



**T.C.
GİRESUN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KUR SAVAŞLARI VE EKONOMİYE ETKİLERİ: SEÇİLİ ÜLKELER
BAZINDA EKONOMETRİK BİR ANALİZ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TEZ DANIŞMANI
Dr. Öğr. Üyesi İpek CEBECİ**

HAZIRLAYAN

Emre Yaman

172001009

GİRESUN-2019

JÜRİ ÜYELERİ ONAY SAYFASI

Giresun Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 18/06/2019 tarihli toplantısında oluşturulan jüri, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi Emre Yaman'ın Kur Savaşları ve Ekonomiye Etkileri: Seçili Ülkeler Bazında Ekonometrik Bir Analiz başlıklı tezini incelemiş olup aday 08/07/2019 tarihinde, saat 14.00 da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Aday çalışma, sınav sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Yeterlik tezi olarak kabul edilmiştir.

Sınav Jürisi	Unvanı, Adı Soyadı	İmzası
Üye (Başkan)	Dr. Öğr. Üyesi İpek CEBECİ	
Üye	Dr. Öğr. Üyesi Nedim DİKMEN	
Üye	Prof. Dr. Servet CEYLAN	

ONAY

...../...../2019

Prof. Dr. Güven Özdem
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Kur Savaşları ve Ekonomiye Etkileri: Seçili Ülkeler Bazında Ekonometrik Bir Analiz” adlı çalışmamın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım kaynakların kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../...

Emre Yaman

ÖNSÖZ

Modern ve küresel dünyada ülkeler ekonomik, siyasal ve kültürel yönden birbirine bağımlı hale gelmiş ve küresel rekabet ortamında ekonomilerini güçlendirmeye çalışmak amacıyla kendi finans sistemine uygun kur politikaları benimsemişlerdir. Ekonomik açıdan güçlü konumda bulunan gelişmiş ülkelerin devalüasyon politikaları uygulayarak, diğer ülkelere karşı dış ticarete üstünlük kurmaya çalışmaları kur savaşları olgusunun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kur savaşları olgusunun uluslararası ticaret üzerindeki etkileri küresel ekonomide çok tartışılan bir konu haline geldiği görülmektedir. Bu amaçla çalışmada kur savaşlarının uluslararası ticaret üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri araştırılmıştır.

Tez çalışmam süresince, bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan, konu seçiminde yönlendiren değerli hocam Prof. Dr. Servet CEYLAN' a, çalışma boyunca fikirlerini ve düşüncelerini benimle paylaşan, yardımını hiçbir zaman benden esirgemeyen çok değerli danışmanım Dr. Öğr. Üyesi İpek CEBECİ'ye teşekkür etmeyi borç bilirim. Hayatımın her evresinde yanımda olan babam Ekrem YAMAN' a ve ablam İrem Yaman RUHİ' ye maddi ve manevi desteklerini koşulsuz şartsız bana sunduklarından dolayı sonsuz teşekkür ederim.

Emre Yaman

ÖZET

Kur savaşları olgusu, dünya ekonomisi ve uluslararası ticaret açısından önemli bir yere sahiptir. Kur savaşlarının temel amacı, bir ülkenin ya da ülkelerin döviz kurunu bir araç olarak kullanarak kendi ekonomisi için avantaj sağlamaya çalışmasıdır. Özellikle savaş ve kriz gibi ekonomik istikrarsızlığın yaşandığı dönemlerde ülkeler, dış ticaretten fayda sağlamak amacıyla kurlara müdahale etmiş ve devalüasyon uygulamasına yönelmişlerdir. Pek çok ülke ulusal paralarının değerini düşürerek ihracat miktarını artırıp, ithalat miktarını azaltmak suretiyle birbirine karşı dış ticarete üstünlük kurmaya çalışmaktadır.

Bu çalışmada 1930'lu yıllardan itibaren günümüze kadar ki süreçte döviz kuru, döviz kurunun ülke ekonomisi için önemi ve kur savaşları konusu üzerine odaklanmıştır. Çalışmanın ilk iki bölümünde döviz kuru sistemleri ve tarihte yapılan kur savaşları üzerinde durulmuş; ampirik uygulama bölümü olan son kısımda ise seçilen ülkelerin (ABD ve Çin), 1985-2018 dönemine ait yıllık döviz kuru, ihracat ve GSYİH verilerinden oluşan seriler kullanılmıştır. Serilerin durağanlığı ADF ve DF-GLS(ERS) birim kök testleriyle analiz edilmiş ve serilerin farkları alındığında durağan olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle çalışmaya konu olan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin araştırılması için ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır.

Test sonuçlarına göre değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Çin ile ABD arasındaki karşılıklı ticaretin incelendiği ilk modelde döviz kurunda yaşanan artış, Çin açısından olumlu, ABD açısından ise olumsuz etkileri sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. ABD ile Çin arasındaki karşılıklı ticaretin incelendiği ikinci modelde ise Çin'in ulusal parasının değerini düşürmesi dış ticareti etkilemesine rağmen, ihracat ve ithalat arz ve talep esnekliklerinin düşük olması değişkenler arasındaki ilişkinin anlamsız çıkmasına neden olmuştur.

Anahtar Sözcükler: Döviz Kuru, İhracat, İthalat, Kur Savaşı, Küreselleşme

ABSTRACT

The fact of currency wars, is very important in terms of the world economy and international trade. The main aim of currency wars, is trying to gain advantage by using exchange rate of the one country or countries as a vehicle. Especially when there is economic instability like war and crisis, countries have in interfered in currencies and have run to devaluation to make profit from foreign trade. Lots of countries are trying to set superiority an each other at foreing trade by thinking their international money value, they increase export quantity and decreased import quantity

This study has focused on exchange rate, importance of exchange rate for country economy and matter of currency wars in the process from 1930s to nowadays. In the first two parts of the study, it is dwelled an exchange rate systems and currency wars; in last part (empirical practice), series comprising of annual exchange rate in 1985-2018 period, export and GDP datas of selected countries (USA and China) are used. Stability of series is analysed by ADF and DF-GL (ERS) unit root tests and when it is looked at difference of series, it is determined that they are stable. Therefore, ARDL bound testing approach has been used to search for long-term relationship between variables subjected of this study.

According to the results of the test, it is determined that there is a long-term relationship between variables. In the first model which reciprocal trade between USA and China has been analyzed, it is concluded that the increase in exchange rate causes positive effects for China and negative effecets for USA. In the second model, which reciprocal trade between USA and China has been analyzed, although the decrease in China's national money value affets foreign trade, the increase in importation and exportation supply and demand flexibility causes meaningless results in relationship between variables.

Keywords: Export, Import, Exchange Rate, Currency Wars, Globalisation

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	I
ÖZET.....	II
ABSTRACT.....	III
İÇİNDEKİLER	IV
KISALTMALAR DIZINI	IVII
TABLolar DIZINI	IVIII
ŞEKİLLER DIZINI	IX
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE DÖVİZ KURUNUN DIŞ TİCARETE OLAN ETKİSİ	3
1.1. Döviz ve Döviz Piyasası Kavramı	3
1.2. Döviz Piyasasının Görevleri	3
1.3. Döviz Piyasasında Faaliyet Gösteren İşlemciler.....	4
1.3.1. Ticari Bankalar ve Banka Dışı Mali Kurumlar	4
1.3.2. Dış Ticaretle Uğraşan Firmalar	5
1.3.3. Spekülatörler ve Arbitrajcılar	5
1.3.4. Merkez Bankaları (MB)	5
1.3.5. Döviz Brokerler	6
1.4. Döviz Piyasasında Yapılan İşlemler	7
1.4.1. Anında İşlemler	7
1.4.2. Vadeli İşlemler.....	7
1.4.3. Swap İşlemleri	7
1.5. Döviz Piyasalarını Diğer Piyasalardan Ayıran Farklar	8
1.6. Döviz Kuru Kavramı ve Oluşumu.....	9
1.7. Döviz Talebini ve Arzını Etkileyen Faktörler.	10
1.8. Döviz Kuru Türleri	12
1.8.1. Nominal Döviz Kuru.....	12

1.8.2. Reel Döviz Kuru.....	12
1.8.3. Efektif Kur.....	13
1.8.4. Düz Kur ve Çapraz Kur.....	14
1.9. Döviz Kuru Sistemleri.....	14
1.9.1. Sabit Kur Sistemi.....	15
1.9.1.1. Sabit Kur Sisteminin Avantajları.....	17
1.9.1.2. Sabit Kur Sisteminin Dezavantajları.....	17
1.9.2. Esnek Kur Sistemi.....	18
1.9.2.1. Esnek Kur Sisteminin Avantajları.....	19
1.9.2.2. Esnek Kur Sisteminin Dezavantajları.....	20
1.10. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri.....	22
1.10.1. Gözetimli Dalgalanma.....	22
1.10.2. Aralık İçinde Dalgalanma.....	23
1.10.3. Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi.....	23
1.10.4. Kaygan Pariteler.....	25
1.10.5. Sürünen Pariteler.....	25
1.10.6. Yönlendirilmiş Sabit Aralık.....	26
1.10.7. Para Kurulu.....	26
1.10.8. Dolarizasyon.....	28
1.11. Döviz Kurlarında Yaşanan Değişiklikleri Açıklamaya Yönelik Teoriler.....	29
1.11.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı.....	30
1.11.2. Satın Alma Gücü Paritesi (SGP) Yaklaşımı.....	31
1.11.3. Parasalcı Yaklaşım.....	34
1.11.4. Portfolyo Dengesi Yaklaşımı.....	36
1.11.5. Mundell –Fleming Modeli Yaklaşımı.....	39
1.11.6. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı.....	41
1.11.7. Para İkamesi Yaklaşımı.....	44
1.11.8. Döviz Kurlarında Hedefi Aşma Yaklaşımı.....	46
1.11.9. Etkin Piyasalar Kuramı Yaklaşımı.....	48
1.11.10. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı.....	50
1.11.11. Yeni Bilgi Yaklaşımı.....	51
1.11.12. Spekülatif Kabarcıklar Yaklaşımı.....	52

İKİNCİ BÖLÜM

2. KUR SAVAŞI OLGUSU	55
2.1. Kur Savaşlarının Öncüleri	57
2.1.1. Klasik Altın Standardı (1870 ile 1914).....	57
2.1.2. Federal Reserve'in Kuruluşu (1907-1913).....	58
2.1.3. I.Dünya Savaşı ve Paris Barış Konferansı (1914-1919).....	59
2.2. I. Kur Savaşı	60
2.3. II. Kur Savaşı.....	66
2.4. III. Kur Savaşı	74
2.4.1. Dolar-Yuan İlişkisi.....	74
2.4.2. Euro-Dolar İlişkisi	78
2.4.3. Euro-Yuan İlişkisi.....	81
2.4.4. Dolar-Yen İlişkisi	83
2.4.5. Kur Savaşındaki Küresel Çatışmalar	87
2.5. Çin'in Döviz Kuru Rejimleri.....	89
2. 6. ABD'nin Döviz Kuru Rejimleri	93
2.7. Literatür Taraması	97

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BÖLÜM 3: ÇİN VE ABD ARASINDAKİ DIŞ TİCARETİN İHRACATA OLAN ETKİSİ ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ	106
3.1. Araştırma modeli	106
3.2. Durağanlık ve Birim Kök Testi.....	107
3.2.1. ADF Birim Kök Testi.....	107
3.2.2. DF-GLS (ERS) Birim Kök Testi.....	108
3.3. Ekonometrik Analiz Sonuçları ve Değerlendirme	109
3.4. Birim Kök Testi Sonuçları	110
3.5. ARDL Sınır Testi Sonuçları	111
SONUÇ.....	119
KAYNAKÇA... ..	121
ÖZGEÇMİŞ.....	129

KISALTMALAR DİZİNİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ADF: Genişletilmiş Dickey Fuller (Birim Kök Testi)

AET: Avrupa Ekonomik topluluğu

ARDL: Autoregressive Distributed Lag

BOE: İngiltere Merkez Bankası

BOJ: Japonya Merkez Bankası

CHIPS: Clearing House Interbank Payment System

ÇHB: Çin Halk Bankası

ECB: Avrupa Merkez Bankası

ECU: Avrupa Para Birimi

EKK: En Küçük Kareler

EYO: En Yüksek Olabilirlik

FED: Amerika Merkez Bankası

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IBRD: International Bank For Reconstruction And Development

IMF: Uluslararası Para Fonu

MB: Merkez Bankası

OECD: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

QE: Quantitative Easing

S&ED: Strategic Economic Dialogue

SDR: Special Drawing Right

SGP: Satın Alma Gücü Paritesi

VAR: Vektör Otoregresyon Model

2SLS: İki Aşamalı En Küçük Kareler

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1: ABD-AB'nin Mal Ticareti 2008	80
Tablo 2: Asya Ülkelerinin GSYİH Değişimi 2008-2012.....	86
Tablo 3: ABD-Brezilya Mal Ticareti 2009-2010.....	88
Tablo 4: Çin Döviz Kurunun Tarihi Süreci.....	92
Tablo 5: Literatür Özeti.....	102
Tablo 6: Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları.....	106
Tablo 7: ADF Birim Kök Test Sonuçları	110
Tablo 8: DF-GLS (ERS) Birim Kök Test Sonuçları	111
Tablo 9: ARDL Sınır Testi Sonuçları (1).....	113
Tablo 10: ARDL Sınır Testi Sonuçları (2).....	114
Tablo 11: Uzun Dönem Tahmin Sonuçları(1).....	114
Tablo 12: Uzun Dönem Tahmin Sonuçları(2).....	115

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Döviz Kurunun Oluşumu	9
Şekil 2: J-Eğrisi Etkisi	16
Şekil 3: Esnek Kur Sistemi	19
Şekil 4: Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi	24
Şekil 5: Döviz Kurlarında Hedefi Aşma.....	47
Şekil 6: Yuan-ABD Doları Döviz Kuru	75
Şekil 7: Merkez Bankaları Bilançolarının Büyüklüğü (GSYİH'nın% 'si).....	84
Şekil 8: Serilerin Zaman İçindeki Genel Eğilimi.....	109
Şekil 9: ARDL(4,4,3) CUSUM ve $CUSUM^2$ Grafikleri.....	116
Şekil 10: ARDL(4,3,2) CUSUM ve $CUSUM^2$ Grafikleri.....	117

GİRİŞ

Modern ve küresel dünyada ülkeler ekonomik, siyasal ve kültürel yönden birbirine bağımlı hale gelmiş ve küresel rekabet ortamında ekonomilerini güçlendirmeye çalışmak amacıyla kendi finans sistemine uygun kur politikaları benimsemişlerdir. Ekonomik açıdan güçlü konumda bulunan gelişmiş ülkelerin devalüasyon politikaları uygulayarak, diğer ülkelere karşı dış ticarete üstünlük kurmaya çalışmaları kur savaşları olgusunun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bir ülkenin ulusal parasının değerini düşürmek kaydıyla ekonomisini ihracata dayalı büyütme anlayışı, detaylı bir kur savaşına ve ekonomisinde enflasyon problemiyle boğuşmasına neden olacaktır.

Ancak ülkelerin uyguladıkları bu politikaların karşılıksız kalması içinde buldukları ekonomik koşullar altında imkânsızdır. Diğer ülkeler genellikle misilleme yapmak için kendi parasının değerini düşürmeyi veya tarifeler gibi korumacı politikalar uygulamayı tercih etmektedir. Devalüasyon yöntemine başvuran bir ülke, diğer ülkeler karşılık verene kadar geçici bir avantaj sağlasa da, devalüasyondan kaynaklanan; enflasyon, korumacılık, serbest ticaretin duraklaması, dolayısıyla refah ve istihdam düzeyinin gerilemesine, yani ülkelerin ekonomik bir kriz içine sürüklenmesi durumu ile karşı karşıya kalmaktadır. Ayrıca enflasyon tüketici fiyatlarını etkilemese bile, varlık fiyatlarında kendisini gösterip; hisse senedi, emtia, arsa ve diğer maddi varlıklarda balonlara yol açabilmektedir. Kur savaşlarından çıkabilecek en kötü senaryo ise askeri uzlaşmazlık yani gerçek bir askeri savaş riskinin var oluşudur.

Kur savaşları olgusunun uluslararası ticaret üzerinde etkilerinin net bir şekilde açıklanması amacıyla çalışmanın birinci bölümünde döviz kuru kavramı, döviz kuru sistemleri ve döviz kurlarının da yaşanan değişikliği açıklamaya yönelik teoriler detaylı bir şekilde incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise kur savaşlarının öncü göstergelerine değinilmiş ve tarihte yapılan kur savaşlarının nedenleri ve sonuçları ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Ayrıca dünyanın en büyük ekonomisi konumunda olan ABD, AB, Çin ve Japonya tarafından ihraç edilen dolar, euro, yuan ve yeni'nin III. Kur Savaşı'nın üstlendikleri roller detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

Son bölümde ise III. Kur Savaşı'nın ana cephesine oluşturan ABD ve Çin'e ait döviz kuru, ihracat ve GSYİH verilerinden oluşan seriler ekonometrik bir analize tabi tutulmuştur. Ekonometrik analiz kapsamında; serilerin durağanlığı ADF ve DF-GLS (ERS) birim kök testleriyle analiz edilmiş ve çalışmaya konu olan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin araştırılması için ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Sonuç kısmında ise çalışmanın genel bir değerlendirmesi yapılarak ekonometrik analiz sonucunda elde edilen bulgular yorumlanmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

1.DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE DÖVİZ KURUNUN DIŞ TİCARETE OLAN ETKİSİ

1.1.Döviz ve Döviz Piyasası Kavramı

Ülkeler siyasi egemenliğin kazanılmasında önemli rol oynayan başbakanlarına, bakanlarına, başkomutanlarına, bilim adamlarına, politikacılarına, yazarlarına, siyasi ve ruhani liderlerine kendi ülke paralarında onlara ait resmine yer vererek tarih de buldukları konumun önemine vurgu yapmış ve ülkelerine ait ulusal bir paraya sahip olduklarını göstermişlerdir. Ülkelerin birbirleriyle mal ve hizmet ticaretinde bulunmaları, ulusal paraların diğer para birimlerine dönüştürülmesi ihtiyacını doğurmuştur.

Genel anlamada döviz, yabancı ülke paralarına veya para yerine geçebilecek her türlü ödeme araçları çek, poliçe, emre yazılı senet, hazine bonoları, hisse senedi ve tahvil gibi değer ifade edebilecek belge olarak nitelendirilebilir. Resmi Gazetede 7.7.1981 tarihinde yayınlanmış, 81/8224 sayılı, Türk Parasını Koruma Kanunu'na göre, "döviz yabancı parayla ödemeyi sağlayan her türlü hesap, belge ve araç" olarak ifade edilmektedir (Oksay, 2001: 3).

Yabancı paraların alınıp satılabildiği ve bir ülke parasının başka bir ülke parasına dönüştürülmesine sağlayan piyasaya döviz piyasası adı verilmektedir. Başka bir ifadeyle uluslararası döviz işlemlerinin gerçekleştiği piyasaya döviz piyasası denir. Her ülkenin kendi para birimine sahip olması döviz piyasalarına olan ihtiyacı ortaya çıkarmıştır. Döviz piyasaları aracılığıyla yabancı paralar genellikle ülkenin kendi ulusal parası karşılığındaki değeriyle değiştirilebilir. Ülkeler tek bir para birimi kullansaydı, döviz piyasası gibi bir mekanizmanın varlığına ihtiyaç duyulmayacaktı (Seyidoğlu, 2003: 291-292).

1.2. Döviz Piyasasının Görevleri

Döviz alımı ve satımını gerçekleştiren kişi ve kurumların birbirleri ile ilişki kurabilmelerini sağlayan organizasyona döviz piyasası denilmektedir. Döviz piyasasının başlıca dört görevi vardır. Bu görevleri aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür (Seyidoğlu, 2003: 321-322).

- Satın alma gücünün transferi: Döviz piyasalarının temel fonksiyonlarından biri ulusal paraların birbirine dönüştürme işlemini gerçekleştirmesidir. Bu sayede uluslararası ticaret, yatırım, fon transferlerinin yapılmasına imkân sağlamaktadır.

- Kredi Sağlama Hizmeti: Dış ticarete malların sevk işlemleri için belirli bir finansman gereklidir. Dış ticarete akrededif gibi uygulamalar sayesinde ihracatçı firma malını gönderdiği ve sevk evrakını ithalatçı bankanın kendi muhabinine gönderdiği zaman ödemesi gerçekleşir. İthalatçı firmada malını teslim almak üzere bankasına ödemedede bulunur. Böylece sevk sırasında ortaya çıkan finansman bankalar aracılığıyla sağlanır. Ayrıca ihracatçı firmalara malın üretilmesi, stoklanması ve satılması için gerekli olan finans kaynağı bankalar tarafından verilen kredilerle sağlanabilir.

- Kur Risklerini Önleme: Mal ve hizmet ticaretiyle uğraşan ithalatçı ve ihracatçı firmalar döviz kurlarında ortaya çıkabilecek değişikliklerden doğan riskleri, döviz piyasasında giderilebilir. Kur risklerinden doğabilecek zararları en aza indirmesi için gerekli işlemleri döviz piyasası aracılığıyla gerçekleştirebilirler. Döviz piyasasının en önemli fonksiyonlarından biri kur riskinden korunma imkânı sağlamasıdır.

- Dış Ticaret Dengesinin Kurulması: Döviz piyasası ile tam rekabet piyasası taşıdığı özellikler bakımından birbirine benzer iki piyasadır. Döviz piyasasına herhangi bir müdahalenin yapılmadığı durumlarda piyasada atomisite koşulu sağlanmaktadır. Döviz piyasalarında birbirlerine üstünlük sağlamayacak sayıda döviz arz ve talebi söz konusudur. Ayrıca, döviz piyasasında mobilite koşulu geçerlidir (Karluk, 1991: 342).

1.3.Döviz Piyasasında Faaliyet Gösteren İşlemciler

Döviz piyasasında da faaliyet gösteren işlemcileri ikiye ayırmak gerekirse bunlardan ilki; İnterbank piyasası diğeri ise perakende piyasası olarak nitelendirilebilir. Döviz piyasasında faaliyet gösteren grupları, ticari bankalar ve banka dışı mali kurumlar, dış ticaretle uğraşan firmalar, spekülâtörler ve arbitrajcılar, merkez bankaları ve döviz brokerleri olarak sınıflandırmamız mümkündür.

1.3.1.Ticari Bankalar ve Banka Dışı Mali Kurumlar

Döviz piyasasının temel aracı kurumu ticari bankalardır. Çünkü hemen hemen her uluslararası işlem, ticari bankalardaki hesapların borçlandırılmasını ve

kredilendirilmesini içermektedir. Ticari bankaların en önemli görevi; döviz alımı, satımı, transferi ve akreditif açmak gibi işlemler ile dış ticaretin aksamadan devam etmesini sağlamaktır. Dünyada döviz ticareti yapan kuruluş sayısı arttıkça güçlü bir rekabet ortamı oluşmuş ve bu durum alış ve satış kur marjlarının daralmasına neden olmuştur. Döviz piyasasında etkinliğin artması sağlanmış, küçük ölçekli bankalar interbank piyasalarına katılarak üstlendikleri sorumluluklar azalmıştır. Yani küçük bankalar stok pozisyonu tutmak yerine, müşterileriyle yapmış oldukları ticareti dengelemek için, büyük banklardan döviz alımı ve satımını gerçekleştirebilmektedirler.

Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Japonya ve diğer ülkelerdeki finansal piyasalarda ilgili düzenlemelerin yapılması ile birlikte banka dışı mali kurumların varlığını ön plana çıkarılmıştır. Bu kurumlar alış fiyatından almış olduğu döviz daha yüksek bir satış fiyatından satarak kâr elde etmeyi amaçlamaktadırlar.

1.3.2. Dış Ticaretle Uğraşan Firmalar

Yurt dışına mal ve hizmet ticareti yapan firmalar, yapmış oldukları ihracat ve ithalat sayesinde, döviz piyasasının temel işlemcileri arasında yer almıştır. Dolaysız sermaye yatırımcıları, çok uluslu şirketler ve ticari yatırımcılar döviz piyasalarının aktif kullanıcıları konumundadır (Seyidoğlu, 2003: 292).

1.3.3. Spekülatörler ve Arbitrajcılar

Spekülatörler ve arbitrajcılar döviz piyasasında alım satım işlemleri yaparak kazanç elde etmeye çalışırlar. Spekülatörler daha çok döviz kurlarındaki beklenmedik değişimlerden, arbitrajcılar ise farklı piyasalarda kur farkından yararlanarak kazanç elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Spekülatörler ve arbitrajcılar faaliyetlerini bankalar aracılığıyla gerçekleştirirler. Bu sayede bankalar hem döviz işlemcisi görevini hem de spekülatör ve arbitrajcı görevini üstlenmektedir.

1.3.4. Merkez Bankaları (MB)

Ülkelerin sahip olduğu Merkez Bankaları döviz piyasalarından kar elde etme amacı gütmeksizin, ülkelerin sahip olduğu döviz rezervlerini belirli bir seviyede tutarak ulusal parasının değerini korumayı amaçlamaktadır. Merkez Bankasının temel görevlerini aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür (Orhan ve Erdoğan, 2008: 43-47).

- Merkez Bankasının birincil görevi para ve kredi hacmini ülkenin ekonomik koşullara paralel olarak ayarlamaktır. Ülke ekonomisinde fiyat istikrarının sağlanması para politikası amaçları arasındadır.

- Hükümetle birlikte ulusal paranın iç ve dış değerini korumak için gerekli olan önlemleri alırken, döviz ve altın karşısında muadilini tespit etmek amacıyla gerekli olan kur rejiminin uygulanmasını sağlamak,

- Ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerini belirlemek amacıyla döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli olarak alım satım işlemlerini gerçekleştirmek,

- Ülkenin sahip olduğu altın ve döviz rezervlerini idaresinin sağlanması,

- Bankaların ve diğer mali kurumların yükümlülükleri esas olarak zorunlu karşılık ve disonibilite oranlarının belirlenmesi,

- Finansal sistemde istikrarı sağlamak amacıyla para ve döviz piyasalarıyla ilgili gerekli olan düzenlemelerin yapılması,

- Gerekli olması halinde piyasaya müdahalede bulunarak açık piyasa işlemlerini gerçekleştirmek gibi temel görevleri mevcuttur.

1.3.5. Döviz Brokerler

Genel anlamda broker, yapılan işleme taraf olmadan alıcı ve satıcıyı bir araya getirerek aracılık hizmetini sağlama görevini üstlenen kişi olarak ifade edilebilir. Yapmış olduğu hizmet karşılığında taraflardan komisyon alarak kazanç sağlamaktadır. Genellikle finans piyasalarında etkin rol oynayan brokerler, sigorta ve emlak ile ilgili alanlarda faaliyet göstermektedir. Az gelişmiş ülkelerde alım-satım işlemlerinin büyük bir kısmı brokerler aracılığıyla yapılmaktadır. Brokerlar bireysel ve kurumsal olarak hizmet verebilmektedir. Brokerların görev ve yetkilerine bakıldığında aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür;

- Yatırım yapılabilecek şirketlerin ve müşterilerin mali durumları hakkında gerekli olan bilgilerin sağlanması,

- Döviz alım satımı ile ilgili finansal araçların piyasa şartlarına uygun olarak seçilmesi ve döviz alım ve satış emirlerinin kaydının tutulması,

- Para piyasası koşulları ve beklentileri konusunda müşterilerine gerekli bilgiler sağlamak gibi görev ve yetkileri vardır.

1.4.Döviz Piyasasında Yapılan İşlemler

Döviz piyasasında yapılan işlemler anında teslim işlemleri, vadeli işlemler ve swap işlemleri olmak üzere üç temel grup olarak değerlendirilmektedir (Seyidoğlu, 2003: 295-298).

1.4.1. Anında İşlemler

Anında işlemler (spot transaction) alınan ve satılan dövizlerin anlaşmaya varıldığı zamanda teslim edilmesiyle gerçekleşen işlemlerdir. Interbank piyasalarında bir hesaptan diğer hesaba havale şeklinde anında yapılacak olan işlemlerde ödeme ve teslim tarihi (settlement date) anlaşmaya varıldığı tarihten itibaren iki iş günü içinde gerçekleşmektedir. Ödeme ve teslim tarihi işlemin, valörü (Value Date) olarak ifade edilir. Dünyada bankalar arasındaki dolar ödemelerinin büyük bir kısmı CHIPS olarak adlandırılan sistem aracılığıyla gerçekleştirilir. Clearing House İnterbank Payment System (CHIPS), New York finans piyasasında bankalar arasında bağlantı kuran, işlemleri yürüten bir fon transferi sistemidir.

1.4.2.Vadeli İşlemler

Gelecekte teslimatı yapılacak bir miktar ulusal para karşılığında önceden belirlenmiş bir miktar yabancı paranın satışının gerçekleştirilmesine vadeli işlemler denir. Vadeli sözleşmelerde bir finansal varlığı yani döviz gelecekte belirlenmiş bir tarihte ve fiyattan alım ya da satımı sağlanır. Ancak döviz karşılığında ödenecek ulusal paranın teslimi gelecekte belirlenmiş tarihte yapılmaktadır. Bir başka değişle vadeye kadar ödeme yapılma zorunluluğu bulunmamaktadır. Vadeli işlemlere uygulanan kurlar ile anında yapılan işlemlere uygulanan kurlar farklıdır. Vadeli kurlar valörlerine göre; otuz, atmış, doksan, yüz seksen gün hatta bir yıl olarak belirlenmektedir (Seyidoğlu, 2003: 327).

1.4.3.Swap İşlemleri

Swap kelime olarak değiş tokuş, takas yapmak ve değiştirmek anlamlarını içermektedir. Ticari olarak swap kelimesi, iki tarafın karşılıklı olarak iktisadi ve mali değer taşıyan finansal araçları değiş-tokuş etmeleri anlamına gelmektedir. Döviz piyasalarında swap işlemi, belirli miktardaki döviz aynı anda tek bir işlemle, iki farklı valör ile hem alınması hem de satılmasını sağlayan işlemler olarak ifade edilir. Alım ve satım işleri banka ve brokerler aracılığıyla gerçekleştirilir. Ayrıca karşı tarafla tek işlem biçiminde yapıldığından kur riski barındırmaz. Döviz swapları

vadeli işlem biçiminde de gerçekleştirilmektedir. Bir firmanın bir miktar dövizini bir ay vadeli satın alması ve dokuz ay vadeli olarak geri satışını gerçekleştirmesi, vadeli döviz swap'ı işlemlerine örnek olarak verilebilir. Firmaların bu şekilde işlem yapmalarının temel nedeni dövizin faiz oranlarında bir yükselme beklentileri ve ortaya çıkacak yüksek faiz oranlarından yararlanmak istemeleridir. Swap işlemleri döviz ticaretinin önemli bir bölümünü oluşturur.

1.5.Döviz Piyasalarını Diğer Piyasalardan Ayıran Farklar

Döviz piyasalarını diğer piyasalardan ayıran en önemli farkları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

Döviz piyasaları belirli bir borsa gibi örgütlenmiş bir piyasa yapısına sahip olmadığı için döviz işlemleri menkul kıymetler borsası gibi belirli bir yerdeki örgütsel yapı aracılığıyla gerçekleşmemektedir. Döviz piyasaları örgütlenmemiş piyasalar olduğundan dolayı işlemler müşteriler ve bankalar arasında veya bankaların kendi aralarında serbest piyasa koşulları altında gerçekleşmektedir. Ayrıca döviz piyasalarına karşı hükümet müdahalelerinin minimum seviyede tutulduğunu farz edersek döviz piyasaları tam rekabet piyasasına benzer koşullara sahiptir.

Döviz piyasasında alıcı ve satıcı konumunda bulunan işlemciler mal piyasalarında olduğu gibi yüz yüze gelmez. Çünkü alıcı ve satıcı konumunda bulunanlar, işlemlerini daha çok banka ve banka dışı mali kuruluşlar veya gerçek kişiler aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

Döviz piyasalarında faaliyette bulunan bazı bankalar piyasa yapımcısı konumundadır. Piyasa yapımcısı konumundaki bankalar risk üstlenerek beklentileri doğrultusunda belirli miktarda döviz ticareti yaparak pozisyon oluşturmaktadır. Risk unsurunun göz ardı edilmesi durumunda, bankanın iflasa sürüklenme ihtimali söz konusudur.

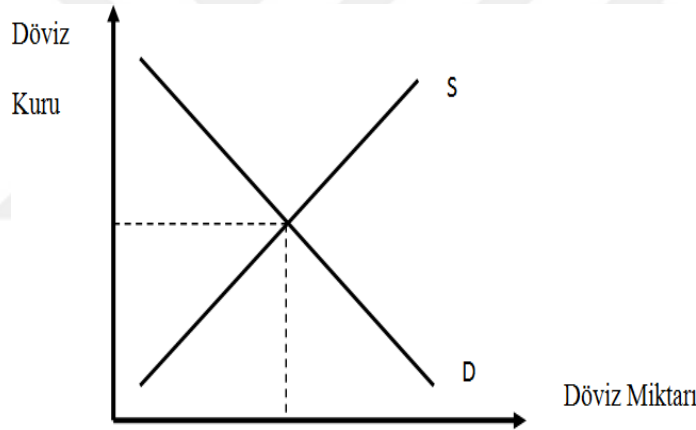
Döviz piyasaları evrensel nitelikte olduğu için ulusal piyasalarda ortaya çıkan tüm gelişmelerden diğer merkezlerinde haberi olmaktadır. Dünyada yaşanan gelişmelerden döviz piyasalarının haberinin olması ve arbitraj olanaklarının varlığı, çapraz kurlarda ortaya çıkabilecek sapmanın önceden fark edilerek düzeltilmesine imkân sağlamaktadır. Ayrıca dünyadaki döviz piyasalarının arasında coğrafi uzaklık olmasına rağmen ulusal piyasalardaki kurlar birbiriyle uyum halindedir.

Döviz piyasaları kıtalar arası saat farkı sebebiyle 24 saat boyunca işlem yapabilme niteliğine sahip piyasalardır. Bu sayede günün her saatinde dünyadaki bankalar döviz ticareti yapabilme imkânına sahiptir. Bu durum döviz kurlarının sürekli değişim içinde olmasına neden olmaktadır.

1.6. Döviz Kuru Kavramı ve Oluşumu

Bir ülkenin ulusal parası ile diğer ülkelerin ulusal paraları arasındaki değişim oranına döviz kuru denir. Bir başka deyişle, bir birim yabancı para ile değiştirilmesi mümkün olan ulusal para miktarı veya bir birim ulusal para karşılığında yabancı para tutarı olarak ifade etmek mümkündür. Döviz kurları uluslararası ticarete merkezi bir rol oynamaktadır. Döviz kuru ülkelerin üretmiş olduğu mal ve hizmetlerin fiyatlarını karşılaştırma imkânı sunmaktadır.

Şekil 1: Döviz Kurunun Oluşumu



Döviz Arz ve Talebi

Şekil 1’de toplam döviz talebi D ile gösterilirken, toplam döviz arzını S ile gösterilmiştir. Döviz piyasasında döviz arz ve talebinin birbirine eşit olduğu noktada bir başka deyişle döviz arz ve talebinin kesiştiği noktada denge döviz kuru oluşmaktadır. Döviz talebi eğrisi, negatif eğime sahip bir eğridir. Döviz kurunun düşmesi durumunda, bir birim ulusal para ile alınabilecek döviz miktarı artacağı için dövize olan talep artar. Sonuç olarak döviz kurunun düşmesi ithalatı arttırıcı bir etkiye neden olur.

Döviz talebine etki eden faktörlerin başında; ülkenin ithal mallarına olan talebinin fiyat esnekliği, ithalata rakip olan malların arzının fiyat esnekliği, ülkelerin ithal ettiği mallara yönelen diğer ülkelerin taleplerinin fiyat esnekliği döviz talebinin belirlenmesinde önemli rol oynar (Oksay, 2001: 9).

Döviz arz eğrisi, pozitif eğime sahip bir eğridir. Döviz kurunun yükselmesi durumunda ulusal para değer kaybedeceği için yerli malların fiyatları yabancı ülkelere göre daha ucuz olacağından, ulusal parası değer kaybeden ülkenin yapmış olduğu ihracat miktarı artar. Bu durum denge döviz kuru oluşuncaya kadar devam etmektedir.

Döviz arzına etki eden faktörlerin başında; ülkenin yaptığı ihracata olan talebin fiyat esnekliği ve ihracata konu olan mallarla rekabet içinde olan yabancı mallar arasındaki fiyat esnekliği, ülkede ihraç edilen mallara olan yurtiçi talebinin fiyat esnekliği döviz arzının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır (Oksay, 2001: 9).

1.7.Döviz Talebini ve Arzını Etkileyen Faktörler

Döviz talebini ve arzının etkileyen faktörler; göreceli enflasyon oranları, ülkenin milli gelirinde ortaya çıkan değişimler, hükümet müdahaleleri, döviz kuru ile ilgili beklentiler ve reel faiz oranlarında yaşanan değişimler olarak ifade edilmektedir (Ertek, 2005: 345-351).

Göreceli enflasyon oranlarındaki değişimler para arzını ve talebini dolayısıyla döviz kurlarını etkileyen bir unsurdur. Bir ülke ekonomisinde yaşanan enflasyon sorunu, üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarının artmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla ithalatın yapıldığı ülkelerde enflasyon sorunu yoksa yurt içinde üretilen mal ve hizmetler, belirli bir döviz kurunda, ithalat yapılan ülkelere göre daha pahalı olmaktadır. Bu durum ithalat miktarının ve döviz talebinin artmasına yol açmaktadır. Aynı zamanda enflasyon sorunu olan ülkenin yapmış olduğu ihracat seviyesi azalır ve elde edilen döviz gelirleri de azalış gösterir.

Ülkenin milli gelirinde yaşanan artış, yurt içinde üretilen mal ve hizmetlere olan talebi arttırdığı gibi, ithal edilen mal ve hizmetlere olan talebinde artmasına neden olur. Belirli bir döviz kurunda talep edilen mal ve hizmet ithalatının artması döviz talebinin de artmasına yol açar. Ters durumda ise ülkenin milli gelirinin azalması yurt içinde üretilen mal ve hizmetlerle beraber ithal edilen mal ve

hizmetlere olan talebin de düşmesine neden olur. Sonuç olarak dövize talebi azalır. Aynı zamanda ihracat yapılan ülkelerin milli gelirlerinde yaşanan artış onların söz konusu ülkelere yaptıkları ithalat miktarının artmasına yol açar. Belirli bir döviz kurunda yabancı ülkelere olan ihracatın artması söz konusu ülke için döviz arzının artmasına neden olur. Ters durumda ise ihracat yapılan ülkelerin milli gelirinde yaşanan düşüş, döviz arzının azalması anlamına gelmektedir.

Hükümetlerin döviz kurlarını belirli seviyede tutmak amacıyla çeşitli müdahalelerde bulunması mümkündür. Yapılan müdahalelerin temel nedenleri; cari işlemler dengesini sağlayabilmek, dış ticaret sınırlarını düzenleyebilmek ve döviz kuruna istikrar kazandırabilmektir. Hükümetler döviz piyasalarına istikrar sağlayabilmek adına, Merkez Bankaları aracılığıyla döviz piyasalarında alım satım işlemleri gerçekleştirerek, müdahalede edebilirler. Örneğin, döviz kurunun düşmesi durumunda Merkez Bankası piyasadaki döviz alımı gerçekleştirerek döviz kurunu dengeye getirme imkânına sahiptir. Ayrıca döviz rezervlerine katkı sağlayarak devletin dış borç anapara ve faiz ödemeleri içinde kaynak yaratma imkânına sahiptir. Ülkenin cari işlemler dengesi açık vermesi durumunda, ortaya çıkan açığı dış borçlanma veya ülkeye yabancı sermayenin girişine izin vererek kapatma olanağına sahiptir. Bu durum döviz arzının artmasına yol açmaktadır (Ertek, 2005: 345-351).

Döviz kurlarını etkileyen en önemli faktörlerden bir tanesi beklentilerdir. Diğer finans piyasalarında olduğu gibi döviz piyasalarında da herhangi bir gelişme döviz kurlarının etkilenmesine neden olmaktadır. Döviz fiyatlarında önemli bir artış beklentisi söz konusu ise dövize olan talep artar. Ayrıca döviz spekülasyonu yapan kişi ve kurumların döviz fiyatlarında artış bekleme döviz piyasalarına arz ettikleri döviz miktarının azalmasına neden olur.

Reel faiz oranı genellikle ülkelerin döviz kuru değerlerinin kıyaslanmasında kullanılmaktadır. Bir ülkedeki reel faiz oranı yabancı ülkedeki reel faiz oranından yüksek olması durumunda yabancı ülkedeki tasarruf sahipleri tasarruflarını kendi ülkesinden daha yüksek reel faiz oranına sahip ülkede değerlendirmeyi tercih etmektedir. Bu durum reel faiz oranına yüksek olan ülkede döviz arzının artmasına neden olmaktadır. Ters durumda reel faiz oranlarında ortaya çıkacak bir düşüş döviz arzının azalmasına ve döviz talebinin artmasına sebep olur.

Reel faiz oranı, nominal faiz oranının enflasyondan arındırılmasıyla elde edilir. Bir başka değişle nominal faiz oranının enflasyondan çıkartılmasıyla reel faiz oranı elde edilir. Bu ilişki Amerikalı iktisatçı Irving Fisher'in 1930 yılında yayınladığı "The Theory Of Interest" isimli kitabında değinilmiştir. Bu yüzden ilişkiye Fisher Etkisi denilmiştir (Madura, 2012: 101). Yatırımcıların gelirinden tüketmeyip tasarruf ettiği miktarı ödünç vererek servetlerini ne ölçüde arttırabileceği reel faiz oranına bağlıdır.

$$\text{Reel faiz oranı} \cong \text{Nominal faiz oranı} - \text{Enflasyon oranı} \quad (1)$$

1.8. Döviz Kuru Türleri

Döviz kurlarında yaşanan değişiklik, dış ticarete konu olan mal ve hizmetlerin piyasa fiyatlarını etkileyerek, global düzeyde değişikliklere sebep olur. Başlıca döviz kuru türlerini nominal kur, reel kur, çapraz kur ve efektif kur olarak sınıflandırmamız mümkündür.

1.8.1. Nominal Döviz Kuru

Yabancı paranın ulusal (yerli) para birimi cinsinden değerine nominal döviz kuru denir. Gazetelerde ve döviz piyasalarında gördüğümüz kur nominal kurdur. Nominal döviz kurunu iki ülke para biriminin piyasada alınıp satılan göreceli fiyatını gösterir (Mankiw, 2010: 144).

Döviz kurları, döviz piyasasında iki yöntem ile ifade edilir. Nominal döviz kurunun yabancı para birimi başına ulusal para miktarı olarak ifade edilmesine dolaysız kotasyon (direct quotation) yöntemi denir. Bu yönteme Avrupa Yöntemi de denilmektedir. Örnek ile açıklayacak olursak, 1 \$ = 1.50 TL olarak ifade edildiğinde, doların değeri Türk Lirası olarak gösterilmektedir. Diğer yöntem ise dolaylı kotasyon yöntemidir. Dolaylı kotasyon (indirect quotation) yönteminde bir birim ulusal para karşılığında yabancı para miktarının tanımlanmaktadır. Bu yönteme ayrıca American Yöntemi de denilmektedir. Örnek ile açıklayacak olursak, 2 TL = 1 \$ olarak ifade edildiğinde, Türk Lirası'nın değerini dolar cinsinden belirtmek mümkündür (Seyidoğlu, 2003: 298-299).

1.8.2. Reel Döviz Kuru

Reel döviz kuru (real exchange rate), nominal döviz kurlarının belirli bir zaman dilimi içerisindeki dış enflasyon ($P_{dış}$) oranı ile iç enflasyon oranına ($P_{iç}$) göre düzenlemesiyle elde edilir. Reel döviz kurunu formül ile gösterecek olursak,

$$P_R = P_N \frac{P_{dış}}{P_{iç}} \quad (2)$$

Reel döviz kuru(P_R), Nominal döviz kuru (P_N), dış enflasyon oranı ($P_{dış}$), yurtiçi enflasyon oranı($P_{iç}$) ile gösterilmiştir. Reel döviz kuru yükselmesi durumunda, ulusal para yabancı para karşısında değer kaybeder. Reel değer kaybı sonucunda nispi fiyatlar yükselmektedir. Reel döviz kurunun düşmesi ulusal paranın yabancı para karşısında değer kazanmasına yol açmaktadır. Reel değer kazancı olacağından nispi fiyatlar düşmektedir.

Reel döviz kurun yükselmesi için nominal döviz kurunun (E) hızla artması veya nominal döviz kuru sabitken, dış enflasyon oranı ($\check{p}_{dış}$) yurtiçi enflasyon oranından($p_{iç}$) daha fazla artması gerekmektedir. Reel döviz kurunun yükselmesi ülkenin üretmiş olduğu mal ve hizmetleri, uluslararası ticarete partnerlerine göre göreceli olarak ucuzlatacak ve bu durum ihracat seviyesinin artmasına, ithalatın azalması ve net ihracatın pozitif yönde etkilenmesine neden olacaktır (Ünsal, 2005:116).

Reel döviz kurunun düşmesi durumunda ise, reel değer kazancı yaşanacağından nispi fiyatlar düşer ve ülkenin üretmiş olduğu mal ve hizmetler, uluslararası ticarete partnerlerine göre göreceli olarak daha pahalı hale gelir. Sonuç olarak ihracat seviyesinin düşmesine ve ithalatın artmasına neden olur. Bu durumdan net ihracat negatif yönde etkilenir (Ünsal, 2005:116).

1.8.3.Efektif Kur

Efektif döviz kuru (effective exchange rate), ulusal paranın ülkenin başlıca ticaret ortakları konumunda bulunan ülkelerin paralarıyla olan döviz kurlarının ağırlıklı ortalamasına eşittir. Efektif kurda ağırlık olarak, söz konusu ülkelerle yapılan ticaret oranları kullanılır (MacDonald, 2007:2-3). Bu sayede hesaplanan kurlar ülke ekonomisi için önem arz eder.

Efektif döviz kurunun iki kısımda incelenmektedir. Bunlardan ilki reel efektif döviz kuru, diğeri ise nominal efektif döviz kurudur. Reel efektif döviz kuru (REDK) endeksi, ulusal paranın dış satın alma gücündeki değişimleri göstermektedir. Bir başka deyişle, enflasyona göre düzenlenen döviz kurunun ticaret payı yüksek ülkelerin ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar ikili ticaret akımlarına göre belirlenmektedir. Reel efektif döviz kurunu formül ile gösterecek olursak:

$$REDK = \sum_{i=1}^n \alpha_i [(S^i P^j) / P^i] \quad (3)$$

Formülde, α ilgili ülke için ticaret yapılan ülkenin ağırlığını göstermektedir. İki taraflı eşleşmeyi, S ulusal paranın yabancı para birimi karşısındaki fiyatı ve j ise söz konusu ülkeyi temsil etmektedir (MacDonald, 2007:3).

Nominal efektif döviz kuru ise, enflasyondan arındırılmamış döviz kurunun ağırlıklı ortalamasıdır. Nominal efektif kur, seçilen ülkenin dış ticaretinde önemli bir paya sahip olan ülkelerin para birimlerinden oluşan sepette, kendi ulusal parasının ağırlıklı ortalamasını ifade eder. Bu yüzden, ticaret ağırlıklı döviz endeksi de denilmektedir (Ünsal, 2005:115).

1.8.4.Düz Kur ve Çapraz Kur

Uluslararası ticaretin varlığı milli paraların birbiriyle değiştirilme gereğini ortaya çıkarmış ve bir milli paranın başka milli paralar karşısındaki değişim oranının ne olacağı konusunu gündeme getirmiştir. Bir ülke parasının, diğer ülke paraları cinsinden ifade edilmesine düz kur denilmektedir. Örneğin, bir İngiliz sterlini 2,5 TL ise döviz kurunda 1 sterlin= 2,5 TL'dir (Dinler, 2011: 590).

Dünyada bir çok ülkede döviz ticaretiyle uğraşan bankaların ve mali kurumların döviz kurunun belirlenmesinde temel olarak aldığı kriter, ABD doları ile ulusal paranın arasındaki değişim oranıdır. Bunun ana sebebi ise doların dünyadaki döviz piyasalarında bir değer aracı olarak kabul görmüş olmasıdır. Bu sayede her ülkenin para biriminin dolar karşılığı vardır. Dolar dışında, iki farklı para biriminin aralarındaki değişim oranının, dolar kuru üzerinden hesaplanmasına çapraz kur denir. Örnek verecek olursak, İstanbul döviz piyasasında 1 dolar = 3,4 TL iken Pekin döviz piyasasında 1 dolar = 1.7 yuan olduğunu varsayalım. Bu durumda, 1 yuan = 2 TL olması gerekir. Bu şekilde ortak payda olarak dolar kullanılarak hesaplanan döviz kuruna çapraz döviz kuru (cross rates) denir (Seyidoğlu, 2003: 303).

1.9. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kuru sistemleri ikiye ayrılır. Bunlardan ilki, sabit döviz kuru sistemi (Fixed exchange rate system), ikinci ise dalgalı döviz kuru sistemi (freely fluctuating exchange rate system) veya serbest değişken kur sistemidir. Fakat bu iki kur sistemi arasında yer almış birçok karma model de bulunmaktadır. Ortaya çıkan karma modeller her iki sistemden de özellikler taşımaktadır.

1.9.1. Sabit Kur Sistemi

Sabit döviz kuru sisteminde ulusal para, Merkez Bankası tarafından yabancı bir para birimine veya birkaç ülke parasından oluşan bir sepetine bağlanır. Ulusal paranın değeri merkez bankası aracılığıyla sabitlendiği için, paranın değeri arz ve talep koşullarını yansıtmaz. Döviz kurunu Merkez Bankası belirlemektedir. Döviz kurunda herhangi bir dalgalanma yaşanması durumunda, Merkez Bankası piyasaya müdahale ederek piyasaya alıcı veya satıcı konumunda kurdaki dalgalanmanın giderilmesini sağlamaktadır. Ayrıca ülkelerin Merkez Bankaları, uluslararası ticarete ve mali ilişkilerde belirsizlik doğurması ve enflasyonu hızlandırması gibi nedenlerden dolayı, döviz piyasalarının aşırı dalgalanmasına izin vermemektedir. Merkez Bankasının yapmış olduğu müdahale derecesi kurlardaki istikrar ölçüsüne bağlıdır. Böyle bir durumun yaşanma ihtimaline karşı Merkez Bankası belirli miktarda döviz rezervini her zaman elinde tutmaktadır. Fakat Merkez Bankası döviz kuruna müdahale edebilecek kadar döviz rezervine sahip olmaması durumunda, döviz kuru hızla yükselerek ulusal para değer kaybetmektedir.

Sabit döviz kuru sistemini benimseyen ülkelerde dış ödemeler dengesinin açık vermesi durumunda, döviz kuru değiştirilerek ortaya çıkan bu açığın kapatılması hedeflenir. Hükümetin izlemiş olduğu bu politika, döviz kurlarını yükselterek ulusal parasının dış değerini düşürülmesi yani devalüasyon yapılmasıdır. Diğer bir ifadeyle devalüasyon, ulusal paranın diğer ülke paraları karşısında değerinin düşürülmesidir.

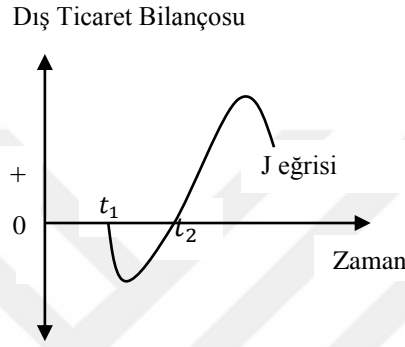
Sabit döviz kuru sisteminde devalüasyonun için uygulanan politikanın tersi revalüasyondur. Hükümetin izlemiş olduğu politika, ulusal paranın değerini yükseltmek ise, döviz kurunu düşürerek ulusal paranın değerini yükseltebilir yani revalüasyona gitmeyi tercih edebilir. Revalüasyon uygulaması, devalüasyon uygulamasının tam tersi olan bir politikadır.

Sabit kur sisteminde dış ödemeler bilançosu açığı veren ülkeler, devalüasyon politikasını uygulayarak, ithalata konu olan mallarının ülke içindeki fiyatlarını arttırmayı ve ithalat seviyesini düşürmeyi, ihracata konu olan malların dış değerini düşürerek ihracat seviyesini arttırmayı amaçlamaktadır. Ülkelerin izlemiş olduğu politika sayesinde ihracat miktarı artarak döviz geliri elde edilirken, ithalatın azalmasıyla da döviz tasarrufu sağlanabilir. Bu sayede dış ödemeler bilançosu açığı kapatılabilir. Fakat devalüasyon yapan ülkeler kısa vadede devalüasyondan

beklediği olumlu etkileri dış ticaret üzerinde göremeyebilir. Ayrıca döviz gelirlerinin artmasını bekleyen ülkeler, devalüasyonu takip eden dönemde, döviz kaybına uğrayabilir ve dış ödemeler bilançosundaki açık daha da artabilir.

Devalüasyonun dış ticaret üzerindeki etkisi başlangıçta olumsuz ve sonra olumlu olduğu için bu durum “J-eğrisi etkisi” ile açıklanmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 478).

Şekil 2: J-eğrisi etkisi



Kaynak: Seyidoğlu, 2003: 479

J-eğrisi şekil 2'de gösterilmektedir. Dış ticaret bilançosundaki bozulma j harfinin alt kısmı ile gösterilmiş, düzelme ise j harfinin üst kısmı ile ifade edilmiştir. Şekil 2'den de görüldüğü üzere ödemeler dengesi bozulma döneminden sonra iyileşme dönemine girmiştir. J-eğrisi etkisi, kısa dönem esnekliklerin uzun dönem esnekliklerden düşük olmasına bağlı bir olaydır. Kısa dönemde esnekliğin Marshall-Lerner koşulunu sağlayamaması J-eğrisi etkisini ortaya çıkarmıştır. Marshall-Lerner koşuluna göre, ihraç mallarının arz esnekliğinin sonsuz olması kaydıyla ithal mallarının yurt içi ve ihraç mallarının yurt dışı talep esnekliklerinin toplamı birden büyük veya eşit olması gerekir. Koşulu formül ile açıklayacak olursak,

$$e_m + e_x \geq 1 \quad (4)$$

Formülde, ithal mallarının yurtiçi talep esnekliği e_m ile gösterilirken, ihraç mallarının yurt dışı talep esnekliği e_x ile gösterilmiştir. Esnekliklerin toplamı birden ne kadar büyük olursa devalüasyondan beklenen döviz kazancı da o kadar artacaktır. Fakat esnekliklerin toplamı birden küçük olursa devalüasyonu uygulayan ülke izlediği politikadan zararlı çıkacaktır (Dinler, 2011: 595).

Kısa dönem esnekliklerin uzun dönem esnekliklerden düşük olmasının nedenlerinden biri devalüasyonu uygulayan ülkede ihracat gelirlerindeki değişim ile ithalat giderlerindeki değişimdir. Bu durum devalüasyon uygulanmadan önce yapılmış olan sözleşmelerin içeriğine bağlıdır. Önceden bağlantısı yapılmış olan ihraç malları daha düşük olan yeni kurdan satılacağı için yapılan ihracattan elde edilen döviz geliri azalır. Devalüasyondan önce başlayan ithalattaki genişleme ve ihracattaki daralma bir süre daha devam eder. Yeni pazarların oluşturulması ve yeni sözleşmelerin yapılması ihracat miktarının ve döviz gelirlerinin artmasına neden olur. Devalüasyonun dış ticaret bilançosundaki olumlu etkilerini ne zaman göstereceği ülkeden ülkeye değişmektedir. Tarihte yapılan çalışmalardan elde edilen bulgular sonucunda bu sürenin genellikle iki yılın üzerinde olduğu ifade edilmiştir (Seyidoğlu, 2003: 479).

1.9.1.1.Sabit Kur Sisteminin Avantajları

Sabit kur sisteminin en önemli avantajlarını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür (İnan, 2002: 4);

Döviz kurları belirli seviyelerde sabit tutulduğu için ekonomik birimlerin kur riskinden zarar görmeden, geleceğe dönük olarak yapacağı yatırımları ve ticari işlemleri yapmasına olanak tanımaktadır.

Ayrıca döviz kurlarındaki belirsizliğin azalması yabancı yatırımları teşvik ederken, yurt içindeki ekonomik birimlerin de uluslararası piyasalara girişini kolaylaştırmaktadır. Aynı zamanda belirsizliğin azalması yurtiçi faiz oranlarını ve dış borçlanma risk priminin düşmesine neden olmaktadır. Sabit kur sistemi para arzındaki ani değişimlerin kur üzerindeki etkilerinin minimum seviyede tutarak enflasyonist bir ortamın oluşmasını engellemektedir.

1.9.1.2.Sabit Kur Sisteminin Dezavantajları

Sabit Kur sisteminin dezavantajlarını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür (İnan, 2002: 5);

Sabit döviz kuru uygulanan ülkenin ekonomik birimlere vermiş olduğu güven duygusu ekonomik istikrar için büyük bir öneme sahiptir. Güven duygusunun sarsılması ülke ekonomisi etkileyerek kriz ortamının oluşmasına neden olmaktadır. Ayrıca sabit kur sisteminin dış şoklara ve iç şoklara karşı savunmasız bir yapıya sahiptir. Dış şoklar döviz kurlarına yansiyarak ekonomik faaliyetlerin aksamasına

neden olmaktadır. Ayrıca ulusal paranın değerinin değişmesi cari işlemler dengesinin bozulmasına yol açmaktadır.

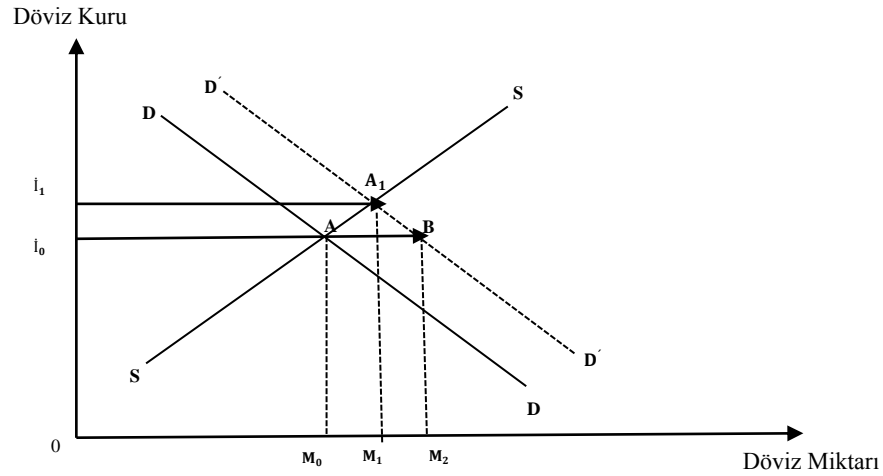
Sisteminin neden olduğu bir diğer dezavantaj ise, sabit kur sistemini uygulayan ülkenin ulusal parası yabancı bir para birimine ve bir para sepetine bağlandığı için yabancı ülkenin uygulamış olduğu parasal politikalardan doğrudan etkilenir. Bağlanılan para biriminin veya para sepetinin değerindeki ani değişimler ülke ekonomisine bir bütün olarak yansır. Son olarak Merkez Bankaları döviz kurlarını belirli seviyede tutabilme amacıyla olduğu için bağımsız bir para politikası izlemeleri son derece güçtür.

1.9.2. Esnek Kur Sistemi

Esnek kur sistemi ülkenin bağımsız bir para politikası izlemesine olanak verir, ayrıca döviz kurları piyasa koşullarında bir mal gibi değerlendirilerek döviz piyasasında arz ve talep durumuna göre şekillenir. Esnek (flexible) kur sistemine; serbest değişken kur sistemi, dalgalı kur sistemi, yüzen kur sistemi de denilmektedir. Döviz kuruna merkez bankasının müdahale etmesi söz konusu olamaz, bu yüzden sisteme temiz esnek kur sistemi de denilmektedir (Dinler, 2011: 593). Bir başka deyişle döviz kuru, piyasa koşullarına göre belirlenir. Toplam döviz talebi ile döviz arzının eşitlendiği noktada denge noktası meydana gelir. Döviz kuru piyasasında talepte ve arzda herhangi bir değişiklik ortaya çıkarsa, kurlar da buna bağlı olarak değişir.

Esnek kur sisteminde paranın zaman içinde değer kaybetmesine devalüasyon değil değerini düşürme (depreciation), zamanla değer kazanmasına ise revalüasyon değil değer kazanma (appreciation) denilmektedir. Çünkü uygulanan politika gereği hükümetin devalüasyon veya revalüasyon kararı almasına gerek yoktur.

Şekil 3: Esnek Kur Sistemi



Şekil 3’de, piyasadaki döviz talebi DD, döviz arzı ise SS ile gösterilmiştir. Piyasa da denge kuru $0\dot{I}_0$ ve piyasa hacmi $0M_0$ olarak belirtilmiştir. Döviz kurunda denge arz ve talebin kesiştiği A noktasında oluşmuş ve \dot{I}_0 düzeyinde dış denge sağlanmıştır. Şekil 3’de döviz arzı sabit iken, ülkedeki yerleşiklerin ithal mallarına olan zevk ve tercihlerinin artması durumunda döviz talebi artacak ve döviz talep eğrisi sağa kayarak DD' oluşturacaktır. Bu durumda döviz kuru $0\dot{I}_1$ düzeyine yükselmektedir. Piyasa hacmi ise $0M_0$ seviyesinden $0M_1$ seviyesine çıkmıştır. Döviz kurunda yeni denge noktası arz ve talebin kesiştiği A_1 noktasında oluşmuş ve yeni dış denge \dot{I}_1 düzeyinde gerçekleşmiştir (Seyidoğlu, 2003: 366). Esnek kur sistemini, sabit kur sisteminden ayıran en önemli fark, Merkez Bankasının kurlara müdahale etmediği için, ülkede döviz rezervlerinde herhangi bir değişiklik yaşanamayacak olmasından ötürü döviz kurlarının sürekli değişmesidir.

1.9.3.1. Esnek Kur Sisteminin Avantajlarını

Esnek döviz kuru sisteminde, Milton Friedman serbest piyasa mekanizmasının ekonomik sorunlara olan çözümlerinin hükümet müdahalelerine oranla daha etkili olduğunu belirtmiş ve kamu kesiminin ekonomiye olan etkisinin azaltılması gerektiğini ifade etmiştir. Esnek döviz kuru sisteminin ekonomiye sağlamış olduğu avantajları beş maddede özetlemek mümkündür.

Birinci avantajı, esnek kur sisteminde hükümet müdahalesinin yapılmadığı bir para politikasının izlenmesi, döviz kurunun arz ve talebe göre şekillenmesine izin

verecek olmasından dolayı esnek kur sistemi, ulusal paranın gerçek değerini ortaya çıkarmaktadır.

İkinci avantajı, esnek kur sisteminde dış ödemeler bilançosu dengesi kendiliğinden oluşmaktadır. Bir başka deyişle dış ödemeler bilançosunda açık veya fazla meydana gelmesi durumunda esnek döviz kurundaki değişmeler dış dengenin yeniden oluşmasını sağlayacaktır.

Üçüncü avantajı, esnek döviz kurunu uygulayan ülkeler de Merkez Bankası döviz kurlarına alıcı ve satıcı kimliğiyle müdahale etmediği için döviz rezervlerine olan ihtiyaç azalmıştır.

Dördüncü avantajı, esnek kur sisteminde içsel ve dışsal şokların etkileri döviz kurlarına yansıdığından parasal büyüklükler yabancı sermaye hareketlerine maruz kalmaz. Esnek kur sisteminin enflasyona ve konjonktürel dalgalanmalara karşı daha koruyucu bir yapıya sahip olması, Merkez Bankasına bağımsız bir para politikası yürütme imkânı sunmaktadır. Ayrıca ülkelerin enflasyonist veya deflasyonist politikalar uygulayarak ödemeler dengesine müdahale etmesine gerek kalmamaktadır.

Beşinci avantajı ise, Merkez Bankası tarafından döviz kurlarını belirlemek veya kurlarda herhangi bir değişiklik yapma durumu söz konusu olmadığından, döviz işlemleri piyasanın işleyişine bırakılmıştır. Bu sayede birçok kurum ve kuruluşta olan ihtiyaç azalmış ve kaynakların en etkin biçimde kullanılmasına olanak tanınmıştır.

1.9.3.2. Esnek Kur Sisteminin Dezavantajları

Esnek kur sisteminin ekonomide, neden olduğu bazı dezavantajları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

İlk olarak esnek kur sisteminin gelecekte nasıl değişeceği bilinmemesi durumu uluslararası ticarete risk unsurunun artmasına sebep olur. Bu durum uluslararası ticari ilişkilerin ve sermaye akımlarının istikrarlı bir şekilde devam etmesine engel olur. Özellikle iş adamları ve dış ticaretle uğraşan yatırımcılar için kurların belirsiz olması, gelecekte yapılması planlanan yatırımın maliyetini ve getirisinin hesaplanmasını engeller. İş adamları ve yatırımcılar kur değişimlerinin uluslararası ticarete doğuracağı riski vadeli döviz piyasalarında hedge işlemler ile karşılama imkânına sahiptir. Ancak bu işlemler büyük bir maliyet barındırmaktadır.

Ayrıca kurların belirsiz olması, uluslararası ticaretin ve yatırımların üzerinde caydırıcı etkilerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Karluk, 2002: 116).

Esnek döviz kuru sisteminde kurlardaki anlık değişimler belirsizlik ortamının oluşmasına yol açmaktadır. Ülkenin ulusal parası resmi kurdan aşırı değerlenmesi durumunda ülkeye ait kaynakların uluslararası ticarete pahalılaşmasına neden olurken beraberinde ihracat hacmini daraltıp, ithalat hacminin genişlemesine sebep olmaktadır (İnan, 2002: 4).

Döviz piyasalarında istikrarın sağlanması Marshall-Lerner koşulunun gerçekleşmesine bağlıdır. Marshall-Lerner koşuluna göre, ithal mallarının yurtiçi talep esnekliği ile ihraç mallarının yurtdışı talep esnekliğinin toplamı 1'den büyük olması gerekir. Bu sayede döviz piyasasında istikrarın sağlanacağı ifade edilir. Esnek kur sistemine karşı görüşlerden bir diğeri, Marshall-Lerner koşulunun döviz piyasasında sağlanamayacağını belirtilerek döviz piyasasının istikrarsız olacağını iddia edilmiştir. Bu görüşte olanlar döviz arz ve talebinde bir dalgalanma yaşanması sonucunda, kurların denge noktasından giderek uzaklaşarak, dengeye ulaşamayacağını savunmuştur.

Sabit kur sistemini savunan görüş esnek kur sisteminin istikrarı bozucu spekülasyona yol açarak kur dalgalanmalarını arttıracığını savunmuştur. Esnek kur sisteminde yaşanan dalgalanma, spekülâtorlerin ulusal paranın gelecekte daha çok değer kaybedeceği düşüncesiyle hareket etmesine neden olabilir. Bu durum spekülâtorlerin ulusal parayı satarak yerine yabancı paralara yatırım yapmalarına yol açar ve sonuç olarak ulusal para giderek değer kaybeder. Fakat spekülâtorlerin hesaplarını uzun vadeli ekonomik dengeleri gözeterek yapmaları durumunda, spekülasyon istikrar bozucu bir araç yerine, tam tersine kurdaki dalgalanmaları yavaşlatarak döviz piyasasında istikrar sağlayan bir araca dönüşecektir. Spekülasyonların istikrar bozucu bir araç haline gelmesi, spekülâtorlerin anlık kur değişimlerine göre hareket etmelerinden yani kısa vadeli karar vermelerinden kaynaklanan bir durumdur (Salvatore, 2013: 650-652).

Esnek kur sistemine karşı görüşler, sistemin enflasyonuna sebep olduğunu savunmuştur. Ülkenin ulusal parasının değer kaybetmesi durumunda sanayisinde kullanılmak üzere ithal edilen hammadde ve yarı mamullerin fiyatları artmaktadır. Üretim girdisinde kullanılan hammadde ve yarı işlenmiş mamullerin fiyatlarının

yükselmesi, üretim maliyetlerinin artmasına neden olur (Andrew ve Morris, 1976: 253). Ayrıca ithalata konu olan temel gıda fiyatlarının yükselmesi, reel geliri nispi olarak düşen işçilerin sendikalar aracılığıyla ücret artışı talep etmelerine sebep olmaktadır. Yaşanan fiyat artışları ülke ekonomisinde enflasyon sorununu ortaya çıkartır. Fakat ulusal paranın değer kazandığı durumda bu sistem tersine işlemez. Yani işçi ücretleri ve ithalata konu olan malların fiyatlarında bir düşüş yaşanmaz. Dolayısıyla döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisi tek yönlü (ratchet effect) artış şeklinde gerçekleşir.

Sabit kur sistemini savunan görüşe göre, esnek kur sistemi uygulayan hükümetler para politikası üzerinde denetimi ortadan kaldırdığı için, kamu bütçesinde denkliliği sağlayamadıklarını ifade etmiştir. Ayrıca kur sisteminin sağlamış olduğu imkânlar dâhilinde hükümetlerin genişletici para ve maliye politikaları yürütmesi bütçe açığının ortaya çıkmasına ve ekonomide enflasyonist baskıların artmasına neden olmaktadır.

Esnek kur sistemine karşı görüşlüler, döviz kurlarının kontrol edilmeden dalgalanmaya bırakılmasının, kaynakların dış ticarete birbirine rakip sektörler arasında israf edileceğini savunmuştur. Kısa dönemde kurların dışsal bir şoka bağlı olarak uzun dönem denge kurunun çok üstüne çıkmasına hedefi aşma (over shooting) denmektedir. Bu yüzden yapılacak olan dışsal müdahale kısa dönemde yaşanan dalgalanmaları önlemeye yönelik olmalıdır (Seyidoğlu, 2001: 324).

1.10. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri

Sabit ve esnek döviz kuru sistemleri arasında ara döviz kuru sistemleri de mevcuttur. Bunların arasında en önemli sistemler; gözetimli dalgalanma, aralık içinde dalgalanma, ayarlanabilir sabit kur sistemi, sürünen pariteler, yönlendirilmiş sabit aralık, para kurulu, dolarizasyondur. Sabit ve esnek döviz kuru sistemlerinin avantajlarından yararlanmak ve bu sistemlerin dezavantajlarını önlemek için oluşturulmuş ara sistemler farklı ülkeler tarafından uygulanmıştır (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 1).

1.10.1. Gözetimli Dalgalanma

Gözetimli dalgalanma (Managed Float) sisteminde izlenen politika kurların serbest dalgalanmaya bırakılmasıdır. Fakat gerektiğinde sisteme Merkez Bankası müdahale ederek dalgalanma seviyesini ayarlamaktadır. Diğer bir ifadeyle kurlar arz

ve talebe göre şekillenir, ancak aşırı görülen değişimler Merkez Bankasının döviz piyasasına alıcı ve satıcı konumunda müdahale etmesiyle giderilir. Merkez bankasının müdahale derecesi kurlarda istenen istikrar ölçüsüne bağlıdır. Yapılan müdahaleler sonucunda resmi döviz rezervlerinde ve para arzında değişimler ortaya çıkmaktadır (Özbek, 1998: 24). Ayrıca bu sistemin para politikası üzerindeki denetim etkinliği sınırlı olmaktadır. Gözetimli dalgalanma sistemi hem esnek kur hem de sabit kur sisteminin bazı özelliklerini taşımaktadır. Sistemde her iki kurun ekonomiye sağladığı faydalar ön planda tutulmuştur. Örneğin, esnek kur sisteminin ekonomiye sağladığı avantaj, ülkenin dış denge sorununa çözümün getirmektedir. Sabit kur sisteminin sağladığı avantaj ise kur istikrarını gerçekleştirerek serbest kur değişimlerinin oluşturduğu belirsizliği ortadan kaldırmak, uluslararası ticari ve mali akımların üzerinde doğuracağı etkiyi önlemek şeklindedir. 1990'larda Meksika yaşadığı ekonomik kriz sonrasında benzer bir sistemi uygulamıştır.

1.10.2. Aralık İçinde Dalgalanma

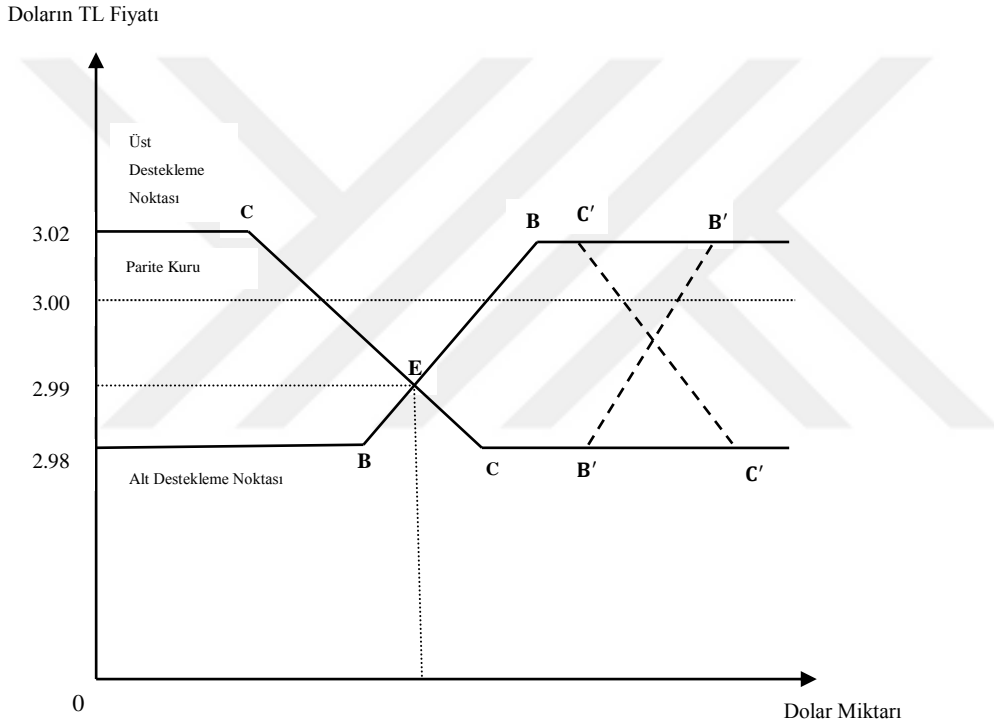
Aralık içinde dalgalanan (Floating within a Band) kur sistemde, kurlar belirlenen bir aralıkta serbestçe dalgalanmaya bırakılmaktadır. Esnek kur ve sabit kur sisteminin birleşimi olarak görülebilecek sistem, esnekliği ve istikrarı içinde barındırmaktadır. Sistemin en önemli farkı, merkez parite olarak belirlenen aralığın ortalama değeri kurların belirlilik kazanmasına neden olmasıdır. Ayrıca kurların bu aralık içinde dalgalanması dışsal şoklara maruz kalmayı önlemektedir. Sistemde aralığın belirlenmesi döviz kurları açısından önem arz etmektedir. Çok dar belirlenen bir aralık, istikrarsızlığı neden olmaktadır. Ayrıca bu aralığın devam ettirilebilir olması sisteme olan güvenin sağlanması için gereklidir. Sisteme örnek verecek olursak, Döviz Kuru Mekanizmasını (ERM) gösterebiliriz (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 3).

1.10.3. Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi

Ayarlanabilir Sabit Kur sistemine Bretton Woods sistemi de denilmektedir. Sisteme göre, ülkenin ulusal parasının piyasada alabileceği en yüksek değer üst destekleme noktası olarak ifade edilirken, en düşük alacağı değer de alt destekleme noktası olarak belirtilmiştir. Belirtilen sınırlar içerisinde döviz kurları arz ve talep koşullarına bağlı olarak değişmektedir. Parite ise, ülke para birimlerinin birbirine oranlarını ifade etmektedir. Bir başka deyişle ülkeler sabit kurdan ulusal paralarını

bir para birimine ve bir hesap birimine bağlayarak parite kurunu oluştururlar, piyasa kuru belirlenen parite kuruna yakın değerler almaktadır. Bretton Woods Sistemini dolar ve türk lirasını örnek vererek açıklayacak olursak; Şekil 4'e göre Türkiye ulusal parasının değerini sabit kur sisteminde 1 dolar=3 Türk lirası olarak belirlediğini varsayalım. Bu durumda sabit kur sisteminde kurlar iki yönlü olarak $\pm\%1$ oranında değişeceğine göre, üst destekleme noktasında 1dolar=3.02 Türk Lirası olurken, alt destekleme noktasında 1dolar=2.98 Türk Lirasına tekabül eder.

Şekil 4:Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi



Şekil 4'de, dolar talebi CC doğrusuyla (yani TL arzını), dolar arzı da BB doğrusuyla (TL talebini) gösterilmektedir. Ayarlanabilir sabit kur sisteminde, Merkez Bankası döviz fiyatlarını alt ve üst destekleme noktalarının dışına çıkmasına izin verilmediğinden, arz ve talep eğrileri belirlenen fiyat seviyesinde yatay eksene paralel bir konum alır. Eğriler E noktasında kesişmektedir. Türkiye'deki firmaların zevk ve tercihleri ABD mallarına doğru kayması sonucunda CC dolar talep eğrisi C'C' şeklinde sağa doğru kayar ve bu durumda BB dolar arz eğrisi sabit kaldığından dolar fiyatı yükselme eğilimi içine girer. Merkez Bankası fiyatların üst destekleme

noktasının üstüne çıkmasına izin vermediğinden piyasaya müdahale ederek, piyasa BC' miktarında dolar satarak, karşılığında piyasadan Türk Lirası satın alır.

İkinci durumda ise, ABD firmalarının zevk ve tercihleri Türk mallarına doğru yönelmesi sonucunda, BB dolar arz eğrisi B'B' şeklinde sağa doğru kayar ve bu durumda CC dolar talep eğrisi sabit kaldığından, dolar fiyatı düşme eğilimi gösterir. Merkez Bankası fiyatların alt destekleme noktasının altına inmesine izin vermediği için piyasaya müdahale eder. Piyasadan CB' miktarında dolar alımı gerçekleştirerek piyasaya Türk Lirası satar. Ancak ayarlanabilir sabit kur sisteminde Merkez Bankasının döviz kurlarını belirlediği seviyede tutulabilmesi için yeteri kadar döviz rezervine sahip olması gerekmektedir. Ayarlanabilir sabit kur sisteminde kurların belirli bir seviyede tutulması amaçlamasına rağmen bu kurların hiç değişmeyeceği anlamına gelmez. Merkez Bankaları piyasaya sürekli döviz arz etme imkânına sahip olmadıkları için, uygulanacak politika mevcut pariteyi değiştirerek ulusal paranın değerinin yeniden düzenlenmesi işlemidir (Seyidoğlu, 2003: 364-365).

1.10.4.Kaygan Pariteler

Kaygan aralık sisteminde aralık ortalama değeri merkez kura sabitlenmemiştir. Sisteme göre ortalama değer belirli olmayan sürelerde ayarlanmaktadır. Sistem yüksek enflasyon oranlarına sahip ülkelerde uygulanmaktadır. Sistemi uygulayan ülkeler ayarlanabilir merkez kur sayesinde kurun aşırı değerlenmesinin önüne geçmiştir. Fakat sistemde ayarlama süresinin ve sıklığının önceden hesaplanamaması piyasalarda belirsizlik ortamının oluşmasına neden olabilir. Sistemde ayarlamaların sıkça yapılması dış ticaret hacmini ve uzun dönemli yabancı yatırımların nitelik ve miktarının etkilenmesine neden olmaktadır (Kalaycıoğlu, 1983: 55-56).

1.10.5.Sürünen Pariteler

Sürünen pariteler (crawling peg) sisteminde merkezi kur küçük çaplı ve sürekli olarak değişimler içindedir. Döviz kuru ayarlamaları genellikle günlük, haftalık, aylık olarak yapılmaktadır. Yapılan kur ayarlamaları yılda %30'u aşması durumunda buna "tırs giden pariteler" denilmektedir. Tırs giden paritelerde ayarlamalar sık ve büyük çaplı olarak yapılmaktadır (İşgüden ve Akyüz, 1990: 123). Sürünen pariteler sistemi döviz kurlarının belirli bir parite etrafında dalgalanmasına izin vermektedir. Sistemin ayırt edici özelliği ise merkezi kurun son birkaç hafta

veya ayın ortalamasına göre değiştirilmesidir. Bu yönteme göre döviz kurlarının değişim oranı ayda %5'i, yılda ise toplam %30'u geçmeyecek şekilde kur ayarlaması yapılmaktadır (Karluk, 1996: 320). Ayrıca sürünen pariteler sisteminde, bir ülkenin ödemeler dengesindeki dengesizliklerini düzeltmek amacıyla para biriminin değerinde küçük ve sık değişiklikler yapmasını öngörmektedir. Bütçe açığı ve bütçe fazlası veren ülkeler, istenen döviz kuru seviyesine ulaşıncaya kadar ayarlama yapmaya devam etmektedir. Sürünen parite sistemi, yüksek enflasyon oranlarına sahip olan ülkeler tarafından kullanılmıştır. Çoğunlukla Doğu Asya ülkeleri ile; Bolivya, Brezilya, Kosta Rika, Nikaragua, Solomon Adaları ve Peru gibi gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılmıştır. Ulusal enflasyon oranlarını uluslararası rekabet gücü ile ilişkilendiren bu ülkeler, genellikle fiyat göstergelerini sürünen parite oranlarını ayarlamak için kullanmışlardır. Son yıllarda, sürünen parite sistemi daha ziyade sürekli enflasyon sorunuyla karşı karşıya kalan uluslar tarafından kullanılmıştır. Fakat, Uluslararası Para Fonu (IMF) genel olarak böyle bir sistemin, sanayisi gelişmiş ülkelerde kullanılmasının zor olacağını belirtmiştir (Carbaugh, 2008: 483-484).

1.10.6.Yönlendirilmiş Sabit Aralık

Yönlendirilmiş sabit aralık (Crawling Band) sisteminde, ülke parasının değerini önceden belirlenmiş sabit bir değer etrafında belirli limitler içinde dalgalanmasına izin vermektedir. Ayrıca belirlenen sabit değer ekonomik göstergeler ve ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak düzenlenmektedir. Yönlendirilmiş sabit aralık sistemi, sürünen parite sistemi ile kıyaslandığında daha esnek kur bir sistemine sahiptir. Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde gerekli ayarlamalar belirli aralıklarla ve sıklıklarda yapılmaktadır. Bu ayarlamalar arasında kurun belirlenen limitler içinde dalgalanmasına izin verilmektedir. Yapılan ayarlamalar sayesinde, spekülatif hareketlerde engellenebilmektedir. Sistemin en büyük dezavantajı ise faiz politikasının kurları destekleme zorunluluğunun olmasıdır (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 4).

1.9.7. Para Kurulu

Para kurulu sisteminin iki önemli unsuru vardır. Bunlardan ilki ülke parasının seçilen yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini öngörerek belirli yasal düzenlemelerin yapılmasını gerektirmesidir. İkincisi ise Merkez Bankasının ülke

parasını sadece yabancı para girişi karşılığında basmasıdır. Para kurulu sistemi geçmişte Singapur, Hong Kong ve Arjantin’de uygulanmış ve başarılı sonuçlar vermiştir. Para kurulu sisteminin temel amacı para arzına sınırlama getirilerek enflasyon sorununun ortaya çıkmasını engellemektir. Parasal güvenilirliğin ve ekonomik istikrarın sağlanamadığı ülkelerde, para arzını kontrol etmek suretiyle parasal güvenilirliği tekrar sağlamayı amaçlayan para kurulu sistemi, merkez bankacılığı sistemine kıyasla daha basit bir işleyiş mekanizmasına sahiptir.

Para kurulu sisteminde para otoritesi ulusal parayı sabit bir döviz kurundan yalnızca ABD doları veya Alman markı gibi belirlenmiş bir rezerv para karşılığında para basma yetkisine sahiptir. Bu kural aşağıdaki denklemde ifade edilmiştir (Zarazaga, 1995: 15).

$$\text{Rezerv Para stoğu} = \frac{X}{\text{Belirlenen Döviz Kuru}} \quad (5)$$

Parasal taban seviyesi X ile ifade edilmiştir. Para politikasını para kurulu sistemiyle yönetilen bir ülkede yapılması gereken, döviz kurunu sabit tutacak bir parasal taban belirlenmesidir. Diğer bir deyişle, para tabanını genişletmek ve daraltmak için kullanılan formül aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır.

$$PT(BK)DR = \frac{\text{Parasal Taban}}{\frac{\text{Belirlenen Döviz Kuru}}{\text{Rezerv Para Stoğu}}} \quad (6)$$

Parasal taban; PT, belirlenen döviz kuru; BK, döviz rezervi; DR ile ifade edilmiştir. Eşitliğin sol tarafı, para kurulu sistemine göre 1’e eşit olmak zorundadır. Buna ‘‘Para Kurulu Kuralı’’ denilmektedir. Para kurulu kuralına göre $PT(BK)DR=1$ şeklinde gösterilmektedir (Zarazaga, 1995: 15).

Para kurulu sistemine göre, kurul önceden belirlenmiş sabit kurdan ulusal parayı herhangi bir sınırlama olmaksızın, talep olması halinde rezerv paraya çevirme zorunluluğu vardır. Sistem Merkez Bankasının parasal düzenlemeler yapmasına ve son kredi mercii olarak görülmesine son vermiştir. Bunun yanında ulusal paranın değerini korumak en önemli görevidir. Sisteme politik bir müdahale yapılamaz. Döviz kurundan bağımsız bir enflasyon hedefi belirleyemez. Son olarak para kurulu sisteminde açıklık, güvenilirlik, ödünç veren kurum olmama özelliği ve çalışan personel sayısının belirli bir sınırının olması Merkez Bankacılığı sisteminden ayırt eden unsurlar olarak ifade edilmektedir (Yamak ve Akyazı, 1998: 5).

1.10.8. Dolarizasyon

Dolarizasyon politikasını hayata geçiren ülke, yabancı paranın ulusal parasının yerini almasına izin vererek parasal bağımsızlığına son vermiştir. Başka bir deyişle dolarizasyon olgusu; paranın değer saklama aracı, hesap birimi olma ve ödeme görevi gibi temel işlevlerini ulusal para yerine yabancı paranın yapmasına yasal olarak izin verilmesidir.

Bu tür bir politikanın uygulamasının temel nedeni, yüksek enflasyonun sebep olduğu ulusal paradaki değer kaybıdır. Bunun sonucunda halk yerli paraya olan güvenini kaybederek onu artık bir değer saklama aracı olarak görmemekte ve ulusal para yerine yabancı parayı tercih ederek, finansal varlıkları yabancı para cinsinden tutmasına neden olmaktadır. Bu durum beraberinde halkın uzun vadeli borç işlemlerinde yerli para yerine yabancı para kullanarak, finansal işlemlerini dolara endekslemesine yol açmaktadır. Dolarizasyon politikası uygulamak için dolar dışında başka bir yabancı para birimi de kullanılabilir. Örneğin; Türkiye, İngiliz sterlini kullanarak dolarizasyon politikasını uygulayabilir.

Dolarizasyon politikasının uygulanması hükümetin en önemli gelirlerinden biri olan senyoraj gelirlerini kaybetmesine neden olmaktadır. Çünkü talebin yerli paradan yabancı paraya doğru kayması sonucunda, hükümetin senyoraj gelirleri giderek azalmaktadır. Merkez bankasının para basma yetkisini yitirmesi ve diğer bankalara karşı son kredi mercii rolünü kısıtlaması bu politikanın en önemli dezavantajlardan biridir. Bankacılık sektöründe bir sorun yaşanması halinde sektöre olan güvenin azalması, bankalardaki paralara bir hücum başlatacağından, Merkez Bankasının para arzını arttırıp bankalara borç vererek istikrarsızlığa müdahale etme şansı da ortadan kaldırmıştır. Dolarizasyonu uygulayan bir ülke, döviz kuru krizlerine karşı daha hassas hale gelmektedir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 6).

Dolarizasyon politikası sayesinde Merkez Bankası para arzını gereğinden fazla arttırarak piyasaya müdahale etmesinden kaynaklanan ekonomik istikrarsızlıkların önüne geçmektedir. Ayrıca Merkez Bankasının tam anlamıyla bağımsızlığının söz konusu olmadığı ülkelerde, hükümetin ihtiyaç duydukça para basılması yönünde olan baskıları ülkede para arzının gereğinden fazla artmasına ve enflasyonun oluşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla dolarizasyon politikasının benimsenmesi bu riskin ortadan kalkmasını sağlamaktadır. Dolarizasyon, uluslararası

ticaretin ilerlemesini teşvik etmektedir. Ülkeler arasında aynı paranın kullanılması ticaret hacminin genişlemesine katkı sağlamaktadır. Dolarizasyon politikasının uygulanmasıyla sağlanan ekonomik istikrar, hükümete ve uyguladığı politikalara olan güveni artmasına katkı sağlamaktadır. Uygulanan politika sayesinde enflasyon ve devalüasyon sorununa çözüm oluşturularak yerel uzun dönemli sermaye piyasalarının gelişimi sağlanabilmektedir.

1.11.Döviz Kurlarında Yaşanan Değişiklikleri Açıklamaya Yönelik Teoriler

Literatürde ülkeler arasındaki döviz kurlarının belirlenmesi için geliştirilmiş çeşitli yaklaşımlar mevcuttur. Ülkeler arasında yapılan ticaret faaliyetlerinin artması ve piyasanın günün koşullarına uyum sağlayabilmesi için geliştirilen yaklaşımlardan faydalanılmaktadır. 1973'den sonra ülke paralarının dalgalanmaya bırakılması, döviz kurlarını açıklamaya yönelik oluşturulan teorilerin önünü açmıştır. Teorilerin oluşturulmasının temel amacı, döviz kurlarında yaşanan değişikliklerin makro ekonomik faktörlere olan etkilerinin belirlenmek istenmesidir. Sabit kur sisteminin gelişen ekonomik faaliyetler sonucunda yerini döviz kurlarında oluşan anlık değişimlere cevap verebilecek esnek kur sistemine bırakması, ekonomik düzenlemelerin yapılması için büyük bir avantaj sağlamaktadır.

Döviz kurlarında yaşanan değişimleri açıklamaya yönelik teorileri geleneksel ve çağdaş teoriler olarak gruplandırılmamız mümkündür. Geleneksel teoriler, dış ticaret akımları yaklaşımı ve satın alma gücü paritesi yaklaşımı olarak ifade edilebilir. Çağdaş teoriler ise, parasal yaklaşım, portfolyo dengesi yaklaşımı, Mundell –Fleming modeli yaklaşımı, faiz haddi paritesi yaklaşımı, para ikamesi yaklaşımı, döviz kurlarında hedefi aşma yaklaşımı, etkin piyasalar kuramı yaklaşımı, rasyonel beklentiler yaklaşımı, yeni bilgi yaklaşımı ve spekülatif kabarcıklar yaklaşımı olarak açıklanmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010:159).

Döviz kuru değişimlerini açıklayan yaklaşımlara göre, geleneksel yaklaşımlar daha çok reel faktörler üzerinde durmakta ve bu faktörlere dayanarak uzun süreli denge değerlerini açıklamaktadır. Ayrıca geleneksel yaklaşımların en büyük eksikliği, finansal faktörlerin önemini göz ardı etmeleri ve uluslararası sermaye akımlarının piyasalardaki rolünü ihmal etmeleridir. Daha çok reel büyüklüklere dayanan bu yaklaşımlar, finansal işlemlerin henüz çok gelişmediği yıllarda ortaya

atılmıştır. Çağdaş yaklaşımlar ise, mali piyasalara önem vererek döviz kurlarının kısa ve uzun dönemde denge değeri etrafındaki dalgalanmalarını açıklamaya çalışmaktadır.

1.11.1.Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

Döviz kurunun belirlenmesi üzerine geleneksel yaklaşımlardan ilki dış ticaret akımları yaklaşımıdır. Döviz kuru, ülkelerin dış ticaretinde ve uluslararası rekabet gücünde önemli etkiler ortaya çıkaran makroekonomik değişken olarak görülmektedir. Döviz piyasaları, ülkelerin uluslararası alanda diğer ülkeler ile bağlantı kurmasında köprü görevi görmektedir. Dış ticaret akımları yaklaşımına göre, ülkenin döviz kurlarını ve ulusal parasının değerini belirleyen en etkili unsur, o ülkenin yapmış olduğu mal ihracatı ve ithalatıdır. Bir ülkenin döviz talebini yurtdışından alınan mal ve hizmetler belirlemektedir. Döviz arzını ise, dış ticaret aracılığıyla yurtdışına satılan mal ve hizmetlerden elde edilen döviz gelirleri belirlemektedir. Dolayısıyla döviz kurunda denge, ithalat ve ihracattan kaynaklanan döviz arz ve talebine göre şekillenmektedir.

Uluslararası ticarete bir ülkenin yapmış olduğu ihracat miktarının ithalat miktarından büyük olması durumunda dış ticaret bilançosunda fazla vererek, ulusal parası değer kazanmaktadır. Tersisi durumda ise dış ticaret bilançosunda açık oluşacağından ulusal para değer kaybına uğramaktadır. Dolayısıyla yaklaşıma göre, ülkenin ihracat ve ithalat hacmini belirleyen faktörler aynı zamanda ulusal paranın dış değerinin belirlenmesi açısından önem arz etmektedir. İhracat ve ithalat hacmini belirleyen faktörler arasında; reel gelir artışları, yerli ve yabancı malların fiyatları, tüketici tercihlerinin yerli veya yabancı mallar doğrultusunda değişmesi, teknolojik gelişmeler gösterilmektedir. Örneğin; reel gelirden ortaya çıkan bir artış, ithalatın gelir talep esnekliğine bağlı olarak ithal mallarına olan talebin artmasına ve döviz kurunun yükselmesine neden olacaktır. Bu durum ulusal paranın değerinin düşmesine yol açmaktadır. Dış ticaret hacmini genişleten ülkelerin ekonomileri hızla büyüyerek ulusal paraları değer kazanırken, dış ticaret hacmini büyütemeyen ülkelerin ulusal paraları değer kaybetmektedir.

Dış ticaret akımları yaklaşımı daha çok döviz kurlarının açıklanmasında uluslararası mal ve hizmet ticaretinin, ödemeler bilançosu üzerindeki etkilerine vurgu yapmaktadır. Ayrıca yaklaşıma göre dövizin sadece uluslararası mal ve hizmet

ticareti için kullanıldığını ön plana çıkarmaktadır. Fakat günümüzde döviz, finansal yatırım aracı olarak da talep edilmektedir. Yaklaşım, faiz oranlarını göz ardı etmiş ve bunun sonucunda finansal piyasaların analiz edilmesi noktasında eksik kalmıştır. Günümüzde ülkelerin ekonomik ilişkilerinde sermaye hareketleri, cari işlemler hareketlerine göre daha ön planda tutulmaktadır. Yaklaşımın bir diğer eksiliği ise, dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerin ulusal paralarının değer kaybettiği görüşünü ön planda tutmasıdır. Günümüzde ülkelerin dış ticaret bilançosunda açık vermelerine rağmen ulusal paralarının değer kaybetmediği, tersine değer kazandığı durumlar yaşanmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 380).

1.11.2. Satın Alma Gücü Paritesi (SGP) Yaklaşımı

Döviz kurunun belirlenmesi üzerine geleneksel yaklaşımlardan ikincisi satın alma gücü paritesi (SGP) yaklaşımıdır. İlk olarak İsveçli iktisatçı Gustav Cassel tarafından 1918 yılında Satın Alma Gücü Paritesi (SGP), ortaya konmuştur. Cassel'e göre; birinci dünya savaşından sonra, ikinci kez altın standardı sistemine geçiş sürecinde döviz kurlarının ayarlanması kapsamında bu teorinin faydalı olacağı görüşü belirtilmiştir. Ayrıca ikinci dünya savaşından sonra uygulanan Bretton Woods sisteminde ülkeler devalüasyon ve revalüasyon oranlarını belirlerken teoriden yararlanmışlardır.

Satın alma gücü paritesi (Purchasing Power Parity-PPP) teorisinin temeli tek fiyat kanununa dayanmaktadır. Tek fiyat kanuna göre, aynı piyasalarda aynı mallar için tek bir fiyatın geçerliliği söz konusudur. Kanun uluslararası ticarete konu olan bütün ekonomik varlıklar için uygulanabilmektedir. Kanunun mal piyasalarında uygulanması halinde aynı malın, döviz piyasalarında uygulanması halinde ise belli bir miktarda dövizin değeri bütün piyasalarda aynı olması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle tek fiyat kanunu, rekabetçi piyasalarda ticaretin önündeki resmi engellerin (gümrük tarifeler gibi) ve nakliye masraflarının bulunmadığı durumda, farklı ülkelerde satılan aynı malların fiyatları ortak bir para birimi cinsinden ifade edildiğinde, aynı fiyattan satılmasını açıklamaktadır. (Oksay, 2001: 42). Tek fiyat kanunu, uluslararası arbitraj faaliyetlerinin bir sonucu olarak görülmektedir. Arbitrajda temel amaç risk almadan, belli bir anda ortaya çıkan fiyat farklılıklarını değerlendirerek kâr sağlamaktır. Bu yüzden arbitrajcılar eşanlı olarak ucuz olan piyasadaki aldıkları döviz, hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetleri pahalı olan

piyasada satmaktadır. Bu mekanizma, piyasalar arasındaki döviz fiyatlarının her iki piyasada da aynı oluncaya kadar devam etmektedir. Ancak zamanla arz-talep mekanizmasının işlemesi fiyat farklılıklarının ortadan kalkmasına neden olmaktadır.

SGP’de ülkeler arasındaki fiyat düzeyi farklılıkları ortadan kaldırıldığını ve farklı para birimlerinin satın alma güçlerini eşitleyen bir değişim oranının olduğunu açıklamaktadır (TÜİK, 2008: 1-2). Ayrıca yapılan uygulamalarda SGP’nin kısa dönemde geçerliliğinin daha düşük olduğu ifade edilmiştir. Bunun temel nedeni ise, kur değişimi ile fiyat değişimleri arasındaki zaman farklılığının oluşmasıdır. Başka bir ifadeyle, dışsal etkilere karşı döviz kuru ani tepkiler verirken, fiyatların bu duruma gerekli olan uyumu sağlaması zaman almaktadır. Uzun dönemde ise, enflasyon oranlarının artış gösterdiği zamanlarda kur değişimleri ile SGP arasında bir uyum sağlanmıştır. SGP iki kısımda incelenmektedir. Bunlardan ilki, mutlak satın alma gücü paritesi, ikincisi ise nisbi satın alma gücü paritesidir.

Mutlak satın alma gücü paritesi (absolute purchasing power parity) yaklaşımı, tek fiyat kanununun döviz piyasasına uygulanmış halidir. Mutlak satın alma gücü paritesine göre, bir ülkedeki fiyatlar cari döviz kuru üzerinden diğer ülkelerin parasına çevrildiğinde satın alma gücü bütün ülkelerde aynı olmalıdır. Diğer bir ifadeyle, mutlak satın alma gücü paritesi herhangi bir ülkenin ulusal para biriminin satın alma gücünün her ülkede aynı olması gerektiğini açıklamıştır. Teoriye göre, reel döviz kurları uzun dönemde sabit iken, kısa dönemde SGP’de oluşan sapmalar toplam talebe yön vermektedir. Mutlak SGP teorisi aşağıdaki formül ile ifade edilmektedir.

$$P_{yurtiçi} = S \times P_{yabancı} \quad (7)$$

Mutlak SGP teorisinde tek bir mal incelenmiş ve teoride belirli bir malın fiyatı cari kurdan ulusal paraya dönüştürüldüğünde ülkelerdeki fiyatının aynı olduğu ifade edilmiştir. Yukardaki formül ise, ülkedeki tüm mallar için geçerlilik kazanmıştır. Yurtiçi fiyat indeksi $P_{yurtiçi}$, yabancı ülke fiyat indeksi $P_{yurtdışı}$, döviz kurunda S ile ifade edilmiştir. Formülden iki ülke arasındaki döviz kurunun hesaplanması mümkündür. Döviz kuru ilgili iki ülkenin fiyat indeksleri oranlarına göre değişmektedir. Döviz kurunu aşağıdaki şekilde gösterebiliriz;

$$S = \frac{P_{yurtiçi}}{P_{yabancı}} \quad (8)$$

Yurtiçi fiyat indeksi, diğer ülkenin fiyat indeksinden ne kadar büyük olursa döviz kurunda o kadar yüksek olmaktadır. Sonuç olarak mutlak SGP döviz kurlarındaki değişimleri açıklamak için kullanılan bir göstergedir. Fakat mutlak satın alma gücü paritesi döviz kurlarını açıklamakta yetersiz kalmış ve eksik yönleri tartışma konusu olmuştur (Seyrek, 2003: 151-169). Tek fiyat yasasının tek bir mal için geçerliliği kabul edilse de, çok sayıda mala ve bunların fiyatlarına dayalı olarak hesaplanan fiyat düzeyleri için geçerliliğini yitirmektedir. Ülkeler arasında mal ve hizmetlerin fiyatlarının farklı olmasına neden olan pek çok engel mevcuttur. Bu nedenler arasında dış ticarete uygulanan kotalar, tarifeler, gümrük vergileri ve taşıma giderleri gösterilebilir.

Mutlak SGP yaklaşımına göre, sadece ticarete konu olan malların fiyatları önem arz etmektedir. Fakat ülkelerde ticarete konu olmayan birçok mal üretilmekte ve GSMH deflatörü içerisinde yer almaktadır. Ticaret dışı mal ve hizmetlerden dolayı ticareti dengeleyen kurlar gerçekçi olmayabilir. Ayrıca, satın alma gücü paritesi hesaplanırken sadece ticarete konu olan malların fiyatlarının kullanılması uygun değildir. Ülkeler arasında hem ticareti yapılan, hem de yapılamayan mallar endekste yer alıyorsa, bu durumun da ihmal edilmemesi gereklidir. Ayrıca Mutlak SGP mal ticaretini denkleştirecek kurlara önem verirken, ülkeler arasında yaşanan sermaye giriş ve çıkışlarını göz ardı etmiştir. Ayarlanan kur düzeyi mal ve hizmet ihracatını, ithalatını dengeleyecek seviyede olmasına rağmen sermaye çıkışı yaşayan ülke ödemeler bilançosunda açık verirken, sermaye girişi sağlayan ülke ise ödemeler bilançosunda fazla verecektir. Sonuç olarak Mutlak SGP eksik yönlerinin bulunması, nispi satın alma gücü paritesinin ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Nispi satın alma gücü paritesine (relative purchasing power parity) göre, döviz kurlarındaki değişme iki ülkenin fiyatlarındaki artış oranına bağlıdır. Bir başka deyişle paritesi ulusal para ile herhangi bir yabancı para arasındaki döviz kuru, bu iki ülkenin fiyat ve kurlarının mutlak büyüklüğü ile değil, enflasyon oranları farkını yansıtabilecek biçimde değişmektedir. Yabancı ülkeye göre ulusal ekonomideki enflasyon oranı ne kadar yüksek olursa döviz kurunun da aynı seviyede arttırılması gereklidir. Nispi satın alma gücü paritesini formül ile açıklayacak olursak;

$$\frac{S_1 - S_0}{S_0} = F_{yurtiçi} - F_{yabancı} \quad (9)$$

Formülde; baz alınan yıldaki döviz kuru S_0 , bugünkü dönemde geçerli döviz kuru S_1 , yurtiçinde iki dönem arasındaki enflasyon oranı $F_{yurtiçi}$, yabancı ülkenin iki dönem arasındaki enflasyon oranı ise $F_{yabancı}$ olarak gösterilmiştir.

Nispi SGP'nin günlük kurları açıklamada çeşitli açılardan eksik yönleri tartışma konusu olmuştur. Nispi SGP yaklaşımı döviz kurlarının belirlenmesinde uluslararası sermaye akımlarının önemini göz ardı etmektedir. Yaklaşımın geçerliliğini koruyabilmesi için kıyaslanan ülkelerin fiyat endekslerinin aynı bazda olması gereklidir. Fakat ülkeler arasında çeşitli göstergelere bağlı olarak istatistiksel yöntem farklılıkları mevcuttur. Aynı zamanda yaklaşımın eksik yönlerinden bir diğeri ise; teknoloji, zevk ve tercihlerin, yatırım ve istihdam seviyelerinin değişmediğinin varsayılmasıdır. Sonuç olarak, Nispi SGP'si kısa dönemde kurları açıklamada yetersiz kalsa da uzun dönemde döviz kurlarını açıklamada etkili bir yaklaşım olarak görülmektedir. Çünkü uzun dönemde döviz kurlarında yaşanan değişimlerin enflasyon oranları arasındaki farka yöneldiği yapılan ampirik çalışmalar ile desteklenmektedir (Ünsal, 2005:548).

1.11.3.Parasalcı Yaklaşım

Parasalcı yaklaşım (monetarist approach), ilk olarak 1970'li yıllarda Robert Mundell, Harry Jonson ve Jacop Frenkel tarafından geliştirilmiştir. Yaklaşımın geliştirilmesinin temel nedeni döviz kurlarının oluşumunu açıklanmaktır. Konu ile ilgili hâkim görüş döviz kurlarının oluşumunun, paranın arz ve talebine göre belirlendiği şeklindedir. Parasalcı yaklaşımda döviz kurlarının değişimi, resmi rezervler bilânçosuna bağlı bulunmaktadır. Bu yüzden para arzı ile para talebi fonksiyonları önem taşımaktadır. Para arzı, döviz rezervi ve yurtiçi kredilerin bir fonksiyonunu oluştururken, para talebi ise uluslararası fiyatlar, faiz oranları, gelir düzeyi ve özellikle gelecekteki döviz kurları ile ilgili beklentilerin bir fonksiyonunu oluşturmaktadır (Ay, 2001: 126). Ayrıca yaklaşım, paranın ülke ekonomisi üzerinde yarattığı etkileri ön planda tutmakta ve döviz kurunda yaşanan dengesizliğin para arzının kontrol edilmesiyle giderilebileceğini savunmaktadır.

Para arzı Merkez Bankası tarafından belirlendiğinden, parasalcı yaklaşım daha çok para talebi ve onun belirleyicilerine ağırlık vermektedir. Para talebi, bir ekonomide bireylerin veya işletmelerin gelirlerinin belli bir kısmını ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yanlarında veya bankalarda tutmak istedikleri para miktarı

olarak ifade edilmektedir. Bireyler ve işletmelerin nakit para tutma ihtiyacı günlük işlemlerden kaynaklanmaktadır. Fakat paralarının bir kısmını da gelir getiren varlıklara yatırarak faiz kazancı elde etmeyi amaçladıklarından gereğinden fazla nakit para tutma ihtiyacı ortaya çıkmamaktadır (Seyidoğlu, 2003: 385).

Parasalcı yaklaşım açısından döviz kurlarında ortaya çıkan dengesizlik, para arzı ile para talebi arasında oluşan uyumsuzluktan kaynaklanmaktadır. Para talebinin sabit olduğu bir ekonomide, Merkez Bankası tarafından arz edilen para miktarını genişletici bir politika izlenerek arttırılması, yabancı mal ve hizmetlere olan talebin canlanmasına neden olacaktır. Bu durum beraberinde sermaye ihracına ve dolayısıyla döviz talebinin artmasına sebep olmaktadır. Cari işlemler ve sermaye bilançosundan kaynaklan bu talep artışı cari döviz kurunun sevisini yükselterek, ulusal paranın döviz piyasalarında değerini düşürmektedir. Fakat para talebi sabit olduğu bir ekonomide Merkez Bankasının para arzını daraltıcı bir politika izlemesi, döviz talebinin azalmasına ve kurun düşmesine yol açmaktadır. Sonuç olarak ulusal para değer kazanacaktır. Ayrıca yaklaşıma göre para talebindeki değişmeler de para arzındaki değişmeler kadar döviz kurlarını etkilemektedir. Para arzının sabit olduğu varsayılan bir ekonomide, reel gelir artışları ve faiz oranlarının düşmesi nominal para talebinin yükselmesine neden olmaktadır. Sonuç olarak bu durum döviz talebinin ve döviz kurlarının düşmesine yol açmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 385-387).

Gelecekteki döviz kurlarıyla ilgili beklentiler para talebinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Aynı zamanda beklentilerin döviz kurlarının belirlenmesinde etkisi büyüktür. Örneğin bireyler ve firmalar yabancı bir paranın değerinde yükseliş beklentisi içindeyseler, o yabancı parayla ilgili menkulleri satın alma yönünde tercihlerini kullanacaklarından, o paranın değerinde bir artış yaşanacaktır. Kısaca döviz kurlarının oluşumunda geleceğe yönelik beklentiler cari döviz kurlarını belirlenmesinde önem arz etmektedir.

Para arzı ve talebindeki değişmeler döviz kurunun dengesinin bozulmasına neden olmaktadır. Ancak yeni dengenin oluşması fiyat mekanizması aracılığıyla gerçekleşebilmektedir. Örneğin; para arzının aşırı arttığı bir ekonomide döviz kurlarının yükselmesi beraberinde fiyatlar genel seviyesinin atmasına sebep olmaktadır. Bu da, bireylerin para talebinin artmasına ve fiyatların yeni dengeyi

sağlayana kadar yükselmesine neden olacaktır. Sonuç olarak bu durum başlangıçtaki para arzındaki artışın para stoku olarak tutulmasına yol açmaktadır.

Parasalcı yaklaşımda sabit ve esnek kur sistemlerinin çalışma prensibi farklıdır. Yapılan açıklamalarda döviz kurları arz ve talebe göre şekillendiği için esnek kur sistemine ait yaklaşım ifade edilmiştir. Esnek kur sisteminde döviz kuru arz ve talebe göre belirlendiğinde ülkenin döviz rezervlerinde değişiklik yaşanmamaktadır. Bu durum para arzının ödemeler bilançosundan etkilenmemesine neden olacaktır.

Ancak sabit kur sisteminde parasal otorite döviz kurlarının arz ve talebe göre şekillenmesine izin vermemektedir. Gerektiğinde parasal otorite kurlara alıcı ve satıcı konumunda müdahalede bulunarak kurları sabit bir düzeyde sürdürmeye çalışmaktadır. Bu durum sabit kur sisteminde kur değişimlerinin önüne geçerken ülkenin döviz rezervlerinin değişmesine neden olmaktadır. Fakat döviz rezervlerindeki değişimler ulusal para arzını etkilemektedir. Ülkenin döviz rezervlerinde azalma yaşandığında Merkez Bankası piyasaya müdahale ederek, ulusal para karşılığında piyasaya döviz satışı gerçekleştirerek, para arzını azaltmaktadır. Ters durumda ise ülkenin döviz rezervlerinde artış meydana geldiğinde, Merkez Bankası piyasaya ulusal para arz ederek, döviz satın alır ve para arzını arttırır. Ülkelerde bu sistemin uygulanması para arzının dış denge durumuna göre sürekli şekillenmesine yol açar.

Sonuç olarak bu yaklaşımın döviz kurlarının belirlenmesi açısından yaptığı en önemli katkı, stok değişkenlerin ve bu değişkenlerin akım değişkenleri ile olan bağlantısı üzerinde durmasıdır (Plihon, 1995: 62). Parasalcı yaklaşım, döviz kurlarını açıklamaya yönelik olan portfolyo dengesi yaklaşımının geliştirilmesine katkı sağlamıştır.

1.11.4. Portfolyo Dengesi Yaklaşımı

Sermaye piyasasının gelişmiş ve gelişmekte olduğu ülkelerdeki yatırımcılar, 1950'li yıllara kadar, portföylerinde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkilere gerekli önemi vermediklerinden, sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayılarını arttırarak risk faktörünü en aza indirebileceklerini düşünmüşlerdir. Fakat modern portföy yaklaşımında, sadece portföy çeşitlendirmesi yapılarak risk

faktörünün minimum seviyeye çekilemeyeceği, çünkü, portföyde yer alan menkul kıymetlerin, aynı ya da ters yönde hareket ettikleri ifade edilmişti.

Modern portfolyo teorisi, Harry Markowitz'in 1952 yılında yayınladığı portföy seçimi adlı makalesine dayanmaktadır. Makalesinde Ortalama Varyans Modeli ile modern portföy teorisinin temelleri oluşturulmuştur. Markowitz'in oluşturduğu ortalama-varyans modeli, yatırımları çeşitlendirme düşüncesinin matematiksel olarak ifade edilmesine imkân sağlamıştır. Ayrıca model, yatırımcıların optimal portföye sahip olabilmesi için portföylerinde yer alan hisse senetlerinin getiri ve risklerine göre seçim yapabilme imkanı sunmuştur (Markowitz, 1952: 77-91). 1958 yılında James Tobin tarafından portföy kuramı ve para talebi üzerindeki çalışmalar portfolyo dengesi yaklaşımının geliştirilmesine olanak sağlamıştır. Tobin, Markowitz'in analizine likit varlık olan nakit parayı da dahil etmiştir. Tobin'e göre yatırımcılar birikimlerini riskin en az olduğu yatırım araçlarına ve risk seviyesinin daha yüksek olduğu varlıklardan oluşan bir portföye bölüşürmektedir. Yatırımcılar risk tercihine göre bu ikisi arasında birikimlerini dağıtmaktadır (Tobin, 1958: 65-86).

Ayrıca portföy modeli, Branson 1977, Allen ve Kenen 1978, Genberg ve Kierzkowski 1979, Isard 1980 ve Dornbusch ve Fischer 1980 tarafından döviz kurunun belirlenmesi konusuna da uygulanmıştır (MacDonald, 2007:178).

Portfolyo dengesi yaklaşımı (portfolio balance approach) döviz kurlarındaki yaşanan günlük iniş ve çıkışları yabancı menkul değerlerin arz ve talebindeki değişikliklerle açıklamaya çalışan bir modeldir. Yaklaşımına göre döviz piyasasındaki para talebi finansal varlıkların talebinden oluşmaktadır.

Portfolyo teorisinin temelinde; belirli bir sermaye fonuna sahip olan yatırımcının, fonlarını çeşitli menkul değerler arasında risk faktörünü ve beklenen gelir oranını göz önüne alarak gelir oranı yüksek ve risk faktörünün ise daha az olan varlıklar arasında dağıtımını yapmak vardır. Bu yüzden yatırımcı portfolyosunu oluştururken menkul değerlerin beklenen gelir ve risk oranlarını dikkate almaktadır. Genellikle beklenen gelir oranları yüksek olan varlıkların risk oranları da yüksek olmaktadır. Beklenen getiri oranı, satın alınacak menkul değerlere ilişkin gelirlerin gelecekteki bir tarihte gerçekleşeceği ifade eden kavramdır. Burada risk unsuru ise beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı olarak ifade edilmektedir.

Parasalıcı yaklaşıma göre, yerli menkullerle yabancı menkuller aralarında tam ikame olduğu ve aralarındaki risk unsurunun eşit olduğu varsayılmaktadır. Fakat portföy dengesi yaklaşımında, yerli ve yabancı menkullerin değiştirilmesi nedeniyle bir işlem maliyetinin ortaya çıkması söz konusu olur. Bu maliyete katlanması halinde değişim işlemi gerçekleştirilmektedir. Bu durum yerli ve yabancı menkuller arasında tam ikame varsayımının geçersiz olmasına yol açmaktadır. Ayrıca yerli ve yabancı menkullerin aralarında tam ikame edilememesinin bir diğer sebebi, karşılaşılan risk faktörüdür (Öztürk ve Bayraktar, 2010:172).

Menkul değer yatırımlarının içerdiği riskleri üç grupta toplamız mümkündür. Bunlar kur riski, ticari risk ve siyasal risk olarak açıklanmaktadır. (Seyidoğlu, 2003: 389).

Kur değişmelerinin önceden tahmin edilememesi, yabancı tahvil ve hisse senetlerinin beklenen getirisini etkilemektedir. Yatırım süresi içerisinde kurların yükselmesi, ulusal para cinsinden faiz getirisinin ve sermaye kazançlarının artmasına yol açmaktadır. Fakat tersi durumda kurlarda yaşanan düşüş faiz getirisinin azalmasına ve sermaye kayıplarının yaşanmasına neden olmaktadır. Bu yüzden kur değişimleri yabancı menkul yatırımlar açısından ayrı bir riski barındırmaktadır. Yatırımcılar kur riskini azaltabilmek adına yabancı menkul değerlere yatırım yaparken ek bir prim talebinde bulunmaktadırlar. Yabancı menkullerin beklenen getirisinin yerli menkullerin beklenen getirisinden yüksek olması durumunda, yatırımcılar portfolyolarında yabancı menkulleri talep etmektedir. Bu durumdan döviz kurları da etkilenmektedir.

Ticari risk, yerli ve yabancı menkul değerler için önem arz etmektedir. Örneğin, hisse senedi çıkartan bir şirketin iflas etmesi durumunda borçlarını ödeyememesi ticari risk unsurunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Siyasal risk unsuru ise daha çok yabancı menkul değerler üzerinde etkisini göstermektedir. Yatırım yapılan yabancı bir ülkede hükümetin yurt dışına fon transferini yasaklama kararı alması, siyasal risk unsurunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Teknolojide yaşanan gelişmeler, çok uluslu şirketlerin dünyanın her yerinde faaliyette bulunmasına yol açmaktadır. Birçok ülkede faaliyette bulunan şirketler büyük miktarda nakit portföylere sahiptir. Döviz kurlarında yaşanan gelişmelere

bağlı olarak, sahip oldukları nakit portföyleri ulusal paraların değerinde meydana gelen değişimlerden etkilenmekte ve bu durum şirketler açısından büyük bir riskin ortaya çıkarmasına neden olmaktadır. Şirketlerin portföyünde yer alan para birimlerinden birinin değeri düştüğünde, bu durumdan nakit portföyüde etkilenmekte ve toplam satınalma gücünde de düşüş yaşanmaktadır. Bu yüzden şirketler döviz piyasasında yaşanan gelişmelere bağlı olarak değer kaybedeceğini düşündüğü paraları elden çıkararak, yerine değerinde yükselme beklediği paraları portföyüne dahil etmektedir.

1.11.5.Mundell –Fleming Modeli Yaklaşımı

1963 yılında Robert Mundell ve 1962 yılında John Marcus Fleming tarafından geliştirilen bu model, döviz kurlarını tam sermaye hareketliliği varsayımlarından hareket ederek açıklamaya çalışmıştır. Mundell ve Fleming, Keynesyen gelir-harcama yaklaşımına uluslararası sermaye hareketliliğini dâhil etmiştir.

Bu model ile döviz kurlarının belirlenmesinde sermaye hareketlerine yer vermeyen geleneksel yaklaşımların eksiklikleri giderilmeye çalışılmıştır. Geleneksel yaklaşımlarda ödemeler bilançosunun sadece mal ve hizmet hareketleri bulundurulmakta, sermaye hareketleri ise göz ardı edilmektedir. IS-LM modelinin sınırlı sermaye hareketliliği koşulları altında, açık ekonomilere uygulanmış olan ve şekli, bu analiz ile gerçekleşmektedir. Ayrıca Mundell–Fleming modeli IS-LM modeline ödemeler dengesi (Balance of Payments) dâhil ederek açık ekonomiye uyarlanmış ve kısa dönem için geçerliliği olan bir modeldir (Tunca, 2005:349-357). Mundell-Fleming modelinin diğer varsayımları; para talebi, yurtiçi faiz oranının negatif fonksiyonu iken ve yurtiçi gelir düzeyinin pozitif fonksiyonudur. Para arzı döviz kurunun hedeflenen seviyesinin sapmasından negatif etkilenmektedir. Ayrıca modele göre nominal ücret ve fiyatlar sabittir.

Mundell –Fleming modelinde, sabit kur ve esnek döviz kurlarının ekonomi politikalarına olan etkileri analiz edilmektedir. Sınırsız sermaye hareketliliğinin olduğu ekonomilerde yurtiçi faiz oranı ve uluslararası faiz oranları arasındaki farklar, sermayenin yer değiştirmesine yol açmaktadır.

Tam sermaye hareketliliği (perfect capital mobility) ve sabit kur sisteminin uygulandığı bir ekonomide para otoritesinin genişletici para politikası uygulaması

faiz oranlarının düşmesine ve ülkeden sınırsız sermaye çıkışının yaşanmasına neden olmaktadır. Ülkeden sınırsız sermaye çıkışının yaşanması ödemeler dengesini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca sermaye çıkışı ile dövize olan talep artmakta ve döviz kurları yükselmektedir. Sabit kur sistemini uygulayan ülkeler, Merkez Bankaları aracılığıyla kurların yükselmesine izin vermediği için Merkez Bankası piyasaya döviz satarak piyasadaki ulusal para satın almaktadır. Bu durum karşısında Merkez Bankasının döviz rezervleri erimekte ve para arzı düşmektedir. Uygulanan para politikası ülkenin döviz rezervlerinin azalmasına, fakat ulusal gelirin değişmemesine yol açmaktadır. Tam sermaye hareketliliği ve sabit kur sistemi karşısında uygulanan para politikası etkili olmamaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010:166-167).

Esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde, tam sermaye hareketliliği koşulları altında genişletici para politikası izlenmesi, yurtdışı faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarına göre düşmesine ve ülkeden sermaye çıkışının yaşanmasına neden olmaktadır. Ülkeden sermaye çıkışının yaşanması, ulusal paraya olan talebin azalmasına, dövize olan talebin ise artmasına sebep olmaktadır. Sonuç olarak döviz fiyatları ve döviz kurları yükselmektedir. Esnek kur sisteminde Merkez Bankasının döviz kurlarına müdahale etmesi söz konusu olmadığı için, döviz kurlarında yaşanan yükseliş, ihracat miktarının arttırırken, ithalat miktarının azaltmaktadır. Bu durumdan ödemeler bilançosu pozitif yönde etkilenmektedir. Dolayısıyla tam sermaye hareketliliği koşulları altında esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde genişletici para politikası etkili olmaktadır.

Tam sermaye hareketliliği ve sabit kur sisteminin uygulandığı ekonomilerde genişletici bir maliye politikası izlenmesi, yurtdışı faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarına göre yükselmesine neden olmaktadır. Yurtdışı faiz oranlarının yükselmesi ülkeye sermaye girişini hızlandırarak, döviz rezervlerinin artmasına ve ulusal paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Ancak sabit kur sisteminde Merkez Bankası piyasaya ulusal para satarak karşılığında piyasadaki döviz alımı gerçekleştirmektedir. Ulusal para arzındaki artış, yurtdışı faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Bu düşüş yurtdışı faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarına eşit oluncaya kadar devam etmektedir. Gelir düzeyinde ortaya çıkan artış, tam sermaye hareketliliği ve sabit kur

sisteminin uygulandığı ekonomilerde maliye politikasının etkili olduğunu göstermektedir.

Tam sermaye hareketliliği ve esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde genişletici maliye politikasının izlenmesi yurtiçi faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarına göre yükselmesine ve ülkeye yurtdışından sermaye girişine neden olmaktadır. Ülkeye sermaye girişinin yaşanması ulusal paraya olan talebin artmasına ve döviz talebin ise azalmasına yol açmaktadır. Bu durum döviz kurlarını düşürerek ulusal paraya değer kazandırmaktadır. Ancak ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi ihracat miktarının azalmasına ithalat miktarının artmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak genişletici maliye politikası, ulusal paranın değer kazanmasına ve ihracat seviyesinin azalmasına neden olduğundan tam sermaye hareketliliği ve esnek kur koşulları altında politika etkin olmamaktadır.

Sonuç olarak, Mundel –Fleming modelinin en büyük eksikliği, kısa dönemde meydana gelen değişimleri açıklarken uzun dönemde ortaya çıkan değişimleri göz ardı etmesidir. Ayrıca varlık piyasasının işleyişinde faiz oranları farklılığının stok-akım değişken kapsamında açıklanmasında yetersiz kalmasıdır. Yaklaşımına göre döviz kurunda yaşanan değişimlerin nominal değil, reel olduğu varsayılmaktadır (Bulut, 2005:111).

1.11.6. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı

Faiz haddi paritesi (interest rate parity) yaklaşımı; faiz oranları, spot ve forward döviz kurları ve spekülörlerin beklentileri arasında bir ilişki kurmaya çalışılmaktadır. Ayrıca yaklaşım, spot ve vadeli döviz kurları ile nominal faiz oranları arasında bir bağ oluşturmaktadır. Tek fiyat kanununun, faiz haddi paritesi yaklaşımında para piyasalarına uygulanmış halidir. Faiz haddi paritesi yaklaşımında, farklı iki ülkede aynı riske sahip belirli iki finansal varlığın belirli bir dönem sonunda getirilerinin eşit olacağı ifade edilmektedir. Bir başka deyişle, aynı risk sınıfına sahip yatırımlara farklı ülke piyasalarında eşit faiz oranı belirlenmektedir. Fakat farklı ülkelerde faiz farklılıklarının olması arbitraj faktörünün ortaya çıkmasına neden olmakta ve durum karşısında iktisadi ajanlar iki finansal varlığın getiri oranları eşit oluncaya kadar arbitraj işlemine devam etmektedir. Kâr unsuru ortadan kaktığı zaman yatırımcıların yurtiçi veya yurt dışına yatırım yapması kâr açısından bir fark oluşturmamaktadır.

Faiz haddi paritesi yaklaşımına göre, döviz kurlarında denge koşulunun sağlanması için ülkeler arasındaki faiz oranları farklarının spot ve forward kurları arasındaki farka eşit olması gereklidir. Çünkü ülkeler arasındaki faiz oranlarının farklı olması faiz arbitrajının oluşmasına neden olurken, diğer taraftan spot kurlar ile forward kurlar arasındaki ilişkinin belirlenmesi açısından önem arz etmektedir. Faiz oranları paritesi yaklaşımında, düşük faiz oranına sahip ülkenin parası yüksek faiz oranına sahip ülkenin parası karşısında vadeli piyasalarda aradaki fark kadar prim oluşmasına neden olmaktadır. Ayrıca yüksek faize sahip ülkenin parası da bu fark kadar iskonto yapılmasına sebep olmaktadır. Ülkeler arasındaki faiz oranları farklılıkları döviz kurlarını etkilemektedir. Fisher etkisine göre, belirli bir zaman dilimi içerisinde ülkeler arasındaki faiz oranlarının göreceli enflasyon oranlarına göre değişeceği beklenmektedir. Yapılan çalışmalarda yüksek enflasyona sahip ülkelerde nominal faiz oranlarının genellikle daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Genelleştirilmiş Fisher Etkisi veya Açık Fisher Etkisi yaklaşımında, ülkeler arasındaki faiz oranları farkının beklenen döviz kuru değişiklikleri ile uyumlu bir şekilde hareket ettiği belirtilmektedir. Bu hipoteze göre, iki ülkedeki nominal faiz oranlarının farkı, ilgili ülkelerin beklenen enflasyon oranları farkına eşit olması gerektiği ifade edilmiştir (Seyidoğlu, 2015:448). Genelleştirilmiş Fisher Etkisi yaklaşımını formül ile gösterecek olursak,

$$\dot{I}_A - \dot{I}_B = P_A - P_B \quad (10)$$

Formülde \dot{I}_A ve \dot{I}_B sırasıyla A ve B ülkelerindeki nominal faiz oranlarını, P_A ve P_B ise sırasıyla A ve B ülkelerindeki beklenen enflasyon oranı ifade etmektedir. Fisher'e göre, bir ekonomide reel ve parasal sektörler birbirinden bağımsızdır. Dolayısıyla reel getiri oranlarının reel faktörler tarafından ve mali getiri oranlarının ise parasal faktörler tarafından belirlendiği savunulmaktadır. Genelleştirilmiş Fisher Etkisine göre, beklenen enflasyon oranı ne kadar yüksek ise, nominal faiz oranı da o ülkede o kadar yüksek olacaktır. Bu durumun temel nedeni ise reel varlıklar ve mali varlıklar arasında arbitraj mekanizmasının oluşudur. Özetlemek gerekirse, mali fonların ülkenin para piyasasına yatırılmasıyla kazanılacak reel faiz getirisi diğer ülkeye göre daha yüksek olması halinde, kısa vadeli fonlar reel faizi düşük olan ülkeden, yüksek reel faize sahip olan ülkeye doğru hareket edecektir. Hükümet müdahaleleri ve çeşitli engellerin bulunmadığı bir durumda arbitraj mekanizması reel

faizler eşitleninceye kadar devam etmektedir. Sonuç olarak iki ülkenin reel faiz oranı eşitlendiğinde ise, nominal faiz oranının farkı, beklenen enflasyon oranının farkına eşit olmaktadır (Seyidoğlu, 2015:448-451).

Uluslararası Fisher Etkisi, Satın Alma Gücü Paritesi ve Genelleştirilmiş Fisher Etkisi kombinasyonu olarak düşünülmesi gereken bir teoridir. Uluslararası Fisher etkisine göre, iki farklı ulusal paranın nominal faiz oranlarının para birimleri arasında beklenen döviz kuru değışmelerini yansıtacağı savunulmuştur. Ülkeler arasındaki faiz oranları ile döviz kurları arasındaki bu ilişki Uluslararası Fisher etkisiyle açıklanmaktadır. Bir başka değışle bu teori, döviz kurlarının zaman içerisinde nasıl değıştiğini açıklamak için enflasyon oranları farkını kullanmak yerine faiz oranları farkını kullanmıştır. Fakat faiz oranları ile enflasyon oranlarıyla birbiriyle yüksek düzeyde ilişkilidir. Uluslararası Fisher etkisini formül ile gösterecek olursak,

$$I_{TR} - I_{US} = \frac{E(S)-S}{S} \quad (11)$$

Eşitlikte sol tarafta TR ve US ülkelerin nominal faiz oranları farkı gösterilirken, eşitliğin sağ tarafında ilgili ülkelerin döviz kurlarında beklenen değışim ifade edilmiştir (Seyidoğlu, 2003: 357-358). Uluslararası Fisher etkisi SGP ile Genelleştirilmiş Fisher etkisinden dolayı olarak elde edilmiştir. SGP Teorisine göre, kurlarda beklenen değışme ülkelerin enflasyon oranları farkına eşit olmaktadır. Genelleştirilmiş Fisher Etkisinin de ise, kurlarda beklenen değışim nominal faiz oranlarının farkına eşittir. Bu anlamda uluslararası Fisher etkisini aşağıdaki şekilde de göstermemiz mümkündür.

$$P_{TR} - P_{US} = I_{TR} - I_{US} = \frac{E(S)-S}{S} \quad (12)$$

Yukardaki denklemde iki ülkenin enflasyon oranları ve nominal faiz oranlarının farkı, ilgili ülkenin döviz kurlarındaki beklenen değışime eşittir. Dolayısıyla enflasyon oranı yüksek olan ülkede faiz oranı da yüksek olacağı için döviz kuru yükselecektir. Döviz kurunun yükselmesi ulusal paranın değer kaybetmesine yol açacaktır (Seyidoğlu, 2003: 358). Ters durumda, enflasyon oranı düşük olan ülkede faiz oranı da düşecek ve bu durum döviz kurunun düşmesine neden olacaktır. Döviz kurunda yaşanan düşüş ulusal paranın döviz piyasasında değer kazanmasına yol açacaktır. Bazı ülkelerde yüksek enflasyon oranları görülmesine rağmen Merkez Bankaları piyasaya müdahale ederek, döviz kurlarının

yükselmesine izin vermeyebilir. Bu durum dövizin vadeli priminin, enflasyon oranları ve faiz oranları farkından daha küçük olmasına neden olmaktadır. Bu sayede ülkeye kısa süreli yabancı sermaye fonların girişi sağlanarak ödemeler bilançosundaki sorunların çözülmesi amaçlanmaktadır. Ancak kısa süreli yabancı sermaye fonları ülkede yaşanabilecek herhangi bir ekonomik ve siyasi sorun karşısında ülkeyi terk ederek mali krizin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

Sonuç olarak faiz haddi paritesi yaklaşımı, kısa dönemde ülke ekonomisi açısından olumlu sonuçların yaşanmasını öngörmemektedir. Ancak bu yaklaşım uzun dönemde etkili olmaktadır. Ayrıca faiz haddi paritesi yaklaşımında, işlem maliyetlerinin oluşması, risk primlerinin varlığı, sermaye kontrolünün yapılması, ülkelerin farklı vergi uygulamaları benimsemeleri ve risk primlerinin oluşması nedeniyle yaklaşım eleştirilmektedir. Ayrıca faiz haddi paritesi yaklaşımının en büyük eksikliklerinden biri, risk primi ve faiz oranlarının değişebilir olması ve faizi etkileyen faktörlerin tam olarak açıklanamamasıdır (Öztürk ve Bayraktar, 2010:177).

1.11.7. Para İkamesi Yaklaşımı

Genel olarak para ikamesi ile ilgili çalışmalar Bretton Woods sisteminin çöktüğü 1970'li yıllarda yapılmıştır. Bretton Woods sisteminin çökmesi sonrasında ülkeler uygulamış oldukları kur sistemlerinde değişikliğe gitmiş, sabit kur uygulaması yerine dalgalı kur sistemini hayata geçirmişlerdir. Bu durum, ulusal paralar arasında talep kaymalarının ortaya çıkmasına neden olmuş ve para ikamesi yaklaşımının ortaya çıkmasına ortam sağlamıştır. Sonuç olarak, ülkelerin iç bağımlılık problemi artmış ve ülkelerde ortaya çıkan ekonomik olumsuzlardan diğer ülkelere de nasibini almıştır.

Bir ülkede ulusal para yerine yabancı paranın kullanımının yaygınlaşması, para ikamesi olgusunu doğurmaktadır. Yabancı paranın ulusal para için ne ölçüde alternatif olacağını, ülkenin finansal sisteminin gelişmişlik derecesi göstermektedir. Bu açıdan bakıldığında ülkelerin ulusal paralarının hesap birimi olma, işlemlere aracılık etme ve değer saklama aracı olma fonksiyonlarını yitirerek, başka bir yabancı paranın bu fonksiyonları üstlenmesi durumunda para ikamesi olgusu ortaya çıkmaktadır. Genel anlamda yurt içindeki yerleşiklerin ulusal para yerine yabancı para tutmalarına para ikamesi denilmektedir (Calvo ve Vegh, 1992: 1). Para ikamesi

sorunun yaşandığı ülkelerde reel ve finansal anlamda birçok ekonomik sorun ortaya çıkmaktadır.

Para ikamesi sorunu daha çok yüksek enflasyon oranlarına sahip ülkelerde iktisadi belirsizlikler ve dalgalanmalar sonucunda ulusal paraların zayıf olmasından dolayı oluşmaktadır. Para ikamesi, bir portföy farklılaştırması olarak görülebilir, yurt içindeki halkın portföyünde hem yerli hem yabancı para cinsine yer vermesi şeklinde kendini göstermektedir. Bu yüzden para ikamesi, ülkenin karşılaşılabileceği ekonomik olumsuzlara karşı halkın gelirlerinin ve servetlerinin değerini yitirmemesi amacıyla, fayda maksimizasyonuna göre hareket etmelerinden kaynaklanır. Para ikamesinde genellikle ekonomik olarak daha güçlü ülkelerin parası tercih edilmektedir. Bu paralar dolar veya euro olarak görülmektedir. Para ikamesi kavramı, dolarizasyon, eurozasyon şeklinde de adlandırılmaktadır.

Ekonomik birimlerin enflasyon, devalüasyon gibi faktörlerden dolayı ulusal paraya olan güvenini kaybetmesi sonucunda, yabancı ve daha güvenilir paralara yönelmesine fiili para ikamesi denilmektedir. Yüksek enflasyon sonucunda çoğu zaman kiralar, ücretler, araba fiyatları, diğer mal ve hizmetlerin bedelleri yabancı para birimine endekslenmektedir. Özellikle büyük miktarda para transferini içeren bazı işlemler yabancı para cinsinden gerçekleştirilmektedir (Calvo ve Vegh, 1992: 3-4). Fiili para ikamesinin ülke ekonomisinde ortaya çıkması kayıt dışı ekonominin büyümesine ve yabancı paranın ulusal paraya nazaran ekonomide değişim aracı olarak daha çok kullanılmasına yol açmaktadır.

Para ikamesinin en önemli nedenlerinden biri de, ülkeler arasında ortaya çıkan faiz farklılıklarından yararlanmak için yapılan arbitrajdır. Bu durum kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının serbest olduğu gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkar ve yüksek enflasyonla ilişkili bir husustur. Yüksek enflasyona sahip olan ülkelerde, enflasyona bağlı olarak risk primi yüksek olduğu için, döviz cinsinden mevduatlara uygulanan nominal faiz oranları, reel faiz oranları yüksek olmaktadır. Bu durum karşısında, kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeye yönelmesi para ikame derecesinin artmasına yol açmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme politikalarının uygulanması, para ikamesinin derecesini arttırmakta ve ulusal paranın ihtiyat güdüsüyle tutulma eğilimini, ekonomik gücü daha yüksek bir para birimine kaydırmaktadır.

Para ikamesi seviyesinin artmasına sebep olan bir diğer neden ise politik belirsizliktir. Politik belirsizliğin oluşu ülkedeki yatırımcıları gelecek konusundaki beklentilerinin olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır. Bu durum yatırımcıların portföylerinde daha fazla yabancı varlığa yer vermesine ve dövize olan talebin artmasına sebep olmaktadır.

Para ikamesi, sabit ve değişken kurlar üzerinde önemli etkilere sahiptir. Sabit kur sisteminin uygulandığı bir ülkede, ulusal paranın devalüasyon beklentisinin oluşması, ulusal paraya olan güvenin sarsılmasına ve dövize doğru kitlesel bir ikamenin oluşmasına neden olmaktadır. Bu durum Merkez Bankasının döviz rezervlerinin erimesine yol açmaktadır. Para ikamesi yaklaşımı istikrarlı bir ulusal paraya ve düşük enflasyon oranlarına sahip ülkeler için geçerliliğini yitirmektedir. Fakat para ikamesi yaklaşımı, yüksek enflasyon oranlarına ve istikrarsız bir ulusal paraya sahip ülkelerde döviz kurlarında yaşanan hareketliliğin açıklanmasında oldukça etkilidir. Para ikamesi olgusu, az gelişmiş ülkelerde para basma yetkilerinden kaynaklanan senyoraj gelirlerinde büyük bir azalma meydana getirmektedir. Para ikamesinin yaşandığı ülkelerde Thiers yasası geçerli olmakta ve yasaya göre, iyi para kötü parayı piyasadan kovmaktadır (Ertürk, 1994: 74).

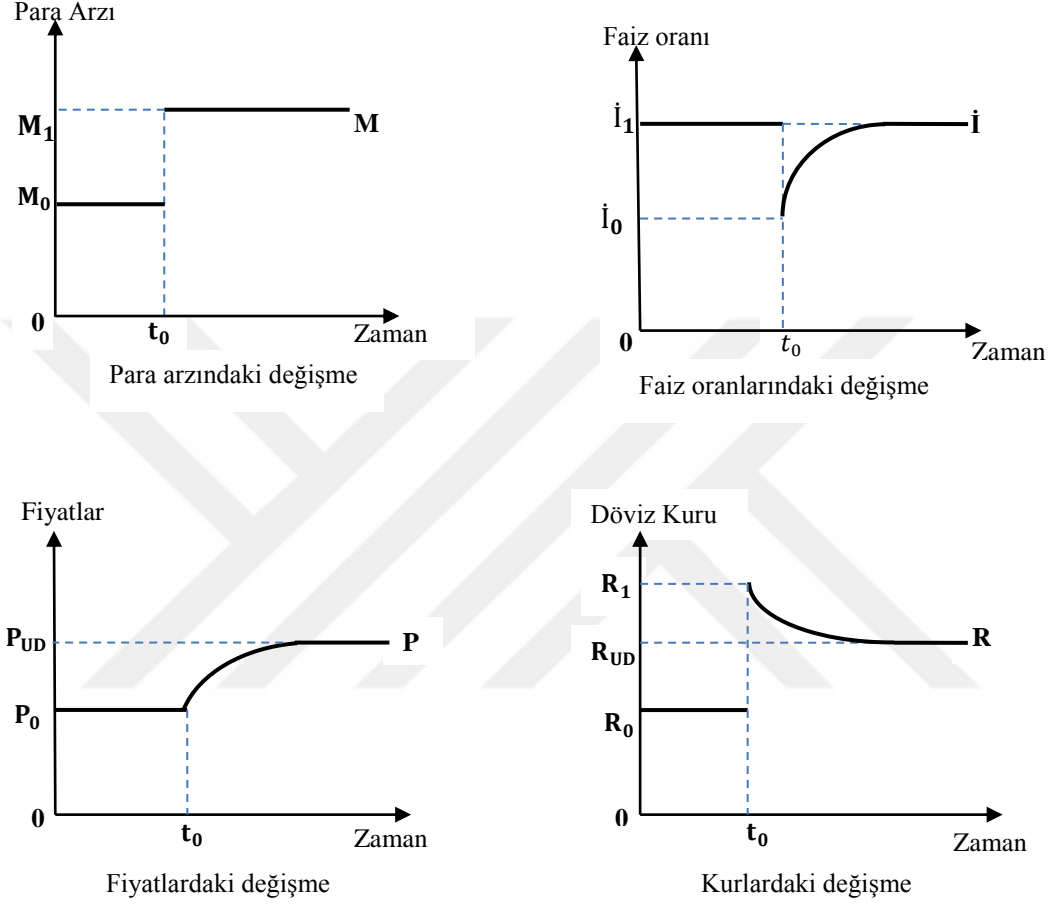
1.11.8. Döviz Kurlarında Hedefi Aşma Yaklaşımı

Rudiger Dornbusch tarafından 1976 yılında geliştirilen kurlarda hedefi aşma yaklaşımı, döviz kurlarının belirlenmesinde reel faktörlerle finansal faktörleri bir arada değerlendiren ilk yaklaşım olarak göze çarpmaktadır. Gerçekleşen değişimler karşısında finansal piyasaların tepkisi, reel piyasaların tepkisinden daha hızlıdır. Finansal piyasalar ve reel piyasalar arasındaki bu hız farkı, kısa dönemde kurlar üzerinde etkisini göstermektedir. Yaklaşımına göre döviz kurlarında dengenin bozulması, reel piyasalar ile finans piyasalar arasındaki asimetric bir ilişkinin oluşundan kaynaklanmaktadır. Bu yüzden döviz kurlarındaki istikrar, mal ve hizmet piyasalarının finansal piyasalara uyum sağlama hızlarına bağlı bulunmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010:177-178).

Kısa dönemde döviz kurlarının uzun dönemde denge değerinin çevresinde dalgalanmasına döviz kurlarında hedefi aşma (exchange rate overshooting) denilmektedir. Yaklaşımına göre, döviz kurları bir finansal varlığın fiyatı olarak görülmektedir. Finansal varlıklar borsalar aracılığıyla parasal etkilere tepki

göstermekteyse, döviz kuru mekanizması da aynı şekilde işlemektedir. Döviz kurlarında hedefi aşma aşağıdaki şekil ile açıklanmıştır.

Şekli 5: Döviz Kurlarında Hedefi Aşma



Kaynak: Seyidoğlu, 2015: 472

Şekil 5'e göre; t_0 gibi ilk dönemde tüm değişkenler denge durumundadır. Para arzı M_0 , fiyatlar P_0 , faiz oranı i_0 ve döviz kurları R_0 şeklinde ifade edilmiştir. T_0 'dan sonraki dönemde Merkez Bankası piyasadaki para arzı arttırması durumunda, para arzı M_1 seviyesine yükselmiştir. Para arzındaki yükseliş uyum sürecinin harekete geçmesine sebep olmakta ve faiz oranları etkilenecek oramlar i_1 'den i_0 seviyesine düşmektedir. Diğer bir ifadeyle, para arzındaki artış ülkedeki yerli tahvillerin fiyatını yükselterek faiz oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Yatırımcılar bu durum karşısında portfolyolarındaki yerli menkullerin payını azaltarak, yabancı menkullerin payını arttırmakta ve döviz kurunda ani bir yükselişin

ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Ancak faiz oranındaki düşüşe reel piyasaların verdiği tepki bu kadar hızlı değildir. Faiz oranlarının düşmesi, reel ekonomide yatırımların artmasına katkı sağlamaktadır. Bu durum; milli gelirin, ithalatın ve belirli bir ölçüde fiyatlar genel düzeyini arttırarak, döviz kurunu yükseltmektedir. Ayrıca döviz kurlarında yaşanan yükseliş ihracat seviyesini arttırırken, ithalatı seviyesini azaltmaktadır. Ödemeler bilançosu bu durumdan pozitif yönde etkilenmekte ve ulusal para değer kazanmaktadır. Sistemin bu şekilde işlediği varsayılsa bile, etkilerinin ortaya çıkması uzun zaman almaktadır. Fiyatlar ancak uzun dönemde tepki göstereceği için henüz beklenen fiyat artışı yaşanmamaktadır. Kur değişimlerinin uzun dönemde denge düzeyinin üzerine çıkmasının en büyük nedeni de budur. Belirli bir dönemden sonra, reel piyasaların kur değişimlerinden etkilenmesi sonucunda fiyatlar yükselmeye başlamaktadır. SGP teorisinin öngördüğü şekilde fiyatlardaki yükseliş kurların düşüş eğilimine girmesine neden olmaktadır. Şekil 5'e göre, fiyatlar uzun dönemli denge düzeyine ulaştığında yani P_{UD} 'ye, kurlarda uzun dönemli denge düzeyine R_{UD} 'ye ulaşır. Böylece döviz kurları uzun dönemli düzeyine inerek denge sağlanmaktadır.

Dışsal bir gelişme sonucunda reel kesimde ortaya çıkan değişimler uzun dönemli denge değerlerine ulaşmadan, büyük ihtimalle yeni bir dışsal olay ortaya çıkmakta ve bu mekanizmanın sürekli bu şekilde işlemesine yol açmaktadır. Eğer dışsal bir gelişme karşısında reel piyasalar hemen tepki gösterebilseydi, kısa dönemli kurlar ile uzun dönemli kurlar ile aynı seviyede bulanacağı için kurlarda hedefi aşma olgusu ortaya çıkmayacaktır (Seyidoğlu, 2003: 391-392).

1.11.9. Etkin Piyasalar Kuramı Yaklaşımı

Küreselleşme ile birlikte, günümüzde reel ve finansal sektörlerin birbirleriyle olan etkileşimi hızla artmıştır. Bu etkileşimin artması piyasaların beraber hareket etmesine neden olmaktadır. Ayrıca sermaye piyasaları ekonomiye kaynak sağlamak ve risk paylaşımı açısından ekonominin lokomotifidir. Bu açıdan sermaye piyasalarının etkin işlemesi sektörler açısından önem arz etmektedir.

Piyasa etkinliği kavramına ilk olarak Eugene F.Fama tarafından geliştirilen etkin piyasalar teorisinde (efficient markets theory) değinilmiştir. Döviz kurlarının açıklanmasında, uluslararası sermaye piyasalarında meydana gelen gelişmelerden yararlanılmıştır (Fama, 1970: 383-417). Ayrıca teoriye göre finansal varlıklara ait

bilgilerin piyasaya ulaşması halinde, anında değerlendirileceği ve elde edilen bilginin işlem gören varlıkların değerine yansıtılacağı ifade edilmiştir. Bu sayede piyasada adil fiyatın oluşacağı belirtilmektedir. Fama'nın oluşturduğu teori doğrultusunda bir piyasanın etkin olabilmesi için gerekli koşulları aşağıdaki şekilde özetlemektedir (Fama, 1970: 387).

- Alım ve satım amaçlı kullanılan menkul kıymetler üzerinde işlem maliyeti olmamasının gerektiğini ifade etmiştir.

- Mevcut olan tüm bilginin bütün piyasa katılımcıları tarafından bedelsiz olarak temin edilebilmesi gerektiğini belirtmiştir.

- Cari fiyatlar üzerinden mevcut bilginin etkisine ve her menkul kıymetin gelecek fiyatının belirlenmesinde, bütün yatırımcılar ve piyasa profesyonelleri hemfikir olmalıdır. Bu sayede piyasada menkul kıymetin cari fiyatı açıkça elde edilerek mevcut bilgileri yansıtacaktır.

Etkin piyasalar yaklaşımı, döviz piyasasının etkin bir şekilde işlediği varsayımı üzerine kurulmaktadır. Gelecekte ortaya çıkabilecek her türlü bilginin piyasaya hızlı bir şekilde yansıdığını ve cari döviz kurlarının bu bilgiler doğrultusunda tekrar şekillendiğini kabul etmektedir. Yaklaşım, piyasalardaki mal ve hizmet fiyatların uzun vadede değişebildiğini, ancak yabancı para ve menkul değer alışı satışı işlemlerinin, kısa vadede gerçekleşebildiğini belirtmektedir. Bu yüzden kısa vadede döviz kurlarının oluşumunda finansal faktörler önem arz etmektedir.

Etkin piyasa kuramına göre, piyasada herhangi bir zamanda oluşan döviz kurları, o zamanda ortaya çıkan mevcut tüm bilgiyi kullanarak oluştuğu varsayılmaktadır. Bu bakımdan döviz piyasalarının etkinliği iki temel varsayım altında ifade edilebilmektedir. Varsayımlardan ilki, finansal varlıklar arasında tam ikame olgusu geçerliliğidir. Varsayımına göre, mükemmel arbitraj durumu söz konusudur. Arbitraj yapanlar işlem yaptıkları farklı finansal varlıkların taşıdığı risklere karşı kayıtsız kalmaktadır. Ayrıca farklı paralar cinsinden ifade edilen finansal varlıkların beklenen getirileri eşittir. Kabul edilen varsayımlardan ikincisi ise, piyasada işlem yapan bireylerin akılcı beklentilere sahip olmalarıdır. Bu varsayımına göre, işlem yapanların mevcut olan bütün enformasyonu kullanarak öngöründe buldukları ifade edilmektedir.

Döviz piyasasının etkin olmasında beklentilerin rasyonel olması önem arz etmektedir. Piyasanın etkinliği yaklaşımı gibi rasyonel beklentiler yaklaşımı da piyasada işlem yapanların geleceğe ilişkin tahminlerini oluştururken sistematik hata yapmadıklarını varsaymaktadır (Ay, 2001: 135).

1.11.10. Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı

Rasyonel beklentiler teorisi ilk olarak John F. Muth tarafından 1961 yılında “Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi” (Rational Expectations and the Theory of Price Movements) çalışmasıyla ortaya çıkmıştır. Muth, yayınladığı çalışmada enflasyonist dönemlerde ekonomik birimlerin, rasyonel beklentilere (rational expectations) sahip olduğunu ifade etmiştir (Muth, 1961). Ayrıca Muth’un rasyonel beklentiler hipotezine göre, ekonomik karar birimleri mevcut bilgiyi en etkin şekilde kullanarak gelecekle ilgili doğru öngörülerde bulunacağını açıklamaktadır.

1970’ li yılların sonlarına doğru Robert. E. Lucas, Thomas J. Sargent, Neil Wallace ve Robert J. Barro gibi ünlü iktisatçılar rasyonel beklentiler üzerine önemli çalışmalar yayınlamışlardır. Teoriye göre karar birimlerinin, iktisat politikası uygulamaları ve bu uygulamaların yaratacağı etkiler hakkında yeterli enformasyona sahip olduğu ifade edilmiştir. Bu yüzden sistematik bir hata yapmaları mümkün olamamaktadır. Yaklaşımına göre, bireylerin gerekli olan bilgilere sahip olduklarında aynı tür hataları sürekli tekrarlamayacakları ileri sürülmüştür.

Rasyonel beklentiler teorisi savunucuları; devletin uygulayacağı para ve maliye politikaları üretim, istihdam, fiyat istikrarı vb. ekonomik değişkenler üzerinde etkili olamayacağını iddia etmiştir. Bu yüzden aktif iktisat politikaları yerine istikrarlı politikaları benimsenmesi gerekli görülmüştür. Teoriye göre, devlet sadece oyunun kurallarını belirlemelidir. Bireyler, hangi imkânların kendilerine uygun olup olmadığını ve muhtemel sonuçlarını önceden öngörmektedir. Rasyonel beklentiler teorisine göre ekonomide para arzı artırıldığında, bireyler bunun belli bir zaman sonra fiyatlar genel seviyesi ile birlikte nominal faiz oranına yansıtacağını ve bu oranların yükseleceğini öngörebilmektedir. Bireyler para arzındaki artışın enflasyonist bir etkiye yol açacağını bildikleri için bu duruma karşı rasyonel davranışlarda bulunacaklardır. (Aktan, 2010: 184).

Döviz işlemleri gerçekleştiren karar birimleri, döviz kurlarının gelecek değeri için bir tahminde bulunurken piyasadaki göstergeleri takip etmektedir. Bu sayede elde edilen bilgileri en etkin şekilde kullanıp gelecekle ilgili beklentilerine göre hareket etmektedir. Bu yaklaşıma göre, karar veren birimler yalnızca döviz kuru, enflasyon, bütçe açığı gibi temel makro ölçekteki ekonomik değişkenlerin değil, aynı zamanda bu değişkenlere gelecekte etki edecek faktörler hakkında da bilgileri değerlendirerek geleceğe yönelik beklentilerini şekillendirmektedir. Burada önemli olan elde edilen bilgilerin geleceğe yönelik beklentileri oluşturulurken en iyi şekilde kullanılmasıdır. Fakat bu beklentilerde sapmalar ortaya çıkmaktadır. Yapılan tahmin sayısının çok olması beklenen değerden sapmaların sıfır olmasına ve tahminden kaynaklanan hataların rastsal olmasına yol açmaktadır. Rasyonel beklentiler yaklaşımının döviz piyasasına uygulanması halinde, dövizin gelecekte alacağı değeri belirleyen tüm bilgilerin vadeli kurlar içinde yer aldığı varsayılmaktadır. Ancak cari kur, vade sonundaki kur seviyesini belirleyen rasyonel bekleyişe bir risk primi eklenmesini gerektirmektedir. Fakat karar birimleri, yabancı para ve ulusal para arasındaki risk konusunda yansız bir davranış gösterirlerse, piyasa etkinliği gereği vadeli kurlar anında teslim kurlarının sapmasız bir tahmin edicisi olmaktadır.

Sonuç olarak, rasyonel beklentiler yaklaşımı, gelecekteki kur değişmelerini öngörmede yeterli değildir. Çünkü rasyonel bekleyişlere göre, döviz kurundaki değişmeler ortaya çıkan yeni haberlerin beklentiler üzerinde doğurduğu etkilerin bir sonucu olarak görülmektedir. Yeni bilgi ve haberlerin ise, düzgün bir şekilde ortaya çıkması için geçerli bir sebep bulunmamaktadır. Tersine, bilgi ve haberlerin rasgele olarak ortaya çıkması, kurların da rasgele biçimde etkilemesine neden olmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 181-182).

1.11.11.Yeni Bilgi Yaklaşımı

Yeni bilgi yaklaşımı, rasyonel beklentiler yaklaşımından türetilmiştir. Yeni bilgi yaklaşımında döviz kurlarında oluşan sapmalar açıklanmakta ve yeni bilginin, döviz kurları açısından önemine vurgu yapılmaktadır. Yeni bilgilerin ortaya çıkması iktisadi karar birimleri açısından önem taşıdığı için, spot döviz kurunun beklenen değerinde değişmelere neden olmaktadır. Yaklaşım, döviz kurlarının beklenmeyen soklar karşısında, vereceği tepkiyi açıklamaya çalışmaktadır. Ayrıca beklenmeyen

olaylar iktisadi karar birimlerinin döviz kuru ile ilgili oluşturduğu öngörülerin değişmesine sebep olmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 182).

Gelir seviyesi, beklentiler, faiz ve enflasyon oranları gibi faktörler döviz kurlarının belirlenmesinde büyük bir önem arz etmektedir. Ortaya çıkan yeni bilgilerin ve haberlerin bu faktörleri etkilemesi sonucunda döviz kurları da etkilenmektedir. Ayrıca politika yapıcıları tarafından daha önce kararlaştırılan politikalarda değişikliğe gidileceğinin açıklanması, karar birimlerinin beklentilerini değiştirerek ortaya çıkan yeni bilgiler doğrultusunda beklentilerini oluşturmaya sebep olmaktadır. Bu durum spot ve vadeli kurlarda dalgalanmaların yaşanmasına yol açmaktadır. Yeni bilgi yaklaşımına göre, döviz piyasasını etkileyen haberlere ve yeni bilgilere önem verilmesi gerekmektedir.

Siyasal iradenin iş dünyası ve mali sektörler hakkında yaptığı açıklamalar ve ortaya çıkan haberlerden döviz kurları etkilemektedir. Bir ülkenin devlet başkanının istifa etmesi, partiler arasında yaşanan sorunlar ve ülkede uygulanan ekonomi politikalarının güven vermemesi, ulusal paranın itibarını sarsacak ve döviz talebinin artmasına yol açacaktır. Bu durum karşısında döviz kuru yükselerek ulusal paranın değer yitirmesine sebep olacaktır. Fakat siyasi gelişmelerin olumlu yönde ilerlemesi ve ülkedeki mevcut ekonomik durumun ona eşlik etmesi, döviz kurlarının yükselmemesine neden olmaktadır. Bir başka deyişle, siyasi iradenin ve ekonominin birbiriyle istikrarlı bir grafik çizmesi, bireylerin ulusal paraya olan güvenini arttırmakta ve yabancı paralara olan taleplerini azalmaktadır. Bu sayede yabancı paraların değeri ulusal paraya göre düşmektedir. Bu gelişmeleri etkileyen en önemli faktör beklentilerdir. Ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanacağı yönünde bir inanç varsa kurlar düşmekte, tersi durumda ise kurlar hızla yükselmektedir (Eğilmez, 2003).

1.11.12. Spekülatif Kabarcıklar Yaklaşımı

Spekülatif kabarcıklar yaklaşımının çıkış noktası, piyasada oluşan döviz kuru ile ekonomik değişkenlere göre oluşan denge döviz kuru arasında farklılıkların olduğu varsayımdır. Bu farklılık önce genişleyip sonra hızla yok olacağı için, “Spekülatif Kabarcık” (Speculative Bubbles) olarak adlandırılmaktadır (Eroğlu, 2016: 114). Spekülatif kabarcıklar yaklaşımına göre, döviz kurlarındaki iniş ve çıkışların temel nedeni spekülâtorlerin kendileri açısından rasyonel olan

davranışlarıdır. Spekülatörler menkul kıymetleri ucuz bir fiyattan alıp, yüksek bir fiyattan satarak kazanç sağlamaya çalışmaktadır. Spekülatörler döviz kurunun düşme eğilimine girmeden önce kısa dönemde kurun daha çok değerleneceğini düşünerek, aşırı değerlenmiş paraya karşı talebi arttırıp kurun daha da değerlenmesine yol açmaktadırlar. Spekülatörlerin bu davranışları sonucunda bir para birimi aşırı değerlenmekte veya değer kaybetmektedir. Bu durum döviz kurunun denge döviz kurundan giderek uzaklaşmasına neden olmaktadır.

Joseph Stigliz'in 1990 yılında "Symposium on Bubbles" adlı çalışmasında varlık fiyatlarının bugün yüksek olmasının temel nedenini, yatırımcıların satış fiyatının yarın daha yüksek olacağına dair beklentilere sahip olmasına bağlamıştır. Ancak temel ekonomik göstergeler bunu doğrular nitelikte olmamasına rağmen bir kabarcık mevcuttur (Stiglitz, 1990: 13). Spekülatif kabarcığı aşağıdaki gibi formül ile göstermek mümkündür.

$$E = E^* + K \quad (13)$$

Formülde, E piyasa döviz kurunu, E^* denge döviz kurunu, K ise spekülatif kabarcığı ifade etmektedir. Döviz kuru kabarcığının işleyiş dinamiğini açıklayacak olursak; ekonomik birimler, temel ekonomik verileri göz önüne almaksızın, bir paranın değerinde artış olacağı beklentisine girmektedir. Bu beklentiden dolayı ekonomik birimler herhangi bir ulusal paraya olan taleplerini arttırarak, söz konusu olan para birimini değerini hızla yükselmektedir. Sonuç olarak döviz kuru yükselerek temel ekonomik denge değerinden uzaklaşmaktadır. Bu sayede ekonomik birimlerin başta sahip olduğu beklentiler gerçekleşmektedir. Piyasa, döviz kurunun gelişimini doğru öngörmüş olması sebebiyle etkin duruma geçmektedir. Ancak söylentiler yerini temel ekonomik verilerle yapılan hesaplara bıraktığında kurun değerindeki değişmelerin gerçeği yansıtmadığı ortaya çıkmaktadır. Beklentiler tersine dönerek kabarcığın patlamasına yol açmaktadır. Tüm bu gelişmeler piyasa istikrarını tehdit edecek niteliktedir.

Döviz kurunda ortaya çıkan kabarcıklar taklitçi davranışlar nedeniyle de meydana gelebilmektedir. Piyasada kısa vadede ortaya çıkacak herhangi bir kâr fırsatını değerlendirmeye çalışan araçların ve finansal yöneticilerin fazla olması döviz kurlarının bu grubun stratejilerine göre değişmesine neden olmaktadır. Kısa dönemde kurların üzerinde temel iktisadi göstergelerin etkisi ihmal edilmektedir.

Piyasayı yönlendiren profesyonel grupların davranışları birbirlerine benzeme eğilimindedir. Böyle bir ortamda beklentiler taklit sürecinde oluşmaktadır. Elde edilen bilgiler gruplar arasında hızla paylaşılmakta ve aynı öngörülerin oluşmasına yol açmaktadır. Piyasadaki işlemcilerin beklentilerini, temel ekonomik değişkenler yerine piyasadaki hâkim görüşe göre oluşturmasına sebep olmaktadır. Bu durumun yaşanmasının temel nedeni, ekonomik karar birimlerinin beklentilerini oluştururken, belli bir bedel karşılığında bilgi edinmek yerine, piyasadaki bedava bilgiyi kullanmak istemesidir. Piyasada oluşan fiyat, piyasanın psikolojisini yansıtmaktadır. Bu durumda, fiyat denge seviyesinden gittikçe uzaklaşmaktadır.



İKİNCİ BÖLÜM

2.1. KUR SAVAŞI OLGUSU

Kur savaşı kavramı aslında yeni bir kavram olmamakla birlikte, iktisatçı Joan Robinson tarafından 1930 tarihinde kur savaşı kavramını açıklamak için uygulanan politikayı “beggar-thy-neighbour” (komşu dilenci politikası) şeklinde ifade etmiştir. Robinson komşu dilenci politikası kavramını, İngiltere’de oynanan bir kart oyunundan esinlendiğini belirtmiştir. Bu oyun bir oyuncunun diğerini elemesi sonucunda gelir elde etmesi üzerine kurgulanmış bir kart oyunu olup, bu tür oyunlara günümüzde “sıfır toplamlı oyun” (zero-sum game) da denilmektedir.

Bir ülkenin rekabetçi devalüasyonlarla diğer ülkelere karşı yürüttüğü kur savaşının, uluslararası ekonomiye vereceği tahribat tahmin etmek mümkün değildir. Ülkelerin komşularını yoksullaştırmak için giriştiği devalüasyonlar ve dünya ticaretinin aksamasına sebep olan zorunlu gümrük vergilerinin uygulanması geçmişte görülen Büyük Bunalım hayaletinin tekrar canlanmasına neden olmaktadır. Bir kur savaşından asla olumlu sonuç çıkması beklenemez. Eylül 2010 sonlarında Brezilya Maliye Bakanı Guido Mantega’nın yeni bir kur savaşının başlamış olduğunu belirtmesi ile küresel finans açısından can sıkıcı bir durum oluşmuştur. Ancak Kur Savaşları kavramı, Küresel Finans Krizi’nin çok öncesinde, 1998 yılında Surjit S. Bhalla’nın “Chinese Mercantilism: Currency Wars And How The East Was Lost” adlı makalesinde değinilmiştir. Surjit S. Bhalla makalesinde 1997 Asya Krizinin ana sebebinin “Çin’in uyguladığı rekabetçi devalüasyonların neden olup olmadığı üzerine detaylı bir çalışma sunmuştur. Surjit S. Bhalla’nın “Kur Savaşları” kavramı daha çok bölgesel bir kur savaşını açıklamaktadır. Eylül 2010 yılı sonunda Brezilya Maliye Bakanı Guido Mantega’nın değindiği kur savaşları kavramı ise uluslararası boyuttaki bir kur savaşını açıklamaya yöneliktir (Rickards, 2017: 59).

Kur savaşlarında, ülkeler dış ticarete birbirlerine karşı rekabet avantajı sağlamak amacıyla ulusal para birimlerinin değerini düşürerek, ülkeleri için ithalatı pahalılaştırıp ihraç mallarının fiyatını daha ucuz hale getirmeyi amaçlamaktadırlar. Bu sayede dış ticarete diğer ülkelere karşı avantaj sağlarlar. (Pınar ve Uzunoğlu, 2013: 6).

Bir ülkede kişilerin ve işletmelerin işlerini büyütemediği, devlet harcamalarının kısıtlandığı bir ekonomiyi büyütmenin tek yolu net ihracatı arttırmaktır. Bunun en kolay yolu ise ülke parasının değerinin düşürülmesidir. Konuyu daha kolay anlatmak için örnek verecek olursak, Alman firmasının ürettiği araba fiyatlarının 40.000 Euro olduğunu varsayalım ve o zamanki döviz kuruna göre 1 euro = 1,50 dolara tekabül etsin. Bu durumda Alman firmasının üretmiş olduğu arabaların dolar fiyatı 60,000 dolar (yani, 40.000 Euro x 1,50 dolar/1 euro = 60,000 dolar) olması gerekir. Ardından Euro'nun 1,00 dolar seviyesine düştüğünü varsayalım. Artık 60,000 dolarlık arabanın değeri 40,000 dolar olacaktır (yani, 40.000 euro x 1,00 dolar/1 euro = 40,000 dolar). Bu düşüş ABD' deki alıcılar için Alman firmasının üretmiş olduğu arabaları daha cazip hale getireceğinden araba satışında ciddi bir miktarda artışa sebep olur. Alman araba imalatçısı firmanın araba başına 40,000 euro'luk geliri her iki durumda da aynı kalmıştır. Euro'nun devalüe edilmesi sayesinde Alman otomobil şirketi araba başına euro fiyatını düşürmeden daha fazla sayıda araba satabilecek konuma gelmiştir. Bu durum da ülkenin GSYİH'sını yükselterek ABD'nin yeni araba talebini karşılamak için Almanya'daki iş olanaklarını arttıracaktır. Bu durum sadece Almanya için geçerli değil; Fransa, İtalya, Belçika ve Euro kullanan diğer Avrupa ülkeleri için de geçerli olduğunu varsayarsak, bu etkinin sadece otomobil için değil ihracata konu olan diğer ürünler için de etki yaptığını görebiliriz.

Konuyu başka bir örnek ile açıklayacak olursak, Fransız şarabı, İtalyan ayakkabıları, Belçika çikolataları gibi ihracata konu olabilecek birçok kalem için aynı durum söz konusu olacaktır. Son olarak değinebileceğimiz kısım ise turizm ve seyahat alanında da bu etkinin kendisini gösterdiğidir. Euro'nun dolar karşısında 1,50'den 1,00'a düşmesi durumunda Paris'te bir Fransız şarabının 100 Euro olan fiyatını 150 dolardan 100 dolara düşürüp bunu ABD'li ziyaretçilerin bütçesine daha uygun hale getirebilir. Euro'nun dolar değerinde bu denli bir düşüş tüm Avrupa kıtasını etkileyecek ve dış ticarete konu olabilecek maddi ve gayri maddi mal ve hizmetlerde kendisini gösterecektir (Rickards, 2017: 60-62). Aslında devalüasyonun nasıl bir büyüme, iş imkânları yaratma ve büyük karlılık sağlayan güçlü bir mekanizma olduğu görülecektir. Ancak, devalüasyonun beraberinde getirdiği sorunlar ve beklenmeyen sonuçları kısa vadede ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla ihracatı

arttırmak için devalüasyona gitmek ülke ekonomisi için kolay bir durum değildir. Yüksek girdi maliyetine, rekabetçi devalüasyonlara, gümrük vergilerine, ambargolara ve sonunda küresel durgunluğa neden olabilir.

2.1.1. Kur Savaşlarının Öncüleri

Kur savaşlarının öncüsü olarak 1870 ile 1914 arasında hüküm süren klasik altın standardı ve beraberinde 1907 ile 1913 yılları arasında Federal Reserve'in kurulması ve son olarak 1914 ile 1919 yılları arasında yaşanan ülke ekonomilerini büyük bir tahribata neden olan I. Dünya savaşı ile Versailles Anlaşması gelir.

2.1.1.1. Klasik Altın Standardı (1870 ile 1914)

Altın ilk olarak Lidya kralı Groesus'un yönetiminde olduğu zamanda M.Ö altıncı yüzyıldan itibaren uluslararası para birimi olarak hizmet etmeye başlamıştır. 1870 ile 1914 yılları arasında klasik altın standardı, para olarak altının tarihinde özgün bir yere sahiptir. Bu dönemlerde enflasyon olgusunun yaşanmadığı, üretimin arttığı, işsizlik seviyesinin göze batmadığı ve yaşam standartlarını yükselten teknolojik gelişmeler sayesinde gelişmiş ülke ekonomilerinde yararlı bir deflasyon görülmesine sebep olmuştur.

Uygulanan altın standardı sayesinde ulusal paranın değeri altın cinsinden belirlenmektedir. Ülkenin para otoritesi tespit edilmiş fiyat üzerinden altını paraya, parayı da altına çeviren bir sistemi uygulamaya koymuş ve ülkeler arasında altın ithalatı-ihracatı serbest bırakılmıştır. Klasik Altın standardında, her ülke ulusal parasının değerini altına endekslediğinde tüm ulusal paralar altın aracılığıyla sabit kur ile birbirine bağlanmıştır. Bu sistemde ülkenin para stoku, ülkedeki altın miktarı ile ölçülebilmektedir. Dolayısıyla ülkedeki altın miktarının artması durumunda otomatik olarak para miktarı da artacak, altın miktarındaki azalma olması durumunda da ülkedeki para miktarı da azalacaktır. Ayrıca ülkedeki altın rezervinin artması ya da azalması durumunda, ödemeler dengesinin fazla veya açık vermesi durumu söz konusu olacaktır. Ödemeler dengesi fazla verdiği durumda ülkedeki altın rezervi artarken tersi durumda ülkedeki altın rezervlerinde bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Bu da altın standardı sisteminin, ülkedeki para hacminin dış ticaretle yakından ilişkili olduğunu açıklamaktadır (Aren, 2014: 181-184).

Klasik altın standardının en önemli avantajı kendisini yalnızca günlük açık piyasa işlemleri açısından değil, aynı zamanda altın madenini üretim

değişkenlikleriyle bağlantılı olarak kendini dengeleyen bir yapıya sahip oluşudur. Güney Afrika, Avustralya ve Yukon'da 1886 ile 1896 yılları arasında yapılan keşiflerle altın arzının üretiminden daha hızlı artmasına ve mal fiyatlarının hızla yükselmesine sebep olmuştur. Ancak bu durum altın üreticilerinin maliyetlerinin artmasına sebep olmuş ve üreticiler üretim seviyelerini düşürerek uzun vadeli fiyat istikrarını yeniden sağlamıştır. Tersisi durumda ise teknolojiye bağlı olarak üretim seviyesinin yükselmesi durumunda, fiyat düzeyi geçici olarak düşmüş, bu da paranın satın alma gücünün arttığını göstermiştir. Bu durum altın ve mücevherat sahiplerini satmaya sevk ederken, artan altın arzı sayesinde fiyat yeniden istikrara kavuşmuştur. Her iki durumda da geçici arz ve talep şokları uzun vadeli fiyat istikrarını sağlayan değişikliklere neden olmaktadır.

Klasik altın standardı 1914 ile 1918 yılları arasındaki Büyük Savaş öncesinde bir refah döneminin göstergesi olmuştur. Ancak, 1920'lerdeki savaş öncesi altın fiyatını kullanma çabaları, ülkeler açısından büyük bir borç yığını getirmiş ve altın değişim standardını deflasyonist bir güce dönüşmesine neden olmuştur. Bu yüzden 1914'ten beri uluslararası finans sisteminde saf bir altın standardı işleyişi görülmemiştir (Rickards, 2017: 70).

2.1.1.2. Federal Reserve'in Kuruluşu (1907-1913)

Kur savaşının öncülerinden ikincisi ise 1913'te Federal Reserve Sistemi'nin kurulmasıdır. 1906 yılında yaşanan San Fransisco depremi ve 1907 yılında ortaya çıkan finansal paniğin etkilerini hafifletmek için güçlü bir merkez bankasına duyulan ihtiyaç artmıştır. 1910 yılı kasım ayına gelindiğinde senatör N.W.Aldrich Wall Street Bankerleri, Rockefeller kontrolündeki CityBank of New York, Morgan kontrolündeki First National Bank of N.Y. yetkilileri J.P. Morgan'a ait Jekyll Island Clup'da gizlice bir araya gelerek yasa tasarısını birlikte hazırlamışlardır. Federal Reserve Yasası 23 Aralık 1913'de onaylanmıştır (Mullins, 1991, s. 26). Yeni kuruluşun adı Merkez Bankası değil, Federal Reserve sistemi olmuştur. Sistem tek bir kuruluştan oluşmamış, üyeleri bankerler yerine başkan tarafından seçilen ve Senato tarafından da onaylanan Federal Reserve Yönetim Kurulu'nun yönetimindeki bölgesel rezerv bankalarından oluşmuştur. Daha sonra 1930'larda yapılan düzenlemelerle merkezi yetki Washington D.C'deki Federal Reserve Başkanlar kuruluna verilmiştir. Citibank 2008'de ABD Federal Reserve sistemi tarafından

yapılan tarihteki en büyük banka kurtarma operasyonunun alıcısı olmuştur (Rickards, 2017: 74).

2.1.1.3.I.Dünya Savaşı ve Paris Barış Konferansı (1914-1919)

I. Kur savaşının son öncüsü Büyük Savaş'ın devamında yapılan Paris Barış Konferansı ve Versailles Anlaşmasıdır. 1914 yılında I. Dünya Savaşı'yla birlikte ülkeler altın standardına ara vermiştir. Bu dönemde ülkelerin altın stoklarında ciddi miktarda kayıplar görülmüştür (Aren, 2014: 185-186).

Savaşın başlamasıyla birlikte, savaşa katılan ülkelerin üretim miktarları hızla düşerken, yerli ve yabancı mallara olan talepleri de hızla artmıştır. Bu durum ticaret dengelerinin bozulmasına sebep olmuştur (Turan,1980: 45). 1919'da yapılan Paris Barış Konferansının amacı kalıcı bir barış sağlamak için müzakerelerde bulunmaktır. Ancak Paris Barış Konferansında tartışılan diğer konu ise Almanya'nın I. Dünya savaşının sorumlusu olduğu ve böyle bir girişime tekrar kalkışmaması için gerekli olan her türlü tedbirin alınarak, verdiği zararı karşılaması gerekli görülmüştür. Sorun yalnızca Almanya'nın Müttefiklere ödeyeceği tazminatlar değil, aynı zamanda da Müttefiklerin birbirine verdiği borçlardan oluşan karmaşık bir ağın olmasıdır.

I. Dünya Savaşı'nın sona ermesiyle dünya ticaretinde ve ödeme sisteminde ciddi problemler ortaya çıkmıştır. Bu durum ülkeleri uluslararası para sisteminin düzenlenmesi konusunda ciddi bir arayış içine girmesine neden olmuştur. Bu yüzden 1922 yılında Cenevre Konferansı yapılmıştır. Konferansın ana konusu döviz kurlarında yaşanan istikrarsızlık ve uluslararası ticarete ortaya çıkan aksamalardır (Aslan ve Terzi, 2013: 80).

Cenevre konferansında; Ülkelerin merkez bankaları arasında işbirliğinin yapılması, ülkelerin altına olan talebinin düzenlenmesi, altının satın alma gücünün dalgalanmasının önlenmesi, her ülkenin kendi parası karşılığında diğer ülke paralarını belli bir kur üzerinden alınıp ve satılabilmesi, kambiyo kontrollerine son verilmesi, gerekli önlemler alınarak kredi tahsisinin kontrol edilmesi ilkeleri kabul edilmiştir. Benimsenen ilkeler aracılığıyla ülkelerin ekonomik istikrarsızlıkları ve döviz kurlarındaki belirsizlik giderilmeye çalışılmıştır (Turan, 1980: 50-51). Yapılan konferansta benimsenen ilkelere uyan ülkelerin ödemeler dengesinde 1926–1930 yılları arasında iyileşme görülmüştür.

I. Dünya Savaşı'nın bitimiyle Almanya, Fransa ve İngiltere savaşın ekonomik sorunları çözmek için kur ayarlamalarına gittikleri görülmektedir. Ancak, bu dönemde yapılan kur ayarlamaları bir kur savaşı niteliğinde olmamıştır. I. Dünya Savaşı'nın başlamasıyla ülkelerin daha çok para basarak savaşın finanse etmeye çalışmaları, yüksek enflasyona ve aşırı borçlanmalara neden olmuştur. Ayrıca savaş sonrası dönemde devalüasyon uygulayan ülkeler, özellikle Almanya ve Fransa, paralarının değerini korumak ve ekonomik istikrarı sağlayabilmek için farklı yöntemlere başvurmuşlardır.

2.2. I. Kur Savaşı

Birinci Kur Savaşı, I. Dünya savaşı ile II. Dünya savaşı arasında Büyük Bunalımın etkilerinin hissedildiği 1921'de başlamış ve 1936'da sonuçsuz bir şekilde son bulmuştur. Kur savaşlarında ilk hamleyi 1921'de Almanya yapmış; Alman Merkez Bankası Reichsbank'ın büyük miktarda para basarak hiperenflasyona neden olması ve Alman markının değerini düşürmek istemesiyle adeta bir başlangıca imza atmıştır. İkinci hamle Fransa'dan gelmiş, 1925'te altın standardına dönmeden önce yerel parası olan Frankı devalüe ederek İngiltere ve ABD gibi altına, savaş öncesi orandan dönecek olan ülkelere karşı ihracat üstünlüğü kazanarak gerçekleştirmiştir. İngiltere buna karşılık olarak 1931'de altın standardından ayrılarak 1925'te Fransa'ya kaptırdığı üstünlüğü yeniden kazanmıştır. 1933'te ABD de altına karşı devalüasyon yaparak 1931'de İngiltere'ye kaptırmış olduğu üstünlüğü geri almıştır. Sıra Fransa ve İngiltere'ye gelmiş ve 1936'da Fransa altın standardından ayrılarak Büyük Bunalımın etkilerinden kısmen kurtulmaya çalışmıştır. İngiltere ise, 1933'te Franklin D. Roosevelt'in devalüasyonlarından sonra dolar karşısında kaybettiği üstünlüğü kazanmak için tekrar devalüasyon yapmayı tercih etmiştir (Rickards, 2017: 79-82).

Dünya ticaretinde sözü geçen bu ülkelerin arka arkaya yapmış olduğu devalüasyonlar en büyük ekonomilerin dibe vurmasına, dış ticarete büyük aksamalara ve ülkelerin servet kayıplarına neden olmuştur. Kur savaşlarının başlamasının nedeni Almanya'nın büyük miktarda para basarak ekonomisinde yol açtığı hiperenflasyon neticesinde Almanya'nın ulusal parasının değerini düşürmesi ve bu parasal değer düşürme işleminin gelişmiş bir ekonomide o güne kadar görülen en yıkıcı ve en yaygını olanı olmasıdır. Almanya'nın İngiltere ve Fransa tarafından

Versailles Anlaşması ile talep edilen savaş tazminatından kurtulmak için hiperenflasyona yönelmeyi tercih etmiştir. Almanya Merkez Bankası Reichsbank'ın hiperenflasyona gitmesinin ana sebebi Alman mallarının yurt dışına satılabilir hale getirmek ve turizmi canlandırarak yabancı yatırımları teşvik etmektir. Bu şekilde tazminatları ödemek için gereken döviz kaynağı oluşturabilecektir.

1921 yılının sonlarında yükselmeye başlayan enflasyon bir tehdit olarak algılanmaya başlanmamış ve Alman halkı fiyatların yükseldiğini bilmesine rağmen bunun para biriminin çöküşü anlamına geldiğini algılayamamıştır. Alman bankalarının varlıklarına eşit olan yükümlülükleri vardı. Ancak bir para birimi çöktüğünde verilen geleneksel tepki sınırsız sermaye kaçıdır. Marklarını İsviçre Frangına, altın veya diğer değer stoklara dönüştürebilenler tasarruflarını yurt dışına taşımış olmuştur. Kamu sektöründe çalışanlar ve sendikalılar enflasyona karşı koruma altında kalmış çünkü hükümet enflasyon karşısında orantılı olarak ücret artışlarını yapacağını belirtmiştir. Fakat herkes kamu sektöründe veya sendikalı bir işte çalışmadığından, kendilerini koruyabilecek bir hisse senedi portföyleri, maddi varlıkları veya yurt dışı faaliyetleri mevcut değildir. En büyük zararı gören kesim ücret artışlarından yararlanamayan orta sınıfı temsil eden emekliler ve fonlarının hisse senedi yerine bankalarda tutan tasarruf sahibi olan vatandaşlardır. Orta kesim enflasyon karşısında ekonomik olarak çöküş yaşamış çoğu yaşamını devam ettirebilmek için evlerindeki mobilyalara kadar satmak zorunda kalmıştır. Tasarrufları yok olan emekli yaşlı çiftler mutfağa girip gazı açarak kurtuluşu intihar etmek olarak görmüştür. Mülkiyete yönelik suçlar yaygınlaşarak isyanlar ve yağmalar bunu takip etmiştir.

1922'de Reichsbank sendikalı ve kamuda çalışan işçilerin taleplerini karşılamak üzere para basımını arttırmış ve enflasyon olgusunun hiperenflasyona dönüşmesine neden olmuştur. Bu durum sonucunda bir ABD doları öylesine değer kazanmıştır ki doları marka dönüştürmek için gereken milyonlarca markı taşıma imkânına sahip olmayan yabancı ziyaretçiler dolar bile harcayamaz hale gelmiştir. 1923'e gelindiğinde Reichsbank artık mürekkep tasarrufu yapılması için banknotların tek yüzüne baskı yapılmasına karar vermiştir. Reichsbank Kasım 1923'te hiperenflasyonu durdurmak amacıyla "rentenmark" adıyla mark banknotlarıyla birlikte dolaşıma sokulan bir para birimi yaratmaya çalışmıştır.

Rentenmark kullanılmasından kısa bir süre sonra, eski para birimi olan mark artık tamamen değersizleşmiş çöp kutularına, kağıt kırma makinelerine atılır hale gelmiştir. Bu durumdan da anlaşıldığı gibi, hiperenflasyon olgusunun ülke ekonomisine verdiği zarar sağlayacağı katkıdan daha fazla olmuştur. Hiperenflasyon oldukça öngörülebilir bir dizi galip ve mağlup ortaya çıkartmaktadır. Bu nedenle borçlular, alacaklılar, emek ve sermaye arasındaki sosyal ve ekonomik ilişkilerin yeniden düzenlenmesi için bir araç olarak kullanılabilir.

1922 yılına gelindiğinde büyük sanayi ülkeleri altın standardına geri dönüş yapmak için Cenevre Konferansı'na temsilcilerini yollamışlardır. Ancak klasik altın standardının en parlak dönemlerinden bu zamana kadar önemli değişiklikler olmuş, ABD 1913'te Federal Reserve Sistemi adıyla yeni bir merkez bankası kurmuştur. Kurulan Merkez Bankasının en önemli görevi faiz oranlarını ve para arzını düzenlemektir. Cenevre Konferansı'nda eski klasik altın standardı yerine yeni bir altın değişim standardı benimsenmesi gerektiği düşünülmüştür. Katılan ülkelerin Merkez Bankaları yöneticileri rezervlerini sadece altına değil diğer ülkelerin para birimleri olarak da tutabileceği düşüncesini kabul etmiştir. ABD dolarının altın cinsinden değeri ons başına 20,67 dolar olarak belirlerken diğer ülkelere de altını temsilen dolar tutma imkânına verilmiştir. Ayrıca savaş öncesi dönemde olduğu gibi altın para ve külçeler serbest dolaşımında olmayacaktır. Altın değişim standardının temel amacı altın ve kağıt para sistemlerinin en iyi özelliklerini birleştirerek yapısal istikrarsızlıkları ortadan kaldırmaktır (Rickards, 2017: 85-87).

1925'ten 1931'e kadar uygulanan sabit kur sisteminin sahip olduğu nitelikler bakımından yapılacak herhangi bir kur savaşının araçları faiz oranları ve altın hesapları olabilir. 1927 yılında ise Fransa'nın altın ve döviz rezervlerinde artış görülürken, İngiltere'nin ise altın ve döviz rezervlerindeki düşüş göze çarpmaktadır. Bu durumdan dolayı İngiltere'nin faiz oranlarını yükselterek ekonomik daralmaya gitmesi ve ekonomisini daha rekabetçi hale getirmek için altın çıkışlarını durdurma düşüncesi ortaya çıkmıştır. Ancak bazı siyasi kaygılar nedeniyle İngiltere bunu yapmayı reddetmiş ve Fransa'ya giden altın kaynağının adaletsizce belirlenen düşük döviz kurları olduğunu iddia etmiştir. Fransa'nın para birimi olan frangın değerini yükseltmeyi reddetmesi, gelecekte oluşacak belirsizliğin artmasına sebep olmuştur. Bu durum Sterlinin, Franga karşı spekülasyonunu teşvik etmiştir.

ABD 1927'de faiz oranlarını düşürdüktan sonra, 1928'de, faiz oranlarını arttırmaya ve daraltıcı ekonomi politikaları izlemeye başlamıştır. ABD'nin de İngiltere gibi siyasi kaygılar taşıması bu tür bir politika uygulamasının tek sebebi olmuştur. FED'in faiz oranlarını düşürmesi gerektiği yerde hızla yükseltmesi ABD hisse senedi fiyatlarında bir balon oluşumu kaygısından kaynaklanmaktadır. Altın değişim standartlarının İngiltere, ABD, Fransa ve Almanya Merkez Bankaları arasında net bir koordinasyonun sağlanamaması sistemin düzgün işlemesine engel olmaktadır.

Ayrıca I. Dünya savaşı boyunca ülkeler savaşı finanse etmek için gerektiğinden daha fazla para basmış ancak altın arzı sınırlı kalmıştır. Para arzının altın arzı ile orantılı artış göstermemesi Altın Standardının en ayırt edici özelliklerinden birisidir. Ayrıca savaş süresi boyunca altın rezervleri sürekli olarak ABD'ye gitmiş, diğer Avrupa ülkelerinin altın rezervlerinde ciddi düşüşler gözlenmiştir. Ülkelerin basmış olduğu banknot miktarlarının altın arzı miktarından fazla olması iki seçeneğin ortaya çıkmasına neden olmuştur. İlk seçenek savaş öncesi altın fiyatını hedeflemek için kağıt para miktarı azaltılarak altın arzına uyumlu hale getirmek, ki bunun sonucunda fiyatlarda sert bir düşüşün yaşanmasına neden olacak ve deflasyon oluşacaktır. İkinci seçenek ise kağıt para arzındaki artış seviyesine bakılarak, altın arzı arttırılmaya çalışılacak ancak altın arzının artış hızı hemen bu seviyeyi yakalayamayacağı için, altının fiyatı yükselecek yani ulusal paraların değeri düşürülecek ve devalüasyon yaşanacaktır. Devalüasyon ve deflasyon ülke ekonomilerini derinden etkileyecek iki olgudur. Avrupa'daki üç önemli ülkeden sadece İngiltere kağıt para arzını azaltarak çeşitli önlemler almaya çalışmıştır. Bu durum İngiliz ekonomisinde yıkıcı etkiler görülmesine neden olmuş, fiyat düzeyi %50'nin üzerinde düşüş kaydetmiştir. 1923 yılına gelindiğinde Fransa ve Almanya ulusal paralarını devalüe etme yolunu seçerek, Mark'ın ve Frang'ın değerini düşürmüştür.

Büyük Bunalımın başlangıç tarihi 28 Ekim 1929 Pazartesi günü olarak kabul edilmektedir. Kara pazartesi olarak tarihte yer edinen gün ABD Dow Jones sanayi ortalaması %12,8 düşüş yaşamıştır. 1920-1921 yıllarında yaşanan durgunluk İngiltere ekonomisine hükmetmiştir. Bu yıllarda yüksek bir büyüme hızı yakalamasına rağmen Almanya son bir yılı durgunlukla geçirmiş, ABD ise büyük bir

resesyona karşı karşıya kalmıştır. 1929'da ABD borsası çökmüş işsizlik artmış, üretim seviyelerinde büyük düşüşler yaşanmış, işletmeler artık borçlarını ödeyemez hale gelmiş ve iflas etmek zorunda kalmıştır. Küresel finans açısından en büyük çöküş 1931 yılında finansal paniğin başlamasıyla Viyana'daki Credit-Anstalt Bank'ın zararının kendi sermayesini bitirdiğini açıklamasıyla oluşmuştur. Bundan sonraki dönemde Avrupa'da bir bankacılık paniği baş göstermiştir. Almanya, Polonya gibi birçok ülkede bankalar işlevlerini yerine getiremediklerinden tatil edilmiştir. Almanya dış borç ödemelerini askıya almıştır.

Temmuz 1931'de bankacılık paniğinin İngiltere'ye sıçraması ülkeden yoğun altın çıkışlarına neden olmuştur. Bu altınlar, krizin tam olarak hissedilmediği altın rezervleri bakımından zengin ABD gibi ülkelere akmıştır. Yoğun altın çıkışları İngiliz bankalarını batma tehlikesiyle karşı karşıya bırakmış ve 21 Eylül 1931'de İngiltere'nin altın standardından ayrılmasına neden olmuştur. Dalgalanmaya bırakılan sterlin, dolar karşısında büyük bir değer düşüşü yaşamıştır. Kısa vadede İngiltere ekonomisi yapılan devalüasyondan fayda sağlamıştır. Altın standardından ayrılan tek ülke İngiltere değildir. Aynı zamanda Japonya ve İskandinav ülkeleri de Altın Standardını terk etmiş ve devalüasyonun kısa vadeli faydalarından yararlanma imkânına sahip olmuşlardır. Bu faydalar Fransa, İtalya, Hollanda ve Lüksemburg gibi Altın Standardı uygulamasına devam eden ülkelerin ekonomik olarak zarar görmesine neden olmuştur. (Rickards, 2017: 85- 90).

İngiltere'nin altın standardından ayrılmasıyla banka paniği hafiflemiş fakat paniğin diğer geçiş noktası ABD olmuştur. Sterlin gibi para birimlerinin 1931'de dolar karşısında değerini yitirmesi deflasyonun ve büyük bunalımın yükünü ABD'ye yıkmıştır. 1932'ye geldiğinde büyük bunalımın etkisini en ağır şekilde hissedilmiş ve ABD ekonomisinin en kötü zamanları geçirmesine neden olmuştur. İşsizlik artmış, yatırımlar da büyük bir düşüş gözlenmiş, üretim ve fiyat düzeyindeki daralmalar ekonomiyi gereğinden fazla yıpratmıştır.

Kasım 1932'de ABD başkanlığına Franklin D. Roosevelt seçilmiş ve 1933 Roosevelt'in başkanlık görevine başlayana kadar ki dönemde ABD'de bankalar batmış ve bankalara olan güven kalmamıştır. Franklin D. Roosevelt'in ilk önceliği banka paniğini önleyip güveni yeniden sağlamaktır. Bunun için 6 Mart 1933'de ABD'deki tüm bankaları kapatarak gerekli düzenlemelerin yapıldıktan sonra

bankaların hizmet vereceğini ilan etmiştir. Bankalar 13 Mart 1933'te yeniden hizmet vermeye başladığında gerekli düzenlemeler yapılmış ve FED'in acil kredi kullandırma yetkileri vermesi bankalara olan güven duygusunun tazelenmesine sebep olmuştur. Sırada döviz kuru kanalı ile ABD'ye ithal edilen deflasyon sorununu çözmek vardır. Çünkü İngiltere, Japonya ve İskandinav ülkeleri de Altın Standardından ayrılmış, ihracat maliyetleri diğer ülkelere nazaran büyük bir düşüş kazanmıştır. Diğer ülkelerinde dünya piyasasında varlıklarını sürdürebilmek için maliyetlerini düşürmesi gerekmektedir.

Deflasyon sorununu çözmek için enflasyon bir araç olarak kullanılabilir fakat borç yükünün hızla arttığı, işsizliğin yüksek seviyelere ulaştığı, paranın stoklandığı bir ekonomide devalüasyonun çözümü olarak enflasyonu denemek ekonomik açıdan net bir çözüm getirmeyeceği ortadadır. Bu nedenden dolayı Franklin D. Roosevelt doları diğer para birimleri karşısında devalüe etmek yerine sadece altına karşısında devalüe etmiştir. Yeni bir spekülasyon olgusunun ortaya çıkmasını engellemek için altın ihracını yasaklamış ve 1933'te bir başkanlık emri yayınlarak kişilerin, derneklerin ve şirketlerin altını piyasada ödeme aracı olarak kullanmasını ve stok yapılmasını yasaklamıştır. ABD halkının elindeki altınları Federal Rezerv Bankası'na götürerek ons başına 20,67 dolarlık kurdan kağıt paraya çevirmesini belirlemiştir. Bu sayede ABD'nin altın stoklarını arttırmıştır. Roosevelt'in uygulamış olduğu politikanın temel sebebi ABD ekonomisinin içine düştüğü deflasyon sorununu ortadan kaldırmaktır. Altının fiyatı zamanla kademeli olarak artırılmış ve son olarak 1934'te Altın Rezerv Yasası ile ons başına 35 dolar olarak sabitlenmiştir. Bu fiyat 1971 yılına kadar aynı kalmıştır. Dolar başlangıçtan itibaren yaklaşık olarak %70 civarında devalüe edilmiştir (Rickards, 2017: 90-99).

İngiltere'nin 1931'de Altın Standardından ayrılarak parasını devalüe etmesi ve 1933'te ABD'nin altına karşı devalüasyon yapması, İngiltere ve ABD ekonomileri için fiyat düşümlerinin frenlendiği, para arzının artarak ve kredi olanaklarının genişlediği, ve sanayi üretiminin yüksek seviyelere ulaşarak işsizlik oranlarının azalmasını sağladığı bir dönem olmuştur. Bu sayede yapılan devalüasyonların karşılığı alınmıştır. 1920'lerde ilk devalüasyondan yararlanan ve ülke ekonomilerini ciddi miktarda büyüten altın bloku ülkeleri, ABD ve İngiltere tarafından yön verilmiş deflasyon sorunu ile karşı karşıya kalmışlardır.

Ülkelerin uluslararası ödemelerde karşılaştığı sorunlar onları yeni bir sistemi ortaya çıkarmak için zorlamıştır. Bu nedenden ötürü 1919'da Versailles ile başlayan uluslararası para konferanslarının sonuncusu 1936 yılında yapılan; ABD, İngiltere ve Fransa'nın bir araya gelmesiyle gerçekleştirilmiş ve adına üç taraflı anlaşma denilmiştir. Üç taraflı olarak iç ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve gereği duyulması halinde paranın değerinin altın ve anlaşmanın geçerli olduğu ülke parası karşısında mutabık kalınan seviyelerde tutulması amaçlanmıştır. Ayrıca üç taraflı anlaşma gereği Fransa belirli bir seviyede devalüasyon uygulayacak fakat diğer ülkeler buna karşılık vermeyecektir. Daha sonra Hollanda, İsviçre ve Belçika da anlaşmaya dâhil olmuştur. Artık Fransa, Almanya ve altın bloğunun geri kalan ülkelerinde 1920'lerde başlayan 1931'de İngiltere, 1933'te ABD'de zirveye ulaşan rekabetçi devalüasyonlar tamamlanmıştır. Bu anlaşma kur savaşlarının o dönem için sona erdiğinin açık bir göstergesidir (Eichengreen ve Sachs, 1985: 928- 931).

2.3. II. Kur Savaşı

İkinci kur savaşı 1967 ile 1987 yılları arasında gerçekleşmiştir. Bretton Woods Konferansı 1944 düzenlenmiş ve ülkeler anlaşmaya vararak Bretton Woods sistemini oluşturmuşlardır. Sistem 1973 yılına kadar uluslararası para sistemini şekillendirmiştir. Yapılan konferansta IMF ve Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (International Bank For Reconstruction And Development-IBRD) kurulmuş, 1946 yılında faaliyete geçmiştir. Bretton Woods döneminde çeşitli durgunluklar ortaya çıkmasına rağmen sistem genel itibariyle başarılı olmuş ve bu dönemde parasal istikrar sağlanmıştır. Ayrıca enflasyon ve işsizlik oranlarında düşüş yaşanmış ve ekonomik büyüme gerçekleştirilmiştir. Bretton Woods Konferansında Sovyet Rusya ve Doğu Avrupa ülkeleriyle beraber 44 ülke temsilcisinin almış olduğu kararla ülkelerin milli paraları sabit bir pariteden dolara bağlanmış ve ons başına 35 dolardan serbestçe dolara dönüştürülebilecek şekilde ayarlanmıştır (Akdiş, 2011: 49).

Uluslararası IMF'nin temel görevlerini aşağıdaki şekilde özetlememiz mümkündür (Seyidoğlu, 2003: 563).

- Dış ticaret açığı ortaya çıkan ülkelere IMF tarafından kredi desteğinin sağlanması,
- Uluslararası mali sistemi düzenlemek ve üye ülkelerin kur politikalarını gözetlemek,

- Mali kriz içinde olan üye ülkelerin krizi atlama için gerekli olan finansal desteğin sağlanması,

- IMF'ye üye ülkelerin uluslararası ticari bankalara ödenemeyen borçları olması halinde sorunun çözümü için aracılık hizmetinde bulunmak,

- Üye ülkeleri dış ticarete özendirilemek için gerekli olan çalışmalarda bulunarak, teknik ve eğitim desteklerinin sağlanması gibi temel görevleri mevcuttur.

Ayrıca uluslararası ödemelerin düzenli şekilde devam etmesini sağlamak için IMF ülkelere ayrıcalıklar tanımaktadır. Ülkeler enflasyon sorunuyla uğraşırken, diğer taraftan dış ticaret açığının ortaya çıkması ve bu sorunlarla baş edemeyecek hale gelmesi durumunda üye ülkeye devalüasyon yapma imkanı tanımaktadır. Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası ise Avrupa'nın zarar gören ekonomileri için mali kaynak sağlama görevini üstlenmiştir. Bretton Woods sisteme göre ABD, diğer üye ülkelerin elindeki dolarları belirlenen sabit kur üzerinden altına çevirme görevini üstlenmiştir. Aynı zamanda FED (Amerika Merkez Bankası) çıkaracağı dolar karşılığında kasasında %25 oranında altın bulunduracağını belirtmiş ve bu sayede doların altın dönüştürülebilmesini güvence altına almıştır. Bu özelliğiyle Bretton Woods sistemi "Altın Kambiyo sistemi" olarak da bilinmektedir (Aren, 2014: 140-143).

Bretton Woods Sistemi sayesinde doların uluslararası mali sahada üstlendiği görevleri aşağıdaki şekilde özetlememiz mümkündür (Seyidoğlu, 2003: 528-530).

- Uluslararası ticarete yaygın olarak kullanılan dolar para birimi olarak piyasalarda en önemli ödeme aracı olarak kabul görmüştür.

- Doların altın ile birlikte dış ticarete yaygın olarak kullanılması doları bir rezerv aracı olarak kullanılmasına imkân vermiştir,

- Uluslararası ödemelerde değeri değişmeyen bir para birimi olduğundan dolar değer standardı olma işlevini yerine getirmektedir,

- Yapılan konferansta alınan karar ile tüm ülke paralarının değeri dolar cinsinden tanımlandığı için bu durum doları sistemde bir müdahale aracı olarak kullanma imkânı verir. Bu açıdan dolar uluslararası ekonomide "anahtar para" kimliğini kazanmıştır.

İkinci Dünya Savaşından sonra, 1945-1958 yılları arasında dünyada dolar kıtlığı yaşanmıştır. İkinci Dünya Savaşı ülke ekonomilerinin yıkılmasına ve ülkelerin

ABD mallarına olan ihtiyacının artmasına yol açmıştır. Batı ülkeleri ve Japonya savaşın getirdiği ekonomik tahribatı onarmak için ABD mallarına ihtiyaç duymuş ve bu durum ülkelerin altın rezervlerinin ABD'ye akmasına sebep olmuştur. ABD'de Marshall yardımları, savaştan darbe alan ülke ekonomilerinin toparlanması için destek olmuştur.

1960'larda ABD'de gerçekleştirilen bütçe uygulamaları ve dış ticaret açıkları enflasyonu tetiklemiştir. 1965 yılında %1,9 olan enflasyon oranı 1966 yılına gelindiğinde %3,5 seviyesine çıkmıştır. Yaklaşık olarak 20 yıl sonra ise 1986'da ABD enflasyon oranını %1 civarında kabul edilebilir bir seviyeye çekebilmiştir. 1977-1981 yılları arasında toplamda enflasyon oranı %50 olarak gerçekleşmiş ve dolar yarı yarıya değer kaybetmiştir.

1961 yılı dışında ABD dış ödemeler bilançosunda açıklar vermesine rağmen anahtar paranın getirmiş olduğu avantajları kullanmıştır. Fakat ABD'nin doları tek başına devalüe etme şansı kalmamıştır. Çünkü dolar hiçbir ülke parasına bağlı değildir. ABD dışındaki Avrupa ülkeleri, ithalat yapabilmek adına ihracat miktarını arttırarak dolar kaynağı elde etme yolunu tercih etmişlerdir. Bu durum ABD'nin dış açık vermesine neden olmuştur. Fakat ABD'nin dış açık verilmesi halinde doların değeri düşerek, bu paraya olan güvenin sarsılmasına neden olacaktır. Literatürde "Triffin Dilemması" olarak adlandırılan duruma göre, uluslararası ticaretin gelişmesine bağlı olarak artan rezerv taleplerinin dolar ile karşılanması durumunda dolar rezervlerinin altın rezervlerinden daha fazla olmasına neden olmaktadır. Bu durum ABD'de dolara olan güvenin sarsılmasına ve ekonomide istikrarsızlıklara yol açmaktadır.

Batı Avrupa ülkeleri 1960'lı yıllarda ekonomik kalkınmalarını gerçekleştirip sahip oldukları doları Federal Reserve Bank üzerinden altına çevirmeye başlamasıyla, altına hücum akımını ortaya çıkarmıştır. İkinci Dünya Savaşında ağır ekonomik sarsıntı geçiren ve ABD mallarına yoğun ihtiyaç duyan ülkeler artık ekonomilerini toparlamıştır. ABD mallarını ithal edebilmek için ABD'ye vermiş oldukları altın rezervlerini geri almak istemiş ve ellerindeki dolar rezervleri karşılığında altın talep etmişlerdir. Bu durum ABD'nin altın rezervlerinin hızla erimesi yol açmıştır. Spekülatörlerin ise doların altın karşısında devalüe edileceğini tahmin etmeleri Londra Altın Fonu'ndan yoğun altın alımları gerçekleştirmelerine

neden olmuştur. Bu aşırı altın talebi karşısında serbest piyasadaki altın fiyatını resmi fiyatta tutabilmek için ABD, İngiltere, Belçika, Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda ve İsviçre bir araya gelerek Londra Altın Fonunun oluşturmuşlardır. Bu sayede altın fiyatları sabit tutulup İngiliz Merkez Bankası'nın piyasadaki yapacağı altın satışlarına destek verilecektir. Ancak kurulmuş olan fon spekülative saldırılara dayanamayarak Mart 1968 yılında çökmüştür. 17 Mart 1968 yılında altın fonu üyesi ülkeler altın için iki ayrı fiyat oluşmuş ve buna ikili sistem (two-tier system) denilmiştir. Bunlardan ilki serbest piyasada oluşan fiyat diğeri ise merkez bankaları arasında geçerliliğini devam ettiren ons başına 35 dolarlık uluslararası ödemeler fiyatıdır. Ancak bu durumda ülkelerin 35 dolardan altını alıp serbest piyasada 40 veya daha yüksek bir fiyattan satma şansı mevcuttur. Altın fonunun sona erdirilip ikili sistemin kurulması ABD ve İngiltere'nin kısa vadeli tasarruf tedbirleri sonucunda 1968 yılında uluslararası para sistemi istikrara kavuşmuştur (Seyidoğlu, 2003: 528-533).

Bu sistemden sonra sterlin ve frank yoğun spekülative baskılara maruz kalmıştır. 1964 yılından itibaren sarsıntı geçiren İngiliz ekonomisi 18 Kasım 1967 yılında sterlini dolar karşısında devalüe etmek zorunda kalmış ve 2,80 seviyesinden 2,40 seviyesine gerileyerek %14,3'lük bir devalüasyon yapılmıştır. 1969 yılına gelindiğinde ise Fransa'dan yaklaşık olarak 10 milyon mark değerinde sermayenin Almanya'ya kaptırılması Frang'ın devalüe edilmesine neden olmuştur. Alman markına olan talep engellenmediğinden 1969'da mark dalgalanmaya bırakılmış ve %8 değer kazanan mark 1969'da %9,3 oranında revalüe edilerek kur sabitlenmiştir. Diğeri yandan ABD dış ticarete açık vermeye başlamış ve ekonomisine olan güven duygusunun sarsılmasına yol açmıştır. Fakat İngiltere ve Fransa'nın yapmış olduğu devalüasyonlar birer kur savaşı göstergesi değildir. İngiltere ve Fransa'da yapılan devalüasyonların temeli dış ticarete ihracatı artırma kaygısı değil, uluslararası piyasalardaki spekülative saldırıların sonucunda yapılmış devalüasyonlardır (Rickards, 2017: 101-104).

1969 yılında IMF altın yetersizliğine deyinmiş ve özel çekme hakkı (Special Drawing Right-SDR) denilen yeni bir uluslararası rezerv biçimi oluşturmuştur. SDR, IMF tarafından oluşturulmuş ve IMF kotaları doğrultusunda üyelerine verilmiştir. Aynı altın gibi ödemeler dengesi açıklarını kapatmakta kullanılabilecek olmasından

dolayı kâğıt altın adını almıştır. 1970 ve 1972 yılları arasında ufak çaplı bir SDR ihracı yapılmış ve 1981 petrol şokuyla yeni bir ihracın yapılması öngörülmüştür. Fakat SDR'de Bretton Woods Sistemi'nin problemlerini çözmekte etkili olamamıştır. Sonrasın da ise SDR ihracı 30 yıl boyunca yapılmamıştır. Ancak 2007'de başlayan bunalımın 2009'da hat safhaya ulaşmasıyla SDR tekrar basılmıştır.

1967 ve 1971 yılları arasında uluslararası para ilişkilerinde karmaşa ve belirsizlikler yaşanmıştır. 1967'de İngiliz sterlinin ve 1969'da Fransız Frangının çöküşü ekonomik şokların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Uygulanan devalüasyonlar, revalüasyonlar, enflasyon, SDR'ler, Altın Fonunun çöküşü ve diğer geçici çözümler ekonomilerdeki yaşanan sorunların çözülmesinde yeterince etkili olamamıştır. Bu dönemde uluslararası ticarete önemli rol oynayan ülkelerde işçi protestoları, öğrenci ayaklanmaları, savaş karşıtı gösteriler, Prag Baharı gibi iç gerginlikleri arttıracak olaylar yaşanmıştır. Bu yıllarda Bretton Woods Sistemi ihtiyaçlara cevap verememiştir. ABD'nin dış açıklarının artması ve parasal gevşemenin oluşması sonucunda ABD, Almanya ve Japonya'dan paralarını revalüe etmelerini istemiş, ancak Almanya ve Japonya bu durumu kabul etmemiştir. Bu yüzden başkan Nixon Ağustos 1971'de acil ücret ve fiyat kontrolleri, ithalata %10'luk bir ilave vergi ve altın penceresinin kapanışını içeren "Yeni Ekonomi Politikası" adını verdiği politikayı hayata geçirme kararı almıştır. Yeni Ekonomi Politikası gereği dolar artık yabancı merkez bankaları tarafından altına çevrilemeyecektir. ABD'ye ithal edilen mallara %10'luk bir ek vergi uygulaması sonucunda Avrupa ve Japonya ekonomisi bu durumdan etkilenmiştir. Bu uygulama aslında %10'luk bir devalüasyonla aynı anlamı taşımaktadır. ABD'nin aldığı bu karar bir kur savaşını başlamasına sebep olan hamle olmuştur.

1971'de Nixon'un hamlesiyle Japonya ulusal parasını dolar karşısında serbestçe dalgalanmaya bırakmış ve %7 oranında değer kazanmıştır. Japonya gibi diğer ülkelerin de paralarını dolar karşısında dalgalanmaya bırakması çeşitli para birimlerinde %3 ile %9 arasında değer artışları görülmesine yol açmıştır. Sonuç olarak %10'luk ek vergiyle birlikte ABD'den Japonya'ya yapılan ithalatın ABD doları cinsinden fiyatında %17'lik bir artış gerçekleşmiştir. İsviçre sermaye girişlerini azaltmak ve doların düşmesini engellemek için para birimini banka mevduatlarına ücret biçiminde negatif faiz oranlarıyla yatırmıştır.

1971’de ABD’nin almış olduğu karar karşısında Washington’daki Smithsonia Institute’de ‘‘Onlar Grubu’’ adlı uluslararası ticarete sözü gecen güçlü ekonomilere sahip on ÷lke bir araya gelmiştir. 18 Aralık 1971’de Smithsonian Antlaşması imzalanmıştır. Smithsonia Anlaşması’nda uluslararası sermaye hareketlerine yönelik herhangi bir karar alınmadığı için birçok ÷lke yabancı sermaye akımlarından korunmak için çeşitli önlemler alma yoluna gitmiştir. Anlaşmanın en önemli konusu ise ABD’nin almış olduğu karar çerçevesinde uyguladığı ithalat üzerindeki %10 oranındaki ek vergi ve firmalara sağladığı kredi avantajlarıdır. Smithsonian Antlaşması göre ABD’nin uygulamış olduğu politikadan vazgeçmesi karşılığında, doların yaklaşık %9 oranında devalüe etme imkânı tanınmıştır. Bunun sonucunda altının fiyatı 34,90 dolardan 38’e yükselmiş ve dolar devalüe edilmiştir (Bulut ve Demirel, 2012: 27).

Smithsonian Antlaşması’nın ABD ekonomisine başta olumlu etkileri olmasına rağmen, iki yıl geçmeden bu etkiler kaybolmuş ve ABD II. Dünya Savaşından bu zaman kadar tarihinde yaşamadığı en büyük durgunluk dönemine girmiştir. Borsa gerilemeye başlamış, GSYİH düşmüş, petrol krizi kendini göstermiş, işsizlik ve enflasyon rakamları rekor seviyelere ulaşmıştır. Smithsonian Antlaşması’nın sağlamış olduğu avantajlar 1920’lerde ve 1930’lardaki uluslararası para konferansının etkileri gibi kısa süreliğine kendini göstermiştir. 23 Haziran 1972’de İngiltere Sterlini tekrar devalüe etmiş ve hatta devalüe edilmekle de kalınmayıp Smithsonian Antlaşmasında belirtilen pariteye de bağılı kalınmayarak kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Yapılan devalüasyon etkisini göstermiş ve Sterlin %6 değer kaybetmiştir. Yılın sonuna gelindiğinde ise bu rakam %10’u bulmuştur. Bu dönemde Almanya, Japonya gibi güçlü ekonomilere sahip olan ÷lkeler sermaye akımlarını kendisine çekmeyi başarmıştır. Önüne geçilemeyen bu spekülâtif hareketler sonucunda, Şubat 1973’te, Avrupa ve Japonya borsaları geçici olarak kapatılmıştır. Bundesbank piyasalara 5 milyar doların üzerinde destek sağlamıştır. 12 Mart 1973’te, Brüksel’de yapılan bir anlaşmayla, Almanya ve diğere batı ÷lkeleri paralarını dolar karşısında dalgalanmaya bırakma kararı almıştır. Bunun üzerine 29 Haziran 1972 yılında Almanya Mark alımlarını durdurmaya çalışmak için sermaye denetimleri uygulamıştır. 3 Temmuz 1972’de İsviçre ve Kanada ulusal paraları dalgalanmaya bırakılmıştır. İngiltere’nin Sterlini devalüe etmesiyle başlayan

dalgalanma yatırımcıların Alman Markına ve İsviçre Frangına olan güvenini arttırmış ve dolar adeta bozguna uğratılmıştır. ABD hazine bakanı John Connally Haziran 1972’de istifa ettiğini açıklamıştır (Rickards, 2017: 111-115).

1973’e gelindiğinde, IMF’nin Bretton Woods Sisteminin yıkıldığını ilan etmesinin ardından, ülkeler istedikleri kur sistemini tercih edebilecekler, para birimi değerleri serbest piyasa ve hükümetlerce istedikleri seviyelerde dalgalanmaya bırakabileceklerdir. Altın uluslararası ticarete önemini yitirmiştir. Eski para sisteminin sonu gelmiş ama kur savaşı henüz bitmemiştir. Avrupa düzensiz bir kur istikrarına ulaşmış ancak dünya para sisteminde altın ve doların rolü azalmıştır. ABD dolar devalüasyonu yaparak ihracata dayalı bir büyümeyi gerçekleştirmeye çalışmış ancak beklediği kadar başarılı olamamıştır. ABD ekonomisi 1973 ile 1981 yılları arasında durgunluk dönemlerine girmiş ve bu durum doların alım gücünün %50’lik bir düşüş yaşamasına neden olmuştur. 1973-1975 durgunluğu sırasında petrol fiyatları dört katına çıkmıştır. 1973’te ons başına altın fiyatları 40,80 dolar iken 1980 Ocak ayında 850 dolara kadar çıkmış ve yıllık ortalama fiyatı 612,50 dolara fırlamıştır. ABD’nin yaşamış olduğu yüksek enflasyonla beraber içinde bulunduğu durgunluk ABD ekonomisinin stagflasyon olgusunu yaşadığını göstermektedir. 1980’lerde %12,5 olan enflasyon oranı Federel Reserve Bank Başkanlar Kurulu başkanı Paul Volcker’in enflasyona ve altın fiyatlarına karşı uyguladığı politika sayesinde 1986’da %1,1 seviyesine düşürülmüştür. Altın fiyatları ise 1985’e gelindiğinde 317,50 dolara kadar gerilemiştir. 1983 ve 1985 yılları arasında ABD’nin gayri safi yurtiçi hasılası %16,6 bir yükseliş göstermiş ve ekonomisinin büyümesine etki etmiştir. Ancak bu dönemdeki hızlı büyüme doları güçlendirmekle birlikte Almanya ve Japonya’dan yapılan ithalatının artmasına ve dış ticaret açığının oluşmasına yol açmıştır.

Amerikan sanayi kuruluşları doların devalüe edilmesi gerektiğini ifade etmiş ancak bu şekilde dış ticarete rekabet gücü kazanabileceklerini dile getirmişlerdir. Fakat bu dönemde devalüasyon yapmak için uygulanacak yöntem geçmişte yaşananlardan farklıdır, artık sabit kur sistemi ve altın paritesi sistemi mevcut değildir. Dalgalı kur sisteminde devalüasyon yapılması mümkün olmadığından doların değerini düşürmek için genişletici bir para politikası uygulanmalıdır (Rickards, 2017: 116-119).

ABD'nin uluslararası ticaret ortakları konumunda bulunan Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya doların devalüe edilmesi, taraftarı olmamasına rağmen geçmişte yaşanan tecrübeler, onları devalüasyonu kabul etmeye zorlamaktadır. Çünkü ABD'nin ithalata ek vergi koyması durumunda Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya ekonomisi bu durumdan zarar göreceğinden bu tür bir parasal genişlemeyi kabul etmeye mecbur kalmışlardır. 22 Eylül 1985'te Batı Almanya, İngiltere, Japonya, Fransa ve ABD kısacası G5 ülkelerinin maliye ve merkez bankaları yöneticilerinin katılımıyla imzalanan Plaza Antlaşması göre; Dolar 1985'den 1988 yılına kadar; Fransız Frangı karşısında %40'dan fazla, Japon Yeni karşısında %50 ve Alman Markı karşısında da %20 değer kaybetmiştir. Plaza antlaşması gereği Japonya finansal sektörlerde reformlar gerçekleştirecek ve gevşek para politikaları sistemini uygulayabilecektir. Almanya vergi indirimlerine gitmiş ve faiz oranlarını Fransa, İngiltere ve Japonya ile beraber yükseltmiştir (Plaza Accord And The Devaluation Of The US Dollar).

Yapılan Plaza Antlaşması sonucunda ABD ihracatta, Alman ve Japon ekonomileri ise ithalatta artışlar kaydetmeye başlamıştır. Fakat ekonomik sonuçları ABD tarafında beklenildiği gibi olmamış ve 1986 yılında ABD'de %7 oranında işsizlik görülmüş ve 1987'de ekonomisi ancak %3,2 oranında büyüme kaydetmiştir. Enflasyon ise 1990'da %6,1 gibi yüksek bir seviyelere yaklaşmıştır. Bu durumda anlaşılacağı gibi devalüasyon ve kur savaşları beklenen büyümeyi ve istihdamı gerçekleştiremezken enflasyon rakamlarının büyümesine neden olmuştur.

Plaza Anlaşması'ndan sonra dolar, 1985 yılında Japon yeni karşısında %50 oranında değer kaybetmiş ve doların hızla düşüşünü engellemek ve istikrara kavuşturmak için G5 ülkeleriyle beraber Kanada ve İtalya 1987 yılında Paris'te yeniden bir araya gelerek Louvre Anlaşması'nı imzalamışlardır. Yapılan anlaşma ile ABD ulusal parasının değerini korumak için uygulamış olduğu yüksek faiz politikasından vazgeçecek, Japonya ise para politikasını gevşetmeyi kabul edecektir. Bu sayede 20 yıldan beri devam eden ikinci kur savaşı Louvre Anlaşması ile sona erdirilmiştir (Şişman, 2011: 96-97).

Birinci kur savaşı ile İkinci Kur Savaşı'nın benzer yönleri vardır. 1967 ve 1987 yılları arasında yaşanan İkinci Kur Savaşı'nda savaşa dâhil olan her ülke parasını devalüe etmek yerine sadece ABD'nin dolarını devalüe etmesi dikkat

çekmektedir. Yapılan bu devalüasyonlar ilk kur savaşındaki oranlara göre daha düşüktür. Yaşanan bu süreçte sadece ABD doları devalüe ederken, diğer ülkeler ise paralarını revalüe etmiştir ki, bu da Bretton Woods Sistemi'nin dolara getirdiği sorumluluktan kaynaklanmaktadır. Doların devalüasyonu ile başlayan kur savaşı, ülkelerin uyguladıkları yüksek faiz politikalarıyla devam etmiş ve yine doların devalüasyonu ile kur savaşı son bulmuştur. Dolar, Sterlin ve Frangın ön planda olduğu birinci kur savaşından farklı olarak, İkinci Kur Savaşı'nda bu paralara ilaveten Mark ve Yen savaşa dâhil olmuştur. Ancak İkinci kur savaşının etkileri de ilk kur savaşında olduğu gibi olumsuz sonuçlar doğurmuş, dünya ticaretinde büyük aksamlar yaşanmış, uluslararası ticarete ödeme ve denkleme problemlerinin oluşmasına neden olmuştur (Rickards, 2017: 101-121).

2.4. III. Kur Savaşı

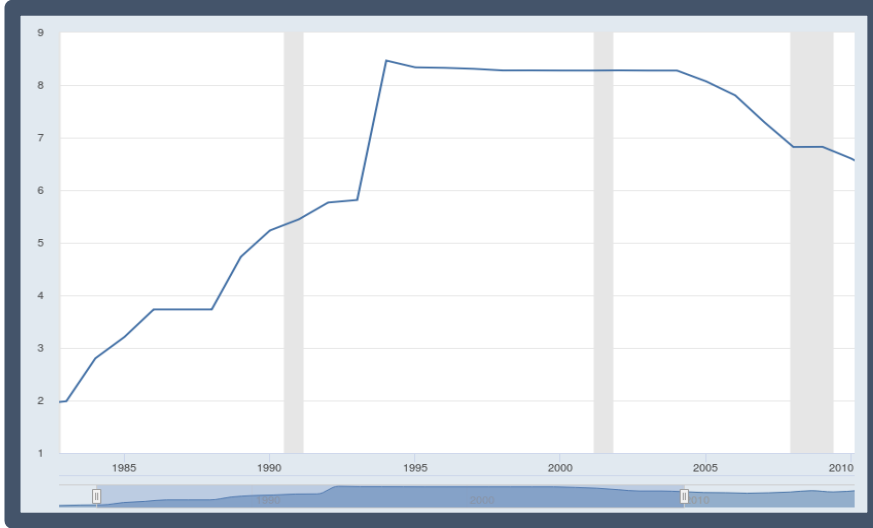
İsviçre Frangı, Norveç Kronu, Güney Kore Wonu, Brezilya Reali, Rus Rublesi, Japon Yeni, Hint Rupesi, Güney Afrika Randı ve BAE Dirhemini de içinde olduğu temel para birimleri küresel finasta önemli bir paya sahiptir. Fakat uluslararası ticarete sözü geçen dünyanın en güçlü ekonomileri konumunda olan ABD, AB, Çin ve Japonya'nın sahip olduğu üç güçlü para birimi; dolar, euro, yuan, yeni üçüncü kur savaşının başrol oyuncularındır. 2008'de ABD'de başlayan ve ardından tüm dünya ekonomilerini etkileyen Küresel Finans Krizi'nin doğurmuş olduğu dengesizlikler, ülkelerin döviz piyasalarına müdahale etmelerini gerektirmiş ve piyasalarda rekabet ortamı oluşmuştur.

2.4.1. Dolar-Yuan İlişkisi

Çin ve ABD arasındaki rekabet üçüncü kur savaşının ana cephesini oluşturmaktadır. Bunların başında gelen hatta kur savaşının ortaya çıkmasına sebep olan ülke Çin'dir. Çin ekonomisinin gelişimi için Ocak 1975'te, Başbakan Zhou Enlai'nin; tarım, sanayi, teknoloji ve milli savunma gibi konularda hazırlamış olduğu modernizasyon planı Çin ekonomisinin yükselişe geçmesine zemin hazırlanmıştır. 1976'da Zhou'nun ölmesiyle hayata geçirilecek olan plan gecikmiş ve 1979'da Çin özellikle imalat sanayi, montaj ve tekstil sektörüne yabancı sermaye çekmek adına; çalışma kuralları, nispi kuralsızlaştırma ve vergi kolaylıkları sağlayarak özel ekonomik bölgeler kurmuştur. 1983 yılına gelindiğinde Çin'in para birimi Yuanın ABD doları karşısındaki değeri 2,80'e eşit hale gelmiştir. Çin ekonomisini ihracata

bağlı olarak büyüme adına 1983 ve 1993 tarihleri arasında parasını 6 kere devalüe etmiştir. 1993 tarihinde yuan değer kaybederek dolar karşısında 5,32'lik düzeye kadar gerilemiştir. 1 Ocak 1994'te ise reform gerçekleştirerek son 11 yılın en büyük devalüasyonunu gerçekleştirmiş ve 8,70 yuan = 1 dolar olarak belirlemiştir. Bu durum karşısında ABD, 1988 tarihli Dış Ticaret Yasası'na dayanarak Çin'in yapmış olduğu devalüasyonları ancak bir para manipülatörü ülkenin yapacağını işaret etmiştir. Çin 1994 yılında ulusal parasını yaklaşık %33 oranında devalüe etmiş ve ülkesine giren yabancı sermaye girişlerini de kontrol altına almıştır. Sonuç olarak 1997 yılında Çin Yuanın değerini ayarlamış ve revalüasyona gitmeyi tercih etmiştir. Artık yuan'ın değeri dolar karşısında 8,28'e ayarlanmış ve bu kur 2004 yılına kadar aynı kalmıştır (Rickards, 2017: 121-125).

Şekil 6: Yuan-ABD Doları Döviz Kuru (1985-2010)



Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXCHUS> (24.12.2018)

Çin 2004'de yapmış olduğu ekonomik ayarlamalara rağmen dış ticaret açığı vermiştir. Gelişmekte olan ülke ekonomileri ilk dönemlerinde ihracat miktarını arttırabilmek için gerekli altyapının kurulması, endüstriyel kalkınmanın sağlanabilmesi için ihtiyacı olan teçhizatı, hammaddeyi ve teknolojiyi ithal etmek zorundadır. Ticaret açığının sürekli artması, hızla büyüyen gelişmekte olan ülkeler için olağandışı bir durum değildir. Ancak, 1990'lı yılların sonunda Çin ABD'ye karşı ticaret fazlası vermiş ve bu durum ABD cephesinde önem arz etmemiştir. 1997'ye gelindiğinde ABD, Çin ile yapmış olduğu ticaret sonucunda 50 milyar dolar üzerinde

açık vermiş ve takip eden yıllarda bu açık kademeli olarak artmaya devam etmiştir. 2003 ve 2006 yılları arasında ABD'nin Çin'e karşı verdiği dış ticaret açığı 124 milyar dolar dan 234 milyar dolara yaklaşmıştır. Artık ABD, Çin ile dış ticaret ilişkisi konusunda endişe duymaya başlamış ve 2006 yılında New York Senatörü Charles E. Schumer'in dış ticaret açığını “ABD ekonomisinin bileklerindeki hafif kanamaya” benzetmesine neden olmuştur.

ABD'nin Çin ile ikili ticareti sonucunda dış ticaret açığı büyümüş ve Çin'den kur aracılığıyla deflasyonunu ithal etmiştir. Bu durum aslında yuan-dolar döviz kuru sabitlenmesinin etkisi olarak ortaya çıkmış ve ABD ekonomisi için büyük bir tehdit oluşturmuştur. Çin'in dolar-yuan kurunu çıpaya bağlaması Yuanı uluslararası para piyasalarında Dolar, Euro, Sterlin ve diğer konvertible para birimlerine serbestçe işlem görmesini engellemiştir. Yuan'ın bir ödeme aracı olarak kullanımı Çin Halk Bankası (ÇHB) tarafından sıkı bir şekilde kontrol edilmektedir. Çin'de ihracat yapan bir firma tarafından kazanılan Dolar, Euro ve Sterlin gibi diğer para birimleri ÇHB'na verilerek karşılığında ihracatçı firmaya sabit kurdan Yuan karşılığı verilmektedir. Aynı şekilde, eğer ihracatçı firma yurt dışından mal ithal etmek için Euro veya diğer para birimine ihtiyaç duyuyorsa firma ÇHB'na giderek, hangi para birimi üzerinden ticaret yapacağını belirterek ithalat bedeli kadar ÇHB'ndan yabancı para birimi temin etmektedir. Bunun karşılığında bedeli kadar Yuanı almaktadır. Bu sayede ÇHB döviz rezervlerini ve ulusal parasını kontrol altında tutulmuştur.

Ancak 2002'den sonraki dönemde yapılan uluslararası ticaret sonucunda Çin ekonomisine fazladan dahil olan Dolar, Euro, Sterlin gibi diğer para birimlerini soğurma süreci problemlere neden olmuştur. ÇHB ülkeye giren döviz almaya kalmayıp karşılığında ihracatçılara teslim etmek üzere daha fazladan Yuan basması gerekmiştir. ÇHB izlemiş olduğu politikanın bir diğer etkisi ise ABD dolar arzını arttırdıkça, Çin'in döviz kurunu sabit tutabilmek için para arzını arttırmak zorunda kalmıştır. Sorun teşkil edecek bir diğer durum ise, elde edilen döviz rezervi ile gerekli yatırımların yapılmasıdır. Çin ve ABD arasındaki ticari ilişki uzun süre devam etmiş ve ÇHB büyük miktarda ABD Hazine bonosu sahibi olmuştur. 2001 yılına gelindiğinde Çin'in döviz rezervleri yaklaşık olarak 2,85 trilyon dolara yaklaşmış ve bunun 950 milyon dolarlık kısmı sadece ABD devlet tahvillerine yapılmış yatırımlardan oluşmaktadır. Bu sayede ABD ve Çin arasında güçlü bir

ekonomik ilişki kurulmuştur. Kur savaşlarının kontrolden çıkması durumunda her iki ülke ekonomisi için ağır bir tahribat oluşacağı tahmin edilmektedir (Rickards, 2017: 124-130).

Bu durumu önleme adına, ABD giderek artan dış ticaret açığını azaltmak için yuanın dolar karşısında değer kazanması konusunda Çin ile görüşmeler yapmaya başlamış ve ÇHB'nın dolar cinsinden varlık biriktirmesini yavaşlatmayı amaçlamıştır. Yapılan görüşmeler ABD için beklenildiği kadar iyi sonuçlar veremese de, Yuan 2004 ve 2005 yılları arasında doları karşısında yaklaşık olarak 8,28 seviyesinde sabit kalmıştır. Temmuz 2005'e gelindiğinde Çin, döviz kuru politikasında değişikliğe giderek kurunu bir referans döviz sepetine göre ayarlanacağı belirtmiştir. Bunun sonucunda yuanın dolar karşısındaki değeri 8,28 seviyesinden 8,11'e ulaşmış ve %3'lük bir artış gerçekleştirmiştir. Çin'in izlemiş olduğu revalüasyon politikası sonucunda Temmuz 2008'de Yuan 6,82 seviyesine gelmiştir (Frankel ve Shang, 2007: 575-576).

ÇHB'nın uyguladığı politika iki yıl boyunca devam etmiş ve Yuanın değeri 6,83 seviyelerinde tutulmuştur. Haziran 2010'dan itibaren Yuan için yeni bir revalüasyon yapılması amaçlanmış ve 2011 yılının Ağustos ayına kadar kademeli olarak yuan, doları karşısında 6.40 seviyesine getirilmiştir. Çin'in 2004'den 2011'e kadar uygulamış olduğu politika Çin-ABD arasında birçok siyasal tartışmaların yaşanmasına neden olmuştur.

2006'da ABD Başkanı Bush, Çin-ABD Stratejik Ekonomi Diyalogunu başlatarak ABD ve Çin arasındaki kur savaşını kontrol altına almak istemiştir. Ayrıca 2008 yılında ABD Başkanı Barack Obama, Çin ile ekonomik ilişkileri iyileştirme adına eski başkan Bush'un başlatmış olduğu toplantılara devam ederek, oluşumun adını Stratejik Ekonomik Diyalog (Strategic Economic Dialogue-S&ED) olarak değiştirmiştir. Stratejik ve Ekonomik Diyalog, kur savaşlarının yavaşlatılması ve ikili ülke ilişkileri dengelemek için yapılmış toplantılardan en önemlisidir. Ancak yapılan toplantılar beklenildiği kadar verimli olmamıştır. G20 sürecinde ABD müttefik ülkelerin yardımıyla Çin'i revalüasyon yapmaya zorlamıştır. 15 Haziran 2010'da 6,83 olan Yuan 25 Haziranda 6,79'a çıkmıştır. Toronto da yapılan G20 toplantısının öncesinde 1 Kasım 2010'da 6,69 seviyesindeyken 11 Kasım 2010'da 6,62 çıkmış ve

Çin'in kademeli olarak revalüasyona gittiği görülmüştür. Bu durum üçüncü kur savaşının sonu olmayacaktır (Rickards, 2017: 121-167).

2.4.2. Euro-Dolar İlişkisi

Döviz kuru tarihine bakıldığında ABD doları karşısında oldukça zayıf bir görüntü çizen Euro, uluslararası piyasalarda kendisini kanıtlayıp güvenilir bir para birimi olduğunu göstermesiyle, kendisine yönelik talebin kademeli olarak artmasına neden olmuştur. 2001 yılında euro'nun dolar cinsinden değeri 0,94 olmuştur. 2005 yılının sonuna gelindiğinde, %27'lik bir artış göstererek 1,19 seviyesine yaklaşmıştır. Aralık 2004'te 1,34 düzeyine gelmiş ve dalgalanmalar olmasına rağmen döviz kuru Ocak 2007'den 2011'e kadar 1,30 dolar civarında kalmıştır. Aslında Euro-Dolar ilişkisi oldukça oynaklaşmış ve Temmuz 2008'de 1,59 dolara yaklaşan Euro kuru, Haziran 2010'da 1,10 seviyesine düşmüştür.

III. Kur Savaşı'nın bir diğer önemli cephesi Euro alanıdır. Ancak Euro'nun dolar ile ilişkisi uluslararası ticarete birbiriyle aktif rol oynayan birer partner şeklinde değerlendirmek daha uygun olacaktır. ABD ile Avrupa sermaye piyasaları ve bankacılık sistemleri arasındaki bağımlılık diğer finansal ilişkilere nazaran daha fazladır.

2008'de yaşanan Küresel kriz sonucunda ABD'nin AB ülkelerinden yaptığı ithalat miktarında büyük bir düşüş yaşanmıştır. AB ülkelerinin ihracatının azalması anlamına gelen bu durum, AB'de reel üretimin azalmasına ve ekonominin gerilemesine sebep olmuştur. Bunun sonucunda reel büyüme ve istihdam oranlarında büyük bir düşüş yaşanırken işsizlik oranlarında da bariz bir şekilde artış yaşamıştır. Küresel finans kriziyle hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin merkez Bankaları krizin ekonomi üzerindeki yıkıcı etkilerini azaltmak üzere zorlu ve uzun vadede uygulanacak parasal genişleme sürecini başlatmıştır. Yapılan ilk hamle geleneksel para politikası anlayışı içinde faiz oranlarının düşürülmesi olmuştur. Ancak Eylül 2008'de Küresel krizin etkilerini kaldıramayan ABD'nin en önemli yatırım bankalarından biri olan Lehman Brothers iflas etmiştir. Uygulanan genişletici para politikası gerekli etkiyi göstermemiş, faiz indirimleri gelişmiş ekonomileri toparlanmaya katkı sağlayamamıştır. Ayrıca Euro bölgesi ve çevre ülkelerde ortaya çıkan borç sorunu, gelişmiş ülke merkez bankalarını genişleme süreci başlatmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, FED ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) geleneksel

olmayan para politikası araçlarını kullanarak piyasalara büyük miktarda likidite sağlamış ve bunu çeşitli varlık alım programları ile de desteklemeyi amaçlamıştır.

FED, Parasal Genişleme Programları (Quantitative Easing - QE) uygulamaya koymuştur. Uygulanan ilk paket Kasım 2008'de 600 milyar dolarlık tahvil alım kararıyla başlayan genişleme paketi olmuş ve QE1 programı olarak ifade edilmiştir. 2009 yılında ise QE1 programına devam edilmiş ve FED 750 milyar dolar tutarında ipoteğe dayalı menkul kıymet ve 300 milyar dolara yakın tahvil alımı gerçekleştirmiştir. Kasım 2010'da FED ikinci programı (QE2)'yi devreye sokmuş ve aylık 75 milyar dolar olmak üzere toplamda 600 milyar dolar tutarında tahvil alımı içeren 2.Miktarsal Genişleme Paketi uygulamaya koymuştur. Eylül 2012'de FED üçüncü programı (QE3)'da aylık 40 milyar doları tutarında ipoteğe dayalı varlık alımını gerçekleştirmeyi planlamış ve yapılacak olan alımların büyüme ve istihdamda kayda değer bir iyileşme sağlanıncaya kadar devam edeceği belirtmiştir. Bu sayede 3.Miktarsal Genişleme paketi de hayata geçirilmiştir (Barlas ve Kaya, 2013: 1-3).

Kasım 2008 ve Mart 2009'da uygulanan QE1 programının amacı, Küresel Krizden zarar gören finansal piyasaların onarımını sağlamak ve Mortgage Endeksli Tahvillerin ve Devlet Tahvillerinin likiditesinin temin etmektir. Kasım 2010'dan itibaren uygulanan ve QE2 olarak adlandırılan parasal genişlemenin amacı ise ABD hazine tahvillerini satın alarak ekonominin iyileşmesi ve risk unsuru taşıyan piyasalardaki varlık fiyatlarının yükseltilmesini sağlamak için yatırımları teşvik etmektir. Aynı zamanda FOMC gibi aracı şirketlere ait tahviller uzun vadeli hazine tahvilleri ile yer değiştirilmiştir. En son (QE3) olarak adlandırılan Eylül 2012'de FED kendi sahibi olduğu ve vadesi gelmiş mortgage endeksli varlıkları (Mortgage-backed securities- MBS) finanse edebilmek amacıyla yeni bir parasal genişleme programını başlatmıştır.

FED'in uygulamış olduğu para politikaları uluslararası ticarete yatırımcıların alacağı kararları büyük ölçüde etkilemiştir. FED'in yapmış olduğu hamle portfolyo dengesi ve varlık fiyatlarına büyük derecede etkilenmesine neden olmuştur. FED hazine tahvillerini satın almasıyla, piyasada tahvilin arzının daralmasına neden olmuş ve varlık fiyatları yükselişe geçmiştir. Aynı zamanda ekonominin durumu ile ilgili yaptığı açıklamalar ve sağladığı bilgiler yatırımcılar açısından önem arz etmektedir.

Euro, ikinci dünya savaşından sonra Avrupa Birliği üyesi ülkeler tarafından barışın korunması amacıyla 1999 yılında oluşturulmuş bir modern para birimidir. Euro ihracını Avrupa Merkez Bankası üstlenmiş ve 2011 yılına gelindiğinde on yedi üye ülke tarafından uluslararası ticarete aktif olarak kullanılmaktadır. Ancak kur savaşlarında aktif bir rol üstlenmemiştir. Avrupa, ABD için eşi bulunmayacak bir ihracat pazarı niteliği taşıdığından, ABD ile AB arasındaki derin ticari ve finansal ilişkiler kurulmuştur. Bu bağlamda güçlü bir Euro olması ABD'nin Avrupa'ya makinalarını, uçaklarını, teknolojisini, rafine petrol ürünlerini, gaz tribünleri, entegre devreleri, otomobil ve parçaları, tarım ürünleri gibi bir çok ürün grubun ihraç etmesi anlamına gelmektedir. Ayrıca AB ile ABD arasındaki ticari ilişkide ABD sadece ihraç eden taraf değil aynı zamanda ithal eden taraf konumundadır.

Tablo 1: ABD-AB'nin Mal Ticareti 2008 (milyon \$)

Ay	İhracat	İthalat	Denge
Ocak 2008	21,151.4	27,757.8	-6,606.4
Şubat 2008	23,431.0	30,473.0	-7,042.0
Mart 2008	23,594.6	31,692.1	-8,097.5
Nisan 2008	23,664.4	32,752.3	-9,087.9
Mayıs 2008	23,797.3	32,658.1	-8,860.8
Haziran 2008	24,834.1	33,387.5	-8,553.4
Temmuz 2008	23,664.2	34,822.8	-11,158.6
Ağustos 2008	23,597.6	29,706.6	-6,109.0
Eylül 2008	20,826.3	29,150.3	-8,324.0
Ekim 2008	22,861.5	32,068.2	-9,206.7
Kasım 2008	20,658.9	26,550.0	-5,891.1
Aralık 2008	19,728.8	26,598.8	-6,869.9
Toplam 2008	271,810.1	367,617.4	-95,807.4

Kaynak: United States Census Bureau, 'Trade in Goods with European Union,'

<https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c0003.html> (24.12.2018)

ABD açısından, Avrupa Borç Krizi nedeniyle Avrupa Birliği'nin dağılarak Euro'nun çökmesi tercih edilen bir durum değildir. Çünkü Euro'nun güçlü bir konuma sahip olması AB'ye üye ülkelerin ABD'den yapacağı ithalat miktarının artmasına sebep olacaktır. Ayrıca Euro gibi güçlü bir para biriminin çöküşü küresel bazda çıktı devi olan ABD ve AB arasındaki ticaretin zayıflamasına yol açacaktır. Yatırımcıların ani bir kararla Euro cinsinden tahvillerini Avrupa Bankalarından kaçırmaları Avrupa devlet tahvillerinin çökmesine neden olacaktır. Bu yüzden ABD, Euro'nun değer kaybetmemesi için uzun yıllardır AB'ye kurtarma paketleri ve swap limitleri gibi bir çok ekonomik destekler sağlamıştır.

Çin'in Euro ile olan ilişkisine bakıldığında ABD'nin durumuna benzer bir tablo ortaya çıkmaktadır. Avrupa'nın sahip olduğu güçlü pazar Çin'in ürünlerini ihraç etmesi için büyük fırsatlar sunmaktadır. Bu yüzden Euro Alanı'nın çökmesi durumunda Avrupa Birliği üyesi ülkeler Yuan karşısında daha düşük oranlı kurlardan kendi ulusal paralarına tercih edecek ve Çin'in ihracattan aldığı pay büyük ölçüde zarar görecektir. Çin bankaları Avrupa Bankalarıyla güçlü finansal bağlantıları olmadığı halde Euro'nun değer kaybetmemesi için ABD gibi Euro'nun değerini korumasını için gerekli desteği sağlamıştır.

2.4.3.Euro-Yuan İlişkisi

Çin ile AB arasındaki ilk resmi ilişki 1975'te başlamıştır. 1978'de Çin'in Avrupa Ekonomik topluluğu (AET) ile ticaret anlaşması imzalanması, Çin'in uluslararası ticarete önemli bir rol üsteleneceğinin göstergesi olmuştur. Çin ile AB arasındaki ticari ilişkiler gün geçtikçe artmış ve AB, Çin'in en büyük ticari ortağı haline gelmiştir. 1978'de 4 milyar Euro'ya yaklaşan toplam mal ticareti 2011 yılına gelindiğinde 428,3 milyar Euro'ya ulaşmıştır. 2011 yılında AB Çin'e 17,8 milyar Euro'luk yatırım yapmıştır. Bu sayede Tayvan, Hong Kong, ABD ve Japonya'dan sonra Çin, AB'nin en fazla dış yatırım yaptığı ülkeler arasına girerek 5. sırada kendine yer bulmuştur. Fakat 2012 yılına gelindiğinde, AB'nin Çin ile olan ticaretinde %4,1 oranında azalma görülmüş ve ticaret hacmi 302 milyar dolara düşmüştür (Alagöz, 2013).

AB-Çin ilişkilerinin etkin ve istikrarlı olması ekonomik, siyasi ve ticari koşullara bağlıdır. 2014 yılında AB'nin Çin'e yaptığı ihracat 164 milyar dolar iken 2015'de bu rakam 170 milyar dolara yaklaşmıştır. AB'nin Çin'den yaptığı ithalat ise

2014 yılında 303 milyar dolar iken, 2015 yılında yaklaşık 50 milyar dolar artış göstererek 350 milyar dolar civarına ulaşmıştır (European Commission, 2016a). AB'nin Çin'e ihraç ettiği ürün sepetinde; makineler, uçak, motorlu araç ve kimyasal maddelerken, tıbbi ürünler mevcut iken, AB'nin Çin'den ithal ettiği ürünler daha çok sanayi ve yarı mamul ürünlerden oluşmaktadır.

2014 yılında Çin'e giren doğrudan yabancı yatırım miktarı 129 milyar doları bulmuş ve Çin ilk kez ABD'yi aşarak dünyada en fazla doğrudan yabancı yatırım akışına sahip olan ülke konumuna gelmiştir. AB dış yatırımlarının %20'sini Çin'e gerçekleştirmiştir. 2015'de Çin, İsviçre ve Norveç dâhil olmak üzere AB üyesi ülkelere yönelik toplam yatırımları 23 milyar dolar seviyeye ulaşmıştır. ABD'ye ise yapmış olduğu yatırımlar 15 milyar dolara yaklaşmıştır (Çin Büyükelçiliği, 2015).

2008 yılında ABD'de patlak veren ekonomik krizin Avrupa'ya yayılması AB'yi ciddi bir ekonomik ve mali krizin içinde sokmuştur. Bu dönemde Yunanistan, Portekiz, İrlanda, İspanya ve İtalya gibi köklü ekonomilere sahip ülkeler büyük borç yükünün altında kalmıştır. Ekonomik krizle mücadele etmek için AB tarafından alınan önlemlere ve ortaya konan girişimlere Çin'den büyük destek gelmiştir. Bulunduğu konum itibarıyla Çin potansiyel bir kurtarıcı ülke haline gelmiştir. Çin'in yaptığı en büyük destek ise Avrupa'nın hazine borçlarını satın alarak, milyarlarca dolar yardım sağlamıştır.

2012 yılında Çin ile AB arasındaki ticaret hacminde %11'lik bir kayıp yaşanmış, krizle birlikte Avrupa ekonomisinde daralma görülmüştür. Ortaya çıkan ekonomik krizden Çin ekonomisi de zarar görmüştür. Dolayısıyla Çin Avrupa'ya yardım etmekle aslında kendi ekonomisini krizin etkilerinden korumaya çalışmıştır. Kısaca Avrupa'nın içinde bulunduğu krizden her iki tarafta etkilenecek, ancak ekonomilerine olan etki dereceleri farklı olacaktır (Alagöz, 2013).

Çin'in uluslararası ticarete Euro'yu desteklemesinin bir diğer önemli nedeni ise, Kasım 2013'te yapılan Çin-AB Yüksek Seviyeli Ekonomi ve Ticaret Toplantısı'nda kapsamlı bir yatırım anlaşması imzalanacağını belirtmiş olmasıdır. Bu anlaşma sayesinde yatırım rejimine serbestlik getirileceği ve yatırımcıların önündeki engellerin kaldırılarak onları koruyan hukuki düzenlemelerin yapılması amaçlanmıştır (European Commission, 2016b). AB bu anlaşmayla Çin'de yatırım yapacak Avrupalı yatırımcıların hukuki olarak güvence altına alması ve Çin pazarına olan güvenin

arttırılması amaçlanmıştır. Zira Çin bu anlaşmayı AB nezdinde güvenilir bir ticari partner olduğu imajını sağlamlaştırmak adına gerekli görmektedir. Başka bir ifadeyle, taraflar bu anlaşma sayesinde karşılıklı bağımlılık ortamında ellerini güçlendirmektedir. Bu yüzden Euro ile Yuan arasındaki ilişki bir kur savaşından daha çok bağımlılık olarak ifade edilebilir.

2.4.4.Dolar-Yen İlişkisi

1950 ve 1973 yılları arasında hızlı bir büyüme trendi yakalayan Japonya ortalama olarak %7,4 oranında büyümüş, istihdam ve refah seviyesinde kayda değer bir artış görülmüştür. 1973-1991 yılları arasında ise ortalama olarak %4'lük büyümesine rağmen sonraki dönemlerde ekonomisi bir çöküş dönemine girmiş 1991-2002 arasında büyüme oranı %1'den küçük bir rakam olarak gerçekleşmiştir. Bu yıllarda işsizlik oranında da yükselme görülmüş ve 1990'da %2 olan işsizlik oranı 2002 yılında %5,4 seviyesine gelmiştir.

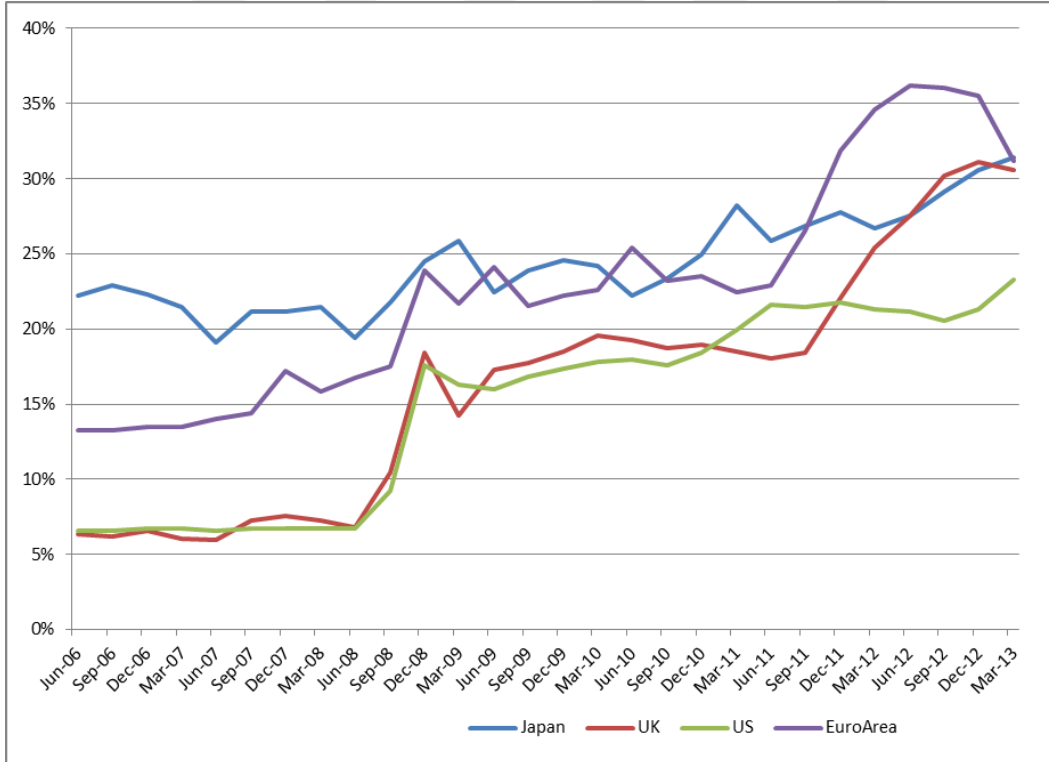
Japonya'nın yaşamış olduğu ekonomik çöküşün en büyük nedeni 1990'larda yaşanan borsa endeksi düşüşüdür. 1995'ten sonra Japonya'da deflasyon problemi ortaya çıkmış ve Japonya ekonomisi düşük büyüme deflasyon sarmalından kurtulamamıştır. Japonya ekonomisinin yaşadığı çöküşe para politikası araçlarıyla cevap vermek yerine kamu harcamalarını arttırarak cevap vermeye çalışması sonucunda yükselen kamu borcu/GSYİH oranı 2006'da %90'lara ulaşmıştır. Bu rakam 2012'ye yılında ise %250 seviyesini çıkmıştır. Para politikası araçları kullanarak 1996'da faiz oranlarının %1'e çekilmesi geç kalınan bir tedbir olmuş, ekonomi likitide tuzağına düşmüş ve deflasyon sorunu devam etmiştir. Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan- BOJ) artan kamu harcamalarıyla baş edememiş ve faiz oranını sıfıra çekmiştir. Faiz oranlarının sıfıra çekilmesiyle reel faiz oranının düşürülmesi ve harcamaların arttırılması amaçlanmıştır. Ancak GSYİH dalgalanmaya devam ederken cari işlemler dengesinde beklenen iyileşme görülmemiştir. 2000'lerden sonra canlanma olmasına rağmen büyüme deflasyon sorunu devam etmiştir. 2003'de BOJ'un uyguladığı faiz politikası amacına ulaşmış ve Japonya'nın yaptığı ihracat miktarı artmıştır.

2008'de yaşanan Küresel Kriz döneminde BOJ eksi faiz uygulamasını hayata geçirerek Japon Yeninin değerini düşürerek dış talebin ekonomiyi büyütmesini hedeflemiştir. Kriz döneminde düşen ihracat miktarı, uygulanan politikayla ile

birlikte 2009 döneminde yeniden toparlanmaya başlandıysa da istenilen seviyeye ulaşamamıştır. Ayrıca kriz döneminde BOJ'da FED ve ECB gibi birçok gelişmiş ülkenin Merkez Bankasının izlediği yolu takip etmiş ve genişletici para politikaları uygulamıştır. BOJ 2008'den itibaren bankalara sınırsız borç verilmesi ve tahvil alımını başlatmıştır. Merkez Bankasının yaptığı uygulama sayesinde, fiyat istikrarı ile uyumlu bir enflasyon süreci yaşanarak, Japonya'nın rekabet gücünü artıracak ve güçlü bir büyüme sağlanacaktır.

2008'de dört Merkez Bankasının tümü bilançolarını genişleterek büyük bir parasal genişleme yolu tercih etmiştir. Şekil 7'de görüldüğü üzere BOJ, FED, ECB ve İngiltere Merkez Bankası (BOE)'nin bilanço büyüklükleri karşılaştırılmaktadır. Bununla birlikte, Japonya'nın son zamanlarda genişletici para politikası izlemesi diğer Asya ülkelerinin, dikkatini çekmiş ve değer kaybeden Yen konusunda ciddi endişelerin oluşmasına yol açmıştır. Diğer büyük gelişmiş ekonomilerin aksine, Japonya diğer Asya ülkeleriyle ihracat konusunda büyük bir rekabet içindedir.

Şekil 7: Merkez Bankaları Bilançolarının Büyüklüğü (GSYİH'nın% 'si)



Kaynak: Bloomberg, OECD Stat.

11 Mart 2011'de Japonya'nın Sendai kenti yakınlarında dokuz şiddetinde oluşan bir deprem yüzünden ortaya çıkan tsunami Japonya'nın kuzey doğu yakasına

büyük zarar vermiştir. Oluşan tsunamide köyleri sel basmış, yollar, köprüler, iletişim ağları zarar görmüş ve binlerce kişi hayatını kaybetmiştir. Bunun devamında Sendai kenti yakınlarında nükleer enerji santralinde reaktörlerdeki yakıt çubuklarında oluşan tahribat büyük bir yangına neden olmuş ve Çernobil'den bu yana en büyük nükleer felaket ortaya çıkmıştır. Yapılan büyük bir yatırımın çökmesi ve felaketin verdiği zarar Japon yatırımcıları harekete geçirmiş ve Yen, Dolar karşısında büyük bir yükselişe geçmiştir. Japonya'nın ülke dışında 2 trilyon üzerinde varlığı ve 850 milyar dolardan fazla rezervi mevcuttur. Japonya değerlenen Yen'i frenleyip ihracata dayalı olarak ekonomisini tekrar canlandırmak istemektedir. Bu yüzden 18 Mart 2011'de FED, ECB ve BOJ birlikte hareket ederek Dolar, Euro ve İsviçre Frangı ve diğer dövizlerin satın alınmasıyla başlayan saldırı 18 Mart akşamı etkisini göstererek, yenin dolar karşısındaki değeri düşmüş ve normal işlem seviyelerine çekilmiştir (Rickards, 2017: 164-166).

2012 yılına gelindiğinde Japonya'nın kur savaşlarındaki hamlesi Aralık ayında başbakan seçilen Shinzo Abe'den gelmiş ve yenin değerini düşürerek parasal genişleme sürecinin yaşanacağını belirtmiştir. Japonya'nın izlemiş olduğu genişletici para politikasıyla değer kaybeden Yen, özellikle Çin ve ABD üzerinde bir baskı oluşmasına neden olmuştur. Çünkü Japonya ihracatının büyük bir kısmını Çin ve ABD'ye gerçekleştirmektedir. Ayrıca diğer Asya ülkeleriyle ihracat yarışı içinde olan Japonya Yen'in değerini düşürerek yarışta bir adım öne geçmiştir (McKinnon and Liu, 2013: 16).

Çin ve ABD Japonya'nın en önemli ticari ortakları konumundadır. 2012 verilerine bakıldığı zaman en çok ihracat yaptığı ülkeler %18,1 ile Çin ve %17,8 ile de ABD iken, dışarıya yapmış olduğu ithalatın büyük bir kısmı yine Çin %21,3 ve ABD %8,8 oranlarıyla başı çekmektedir. Japonya'nın ihraç ettiği ürünlerin başında; renkli televizyon setleri, diğer elektrikli aletler, otomobil, gemi, kamera, saat, motorlu araçlar, demir ve çelik ürünleri ile plastik ürünleri gelmektedir. Başlıca ithal ürünler ise; petrol, sıvılaştırılmış doğal gaz, tekstil ürünleri, işitsel ve görsel aparatlar yer almaktadır (İzmir Ticaret Odası, 2015).

Başta Asya ülkeleri olmak üzere Hong Kong, Tayvan, Kore ve Singapur'un da aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkeler kur savaşlarının olumsuz etkilerine maruz kalmıştır. Tablo 2'ye bakıldığında 2012 yılında Hong Kong, Tayvan, Kore,

Singapur'un cari işlemler fazlalarında azalma eğilimine girmiş ve GSYİH oranlarının artış hızı ise %5'in üzerine çıkamamıştır.

Tablo 2: Asya Ülkelerinin GSYİH Değişimi (2008-2012)

ÜLKE	Açıklayıcı değişken	Değişim	2008	2009	2010	2011	2012
Hong Kong	GSYİH sabit fiyatlarla	Yüzde değişim	2.164	-2.761	6.039	4.692	4.323
Hong Kong	Cari Hesap Bakiyesi	GSYİH yüzdesi	13.617	8.680	8.345	8.338	8.390
Kore	GSYİH sabit fiyatlarla	Yüzde değişim	2.298	0.196	6.061	4.475	4.209
Kore	Cari Hesap Bakiyesi	GSYİH yüzdesi	-0.620	5.125	2.640	2.895	2.252
Singapur	GSYİH sabit fiyatlarla	Yüzde değişim	1.782	-1.283	15.00	4.545	4.372
Singapur	Cari Hesap Bakiyesi	GSYİH yüzdesi	18.525	17.773	20.463	18.403	17.267
Tayvan	GSYİH sabit fiyatlarla	Yüzde değişim	0.731	-1.909	9.323	4.409	4.686
Tayvan	Cari Hesap Bakiyesi	GSYİH yüzdesi	6.830	11.338	9.986	9.513	9.111

Kaynak: (World Economic Database – IMF, October 2010)

[www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata\(01.01.2019\)](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata(01.01.2019))

Sonuç olarak, 2008'de Çin ve ABD'nin yapmış olduğu hamlelerle başlayan III. Kur Savaşı hala devam etmekle ve bulunduğumuz konum itibariyle ilerleyen süreçte neler yaşanacağını tahmin etmek güçleşmektedir. Geçmişte yaşanan kur savaşlarında olduğu gibi, şu an ki yapılan kur savaşlarında da kazanan bir taraf

olmayacağı açıktır. Henüz sona ermemiş olmasına rağmen bu savaşın olumsuz sonuçlarının tüm ülke ekonomilerinde yaşanacağı aşikârdır.

2.4.5.Kur Savaşındaki Küresel Çatışmalar

1994'e kadar Brezilya para birimi olan real, dolar karşısında kur çıpasını korumayı başarmış, fakat 1994'te Meksika'da ortaya çıkan "Tekila Krizi" Brezilya ekonomisini derinden sarsmıştır. Bu durumun akabinde Brezilya dolar karşında Realin değerini düşürerek devalüasyona gitmiş, 1995 ve 1997 yılları arasında Real yaklaşık olarak %30 değer kaybetmiştir. Brezilya ekonomisinde yaptığı düzenlemelere rağmen, 1997'de Doğu Asya'daki krizin etkilerine maruz kalmış ve nihayetinde Brezilya dalgalı kura geçmek durumunda kalmıştır. Doğu Asya'daki kriz; Güney Kore, Rusya, Tayland ve Endonezya'dan dünyaya yayılmıştır. Fed gerekli olan likiditeyi sağlamak için ABD'den faiz oranlarını düşürmesini istemiş ve bu sayede IMF'den gerekli olan finansmanı sağlayarak para kalkanını oluşturmuştur (Rickards, 2017: 144-145).

2002'de Luiz Inacio Lula da Silva'nın Brezilya başkanı olmuş ve ekonomiyi canlandırma adına 2003 ve 2010 yılları arasında doğal kaynak ihracatı arttırmış, teknoloji ve imalat sektöründe önemli ilerlemeler kaydetmiştir. Teknoloji alanında kaydedilen ilerleme sayesinde Brezilya dünyanın en büyük 3. uçak üreticisi konumuna gelmiştir. Brezilya 2008 Krizi'nin ardından ulusal parası olan Reali revalüe etmiştir. Bunun sonucunda 2009 ve 2010 yıllarında real dolar karşısında değer kazanarak 2,4'den 1,69 seviyesine çıkarak ve %40'luk bir revalüasyon uygulanmıştır. Yapılan revalüasyon ihracat oranlarının düşmesine neden olmuş ve Brezilya'nın ABD ile olan dış ticaretinde 6 milyar dolarlık açık ortaya çıkmıştır

Tablo 3: ABD-Brezilya Mal Ticareti 2009-2010 (milyon \$)

Ay	İhracat	İthalat	Ay	İhracat	İthalat
Ocak 2009	2,118.0	1,810.9	Ocak 2010	2,264.4	1,942.3
Şubat 2009	1,836.4	1,342.4	Şubat 2010	2,360.3	1,432.1
Mart 2009	1,962.6	1,590.7	Mart 2010	3,086.3	1,958.1
Nisan 2009	1,848.8	1,400.2	Nisan 2010	2,758.1	2,002.2
Mayıs 2009	1,999.8	1,540.4	Mayıs 2010	2,916.9	1,884.1
Haziran 2009	2,088.6	1,783.8	Haziran 2010	3,025.4	2,217.0
Temmuz 2009	2,241.6	1,926.3	Temmuz 2010	3,365.3	2,400.3
Ağustos 2009	2,318.2	1,611.6	Ağustos 2010	3,427.0	2,081.7
Eylül 2009	2,339.1	1,758.7	Eylül 2010	2,978.9	1,707.3
Ekim 2009	2,577.8	1,636.7	Ekim 2010	3,201.0	2,087.8
Kasım 2009	2,268.0	1,815.0	Kasım 2010	3,023.0	1,875.2
Aralık 2009	2,496.3	1,852.9	Aralık 2010	3,010.2	2,370.0
Toplam 2009	26,095.5	20,069.6	Toplam 2010	35,417.7	23,958.1

Kaynak: United States Census Bureau, 'Trade in Goods with European Union,' <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c3510.html>(24.12.2018)

Brezilyanın dolar karşısında yapmış olduğu revalüasyon, Dolar – Yuan çıpası devam ettiğinden dolayı, aynı zamanda Yuan karşısında da Realin değerlenmesine neden olmuş ve Çin'e yapılan ihracat azalmıştır. Çin montaj ve tekstil sektörüne yapılan ihracat miktarı düşmüş, dış ticaretten beklenen gelir elde edilememiştir. 2010 yılına gelindiğinde Realin değer kazanmasını sınırlamak üzere IMF'den destek alınmış, ancak FED'in dolar arzını arttırması ve Brezilya'nın ABD'de yaşanan enflasyon sorununu kendi ülkesine ithal etmesine sebep olmuştur. Bunun sonucunda yatırımcılar ellerinde bulundurdukları menkul değerler ile yüksek getiri elde edebilmek için ABD'den Brezilya'ya yönelmiş ve Realin ekonomi içindeki pozisyonunun bozulmasına sebep olmuştur. Brezilya'nın sıcak para girişini kontrol etmek için; sermaye denetimleri, vergiler ve kısıtlayıcı engeller uygulamasına rağmen başarılı olamamıştır. Brezilya'nın Çin gibi yüksek rezerve ve dış ticaret

fazlasına sahip olmayışı, dolar çıpasını kontrol edememesine sebep olmuştur. Brezilya ekonomisi yüksek kur ve enflasyon arasında kalmış, yaşanan kur savaşında kaybeden taraf olmuştur (Rickards, 2017: 144-147).

2.5. Çin'in Döviz Kuru Rejimleri

Hükümetlerin benimsemiş oldukları döviz kuru politikaları amaç ve hedeflerine ulaşmak için kullandıkları araçlardan biridir. Sonuç olarak, bir ekonomi geliştikçe, ekonomide kullanılan döviz rejiminin de bu amaç doğrultusunda hedeflere ulaşmak için gelişmesi gerekmektedir. Yıllar boyunca Çin, hükümeti amaçları doğrultusunda ekonomisine uygun olacağı döviz kurları politikaları benimsemiştir.

1949-1979 Dönemi: Çin Halk Cumhuriyeti, 1949 yılında Çin Komünist Partisi tarafından kurulmuş ve Çin ekonomisi, en büyük ikinci ekonomi olma yolunda birçok aşamadan geçmiştir. Başkan Mao yönetiminde Çin ekonomisi yeni bir döneme girmiş ve Sovyet modeli merkezi planlama ekonomisi benimsemiştir. 1949 yılında ÇHB, parasal sistemi düzene sokmak, döviz ticaretinin tek merkezden yönetmek ve fiyat istikrarının sağlanabilmek için döviz kurunu 80 yuan/1 dolar olarak belirlemiştir. 1950 yılında Amerika-Kore savaşının ortaya çıkması döviz kurunda ayarlamaya gidilmesine neden olmuştur. 1971 yılında döviz kuru sabit bir seyir izlemiş ve kur 2.26 yuan/1 dolar olarak belirlenmiştir.

1973 yılında ortaya çıkan dünya petrol krizi, ihracata konu olan mal ve petrol fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Bu yüzden birçok ülke ulusal paralarının değerini piyasa arz talep koşullarının belirlemesine izin vermiştir. ÇHB döviz kurunda istikrarını sağlamak amacıyla ulusal parasını, dış ticarete konu olan birçok ülke parasının içinde olduğu bir para sepetine bağlamıştır.

1949-1979 yılları arasında Çin ekonomisi nispeten kapalı bir ekonomiye sahiptir. Çin hükümeti ithal mamul mallara bağımlılığını azaltmak ve endüstriyel kalkınmayı hızlandırmaya yönelik politikalar benimsemiştir. Benimsenen politikaların başında döviz arz ve talebinin ulusal ekonomik plan altında kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Bu yüzden ihracat başta olmak üzere elde edilen tüm döviz gelirlerinin ÇHB yatırılma zorunluluğu getirilmiştir. Çin'in ithal ikame sanayileşme stratejisi uygulayarak sabit döviz kuru rejimi altında döviz kurunu 1975'de 1.86 yuan/1 dolar olarak belirlemiştir.

1979 yılına kadar ticarete konu olan ve olmayan döviz girdileri için aynı kur uygulanmış ve RMB kurunun yüksek kalması nedeniyle ihracat yapan kurumlar yaptıkları ihracattan yeterli düzeyde kâr elde edememişlerdir. Çin hükümeti 1979 yılında ekonomik reformlar ve dışa açılma politikaları benimsemiştir.

1981-1993 Dönemi: 1981 yılında resmi kur ve iç hesap kuru olarak ikili döviz kuru sistemi oluşturulmuştur. İkili döviz kuru sisteminin uygulanmasıyla birlikte Çin, ulusal parasını dolara sabitlemiştir. Dış ticarete konu olan işlemler için ayrı bir kur, dış ticarete konu olmayan işlemler için ayrı bir kur uygulaması başlatılmıştır. Bu dönemde, dış ticarete konu olan işlemler için iç hesap kuru 2,80 yuan/1 dolar olarak belirlenmiştir. Dış ticarete konu olmayan işlemler için uygulanan resmi döviz kuru ise, 1,50 yuan/1 dolar seviyesindedir.

İkili döviz kuru sistemi ihracatın artmasına katkı sağlasa da ithalatta ortaya çıkan zararı telafi etmekte yetersiz kalmıştır. Kurların yüksek olması nedeniyle uygulanan kur politikaları etkili olmamıştır. ÇHB, 1985 yılında iç hesap kurunun kaldırılarak tek döviz kuru sistemi tekrar geri dönmüştür. 1980 yılında döviz piyasasında gelişmeler meydana gelmiş, swap piyasası açılmış ve swap merkezleri kurulmaya başlanmıştır. Bu durum Çin ekonomisi için serbest döviz piyasasına geçiş sürecini başlatmıştır. Swap piyasasının sayesinde döviz girdisi yapabilen kuruluşlar elde ettikleri dövizleri serbestçe kullanılabilir hale gelmiş ve piyasa giderek büyümüştür. 1980 – 1990 yılları arasında ithalat finansmanında kullanılan dövizlerin büyük bir kısmı bu piyasalardan karşılanmıştır. 1991 yılında bölgesel piyasalar arasında farklı kurların ortaya çıkması ÇHB'nin tek bir kur belirlemesine neden olmuştur.

Çin hükümeti parasının değerini 2,80 seviyesinden 3,19 seviyesine düşürmüştür. Hükümetinin yapmış olduğu devalüasyonlar ihracat üzerinde olumlu etki gösterirken ithalat üzerinde olumsuz etki göstermiştir. 1989 yılında döviz kuru 3,76 yuan/1 dolar iken 1990'da 4,79 yuan/1 dolar olarak belirlenmiştir. 1991 yılında resmi kur ile swap piyasası kuru arasındaki fark giderek küçülmüştür. Sonuç olarak döviz kuru üzerinden Çin'in ulusal parasının değerinin düşürülmesi dış ticarete önemli bir rol oynasa da, ihracat ve ithalat arz ve talep esnekliklerinin düşük olması nedeniyle, istenilen amaca ulaşamamıştır.

1994 Yılından Günümüze Kadar Olan Dönem: 1994 yılında Çin döviz sistemi için piyasa ekonomisine geçiş süreci başlatılmıştır. Çin Halk Bankası, 1994 de resmi kur ile swap kuru birleştirmiş ve döviz kurunu 8,7 yuan/1 dolar olarak belirleyerek ulusal parasını %66 oranında devalüe etmiştir. Sonrasında Çin, yönetimli dalgalanan döviz kuru rejimi geçmiştir (Yi, 2008). Swap kuru ile resmi kurun birleştirilmesiyle döviz piyasasında düzenlemeye gidilmiş ve döviz kazancı elde eden kuruluşların tutabilecekleri döviz miktarı sınırlaması kaldırılmıştır. Ayrıca döviz alım satım işlemleri yapan bankalara ÇHB referans döviz kuru altında kendi kurlarını belirleme yetkisi vermiştir. Bankaların kullanacağı döviz kurunun merkez bankası referans kurunun $\pm\%0.3$ 'lük bant içinde olma zorunluluğu getirmiştir (Guo and Han, 2004).

1997 yılında patlak veren Asya Krizine rağmen ÇHB para ve kur politikalarında düzenlemeye giderek ulusal parasının değerini dolar karşısında sabit tutmaya çalışmıştır. 1998 yılından 2005 yılına kadar yuan 8,28 düzeyinde seyir izlemiştir. 2003 yılından itibaren, Batı ülkeleri Çin'in kur seviyesinin reel değerinden düşük olduğunu savunarak, Çin'in ulusal parasının değerini yükseltmesi yönünde baskı oluşturmuşlardır. Bu durum karşısında Çin 21 Temmuz 2005'te, döviz kuru rejiminde reformlar gerçekleştirmiştir. 2005-2008 yılları arasında sürünen parite sistemini benimsemiş ve bu uygulama sayesinde yuan, dolar karşısında yaklaşık %21 değer kazanmıştır (Huang, 2010).

2005'ten beri Çin'in uyguladığı döviz kuru politikalarının başarıyla sonuçlanması ekonomik büyümesine en önemli katkıyı sağlamıştır. Ayrıca uyguladığı döviz kuru politikalarıyla yabancı yatırımcıların güvenini kazanmış ve ucuz işgücünden yararlanarak bölgeye yabancı sermayeyi çekmeyi başarmıştır. Çin, 2005'ten itibaren, piyasalarında Dolar, Yen, Euro, Hong Kong Doları, Avustralya Doları gibi ulusal para birimleriyle işlem yapılabilmesine izin vermiştir. Çin 2006'dan beri dünyanın en geniş döviz rezervlerine sahip ülkelerinden biri olmuş, 2007'nin sonu itibariyle yaklaşık 1,5 trilyon dolar döviz rezervine sahip ülke konumundadır.

2007-2008 Küresel Mali Krizi, Çin'in döviz kuru rejimi reformunu bozmuştur. Bu yüzden Çin 2008'de döviz kuru rejimi olarak sürünen parite uygulaması bırakmış yerine döviz kuruna istikrarlı düzenlemeler getirilmiştir.

Haziran 2010’da ÇHB ulusal parasının istikrarını sağlamak amacıyla reformlar yapmaya devam etmiş ve döviz kurunun esnekliğini arttırmıştır. Bu sayede 2010 yılının haziran ayından itibaren ulusal parası kademeli olarak yeniden değerlenmeye başlamıştır. 2013 yılında ise yuanın nominal değeri dolar karşısında yükselmiş, resmi kur bir sepete bağlanarak Çin yönetimli dalgalanan döviz kuru rejimine geçmiştir (Huang, 2010).

Tablo 4: Çin Döviz Kurunun Tarihi Süreci

Dönem	Döviz Kuru Rejimi	Politika açıklaması
1949-1979	Sabit döviz kuru rejimi	Çin ithal ikame sanayileşme stratejisi uygulamıştır. Döviz kuru 1975’de 1.86 RMB/1 dolar olarak sabitlenmiştir.
1979-1980	Sabit döviz kuru rejimi	Çin hükümeti ekonomik reform ve dışa açılma politikalarını başlatmıştır. İhracatçıların önemli miktarda döviz kazancını elde etmelerini sağlayan teşvikler yapılarak ticarete önemli reformlar gerçekleştirilmiştir.
1981	Sabit döviz kuru rejimi ve İkili döviz kuru rejimi	Bu dönemde resmi kur ve iç hesap kuru oluşturulmuştur. İç hesap kuru 2,8 yuan/1 dolar iken Resmi döviz kurunda 1,5 yuan/1 dolar olarak belirlenmiştir.
1985	Sabit döviz kuru rejimi	Hükümet iç hesap kurunu kaldırarak değeri daha düşük olan resmi döviz kurunu korumuştur.
1986-1994	Sabit döviz kuru rejimi ve İkili döviz kuru rejimi	Çin hükümeti devalüasyona devam etmiş ve resmi döviz kurunu 3.76 dan 4,79 düşürmüştür.
1994	Yönetimli Dalgalanan döviz kuru rejimi	Çin, yönetimli dalgalanan döviz kuru rejimi geçerek döviz kurunu 8,7 yuan /1 dolar olarak

		belirlemiştir.
2000-2017	Sabit Kur Sürünen Parite Sürünen Parite ve Benzeri Düzenlemeler Yönetimli Dalgalanan döviz kuru rejimi İstikrarlı Düzenleme	21 Temmuz 2005'te, Çin döviz kuru rejiminde reformlar yaparak döviz kurunu 8,1 yuan/1 dolar olarak belirlemiştir. 2008' ise bu oran 6,9 olmuştur.

Kaynak: Goldstein (2009), Kanamori and Zhao (2006), Cui (2014)

2. 6. ABD'nin Döviz Kuru Rejimleri

Dünyada uygulanan kur politikaları, ülkelerin politik konumlarına göre farklılıklar göstermektedir. Ülkelerin uygulamış oldukları kur politikaları ekonomik anlamda büyük bir güce sahip ABD'ye göre şekillenmiştir. Tarihsel süreçte uygulanan kur politikalarının değişmesinin en büyük sebebi savaşlar, ekonomik krizler, uluslararası ticaret anlaşmaları gibi küresel ölçekte ülke ekonomilerini derinden etkileyen unsurlar olarak görülmektedir. ABD dönemin koşulları ve şartlarına göre uygulamış olduğu kur politikalarında değişikliğe gitmiştir.

Altın Standardı Dönemi: Tarihte uygulanmış en eski sabit kur sistemi örneği Altın standardı olarak bilinmektedir. Birçok ülke altın standardı sistemini birinci dünya savaşının başlangıcına kadar benimsemiş ve altın para standardına göre her ülkenin ulusal parasının değeri belirli bir miktarda altına endekslenmiştir. Yapılan uygulamada ulusal paranın değeri aynı seviyede devam ettirilebilmesi için merkez bankası belirlenen fiyattan altın alımını ve satımını gerçekleştirir. Bu sayede ülkeler sabit bir altın fiyatı uygulaması sürdürmüştür. Ayrıca altın standardı sisteminde altın ithalatını ve ihracatını serbest bırakılmıştır (Demir, 1999: 3). Her ülkenin ulusal parasının altına bağlanmasıyla tüm ulusal paralar sabit kurlarla birbirine bağlanmıştır. Ülkelerin sahip olduğu ulusal paraların aralarındaki değişim oranı ise paraların içerdiği altın miktarına bağlıdır. Örnek verecek olursak: ABD doları iki gram altına, İngiliz sterlini ise bir gram altına eşit ise bir dolar iki sterline eşit olur.

İngiltere 1717'de, Hollanda 1818'de ve bazı ülkeler 1870 yılından önce altın standardına geçmiştir. 1870'den sonra altın standardını benimseyen ülkeler ise; 1871' de Almanya ve Japonya, 1876' da Fransa ve İspanya, 1879'da Avusturya, 1881'de Arjantin, 1893'te Rusya ve 1898'de Hindistan'dır. ABD ise 1832'den itibaren fiilen altın standardını benimsemiştir (Rickards, 2017: 67). 1914 yılında

başlamış ve 1918 yılında sona eren birinci dünya savaşı altın standardının yıkılmasına sebep olmuştur.

Savaşın sona ermesinden sonraki dönemde 1919'da ABD, 1925'te İngiltere ve 1928'de Fransa gibi ülkeler altın standardına geri dönmek isteseler de başarılı olamamışlardır (Gerek, 1999: 6). Sistemin tekrar işleyememesinin temel nedeni ise devlet müdahaleciliğinin artması ve uluslararası ticarete sınırsız bir serbestliğin sağlanamamasıdır. Devletler ekonomik, sosyal ve politik alanlarda yeni görevler üstlenerek ekonomilerine daha çok müdahalede bulunmayı tercih etmiştir. Müdahale ettikleri alanların başında işsizlik, sosyal güvenlik, fiyat istikrarı, dengeli gelir dağılımı, ekonomik büyüme ve istihdam göze çarpmaktadır. Hükümetler amaçlarını gerçekleştirebilmek adına serbest ticarete birçok kısıtlama getirmiştir. Dış dengenin bozulması durumunda ülkelerin merkez bankaları para arzını dengeleyerek müdahalede bulunmuştur. Birinci dünya savaşından sonra Almanya gibi birçok ülke savaşın getirmiş olduğu dış borç sorunu ve savaştan sonra yapılan anlaşmalarla belirlenen tazminatlarla boğuşmaktadır. Bu yüzden uluslararası sermaye akımları yavaşlamış ve altın standardı uygulaması gerekli etkiyi gösterememiştir.

1929'da başlayan Büyük bunalım olarak bilinen ekonomik kriz aslında 24 Ekim 1929'da ABD'de borsasının dibe vurmasıyla ortaya çıkmıştır. ABD sermaye piyasasında ortaya çıkan kriz, ülkenin sanayi üretimini ve istihdam seviyesinde büyük bir düşüşe yol açmıştır. ABD ekonomisinin iflasıyla sonuçlanan ve kara Perşembe olarak adlandırılan büyük buhran tüm ülkelerin ekonomilerini etkilemiştir. ABD'nin dünyanın kreditörü konumunda bulunması, birinci dünya savaşına katılan ülkelerin kredi desteğini ABD'den almasına neden olmuştur. Savaş sonrası dönemde ise Avrupa devletleri ekonomilerini canlandırabilmek için yine ABD'den kredilerine başvurmuştur. 1929 ekonomik krizi ile ABD'nin daha fazla kredi sağlayamaması ve vermiş olduğu kredileri geri istemesi krizin diğer ülkelere de sıçramasına yol açmıştır.

Bu dönemde ülkeler milli gelir ve istihdam düzeyindeki düşüşü önlemek için tarife, kota gibi dış ticareti engelleyici önlemlere başvurmuştur. Ülkelerin bireyselci bir tutum izleyerek sadece kendi ekonomilerini düzeltme adına milli gelir ve istihdam seviyesinin korunmak için izlemiş olduğu politikaya komşuyu zarara sokma politikası (beggar-thy-neighbor policy) denilmektedir. İzlenen politikalar sonucunda

hayata geçirilmiştir. Kambiyo kontrolü uygulayan ülkeler ticareti iki yanlı anlaşmalara dönüştürmüş, yüksek gümrük tarifeleri ve miktar kısıtlamaları uygulamıştır. Sabit döviz kuru üzerinden ulusal parası değerlenen ülke devalüasyona başvuruyor, ticaret ortakları olan ülkeler ise bu durumdan etkilenmemek için ulusal paralarını devalüe etme yolunu tercih ediyordu. Altın blokuna katılan ülkeler ise sabit döviz kurundan kaynaklanan dış açıkları giderebilmek amacıyla miktar kısıtlamaları uygulamış ve gümrük vergilerini yükseltmiştir. Sterlin bölgesinde ise ülkeler arasında istikrarlı bir ticaret yapısı mevcuttur (Seyidoğlu, 2003: 526-528).

1944-1971 Bretton Woods Dönemi: 1944 yılında Bretton Woods anlaşmasıyla hayata geçirilmiş ve 1973 yılına kadar geçerliliğini sürdürmüştür. İkinci Dünya Savaşından sonra uygulanan Bretton Woods Sistemi de geçmişte uygulanan altın standardının temelini oluşturan sabit kurlara dayalı bir sistemden meydana gelmektedir. İkinci dünya savaşından dolayı savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını sağlayacak ve serbest ticaretin düzgün bir şekilde işleyebilmesi için sağlıklı bir döviz kuru sisteme ihtiyaç duyulmuştur. Bu sistemde ülkeler ulusal paralarını dolar veya çeşitli ülkelerin paralarıyla oluşturulan bir para sepetine bağlamaktadırlar. Avrupa birliği üyesi ülkeler Euroya geçmeden önce ulusal paralarını Avrupa para birimine (ECU) bağlamışlardır. Bazı ülkeler ise ulusal paralarını Uluslararası Para Fonunun çıkarttığı hesap birimi olarak kullanılan SDR'ye bağlamıştır. Bretton Woods Sistemine göre ABD dışındaki IMF üyesi her ülkenin ulusal parası resmi kurdan ABD dolarına tanımlanmıştır. Kurlar arasında iki yönlü %1 veya daha düşük oranında dalgalanmaya izin verilmektedir. Bu oran 1971 yılında % ± 2.5 'e yükseltilmiştir.

1971 yılında Group of Ten ülkeleri (Fransa, İtalya, İsveç, Belçika, İsviçre, ABD, Kanada ve İngiltere) tarafından Smithsonian anlaşması imzalanmış ve anlaşma gereği doların değeri diğer ulusal paralar karşında %8 oranında düşürülmüştür. Ancak yapılan devalüasyonun yetersiz kalmıştır. Altının fiyatı 35 dolardan 38 dolara çıkmıştır. Diğer ülke paraları dolar karşında yaklaşık %12 değer kazanmıştır. Diğer ülkelerin ulusal paraları %1 düzeyinden yükselerek %2,25 düzeyinde dolar paritesi etrafında dalgalanma sınırları belirlenmiştir. Fakat ABD'nin dış ödeme açıkları daha çok artmış ve Smithsonian anlaşması başarısız olmuştur. 1973 yılında dolar %5 oranında tekrar devalüe edilmiş ve altının fiyatı 42,3 dolar olarak belirlenmiştir. ABD'nin uygulamış olduğu para politikaları diğer ülke ekonomilerine yıkıcı etkileri

olmuştur. 1973 yılında ayarlanabilir sabit kur politikasına dayalı olan Bretton Woods Sistemi yürürlükten kalkarak yerini dalgalı döviz kuru sistemine bırakmıştır.

1973 Sonrası Dalgalı Kur Dönemi: 1973'ten beri Avrupa ve Japonya öncülüğünde dalgalı kur sistemi tüm ülkelerin tercih ettiği bir sistem olmayı başarmıştır. Bunun sonucunda ABD'de doları altına sabitlemeyi bırakarak dalgalı kur sistemine geçmiştir. 1976-1977 yılları arasında ABD'nin uygulamış olduğu parasal genişleme politikası doların diğer para birimlerine karşındaki değerini düşürmüştür. Sonuç olarak dünyada hızla enflasyon oranları artmış ve 1976-1978 yılları arasında doların diğer para birimleri karşısındaki değeri, Alman Markı 2.51-2.0, Avustralya Doları 0.81-0.87, Japon Yeni 296.55-210.44, İsviçre Frangı 2.49-1.78, İngiliz Poundu 0.55- 0.52, İtalyan Lirası 832.34- 848.66, Fransız Frangı 4.80-4.51, Kanada Doları 0.98-1.14, Norveç Kronu 5.45-5.24 seviyelerinde gerçekleşmiştir (<http://fx.sauder.ubc.ca.>).

2008'de ABD'de yaşanan ve ülke ekonomilerini derinden etkileyen Küresel Finans Krizi ülkeleri döviz piyasalarına müdahale etmelerini gerektirmiştir. 2008-2012 yılları arasında doların diğer ülke paraları karşısındaki değeri; Alman Markı 1.33-1.52, İngiliz Poundu 0.54-0.63, Norveç Kronu 5.64-5.81, Fransız Frangı 4.47-5.10, Kanada Doları 1.06- 0.99, İsviçre Frangı 1.08- 0.93, Japon Yeni 103.35- 79.79, Avustralya Doları 1.19-0.96, İtalyan Lirası 1321.84- 1506.99 seviyelerinde gerçekleşmiştir (<http://fx.sauder.ubc.ca.>).

2.7.Literatür Taraması

Martin J. Bailey, George S. Tavlas ve Michael Ulan (1986), döviz kuru oynaklığının ihracat hacmi üzerindeki etkilerini araştıran ilk çalışmadır. Yapılan çalışmada 1973Q1 – 1984Q3 dönemi verileri kullanılarak döviz kuru oynaklığının 7 OECD ülkesi (Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve ABD) için ihracat hacimleri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada oynaklık serisini nominal efektif döviz kurlarından bir önceki döneme göre yüzde değişimlerini hesaplayan Bailey ve diğerleri (1986), her ülke için oluşturmuş oldukları ihracat modelinde açıklayıcı değişken olarak; gelir, dış ticarete konu olan malların fiyatları, petrol üreten ülkelerin reel ihracat kazançları ve döviz kuru oynaklığı ele alınmıştır. En yüksek olabilirlik (EYO) yöntemi ile yapılan analizde döviz kuru oynaklığının, 7

OECD ülkesinin ihracat hacimleri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucu elde edilmiştir.

Guedae Cho Won W. Koo, (2004), ABD ile Çin arasındaki ikili döviz kurunun iki ülke arasındaki ticaret dengesizliği üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmada 1987-1999 dönemine ait zaman serisi verilerini kullanarak İki Aşamalı En Küçük Kareler (2SLS) Regresyon Analizi yapmışlardır. ABD ve Çin arasındaki ikili döviz kurunun ülkeler arasındaki ikili ticareti açıklamada önemli bir rolünün bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. ABD ve Güneydoğu Asya ülkeleri arasındaki göreceli döviz kurunun ticaret dengesizliğini açıklamada daha önemli olduğu ifade edilmiştir.

Capuano ve Stepanok (2016), 1999-2014 verilerini kullanarak, İngiltere'nin AB'den çıkması sonucunda dış ticarete ortaya çıkabilecek olan değişimleri incelemiştir. Almanya ile İngiltere'nin (Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Kore, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, İngiltere, ABD, Çin ve Rusya da) dâhil olmak üzere 35 ülke ile olan ithalat ve ihracatının döviz kuruna olan duyarlılığını regresyon yöntemiyle incelenmiştir. Sonuç olarak çalışmada, Almanya'nın ihracatının kur hareketlerinden kısa vadede çok az etkileneceği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca ülkelerin ihracatını etkileyen pek çok değişkenin olduğu ve bu değişkenlerin içinde döviz kurunun en az etkiye sahip olduğu bulgusu elde edilmiştir.

Ahmed, Appendino and Ruta (2015), 46 ülkenin 1996-2012 verilerini kullanarak ihracatın döviz kuru esnekliğini zaman içinde, ülkeler ve sektörler arasında nasıl değiştiğini ve küresel değer zincirlerinin oluşumunun bu ilişkiden nasıl etkilendiğini panel veri yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışmada reel efektif döviz kuru esnekliğinin ihracat üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Ayrıca para birimlerinin değerinin düşürülmesinin, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, ihracatı teşvik etmekte ve büyümenin tetiklenmesi için yapıldığı ifade edilmektedir. Fakat elde edilen sonuçlara göre gelişmekte olan ülkelerin ithalata olan talebinin artması para birimlerinde yaşanan değer kaybının ihracat üzerindeki etkisini azaltacağı yönündedir.

Jiang (2014), döviz kuru oynaklığının Çin'in ithalat ve ihracatı üzerinde etkisini 1981-2012 dönemi verilerini kullanarak analiz etmiştir. ADF birim kök ve eşbütünleşme testlerinin uygulandığı çalışmada, uzun vadede nominal döviz kuru ile ithalat ve ihracat değişkenleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu tespit etmiştir. Uzun vadede bu seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisine bakmış ve kur ile ihracatın eşbütünleşik olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Qing, Lu and Zhou (2013), Çin'in ihracat yaptığı 56 ülkenin 2000M1-2006M12 dönemi verilerini kullanarak ihracat ile döviz kuru arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Fark içinde fark (difference in differences) yönteminin uygulandığı çalışmada Çin'in para biriminin ABD doları karşısında değer kazanmasının ABD'ye yapılan ihracatını önemli ölçüde düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yapılan analiz sonucunda Çin ile ABD arasında döviz kurundaki %1'lik değer artışının Çin'in toplam ihracatı %1.61 oranında düşürdüğü tespit edilmiştir.

Zhang and Sato (2009), 1987Q1-2007Q3 dönemi verilerini kullanarak, Renminbi'nin değerinin düşürülmesi ve yeniden değerlendirilmesinin Çin'in çıktı ve ticaret dengesi üzerindeki etkisini Vektör otoregresyon (VAR) modeller aracılığıyla analiz etmiştir. VAR tahminlerinden elde edilen sonuçlar, Çin'in ticaret dengesini reel döviz kurundaki gecikmeli değişikliklerle ilişkilendiren katsayıların negatif olduğu ve istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak döviz kurunun Çin'in ticaret dengesi üzerindeki dinamik etkisinin sınırlı olduğu ve ticaret dengesi esas olarak dünya talebi ve ticari performansıyla belirleneceği ifade edilmiştir. Ayrıca 1994-2007 döneminde Çin'in ticaret dengesini ve döviz kurunu, etkileyen en önemli unsur ise ABD'nin üretimini etkileyen başlıca şoklar olarak tespit edilmiştir.

Lau, Mo ve Li (2004), 1995 Q1-2003 Q2 dönemi verilerini kullanarak Çin'in kısa ve uzun vadede ihracat ve ithalat esnekliklerini, En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile analiz etmiştir. Sonuç olarak Çin'in ithalatının, Reel efektif döviz kurundaki değişikliklerine duyarlı olmadığı bunun temel nedeninin ise ticari serbestleşme sürecinde politika değişikliklerinin döviz kuru hareketlerinden daha büyük bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Lü Jian (2007), 1978-2005 dönemine ait yıllık verileri kullanarak, RMB döviz kuru ayarlamalarının Çin'in ihracatı üzerindeki etkisini incelemiştir. Yapılan

çalışmada iki aşamalı Engle-Granger (E-G) eşbütünleşme testi ve ikili Logit modelinden faydalanılmıştır. Sonuç olarak RMB kuru denge düzeyinin altında olması Çin'in ihracatının yükselteceği tersi durumda ise, Çin'in ihracatında belirgin miktarda düşüreceği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca döviz kurlarında yaşanan sapmaların, hata düzeltme mekanizması yoluyla ortadan kaldırılacağı ve dengenin, uzun dönemde kurulacağı tespit edilmiştir.

Grier ve Smallwood (2013), sekiz gelişmiş ve on dokuz gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru ve dış ticaret ilişkisini tespit etmek amacıyla 1973-2007 dönemi aylık verileri kullanılmıştır. Çalışmada tercih edilen analiz yöntemi çoklu değişken GARCH modelidir. Yapılan analiz sonucunda gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunda reel döviz kurunda belirsizlik ortaya çıkması dış ticareti olumsuz etkileyerek yerli paranın değer kazanmasına ve ihracat miktarının düşmesine neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Amarasingha Appuhamilage ve Ali Alhayky (2010), Sri Lanka ve Çin arasındaki döviz kuru hareketlerinin ticaret üzerindeki etkisini iki kısımda incelemişlerdir. İlk kısımda Sri Lanka ve Çin arasındaki 1993Q1-2007Q4 dönemi için toplam ihracat, toplam ithalat, reel ikili döviz kuru ve reel gayri safi yurtiçi hâsıla değerlerini kullanılarak regresyon analizi yapmışlardır. Yapılan analiz sonucunda iki taraflı döviz kuru oynaklığının ticaret üzerinde aktif bir rol oynadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Sri Lanka Rupisi'nin Çin RMB'si üzerindeki değer kaybetmesinin, Sri Lanka'nın Çin'e yaptığı ihracatını olumlu yönde etkilediği ve Rupi'nin değerinin düşmesi Çin'den yapılan ithalatı olumsuz yönde etkilediğini tespit edilmiştir. Döviz kuru dalgalanmasının hem ihracat hem de ithalat için önemli olumsuz etkileri vardır. Çalışmanın ikinci kısmında ise Sri Lanka ve Çin arasındaki 1993Q1-2007Q4 dönemi için sektörel düzeydeki ihracat ve ithalat verilerini kullanarak panel regresyon analizi yapmışlardır. Analiz sonucunda Sri Lanka Rupisi'nin Çin RMB'ye karşı değer kaybetmesinin, Sri Lanka'nın sektörel ihracatını ve ithalatını olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca sektörel ticaret de, döviz kuru oynaklığı ticareti olumsuz yönde etkilediği ifade edilmiştir. Yapılan analizler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, iki ülke arasındaki döviz kuru hareketlerinin Sri Lanka ve Çin arasındaki sektörel ticaretin yanı sıra toplam ticaret üzerinde de önemli etkileri olduğunu göstermektedir.

Chit, Rizou ve Willenbackel (2010), iki taraflı kur dalgalanmalarının ihracat üzerindeki etkisini, gelişmekte olan beş Doğu Asya ülkesi ve on üç sanayileşmiş ülke arasında analiz etmişlerdir. 1982Q1-2006Q4 dönemlerinin verilerini kullanarak panel analizi ve gravity modeli uygulamışlardır. Sonuç olarak döviz kuru oynaklığının gelişmekte olan Doğu Asya ülkelerinin ihracatını olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Tenreyro (2004), çalışmasında 104 ülke için nominal döviz kurunun ticaret hacmi üzerindeki etkisini analiz etmiştir. 1970-1997 döneminin verilerini kullanarak yaptığı çalışmasında, gravity modeli uygulamıştır. Analiz sonucunda, döviz kuru hareketliliğinin ticaret üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Sukar (1998), çalışmasında Eşbütünleşme ve Hata düzeltme yöntemleri uygulayarak ABD ihracatının, reel döviz kuru ve dış gelir arasındaki ilişkisini analiz etmiştir. Eşbütünleşme yönteminin sonuçlarına göre ihracat ile dış gelir arasında doğrudan bir ilişki olduğu, fakat ABD'nin ihracatı ile reel döviz kuru arasında ise ters bir ilişki olduğu tespit etmiştir. Hata düzeltme modeline göre kısa dönemde, ihracatın değişmesi dış gelirdeki değişmeye bağlı olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 5. Literatür Özeti

Yazar	Yayın Adı	Periyot	Bulgular	Yöntem
Martin J. Bailey, George S. Tavlak, and Michael Ulan(1986)	Exchange-Rate Variability and Trade Performance: Evidence for the Big Seven Industrial Countries	1973Q1– 1984Q3	Döviz kuru oynaklığının, ülkelerin ihracatlarında herhangi bir etkisi yoktur.	EYO
Guedae Cho Won W. Koo, (2004)	The Trade Imbalance between the United States and China: The Role of Exchange Rate and Trade Liberalization	1987-1999	ABD ve Çin arasındaki ikili döviz kurunun ülkeler arasındaki ikili ticareti açıklamada önemli bir rolünün bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır	İki Aşamalı En Küçük Kareler (2SLS) Regresyon Analizi
Capuano ve Stepanok (2016)	Exchange Rate Effects of a Potential Brexit on German-UK Bilateral Trade	1999-2014	Ülkelerin ihracatını etkileyen pek çok değişkenin olduğu ve bu değişkenlerin içinde döviz kurunun en az etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	Regresyon yöntemi
Ahmed, Appendino and Ruta (2015)	Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports	1996-2012	Gelişmekte olan ülkelerin ithalata olan talebinin artması para birimlerinde yaşanan değer kaybının ihracat	Panel veri yöntemi

			üzerindeki etkisini azaltacağı yönündedir.	
Jiang (2014)	The Effect of RMB Exchange Rate Volatility on Import and Export Trade in China	1981-2012	Uzun vadede nominal döviz kuru ile ihracat arasında eşbütünleşik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	Eşbütünleşme Analizi
Qing, Lu and Zhou (2013)	Do Exports Respond to Exchange Rate Changes? Inferences from China's Exchange Rate Reform	2000M1-2006M12	Çin ile ABD arasında dış ticaret ilişkisinde döviz kurundaki %1'lik değer artışının Çin'in toplam ihracatı %1.61 oranında düşürdüğü tespit edilmiştir	Fark içinde fark yöntemi
Zhang and Sato (2009)	How Effective Is The Renminbi Devaluation On China's Trade Balance	1987Q1-2007Q3	Döviz kurunun Çin'in ticaret dengesi üzerindeki dinamik etkisinin sınırlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	Vektör otoregresyon(VAR
Lau, Mo ve Li (2004),	The impact of a renminbi appreciation on global imbalances and intra-regional trade	1995Q1-2003 Q2	Çin'in ithalatının, Reel efektif döviz kurundaki değişikliklere duyarlı olmadığı tespit edilmiştir.	En Küçük Kareler
Lü Jian (2007),	Empirical Study on the Influence of RMB Exchange Rate Misalignment on	1978-2005	RMB kuru denge düzeyinin altında olması Çin'in ihracatının yükselteceği tersi	İki aşamalı Engle-Granger eşbütünleşme testi ve ikili Logit model

	China's Export.		durumda ise Çin'in ihracat miktarda düşüş yaşanacağı tespit edilmiştir.	
Grier ve Smallwood (2013)	Exchange Rate Shocks and Trade: A Multivariate GARCH-M Approach	1973-2007	Gelişmekte olan ülkelerde reel döviz kurunda ortaya çıkan belirsizlik dış ticareti olumsuz etkileyerek ihracatın düşmesine neden olduğu tespit edilmiştir.	Çoklu Değişken GARCH modeli
Amarasingha Appuhamilage ve Ali Alhayky (2010)	Exchange rate movements' effect on Sri Lanka-China trade	1993Q1-2007Q4	Döviz kuru hareketlerinin Sri Lanka ve Çin arasındaki sektörel ticaretin yanı sıra toplam ticaret üzerinde de önemli etkileri olduğunu tespit edilmiştir.	Panel ve Regresyon
Chit, Rizou ve Willenbackel (2010)	Exchange Rate Volatility and Exports: New Empirical Evidence from the Emerging East Asian Economies	1982Q1-2006Q4	Döviz kuru oynaklığının gelişmekte olan Doğu Asya ülkelerinin ihracatını olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir.	Panel ve Gravity model
Tenreyro (2004)	On the Trade Impact of Nominal Exchange Rate Volatility	1970-1997	Döviz kuru hareketliliğinin ticaret üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna	Gravity modeli

			ulaşılmıştır.	
Sukar,A.(1998)	Real effective exchange rates and export adjustment in the U.S		ABD'nin ihracatı ile dış gelir arasında doğrudan bir ilişki olduğu fakat ABD'nin ihracatı ile reel döviz kuru arasında ise ters bir ilişki olduğu tespit etmiştir.	Eşbütünleşme ve Hata düzeltme yöntemleri

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
ÇİN VE ABD ARASINDAKİ DIŞ TİCARETİN İHRACATA OLAN ETKİSİ
ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ

3.1. Araştırma modeli

Bu çalışmada, seçilen ülkeler (ABD ve Çin) arasındaki döviz kurundaki değişimlerin ihracata olan etkileri incelenmiştir. Kur savaşının tarafları olan Çin ve ABD için, 1985-2018 dönemine ait döviz kuru, ihracat ve GSYİH verilerinden oluşan seriler kullanılmıştır. Ekonometrik uygulama için Econometric Views (Eviews, version 10) bilgisayar paket programından faydalanılmıştır.

Tablo 6: Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

Değişkenler	Tanımı	Veri Kaynağı
E	Dolar başına düşen RMB(renminbi) miktarını gösteren döviz kurunu	Federal Rezerv Ekonomik verileri (2018)
AC	ABD'nin Çin'e yaptığı ihracat	Census Ekonomik verileri (2018)
CA	Çin'in ABD'ye yaptığı ihracat	Census Ekonomik verileri (2018)
YA	ABD'nin Gayri Safi Yurtiçi hasılası	Dünya Bankası (2018)
YC	Çin'in Gayri Safi Yurtiçi hasılası	Dünya Bankası (2018)

AC, CA, YA, YC serileri milyon dolar olarak analizde gösterilmiştir. Veriler Dünya Bankası, Census ve FRED'in web sitesinden derlenmiş olup "L" harfi ilgili değişkenin doğal logaritmasının alındığını göstermektedir. Çin'in yapmış olduğu devalüasyonların ABD ile arasındaki karşılıklı ticarete olan etkisi oluşturulan Modeller yardımıyla incelenmiştir.

$$CA = \alpha_0 + \alpha_1 E + \alpha_2 YA + \varepsilon_t \quad (14)$$

$$AC = \beta_0 + \beta_1 E + \beta_2 YC + u_t \quad (15)$$

Modellerde, bağımlı değişken olarak analize konu olan ülkenin ihracatı alınmış, ihracatı etkileyen faktörler ise döviz kuru ve ülkelerin GSYH olarak belirlenmiştir.

3.2.Durağanlık ve Birim Kök Testi

Ekonometride, modellerin çoğu zaman serisine dayanmaktadır. Zaman serilerini geleceğin tahmininde kullanıyorsak dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, bu durumun bir neden-sonuç bağlantısı olmaktan çok, serinin ileriye doğru güvenilir bir uzantısının olmasıdır. Ayrıca zaman serilerinin en önemli özelliklerinden biri, durağan ya da durağan olmamalarıdır. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı bir ilişki tespit edilebilmesi için serilerin durağan olmaları gerekmektedir (Tarı, 2015: 374). Bu kapsamda zaman serisinin ortalaması, varyansı, kovaryansı ve daha yüksek dereceden momentleri zamana göre değişiklik göstermiyorsa seri durağandır şeklinde ifade edilmektedir (Göktaş, Pekmezci, Bozkurt, 2018: 3).

Y_t değişkeninin durağan olmasının şartları;

$$\text{Ortalama: } E(Y_t) = \mu \quad (16)$$

$$\text{Varyans: } \text{var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \quad (17)$$

$$\text{Ortak varyans: } \gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] \quad (18)$$

γ_k , k gecikme ile ortak varyans olup, Y_t ile Y_{t+k} arasındaki, yani aralarında k dönem farkı olan iki Y değeri arasındaki ortak varyanstır (Gujarati ve Porter, 2018: 740). Ekonometrik analizde zaman serilerinin durağan olup olmadığını anlamak için birim kök testleri uygulanmaktadır. Zaman serilerinde birim kök testlerinden Augmented Dickey-Fuller(ADF) ve DF-GLS(ERS) testleridir.

3.2.1.ADF Birim Kök Testi

Bir değişkenin durağan olup olmadığını veya durağanlık derecesini belirlemede kullanılan yöntem birim kök testidir (Gujarati, 2003: 802). Zaman serilerinde durağanlığın tespiti amacıyla ilk birim kök testi Fuller (1976), Dickey ve

Fuller (1979) tarafından önerilmiş ve bu test daha sonraki yıllarda geliştirilmiştir. Dickey Fuller (DF) yaklaşımı; serinin birim kök içerdiği yani durağan olmadığı boş hipotezin, birim kök içermediği alternatif hipotezine göre sınamasıdır.

Dickey-Fuller birim kök testinde ε_t hata teriminin ardışık ilişkisiz olduğu varsayılmıştır. Ama u_t 'nin ardışık ilişkili olduğu durumda Dickey-Fuller, Augmented Dickey-Fuller testi geliştirilmiştir. Durağanlık sınaması aşağıdaki (19) numaralı modelin tahminiyle yapılmıştır:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (19)$$

Burada, $\Delta Y_{t-1} = (Y_{t-1} - Y_{t-2})$, $\Delta Y_{t-2} = (Y_{t-2} - Y_{t-3})$, vb.'dir. Gecikmeli fark terimlerinin sayısı, çoğunlukla görgül olarak belirlenmektedir. Buradaki amaç, (20)'deki hata teriminin ardışık ilişkisiz olmasını sağlayacak kadar terimi modele katmaktır (Gujarati ve Porter, 2018: 757). Buna göre temel ve alternatif hipotezler:

$$H_0 : \delta = 0 \text{ (birim kök vardır-durağandır)} \quad (20)$$

$$H_1 : \delta < 0 \text{ (birim kök yoktur-durağandır)} \quad (21)$$

şeklinde. H_0 hipotezi kabulü durumunda birim kök vardır ve seri durağan değildir. Ancak H_0 hipotezi red, H_1 hipotezi kabul durumunda birim kök yoktur, seri durağandır.

3.2.2.DF-GLS (ERS) Birim Kök Testi

Değişkenler arasındaki ilişkileri incelemeye önce, bu değişkenlerin zaman serisi özellikleri incelenmelidir. Bu nedenle öncelikle birim kök sınaması yapılmıştır. Uygulamada kullanılan birim kök sınaması DF-GLS (ERS) testleri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Elliott, Rothenberg ve Stock (1996) tarafından geliştirilen ve standart ADF testine göre daha etkin sonuçlar veren DF-GLS (ERS) testi, ADF testi öncesinde serilerin trendden arındırılması işlemine dayanmaktadır. Trendden arındırma işlemi sonucunda aşağıdaki (22) numaralı regresyon denklemi en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir.

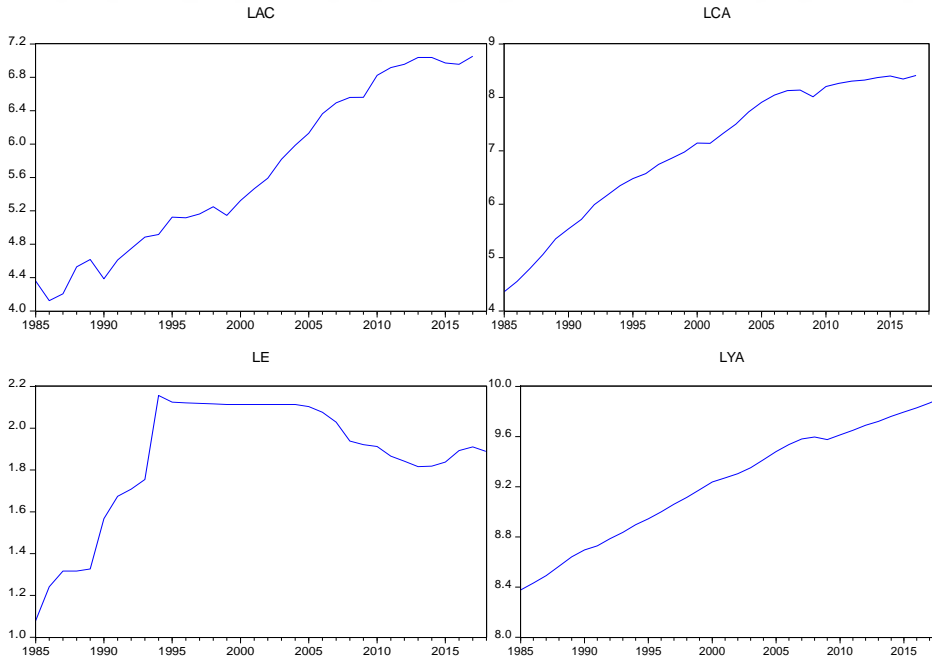
$$\Delta x_t^d = \beta_1 x_{t-1}^d + \sum_{i=1}^k \lambda_i \Delta x_{t-i}^d + \varepsilon_t \quad (22)$$

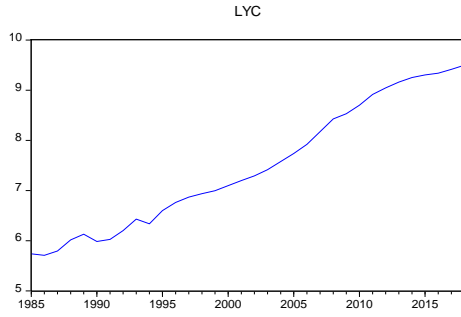
Yukarıdaki regresyon denklemlerinde x_t^d genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemine göre trendden arındırılmış seriyi göstermektedir. DF-GLS (ERS) testinde serinin durağanlığını belirlemek için ADF testinde olduğu gibi β_1 parametresi kullanılır. Tahmin edilen denklemde $\beta_1 = 0$ şeklinde ifade edilen sıfır hipotezinin reddedildiği düzeyde X_t serisinin durağan olduğuna hükmedilir. DF-GLS (ERS) testinde tablo değerleri Elliott, Rothenberg ve Stock (1996)'den alınmıştır.

3.3. Ekonometrik Analiz Sonuçları ve Değerlendirme

Ekonomik analizden önce serilerin logaritmaları alınmış ve logaritmik formlarının zaman içinde değişimleri grafikler aracılığıyla gösterilmiştir. Grafikler bize serilerin durağanlığı hakkında bilgi verebilir, fakat serilerin kesin olarak durağan olup olmadığını ve kaçınıcı farkında durağan olduklarını Augmented Dickey Fuller (ADF) ve DF-GLS testleri aracılığıyla belirlenmelidir.

Şekil 8: Serilerin Zaman İçindeki Genel Eğilimi





3.4. Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenlerin seviyesinde ve farkları alınarak durağanlık sınaması ADF ve DF-GLS(ERS) birim kök testleriyle yapılmıştır. ADF ve DF-GLS(ERS) birim kök testleri sonuçları Tablo 7 ve 8’de sunulmuştur.

Tablo 7: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Değişkenlerin Seviyesindeki Değerleri	Sabitli ve Sabitli Trendli	Kritik Değer		
			1%	5%	10%
LAC	I(0)-0.228	I(1) -6.176*	-3.65	-2.95	-2.61
LCA	I(0) -5.574	I(0) -5.574*	-3.65	-2.95	-2.61
LYA	I(0) -2.184	I(1) -2.988**	-3.65	-2.95	-2.61
LYC	I(0) 0.580	I(1) -5.122*	-3.65	-2.95	-2.61
LE	I(0) -4.033	I(0) -4.033*	-3.65	-2.95	-2.61

Not: ADF ve DF-GLS testinde gecikme uzunluğu 6 ve AIC kriteri kullanılarak belirlenmiştir. *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade eder. Değerler sabitli ve trendli model için Dickey-Fuller tablo değeridir.

Tahmin edilen DF-GLS (ERS) birim kök testi sonuçları Tablo 8’de sunulmuştur. Elde edilen bulgular döviz kurunun, ABD’nin Çin’e yaptığı ihracatın, Çin’in ABD’ye yaptığı ihracatın, ABD’nin Gayri Safi Yurtiçi hasılası ve son olarak da Çin’in Gayri Safi Yurtiçi hasılası logaritmik değerler sabitli ve trendli versiyonlarının birinci farkında birim kök taşımadığı tespit edilmiş, diğer bir ifadeyle durağan olduğu sonucunda ulaşılmıştır.

Tablo 8:DF-GLS (ERS) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Değişkenlerin Seviyesindeki Değerleri	Sabitli	Sabitli Trendli
LAC	I(0)-0.120	I(1)-1.455	I(1)-4.961*
LCA	I(0)-0.359	I(1)-1.766***	I(1)-5.493*
LYA	I(0)0.148	I(1)-2.986*	I(1)-3.752**
LYC	I(1)-0.853	I(1)-1.062	I(1)-4.894*
LE	I(0)-1.515	I(1)-0.781	I(1)-5.478*

Not:ADF ve DF-GLS testinde gecikme uzunluğu 6 ve AIC kriteri kullanılarak belirlenmiştir. *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade eder. Değerler sabitli ve trendli model için Dickey-Fuller tablo değeridir.

3.5.ARD L Sınır Testi Sonuçları

Çalışmada kullanılan değişkenlerin farklı mertebelerde durağan olduğundan ko-entegrasyon ilişkisi gecikmesi dağıtılmış oto regresyon (ARDL) yöntemiyle analiz edilecektir. Pesaran vd (2001) tarafından geliştirilen ARDL yaklaşımına dayalı sınır testi (Bound test) yaklaşımı olarak adlandırılan yöntem, herhangi bir değişkenin ikinci devresel farkında durağan olmaması koşuluyla, farklı seviyelerde durağan olan değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin araştırılmasına izin vermektedir. Sınır testi yaklaşımında değişkenlerin arasında ko-entegre ilişkisi olup olmadığı öncelikle alttaki ARDL modellerinin tahmin edilmesi ile başlamaktadır.

Model (1) $LCA=F(LE,LYA)$ ise;

$$LCA = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_{1i} LCA_{t-1} + \sum_{i=0}^l \alpha_{2i} LE_{t-1} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} LYA_{t-1} + \varepsilon_t \quad (23)$$

Model (2) $LAC=F(LE,LYC)$ ise;

$$LAC = \beta_0 + \sum_{i=1}^z \beta_{1i} LAC_{t-1} + \sum_{i=0}^r \beta_{2i} LE_{t-1} + \sum_{i=0}^n \beta_{3i} LYC_{t-1} + \varepsilon_t \quad (24)$$

Yukarıdaki modelde LE, YA ko-entegre ilişkisinin araştırıldığı değişkenleri, α_i, δ_i ve θ_i sabit ve katsayıları ε_t , hata terimini temsil etmektedir. ARDL modellerinin tahmin edildikten sonra sınır testi için aşağıdaki modeller vasıtasıyla sınır testi gerçekleştirilir.

$$\begin{aligned} \Delta LCA = & \alpha_0 + \theta_1 LCA_{t-1} + \theta_2 LE_{t-1} + \theta_3 LYA_{t-1} \sum_{i=1}^{k-1} \alpha_{1i} \Delta LCA_{t-i} + \sum_{i=0}^{l-1} \alpha_{2i} \Delta LE_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^{m-1} \alpha_{3i} \Delta LYA_{t-i} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (25)$$

$$\begin{aligned} \Delta LAC = & \beta_0 + \delta_1 LCA_{t-1} + \delta_2 LE_{t-1} + \delta_3 LYA_{t-1} \sum_{i=1}^{z-1} \beta_{1i} \Delta LAC_{t-i} + \sum_{i=0}^{r-1} \beta_{2i} \Delta LE_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^{n-1} \beta_{3i} \Delta LYC_{t-i} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (26)$$

Değişkenler arasında ko-entegre ilişkisinin olup olmadığının araştırılması (25) numaralı denklemde ($H_0 : \theta_1 = \theta_2 = \theta_3 = 0$) ve (26) numaralı denklemde ($H_0 : \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = 0$) boş hipotezlerinin F testi ile sınanmasını gerektirir. Eğer hesaplanan F istatistiği Pesaran vd (2001) tarafından belirlenmiş alt kritik sınırın altında kalırsa seriler arasında ko-entegre ilişkisi olmadığını ileri süren boş hipotez reddedilememektedir. Ancak hesaplanan F istatistiği, üst sınır değerini aşıyorsa seriler arasında uzun dönem ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin alt ve üst kritik sınırlar arasında kalması durumunda ise uzun dönem ilişki hakkında herhangi bir karar verilememektedir.

Değişkenler arasında ko-entegre ilişkisi mevcut ise uzun dönem denklemi ARDL (n,m) modeli ve hata düzeltme modeli aşağıda gösterilmiştir.

Model 1 için uzun dönem ve hata düzeltme denklemi;

$$LCA = \alpha_0 + \alpha_1 LE + \alpha_2 LYA + ec_{1t} \quad (27)$$

$$\Delta LCA = \alpha_0 + \alpha_1 ec_{1t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \alpha_{1i} \Delta LCA_{t-i} + \sum_{i=0}^{l-1} \alpha_{2i} \Delta LE_{t-i} + \sum_{i=0}^{m-1} \alpha_{3i} \Delta LYA_{t-i} + \varepsilon_t$$

Model 2 için uzun dönem ve hata düzeltme denklemi;

$$LAC = \beta_0 + \beta_1 LE + \beta_2 LYC + ec_{2t} \quad (28)$$

$$\Delta LAC = \beta_0 + \beta_1 ec_{2t-1} + \sum_{i=1}^{z-1} \beta_{1i} LAC_{t-i} + \sum_{i=0}^{r-1} \beta_{2i} LE_{t-i} + \sum_{i=0}^{n-1} \beta_{3i} LYC_{t-i} + \varepsilon_t$$

Yukarıdaki denklemlerde n ve m en uygun gecikme uzunluklarını ec_{t-1} hata düzeltme katsayısını ifade etmektedir.

Değişkenler arasındaki muhtemel ko-entegre ilişkisinin varlığının tespiti için en uygun gecikmenin Akaike Bilgi kriteri vasıtasıyla (en yüksek gecikme=4) tahmin edildiği ARDL modeli ve bu modelden elde edilen sınır testi sonuçları Tablo (3) gösterilmiştir. Bulgular farklı trend versiyonları içeren tüm modellerde ko-entegre ilişkisinin belirlemek için hesaplanan F istatistik değerlerinin (7.85) tablo üst kritik değerinden (5) büyük olduğunu gösterilmiştir. Model 1 için elde edilen bulgular 0.10 önem düzeyine göre değişkenler arasında ko-entegre ilişkisi olduğu göstermektedir. Sonuç olarak LCA, LE ve LYA arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu ifade etmek mümkündür.

Tablo 9: ARDL Sınır Testi Sonuçları (1)

Model(1)	ARDL gecikme uzunluğu	Hesaplanan F istatistiği
F(LE,LYA)	(4,4,3)	7.85
Peseran vd., (2001) kritik değerleri F-istatistiği: sabitli ve trendli		
Anlamlılık Seviyesi	Alt Sınır I(0)	Üst Sınır I(1)
%1	4.13	5
%5	3.1	3.87
%10	2.63	3.35

Model 2 için elde edilen F istatistik değerleri (4.288) 0.10 önem düzeyine göre değişkenler arasında ko-entegre ilişkisi olduğu göstermektedir. Sonuç olarak LAC, LE ve LYC arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu ifade etmek mümkündür.

Tablo 10: ARDL Sınır Testi Sonuçları (2)

Model(2)	ARDL gecikme uzunluğu	Hesaplanan F istatistiği
F(LE,LYC)	(4,3,2)	4.288
Peseran vd., (2001) kritik değerleri <i>F</i> -istatistiği: sabitli ve trendli		
Anlamlılık Seviyesi	Alt Sınır I(0)	Üst Sınır I(1)
%1	4.13	5
%5	3.1	3.87
%10	2.63	3.35

Değişkenler arasındaki uzun dönemli tahmin sonuçları Tablo (10)'da sunulmuştur.

Tablo 11: Uzun Dönem Tahmin Sonuçları (1)

Uzun dönem analizi Model 1 (Bağımlı değişken: LCA)			
Değişkenler	Katsayılar	t-istatistiği	Olasılık Değeri
LE	0.465	6.193*	0.000
LYA	2.342	20.413*	0.000
Sabit	-15.257	-13.680*	0.000
Hata Düzeltme katsayı			
ECT(-1)	-0.416	-6.138*	0.000
Tanısal testler (Uzun dönem analizi için)			
R ²	0.950		
Breusch-Godfrey LM testi	0.8100		
ARCH LM testi	0.8672		
J-B normality testi	0.7233		

Analiz sonucunda Model 1'deki uzun dönem katsayılarının tahmin sonuçları şu şekildedir: Dolar/RMB miktarını gösteren döviz kuru ve ABD'nin Gayri Safi Yurtiçi hâsıla değişkenlerdeki %1'lik artış Çin'in ABD'ye yaptığı ihracatı sırasıyla %0.465 ve %2.342 oranında arttırmaktadır.

ECT(-1) katsayısı kısa dönemde meydana gelen dengesizliğin uzun dönemde yüzde kaçının dengeye geleceğini göstermektedir. Hata düzeltme katsayısının negatif ve 0 ile -1 arasında olması uzun dönem denge değerinin tekdüze bir şekilde

yakınlaşma olacağını ifade etmektedir. Katsayının -1 ile -2 arasında olması hata düzeltme sürecinin uzun dönem denge değeri etrafında azalan dalgalanmalar göstererek dengeye ulaşacağını ifade etmektedir. Katsayının pozitif ve -2 den küçük olması halinde dengeden uzaklaşacağını ifade etmektedir (Alam ve Quazi, 2003: 97). Elde edilen ECT(-1) katsayısı -0.416 bulunmuştur ki bu değer hata düzeltme katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Breusch-Godfrey testi otokorelasyonu, ARCH testi değişen varyansı, J-B testi normal dağılımı göstermektedir. Tanısal testlerin sonucunda Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM ile ARCH testlerine göre hataların otokorelasyon ve değişen varyanslılık etkisi olmadığını ve Jarque-Bera istatistiğine göre de hataların normal dağıldığını ifade edilebilmektedir.

Tablo 12. Uzun Dönem Tahmin Sonuçları (2)

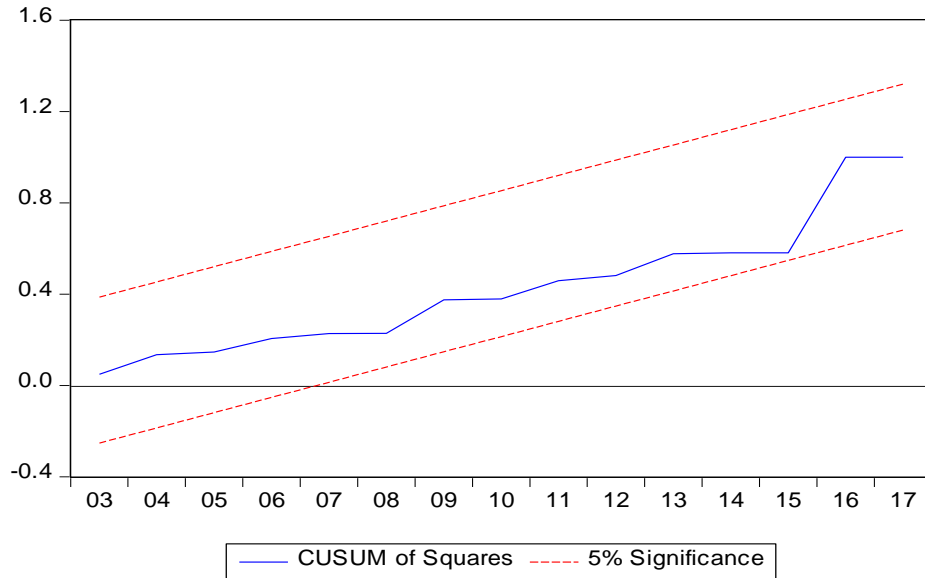
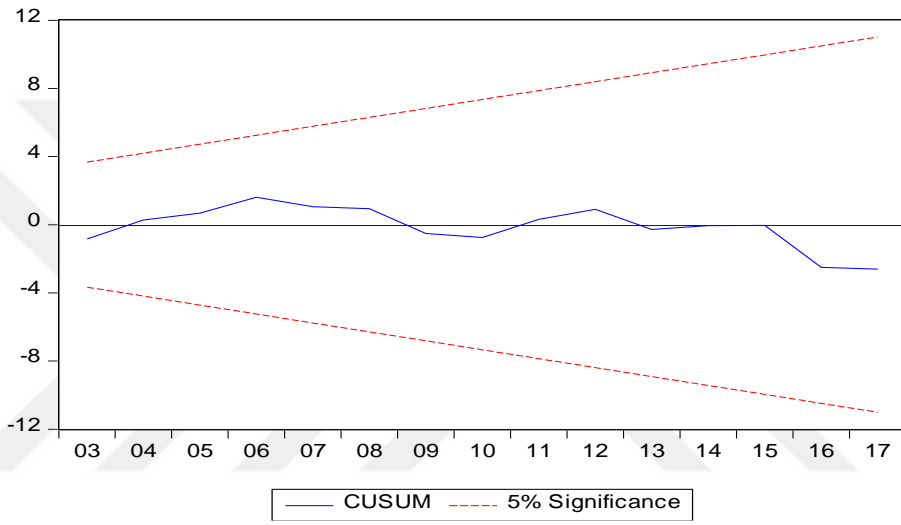
Uzun dönem analizi Model 2 (Bağımlı değişken: LAC)			
Değişkenler	Katsayılar	t-istatistiği	Olasılık Değeri
LE	0.003	0.076	0.939
LYC	0.774	58.881*	0.000
Sabit	-0.303	-2.177**	0.043
Hata Düzeltme katsayı			
ECT(-1)	-1.338	-4.492*	0.000
Tanısal testler (Uzun dönem analizi için)			
R ²	0.798		
Breusch-Godfrey LM testi	0.7250		
ARCH LM testi	0.9649		
J-B normality testi	1.3480		

Analiz sonucunda Model 2'deki uzun dönem katsayılarının tahmin sonuçları şu şekildedir: Çin'in Gayri Safi Yurtiçi hâsıla ve Dolar/RMB miktarını gösteren döviz kuru değişkenlerindeki %1'lik artış ABD'nin Çin'e yaptığı ihracatı sırasıyla %0.774 ve %0.003 oranında arttırmaktadır.

Elde edilen ECT(-1) katsayısı -1.338 bulunmuş ve bu değer hata düzeltme katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Hata düzeltme sürecinin uzun dönem denge değeri etrafında azalan dalgalanmalar göstererek dengeye ulaşacağını göstermektedir.

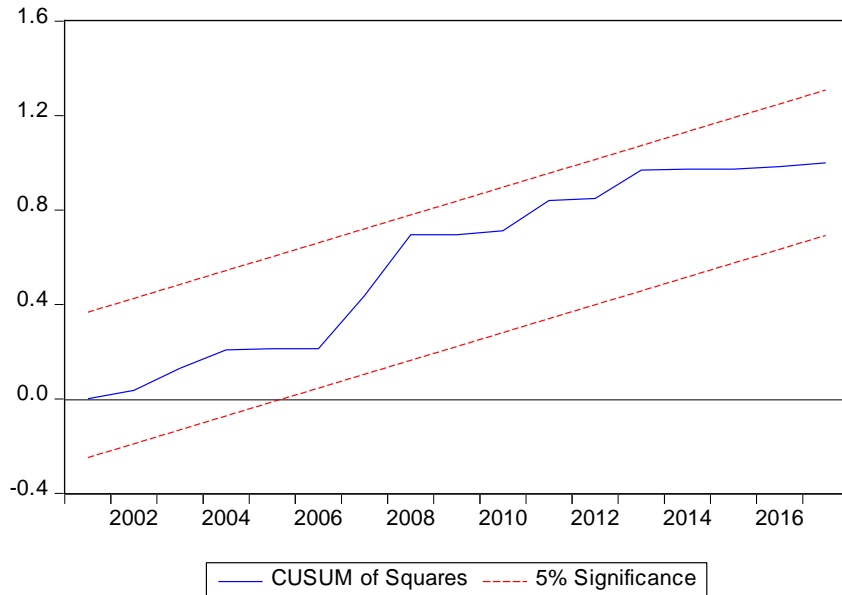
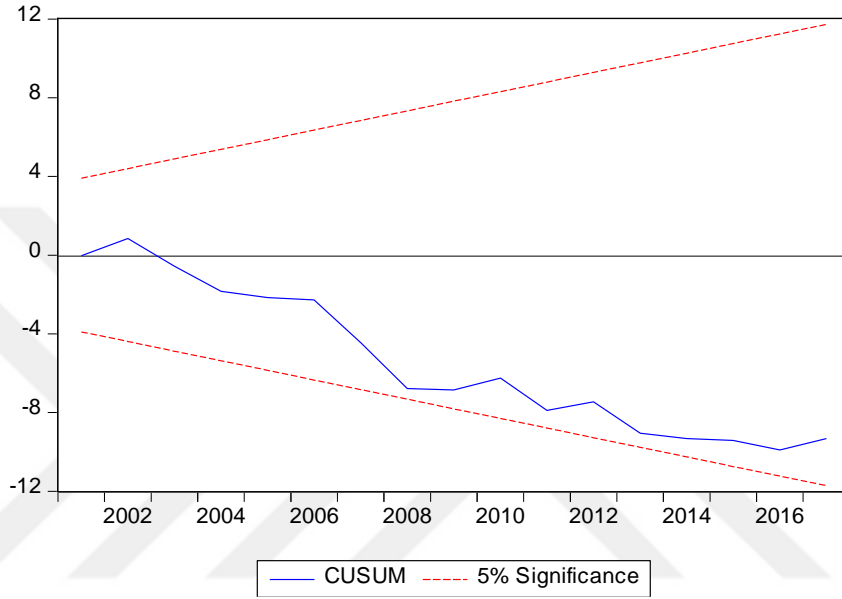
Tahmin edilen ARDL modelinin kararlılığını araştırmak için diğer bir ifadeyle değişkenlere ilişkin yapısal kırılmanın olup olmadığını belirlemek üzere geri dönüşümlü hata terimlerinin karelerini kullanan bu sayede değişkenlere ilişkin yapısal kırılmayı araştıran CUSUM (Cumulative Sum of Recursive Residuals) ve CUSUMSQ Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals) testlerinden yararlanılmıştır.

şekil 9: ARDL(4,4,3) CUSUM ve $CUSUM^2$ Grafikleri



Eğer CUSUM (Cumulative Sum of Recursive Residuals) ve CUSUMSQ (Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals) istatistikleri %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırlar içerisinde kalıyorsa, ARDL modelindeki katsayıların istikrarlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Şekil 10: ARDL(4,3,2) CUSUM ve $CUSUM^2$ Grafikleri



Grafiklerde görüldüğü üzere analiz kapsamında kullanılan değişkenlere ilişkin herhangi bir yapısal kırılmanın olmadığı, ARDL Sınır Testine göre hesaplanan uzun dönem katsayılarının anlamlı olduğu ve kırılmayı ifade etmek için herhangi bir değişken kullanmadan modelin tahmin edilebileceği gösterilmektedir.



SONUÇ

Kur savaşlarının temeli rekabetçi devalüasyon uygulamalarına dayanmaktadır. Ülkelerin rekabetçi devalüasyonlar aracılığıyla diğer ülkeleri yoksullaştırma çabaları, dünya ticaretini çökerten Büyük Bunalım döneminin hatırlanmasına neden olmaktadır. Böyle bir durumda ülkelerin ihracat seviyesini arttırmak için uygulamış olduğu devalüasyonlar kur savaşlarına yol açarak dünya refahının bozulmasına ve uluslararası ticaretinin aksamasına neden olmaktadır.

I. Dünya Savaşı sebebiyle Altın standardının işlevini kaybetmesi ve 1929 Büyük Buhranı ülkelerin dış ticaretten yararlanmak amacıyla uygulamış olduğu devalüasyonlar I. kur savaşının yaşanmasına yol açmıştır. II. Dünya Savaşına katılan ülkeler savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını sağlayacak ve serbest ticaretin düzgün bir şekilde işleyebilmesi adına 1944 yılında Bretton Woods Sistemini kurmuşlardır. Fakat Bretton Woods Sistemi'nin savaşa katılan ülkelerin ihtiyaçlara cevap verememesi ve ABD'nin uygulamış olduğu politikalar II. Kur Savaşı'nın başlamasına neden olmuştur. 1987 yılında imzalanan Louvre Anlaşması ile II. Kur Savaşı son bulmuştur.

2000'li yıllarda aşırı tüketim ve harcama eğiliminde olan ABD'nin dış açığı hızla artmıştır. 2008 yılında ABD ekonomisinde oluşan balonunun patlamasıyla, uluslararası finans krizi ortaya çıkmış ve ülke ekonomileri üzerinde daraltıcı etkileri olmuştur. Ekonomik kriz içinde olan ülkeler, Merkez Bankaları aracılığıyla gevşek para politikaları uygulayarak ekonomilerine yön vermeye çalışmış ve hala devam etmekte olan kur savaşları meydana gelmesine neden olmuştur. Dünyanın en büyük ekonomisi konumunda olan ABD, AB, Çin ve Japonya tarafından ihraç edilen dolar, euro, yuan ve yeni 2008 ekonomik krizinin sonrasında ortaya çıkan III. Kur Savaşı'nın süper güçleri haline getirmiştir.

2008 ekonomik krizi sonrasında ABD'nin Çin'e karşı verdiği dış ticaret açığı devasa boyutta boyutlara ulaşmış ve Çin ile ABD arasındaki rekabetin üçüncü kur savaşının ana cephesi olmasına yol açmıştır. Yapılan kur savaşlarından başta Asya ülkeleri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri bu süreçten en fazla zarar gören taraf olmuşlardır. Gelişmekte olan ülkeler, ulusal para birimlerinin değerini

korumaya çalışmakta ve dünya ticaretindeki payları göz önüne alındığında kur savaşlarının yer almamaları daha net anlaşılabilir.

Çalışmada Çin ile ABD arasındaki kur savaşlarının dış ticarete olan etkileri ekonometrik bir analiz çerçevesinde incelenmiştir. Bu amaçla Çin ve ABD'nin 1985-2018 dönemine ait yıllık döviz kuru, ihracat ve GSYİH verilerinden oluşan seriler kullanılmıştır. Serilerin durağanlığı ADF ve DF-GLS(ERS) birim kök testleriyle analiz edilmiş ve serilerin farkları alındığında durağan, olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle çalışmaya konu olan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini araştırılması için ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır.

Test sonuçlarına göre değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Çin ile ABD arasındaki karşılıklı ticaretin incelendiği ilk modelde döviz kurunda yaşanan artış, Çin açısından olumlu ve ABD açısından ise olumsuz etkileri vardır. Elde edilen sonuç, literatürde yapılmış çalışmaların sonuçlarıyla aynı yöndedir. ABD ile Çin arasındaki karşılıklı ticaretin incelendiği ikinci modelde ise literatürde yapılmış çalışmaların aksine farklı bir sonuç elde edilmiştir. Çin'in ulusal parasının değerinin düşürmesi dış ticarete önemli bir rol oynasa da, ihracat ve ithalat arz ve talep esnekliklerinin düşük olması, değişkenler arasındaki ilişkinin anlamsız çıkmasına neden olmuştur.

Bundan sonra yapılacak çalışmalarda ABD'nin Çin'e ihracat ettiği mal grupları incelenerek, mal gruplarının esnekliği ile döviz kurları arasındaki ilişki detaylı bir şekilde araştırılabilir. Ayrıca söz konusu değişkenler üzerinden, Çin ve ABD dışında benzer gelişmişlik düzeyine sahip ülkeler için karşılaştırmalı olarak analiz yapılabilir.

KAYNAKÇA

- AHMED, S., APPENDİNO, M. ve RUTA M. (2015). “Depreciations without Exports? Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports”. **World Bank Policy Research Working Paper** No. 7390.
- AKDİŞ, Muhammet. (2011), **Para Teorisi ve Politikası**, (2. Baskı), Ankara: Gazi Kitabevi.
- AKTAN, C.,C. (2010) “Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, No 1, 2010 ISSN: 1309-8020 (Online)
- ALAGÖZ, A. E. (2013). “Bir Karşılıklı Bağımlılık Örneği Olarak AB Çin Ekonomik İlişkileri”, BİLGESAM.
- ALAM, I. ve R. QUAZİ. (2003), “Determinants of Capital Flight: an econometric case study of Bangladesh ”, **International Review of Applied Economics**, 17 (1), 85-103
- Amerika Birleşik Devletleri Nüfus Sayım Bürosu (CENSUS), ABD-AB'nin Mal Ticareti (2008), <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c0003.html> (24.12.2018)
- ANDREW D. Crockett-Morris Goldstein. (1976) “Inflation Under Fixed and Flexible Exchange Rates”, **IMF staff papers** Vol.23, No.3
- APPUHAMİLAGE, K. S. A., ve ALHAYKY, A. A. A. (2010). “Exchange rate movements’ effect on Sri Lanka-China trade.” **Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies**, 3(3), 254-267.
- AREN, S. (2014), **İstihdam, Para ve İktisadi Politika**, (15. Baskı), Ankara: İmge Kitabevi, , s.181-184
- ASLAN, N. ve TERZİ, N. (2013), **Küresel Finans**, (1. Baskı), İstanbul: Türkmen Kitabevi,
- AY, A. (2001). Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Parasal Modellerin Başarısını Etkileyen Faktörler. **Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 1(2), 125-146.
- BARLAS, Y. ve KAYA, N. (2013). “Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi ”, **TCMB, Ekonomi Notları** S.2013-01.

- BULUT E. (2005), **Döviz Ekonomisi (Piyasanın Mikro Yapısı)**, 1. Baskı, Platin Yayınları, Ankara
- BULUT, E. ve DEMİREL, B. (2012), **Uluslararası Para Sisteminin Evrimi**, Ankara: Gazi Kitabevi.
- CALVO, G. ve CARLOS V. (1992), “Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction”, **IMF Working Paper**, No: 92/40
- CAPUANO, S. ve STEPANOK, I. (2016). “Exchange Rate Effects of a Potential Brexit on German-UK Bilateral Trade.” **Institute for Employment Research, Current reports** 11/2016.
- CARBAUGH, R.J., **International Economics**, twelfth edition, , South-Western, a part of Cengage Learning, (2008)
- CHAULAGAI, M. K. (2015). “And Testing the J-curve Hypothesis: A Case of Nepal”. **In Conference on Economics and Finance**, Vol. 26, 28.
- CHİT M. M., RİZOU M. ve WİLLENBOCKEL D. (2010). “Exchange Rate Volatility and Exports: New Empirical Evidence from the Emerging East Asian Economies.” **The World Economy**, pp.1-34
- CHO, G. ve KOO, W. W. (2004), “The Trade Imbalance between the United States and China: The Role of Exchange Rate and Trade Liberalization,” Center for Agricultural Policy and Trade Studies Department of Agribusiness and Applied Economics North Dakota State University Fargo, North Dakota, 548: 2-26.
- CUİ, Y. (2014), “Revisiting China’s Exchange Rate Regime and RMB Basket: A Recen Empirical Study, **International Journal of economics and Finance**, ” Vol.6 No.2 No.5
- Çin Büyükelçiliği (2015), “Çin yabancı sermaye ağırlığını artırıyor”, <http://tr.china-embassy.org/tur/xwtd/t1238908.htm>, Erişim Tarihi: 25.12.2018
- DİCKEY, D.A ve FULLER, W.A (1979) “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Serises With a Unit Root, *Journal of the American Statistical Association*,” 1979, pp.427-431.
- DEMİR, G. (1999), Asya Krizi ve İMF, İstanbul, Der Yayınları, Yayın no:260
- DEZHPASAND, F. ve GHODARZİ, H. (2009). “İran Ödemeler Dengesi Üzerindeki Devalüasyon Etkisi, (İran Mareşal Lerner koşulu yerine getirilmesi)”, **İran Ekonomik Araştırma**, Vol.3, 1-27.

- DİNLER, Z. (2011), **İktisada Giriş**, 17. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi
- EĞİLMEZ, M. (2003), “Kurlar Yükselirken Uyuyamam”, *Radikal Gazetesi*, 26.10.2003. [http://www.radikal.com.tr /yazarlar/mahfi-egilmez/kur-yukselirken-uyuyamam-687907/](http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi-egilmez/kur-yukselirken-uyuyamam-687907/)(Erişim Tarihi 23.02.2019).
- EİCHENGREEN, B. ve SACHS, J. (1985), “Exchange Rates And Economic Recovery in the 1930s”, **Cambridge University Press**, 45(4), 925-946.
- Elliott, Graham, Rothenberg, Thomas J., ve James H. Stock. (1996). Efficient Tests for an Autoregressive Unit Root. *Econometrica*, Vol:64, No:4, sf.813-836.
- EROĞLU, N. (2016), **Para-Banka ve Finans**, (1.Baskı), Ankara: Orion Kitabevi
- ERTEK, T. (2005), **Makro Ekonomiye Giriş**, (2.Baskı), Beta Yayınları, İstanbul.
- ERTÜRK, E. (1994), **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, (1. Baskı), İstanbul.
- European Commission (2016a). Trade in Goods with China, European Commission, http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2006/september/tradoc_113366.pdf (Erişim Tarihi 25.12.2018).
- European Commission (2016b). “EU and China agree on scope of the future investment deal”, <http://trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=1435>, Erişim Tarihi: 26.12.2018.
- FAMA, E. F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Volume:25, Issue:2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York N. Y. December 28-30 1969, (May. 1970), s.383-417.
- Federal Reserve Economic Data (FRED), Yuan-ABD Doları Döviz Kuru (1985-2010), Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXCHUS> (24.12.2018)
- FRANKEL, J. A., SHANG, J. W. (2007) “Assessing China's Exchange Rate Regime”, **Economic Policy**, Vol. 22, No. 51, s. 575-576
- GEREK, S. (1999), Finansal Küreselleşme ve Türkiye, **Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları**, s.6
- GOLDSTEİN, M. ve LARDY, N. (2009), “The Future of China’s Exchange Rate Policy,” **Peterson Institute for International Economics**
- GOU, J., ve HAN, S. (2004). “Reforms of China’s Foreign Exchange Regime and RMB Exchange-Rate Behavior. ” *The Chinese Economy*. 37, 76–101.

- GÖKTAŞ P., PEKMEZCİ A., BOZKURT K. (2018). Ekonometrik serilerde uzun dönem eşbütünleşme ve kısa dönem nedensellik ilişkileri Eviews ve STATA uygulamaları. (1. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- GRIER, K. ve SMALLWOOD, A. (2013). “Exchange Rate Shocks and Trade: A Multivariate GARCH-M Approach”
- GUJARATİ D.N., PORTER D.C. (2018), **Temel Ekonometri**, (Çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen), İstanbul: Literatür Yayınları.
- GUJARATİ, D. N. (2003), **Basic Econometrics**, New York, McGraw-Hill ,
- HUANG, Y. (2010). “Renminbi Policy and Global Currency System,” **China Center for Economic Research Working Paper** Series No. C2010004 Beijing.
- İNAN, EMRE. A. (2002), “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye,” **TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu**, Ankara, Şubat
- İŞGÜDEN, T. ve MÜFİT A. (1990) , **Uluslararası İktisat**, Evrim Kitabevi, İstanbul.
- İzmir Ticaret Odası, Japonya Ülke Raporu, 2015, http://izto.org.tr/demo_betanix/uploads/cms/yonetim.ieu.edu.tr/5606_1439211686.pdf (01.01.2019), s.3
- JIANG, W. (2014). “The Effect of RMB Exchange Rate Volatility on Import and Export Trade in China.” *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4 (1), 615-625.
- KALAYCIOĞLU S. (1983), **Esnek kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul
- KANAMORİ, T., ZHAO, Z. (2006), “The Renminbi Exchange Rate Revaluation: Theory, Practice and Lessons from Japan,” **National Bureau of Economic Research**
- KARLUK, R. (1991), **Uluslararası Ekonomi**, 3. Basım, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul
- KARLUK, R. (1996), **ULUSLARARASI EKONOMİ**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul
- KARLUK, R. (2002), **Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika**, Ankara, Turhan Kitabevi,

- LAU F., Y. MO, and K. Lİ, (2004), “ The Impact of a Renminbi Appreciation on Global Imbalances and Intra-Regional Trade,” **Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin**, March, 16-26.
- LOTO, M. A. (2011). “Does devaluation improve the trade balance of Nigeria?(A test of the Marshall-Lerner condition)”. **Journal of Economics and International Finance**, 3(11), 624.
- MACDONALD, R. (2007), **Exchange Rate Economics: Theories and Evidence**, 1st Edition, New York, NY: Routledge,
- MADURA, Jeff. (2012), **International Financial Management**, 10st Edition, South-Western Cengage Learning
- MANKİW, N. Gregory (2010), **Makroekonomi**,(Çev. Ömer Faruk Çolak), Ankara: Efil Yayınevi.
- MARKOWITZ, H. (1952), **Portfolio Selection**, The Journal of Finance, Vol. 7, No.1, s. 77-91
- MAZİNİ, A.Hosien ve YAVARİ, K. (2005), “İş sektöründe kur değişimlerinin etkisi”, **Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 14.
- MCKİNNON, R. ve LİU, Z., “Modern Currency Wars: The United States Versus Japan”, Asian Development Bank Institute, 2013, <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156292/adbi-wp437.pdf> (Erişim tarihi 01.01.2019)
- MULLINS, E. (1991), **The Secret of the Federal Reserve**, Bridger House Publishers Inc., Puublished year: 1991, ISBN:978-0-9799176- 5-3.
- MUTH, J. F. (1961), **Rational Expectations and the Theory of Price Movements** Econometrica, July 1961, Vol 29, No 3, pp, 315-335.
- OKSAY, S. (2001), **Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923-2000)**, Beta Basım, İstanbul.
- ORHAN, Z. O. ve ERDOĞAN, S. (2008), **Para Politikası**, 4. Baskı, Ankara: Sözkese Matbaacılık,
- ÖZDEMİR K. A. ve ŞAHİNBEYOĞLU G. (2000), “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Ankara

- ÖZTÜRK, N., BAYRAKTAR, Y. (2010). “Döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımlar”. **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 11, 1
- Pacific Exchange Rate Service (<http://fx.sauder.ubc.ca>. Erişim Tarihi 25.04.2019)
- ‘Plaza Accord and the Devaluation of the US Dollar’ (t.y.), www.traderslog.com/plaza-accord/ (17.12.2018).
- PESARAN, M.H., Y. SHİN ve R. J. SMİTH (2001), “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, 16(3), 289-326
- PINAR, Ö. ve UZUNOĞLU H. (2013). Dünyada Kur Savaşları Alarmı. Ar&Ge Bülten, Haziran– Ekonomi.
- PLIHON, D. (1995), **Döviz Kurları**, (Çeviren: Mehmet Bolak, Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir), İletişim Yayınları: Cep Üniversitesi, İstanbul.
- QİNG, L., LU, Y. ve ZHOU, Y. (2013). “Do Exports Response to Exchange Rate Changes? Inference from China’s Exchange Rate Reform,” Working Paper
- RİCKARDS, J. (2017), **Kur Savaşları: Bir Sonraki Küresel Krizin Oluşumu**, Çev. N. Domaniç ve N. Avhan, (3. Baskı), İstanbul: Scala Yayıncılık,
- SALVATORE, D. (2013), **International Economics**, Eleven Edition, Wiley.
- SEYİDOĞLU, H. (2001). **Uluslararası İktisat**, Teori Politika ve Uygulama, (14. Baskı). İstanbul: Güzem Yayınları,
- SEYİDOĞLU, H. (2003). **Uluslararası iktisat teori politika ve uygulama**. (15. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- SEYİDOĞLU, H. (2009). **Uluslararası iktisat teori politika ve uygulama**. (17. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- SEYİDOĞLU, H. (2015). **Uluslararası iktisat**. (20. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- SEYREK, İ. (2003), “Purchasing Power Parity and The Turkish Exchange Rate,” **Akdeniz Üniversitesi, İİBF Dergisi** (6), 2003, s.151-169.
- STIGLIZ, E. J. (1990), **Symposium On Bubbles**, The Journal of Economic Perspectives, cilt: 4, sayı: 2.
- SUKAR,A. (1998), “Real effective exchange rates and export adjustment in the U.S.”, **Quarterly Journal Of Business and Economics**, Lincoln:Winter,1998,Vol.37

- SURJIT S. BHALLA, (1998), Chinese Mercantilism: “Currency Wars And How The East Was Lost, Indian Council For Research On International Economic Relations,” New Delhi, , <http://icrier.org/pdf/SurjeetB.pdf> (23.01.2016), s.1-40
- ŞİŞMAN, M. (2011), Uluslararası Paranın Ekonomi Politikası ve Kriz, İstanbul: Kalkedon Yayıncılık,
- TARI, R. (2015). **Ekonometri**. (11. Baskı). Kocaeli: Umuttepe Yayınları
- TCMB, (2015). G20 Platformu ve 2015 Türkiye Dönem Başkanlığı, TCMB Yayınları, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TOBIN, J. (1958), **Liquidity Preference as Behavior towards Risk**, The Review of Economics Studies, Volume: 25, Issue: 2, Feb 1958, s.65-86.
- TUNCA, Z. (2005), **Makro İktisat**, Filiz Kitabevi, (4. Baskı), İstanbul.
- TURAN, G. Günver, (1980), **Uluslararası Para Sistemi: Dünü ve Bugünü**, (1.Baskı), Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları,
- TÜİK, (2008). **Satınalma Gücü Paritesi - Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi-4**, Ankara, Türkiye İstatistik Kurumu Yayınları. www.tuik.gov.tr/IcerikGetir.do?istab_id=146 Erişim Tarihi: 21.10.2016
- Uluslararası Para Fonu (IMF), Asya Ülkelerinin GSYİH Değişim (2008-2012) Raporu, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=54&pr.y=9&sy=2008&ey=2015&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=532%2C576%2C542%2C528&s=NGDP_RPCH%2CBCA_NGDPD&grp=0&a, (Erişim tarihi 01.01.2019)
- ÜNSAL, E. (2005), **Makro İktisat**, Gözden Geçirilmiş (6. Baskı), İmaj Yayıncılık, Ankara
- ÜNSAL, E. (2005), **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı**, İmaj Yayınevi, (1. Baskı), Ankara.
- FULLER W.A, (1976), Introduction to Statistical Time Series, John Wiley, New York
- YAMAK, R. ve AKYAZI, H. (1998), “Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Para Kurulu Sistemi ve Türkiye”, **Atatürk Üniversitesi, İİBF Dergisi**, 12(1-2,) Mayıs, Erzurum, ss.1-26

- YI, J. (2008). "Policy Options for China's Exchange Rate Regime in the Post Reform Era." Nottingham: University of Nottingham
- ZARAZAGA, C. E. (1995), "Argentina, Mexico, and Currency Board: Another Case of Rules of Rules Versus,"
- ZHANG, Z.Y. ve SATO, K. (2009). "How Effective Is The Renminbi Devaluation On China's Trade Balance." 18th World IMACS / MODSIM Congress, Australia.



ÖZGEÇMİŞ

Emre Yaman, 1989 yılında Şanlıurfada doğdu. 2015 yılında Isparta Süleyman Demirel İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünden mezun oldu. 2015-2017 yılları arasında Sinop İlda Tekstil bünyesinde Personel Müdürü olarak çalıştı. 2017 yılında Giresun Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında Yüksek Lisans eğitimine başladı.

