? Domestic Sources of Foreign Economic Policy During the Interwar Years**”, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Svensson, L.E.O. (1999). “Inflation Targeting As A Monetary Policy Rule”, **Journal of Monetary Economics**, 43.
- Tavlas, George S. (1993). “The New Theory of Optimum Currency Areas”, **The World Economy**, Cilt 16: s.663-685.
- Taylor, John B. (1981). “**On The Relation Between The Variability of Inflation and Average Inflation Rates**”, Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy, 57-85.
- TCMB Yayını, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, 2006.
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html>.

- Telatar, Funda: (2003). “Türkiye’de Enflasyon, Enflasyon Belirsizliği ve Siyasi Belirsizlik Arasındaki Nedensellik İlişkileri”, **İktisat İşletme ve Finans**. s.42-51.
- Thornton, John: (2008). “Inflation and Inflation Uncertainty in Argentina, 1810-2005”, **Economics Letters**, Cilt 99, Sayı 3: s.247-252.
- Thornton, John: (2007). “The Relation Ship Between Inflation and Inflation Uncertainty in Emerging Market”, **Southern Economic Journal**, Cilt 73, Sayı 4: s.858-870.
- Töre, Nahit: (1981). “1971 Sonrasında Türkiye’de İzlenen Döviz Kuru Politikası”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 2, Sayı 4: s.1-25.
- Tuncay, Özhan: (2010). “ Döviz Kuru Politikalarının Ekonomik Analizi (Türkiye Örneği)”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İzmir.
- Türk, İ. (1992). “**Kamu Maliyesi**”, Ankara: Turan Kitabevi.
- Uluatam, Özhan: (1991). “**Kamu Maliyesi**”, Ankara: Savaş Kitabevi.
- Ulusoy, Ahmet; Erdem, H. Feyza: (2014). “İç Borçlanma ve Enflasyon Etkileşimi: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt 22: s.122-135.
- Ulusoy, Ahmet: (2006). “**Maliye Politikası**”, Trabzon: Üçyol Kitabevi.
- Varlık, Serdar: (2014). “ TCMB’nin Dalgalanma Korkusu Davranışları: Açık ve Esnek Enflasyon Hedeflemesi Dönemleri İçin Karşılaştırma”, Cilt 51, Sayı 597: s.11-30.
- Willet, D. Thomas: (2002). “Fear of Floating Needn’t Imply Fixed Rates”, **Open Economies Review**, Cilt 14, Sayı 1: s.17-91.
- Williamson, J. (2000). “**Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option**”, Institute for International Economics, Washington.
- Yalçiner, K. (2008). “**Uluslar arası Finansman**”, Ankara: Gazi Kitapevi.
- Yaşa, Memduh: (1971). “**Devlet Borçları**”, İstanbul.
- Yılmaz, D. (2016). “**Dollarization Consequences and Policy Options**”, TCMB Tarafından Düzenlenen, Konferansı Açılış Konuşması. <http://www3.tcmb.gov.tr/dollarization/sunumlar/yilmaz.pdf>
- Zengin, Ahmet: (2000). “ Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 2, Sayı,2: s.27-41.