

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARININ DÖVİZ KURU
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN BİR DEĞERLENDİRİLMESİ
VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

İsmail MUTLU

Danışman
Prof. Dr. Hüsnü ERKAN

İzmir - 2006

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “ Makro Ekonomi Politikalarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkilerinin Bir Değerlendirilmesi ve Türkiye Örneği “ adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

03 / 10 / 2006

İsmail MUTLU

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : İsmail MUTLU
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : İktisat
Tez Konusu : Makro Ekonomi Politikalarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkilerinin Bir Değerlendirilmesi ve Türkiye Örneği
Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 18.maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OY BİRLİĞİ ile O
DÜZELTME O* OY ÇOKLUĞU O
RED edilmesine O** ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir. Evet
Tez mevcut hali ile basılabilir. O
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir. O
Tezin basımı gerekliliği yoktur. O

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi
Makro Ekonomi Politikalarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkilerinin Bir
Değerlendirilmesi ve Türkiye Örneği
İsmail MUTLU
Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimleri Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

Ülkelerin uygulamakta olduğu Makro Ekonomi Politikalarının, döviz kuru üzerinde yarattığı veya yaratacağı etki, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ekonomik dengenin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı, sözü edilen etkinin, hangi makro ekonomik politikalardan ve ne oranda kaynaklandığını tespit etmeye çalışmaktır.

Çalışmada öncelikle döviz kuru rejimleri ve döviz kuru belirleme yöntemleri konularına değinilmiş ve döviz kuru olgusu hakkında genel bir bilgi verilmiştir. İkinci bölümde ise Türkiye’de döviz kuru ve makro ekonomi politikaları kavramları incelenmiş; 1980 sonrası başlayan finansal serbestleşme politikaları sonucunda Türkiye ekonomisinin o yıldan günümüze içinde bulunduğu genel görünüm belirlenmiş ve ülkede döviz kurunu etkileyen ekonomi politikaları araştırılmıştır.

Tezin son bölümünde ise Türkiye ekonomisi üzerine bir ekonometrik analiz yapılmıştır. Analizde kullanılan yöntem durağanlığın incelenmesi, Engle-Granger çift aşamalı eşbütünleşme analizi ve Hata Düzeltme Modelidir. Çalışmada Türkiye’de nominal döviz kurunun en fazla enflasyondan etkilendiği, incelenen dış ticaret, para ve maliye politikası göstergeleri olan ; ihracatın ithalatı karşılama oranı, faiz ve son olarak bütçe açığının GSMH’ ya oranının kur üzerinde ki etkisinin sınırlı olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler : 1) Döviz Kuru 2) Makro Ekonomi Politikaları 3) Finansal Serbestleşme 4) Birim Kök Testleri 5) Eşbütünleşme Analizi

ABSTRACT

Master Thesis

An Evaluation of Macro Economic Policies on Exchange Rates and The Case of Turkey

İsmail MUTLU

Dokuz Eylül University

Institute of Social Sciences

Department of Economics

The effect of the macro economic policies on the exchange rate is very important because of the fact, that it determines the economical balance in developing countries such as Turkey. The objective of this study, has been an attempt to find out the macro economic policies which cause this effect and to determine their relationship.

This study is essentially concerned with exchange rate regimes and the ways of exchange rate determination and a general outline has been given of the notion of the exchange rate and macro economic policies in Turkey has been examine; Turkish economy that has been effected by financial liberalisation policies, since 1980 has been observed and the economic policies which affect the Exchange rate in the Turkey have been analyzed.

In the last part of the thesis an econometric analysis has been made on Turkish economy. The process in this analysis is an investigation of the stationary , Engle-Granger double step co-integration and error correction model. As a result of the analysis in this study; it is determined that nominal currency in Turkey is chiefly effected by inflation. Besides, it is found out precisely that the effect of export-import ratio, interest rate and finally the ratio of budget deficit to GNP the is limited.

Key Words : 1) Exchange Rate 2) Macro Economic Policies 3) Financial Liberalisation 4) Unit Root Tests 5) Co-integration

MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARININ DÖVİZ KURU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN BİR DEĞERLENDİRİLMESİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ.....	ii
YÜKSEK LİSANS SINAV TEZ TUTANAĞI.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
KISALTMALAR	viii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	xii

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİ

1. Döviz Kuru Rejimleri.....	1
1.1. Sabit Döviz Kuru Rejimleri	1
1.1.1. Resmi Dolarizasyon.....	1
1.1.2. Para Kurulu.....	3
1.2. Esnek Döviz Kuru Rejimleri ve Yönetilen Dalgalı Döviz Kurları.....	4
2. Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Temel Yaklaşımlar.....	10
2.1. Mal Piyasası Yaklaşımı.....	10
2.1.1. Ödemeler Bilançosu Yaklaşımı.....	10
2.1.2. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı.....	11
2.1.2.1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı.....	11
2.1.2.2. Nispi (Görelî) Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı.....	13
2.2. Parasal Yaklaşım.....	15
2.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı.....	16
2.4. Para İkamesi ve Döviz Kurları.....	18

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURLARINI ETKİLEYEN BAŞLICA MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARI

1. Türkiye'de Makro Ekonomi Politikaları Ve Döviz Kuru	20
2. 1923-1980 Dönemi Türkiye'de Makro Ekonomi Politikaları Ve Döviz Kuru...	20

3. 1980'den Günümüze Türkiye'de Makro Ekonomi Politikaları Ve Döviz Kuru..25	
3.1. İç Finansal Serbestleşme.....25	
3.1.1 Faiz Oranlarının Serbest Bırakılması.....25	
3.1.2. Yabancı Paraya İzin Verilmesi.....28	
3.1.3. İç Borçlanma.....29	
3.2. Dış Finansal Serbestleşme.....33	
3.2.1. Konvertibiliteye Geçiş.....33	
3.2.2. Türkiye'de Para İkamesi35	
3.2.3. Dış Borçlanma.....37	
3.2.4. Türkiye'de Ödemeler Dengesi Gelişmeleri Ve Cari İşlem Açıklarının Sürdürülebilirliği.....42	
3.2.5. Sermaye Hareketleri Ve Etkileri.....46	

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARININ DÖVİZ KURU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ : TÜRKİYE ÖRNEĞİ ÜZERİNE EKONOMETRİK UYGULAMA

1. Zaman Serilerinde Durağanlık Ve Birim Kök Testi.....51	
2. Eşbütünleşme (Koentegrasyon).....54	
3. Hata Düzeltme Modeli.....56	
4. Ekonometrik Uygulama.....56	
4.1. Literatür Taraması.....56	
4.2. Veri Analizi.....58	
4.3. Birim Kök Testleri, Durağanlığın İncelenmesi, Eşbütünleşme Analizi, Cusum Testleri Ve Hata Düzeltme Modeli.....59	
4.3.1. Birim Kök Testleri Ve Durağanlığın İncelenmesi.....59	
4.3.2. Değişken Setinin Eşbütünleşme Analizi (Engle-Granger Modeli).....63	
4.3.3. Hata Düzeltme Modeli.....64	
5. Ekonometrik Analiz Bulgularının Değerlendirilmesi.....67	

SONUÇ

KAYNAKÇA
EKLER

KISALTMALAR

AB:	AVRUPA BİRLİĞİ
ABD:	AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ
ADF:	ÇOĞALTILMIŞ DICKEY-FULLER TESTİ
CUSUM:	BİRİKMİŞ TOPLAMLAR
CUSUMQ:	BİRİKMİŞ TOPLAMLAR KARESİ
DİBS:	DEVLET İÇ BORÇLANMA SENEDİ
DİE:	DEVLET İSTATİSTİK ENSTİTÜSÜ
DTH:	DÖVİZ TEVDİAT HESABI
EG:	ENGLE-GRANGER
GSMH:	GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILA
GSYİH:	GAYRİ SAFİ YURT İÇİ HASILA
HDM:	HATA DÜZELTME MODELİ
IMF:	ULUSLARARASI PARA FONU
İMKB:	İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI
OECD:	EKONOMİK İŞBİRLİĞİ VE KALKINMA TEŞKİLATI
SDR :	ÖZEL ÇEKME HAKKI (SPECIAL DRAWING RIGHTS)
TCMB:	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI
TEFE:	TOPTAN EŞYA FİYAT ENDEKSİ
TL:	TÜRK LİRASI
TPKK:	TÜRK PARASININ KIYMETİNİ KORUMA KANUNU
TÜFE:	TÜKETİCİ FİYAT ENDEKSİ
UKP:	ULUSLAR ARASI KARŞILAŞTIRMA PROGRAMI
ÜFE:	ÜRETİCİ FİYAT ENDEKSİ
VAR:	VEKTÖR OTOREGRESİF MODELİ (YÖNTEMİ)
YTL:	YENİ TÜRK LİRASI

TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
TABLO 1. DÜNYA ÜLKELERİNDE KULLANILAN DÖVİZ KURU REJİMLERİ.....	9
TABLO 2 SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ HESAPLANMASINDA KULLANILAN MAL VE HİZMET GRUPLARI.....	14
TABLO 3 ALT DÖNEMLER İTİBARI İLE TÜRKİYE'DE ENFLASYONUN SEYRİ (1925-1980 DÖNEMİ)	21
TABLO 4 DIŞ TİCARET GELİŞMELERİ (1923-1980 SEÇİLMİŞ DÖNEMLER).....	22
TABLO 5 GSMH GELİŞMELERİ (1950-1980 DÖNEMİ).....	23
TABLO 6 TİCARİ BANKALARDAKİ TOPLAM MEVDUAT (TL+DÖVİZ).....	26
TABLO 7 MEVDUAT FAİZ ORANLARI-12 AYLIK.....	27
TABLO 8 TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMANIN ORTALAMA VADESİ VE MALİYETİ	30
TABLO 9 TÜRKİYE'NİN İÇ BORÇ STOKU (BİN YTL).....	32
TABLO 10 TÜRKİYE'DE DTH GELİŞİMİ (MİLYAR TL)	35
TABLO 11 TÜRKİYE'DE PARA İKAMESİNE İLİŞKİN ÖLÇÜTLER.....	36
TABLO 12 TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇ STOKU VE VADE YAPISI.....	38
TABLO 13 TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇLANMA FİNANSAL GÖSTERGELERİ.....	39
TABLO 14 DIŞ BORÇ STOKUNUN PARA BİRİMLERİ ARASINDAKİ DAĞILIMI (%).....	41
TABLO 15 ÖDEMELER DENGESİ GELİŞMELERİ 1989-2006.....	43
TABLO 16 CARİ AÇIK / GSMH (%).....	45
TABLO 17 TÜRKİYE'YE YÖNELİK DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI (MİLYON ABD\$).....	47
TABLO 18 TÜRKİYE'YE YÖNELİK NET SERMAYE HAREKETLERİ.....	49
TABLO 19 DEĞİŞKENLERE AİT ADF ve PHILLIPS-PERRON BİRİM KÖK TESTLERİ.....	60
TABLO 20 UZUN DÖNEM DENGE MODELİ.....	63

	Sayfa
TABLO 21 UZUN DÖNEM MODELİ HATA TERİMİNE AİT ADF TESTİ SONUCU	64
TABLO 22 HATA DÜZELTME MODELİ.....	65

ŞEKİLLER LİSTESİ	Sayfa
ŞEKİL 1. DÖVİZ KURU BANTLARI.....	6
ŞEKİL 2. AYARLANABİLİR SABİT KUR SİSTEMİ.....	7
ŞEKİL 3. SÜRÜNEN PARİTE SİSTEMİ (CRAWLING PEG SYSTEM).....	8
ŞEKİL 4. YILLAR İTİBARI İLE İÇ BORÇLANMANIN ORTALAMA VADESİ VE MALİYETİ.....	31
ŞEKİL 5. İÇ BORÇLANMANIN GSMH'YA ORANI.....	31
ŞEKİL 6. TOPLAM DIŞ BORÇ / GSMH.....	41
ŞEKİL 7. TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇ STOKU GELİŞMELERİ.....	42
ŞEKİL 8. CUSUM TESTİ.....	66
ŞEKİL 9. CUSUM KARE TESTİ.....	66

GİRİŞ

Makro ekonomi politikaları ve döviz kuru ilişkisi günümüzde de güncelliğini koruyan bir konudur. Son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerinde sıklıkla yaşanan döviz krizleri bu konunun önemini daha da arttırmıştır. Türkiye’de yaşanan 1994 krizi, sonrasında 26 Ocak 1994’te TL’nin % 13,6 oranında devalüe edilmesi ve ardından gelen 5 Nisan 1994 ekonomik tedbirleri; Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan ekonomik krizlerin nedenlerinin ve bu krizler sonrası ülkenin makro ekonomik yapısında meydana gelen bozulmaların, döviz kurları ile ilişkisinin yüksek olması çalışmanın önemini artırmaktadır.

Türkiye’de izlenen sıkı döviz kuru rejimi ve döviz bulundurma, kontrol ve idaresi üzerindeki devlet müdahalesi; 24 Ocak 1980 sonrası başlayan iç ve dış finansal serbestleşme hareketleri sonucunda azaltılmış, Türkiye’nin, 22.03.1990 tarihinde IMF’e başvurarak TL’nin konvertibl bir para olarak tescil edilmesi ile de finansal serbestleşme hareketleri büyük ölçüde tamamlanmıştır. Döviz kontrolü üzerindeki etkinin azaldığı bu dönemden sonra ise, sürdürülebilir bir makro ekonomik yapı ve döviz kuru Türkiye’de daha sıkı bir ilişki içerisine girmiştir. Yüksek para ikamesi bulunan ülkemizde, kriz yılları olan 1994 ve 2001’de toplam mevduat içerisindeki Döviz Tevdiat Hesabı oranı sırasıyla; % 35 ve % 55 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu kadar yüksek bir para ikamesi altında para ve maliye politikalarının etkinliğinin ve ülkede fiyat istikrarının, döviz kuru göz ardı edilerek sağlanması mümkün görünmemektedir.

Bu çalışmanın çıkış noktası yukarıda belirtilen; makro ekonomi politikaları ve döviz kuru arasındaki sıkı ilişki olmuştur. Bu amaçla üç bölüm olan çalışmanın birinci bölümünde; döviz kuru rejimleri ve döviz kuru belirleme yöntemlerine teorik bir yaklaşım ile kısaca değinilmesi amaçlanmıştır. Bu bölümde en uç rejimler olan sabit ve esnek döviz kuru sistemleri ve arada kalan kur rejimlerinin bir kısmı incelenecektir. Döviz kuru belirlenmesine yönelik başlıca teorilerde gözden geçirildikten sonra ikinci bölüme geçilmiştir.

İkinci bölümde; ağırlıklı olarak 1980 sonrası Türkiye’de uygulanan makro ekonomi politikaları ve döviz kuru ilişkisi araştırılmıştır. Bu bölümde ayrıca kısa olarak Cumhuriyet döneminden 1980 yılına kadar ülkenin izlediği ekonomik politika

ve kur hareketlerine de değinilmiştir. Bu bölümde 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan iç ve dış finansal serbestleşme sonucunda, ekonomi politikalarında meydana gelen değişmeler, bu hareketlerin döviz kuru üzerindeki etkileri incelenerek, kur üzerinde en fazla etkiye sahip politikalar tespit edilmiştir.

Üçüncü bölüm ise 1987 yılının ilk çeyreğinden, 2005 yılının son çeyreğine kadar olan dönemi kapsayan, veriler kullanılarak eşbütünleşme analizi yardımıyla, nominal kuru etkileyen makro ekonomik değişkenlerin kur üzerinde ki etki dereceleri hesaplanmıştır. Kullanılan değişkenler: Faiz, ÜFE, ihracat / ithalat ve Bütçe Dengesi/ GSMH' dır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİ

1. DÖVİZ KURU REJİMLERİ

Uygulanan döviz kuru rejimleri tarih boyunca ülkelerin makro ekonomik performanslarını etkileme gücüne sahip olmuştur. Teoride iki uç döviz kuru rejimi olan, sabit ve tam esnek kur rejimi uygulaması arasında çok sayıda ara sistem mevcuttur¹. Bu bölümde, rejimlerin başlıcaları ele alınacaktır.

1.1. SABİT DÖVİZ KURU REJİMLERİ

Sabit döviz kuru rejimi, milli paranın tamamen ortadan kaldırıldığı, yerine uluslararası piyasalarda kabul gören bir ülke parasının resmi para kabul edildiği, resmi dolarizasyondan , döviz kurunun sabitlenmediği ancak artış oranının sabitlendiği veya belirlendiği sistemler içerisinde değişmektedir. Bu bölümde sabit kur rejimi iki ana başlık altında incelenecektir: 1) Resmi Dolarizasyon, 2) Para Kurulu

1.1.1. RESMİ DOLARİZASYON

Resmi Dolarizasyon kur rejimini benimseyen ülkede, uluslararası piyasada kabul gören bir ülkenin para birimi resmi para birimi olarak kabul edilmektedir. Böylece kur riski minimize edilmekte ve sürpriz devalüasyonlara fırsat verilmemektedir². Bu döviz kuru rejimini seçen ülke Merkez Bankası başka ülkenin parasını basamayacağı için, bağımsız para politikası uygulama şansını yitirmekte ve bu kur rejiminin kaçınılmaz bir sonucu olarak hükümetler senyoraj gelirlerinden elde edecekleri kazançtan feragat etmektedirler. Senyoraj; emisyon kazancı, olarak tanımlanır ve kısaca paranın üretim maliyeti ile değeri arasındaki fark olarak yorumlanabilir.³ Öyleyse hükümetler neden bu sistemi seçmektedir. Bu bağlamda resmi dolarizasyonun sağladığı avantaj ve dezavantajları incelemek önemlidir.

¹ Ganfoldo, Giancarlo, **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, Springer, 2002, s.3

² Müslümov, Alövsat; Mübariz, Hasanov ve Özyıldırım, Cenktan, **Döviz Kuru Sistemleri Ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, Tugiad Ekonomi Ödülleri, Bilimsel Eser yarışması birincilik ödülü, 2002, s. 6

³ Müslümov, Alövsat ve diğerleri, **age.**, s.7.

Resmi Dolarizasyonun sağladığı avantajlar :

- i. Bu kur rejiminin sağladığı en önemli avantaj kur riskinin ortadan kaldırmasıdır.
- ii. Kur riski ortadan kalkınca ülkedeki faizleri aşağı çekmek ve sermaye maliyetini düşürmek kolay olmaktadır, böylece yatırımların artması ve enflasyonda istikrar sağlanmaktadır.

Resmi Dolarizasyonun getirdiği dezavantajlar ise kısaca şöyle sıralanabilir :

- i. Bu kur rejimi altında ülkeler bağımsız para politikası üretemezler, faiz oranları resmi para birimi olarak kabul edilen ülkedeki oranın altına düşmez.⁴
- ii. Milli para olarak kabul edilen ülkedeki paritede (Dolar/Euro, Dolar/Yen gibi) ortaya çıkabilecek dalgalanmalar dış ticaret üzerinde olumsuz etki yaratacaktır.
- iii. Senyoraj gelirleri kaybı doğacaktır.⁵ Emisyon kazancı olarak bilinen senyoraj geliri, paranın üretim maliyeti ile değeri arasında ki fark olarak tanımlanmaktadır. Tam dolarizasyon sistemi benimseyen ülkenin bu gelir kaynağından vazgeçmesi, para birimi benimsenen ülkenin bu gelirden yararlanmasına neden olur.

Resmi dolarizasyonun, kur rejimi olarak seçilmesinin sağladığı avantaj ve dezavantajlar kısaca yukarıda belirtildiği gibidir. Resmi Dolarizasyon rejimini bugüne kadar Ekvator, Panama ve El Salvador gibi dışa açık küçük ekonomiler uygulamıştır⁶. Bu ülkeler paralarını Amerikan Doları ile değiştirmişlerdir. Enflasyon riskini azaltıcı etkisi nedeniyle, hiper enflasyonun görüldüğü Latin Amerika ülkelerinde bu kur rejimi tercih edilmiştir. Bu avantajının yanında ülkeler sürdürülebilir bir büyüme, fiyat ve istihdam artışlarında denge yakalayamaz ise borçlarını ödeyememe riski ile karşı karşıya gelebilir.

⁴ Dornbusch, Rudiger ve Fischer, Stanley, **Macro Economics**, 6th Edition, United States of America, 1994, s. 168

⁵ Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası Finans**, İstanbul, 1994, s. 14

⁶ Arat, Kürşat, **Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 2003, s.18.

1.1.2. PARA KURULU

Aslında resmi dolarizasyon, para kurulu sisteminin uç şeklidir. Para kurulu rejiminde yerli para, belirlenmiş yabancı bir paraya karşı değişimi sağlayan kurum olarak tanımlanabilir. Seçilen yabancı para birimine ise, rezerv para adı verilmektedir. Yurtiçi para otoritesi, paritenin korunması için, rezerv para olarak seçilen ülkenin parasından istenilen hacimde satın almakta veya satmaktadır. Rezerv Para olarak seçilen para biriminin uluslararası piyasada kabul gören ve tam konvertibl bir para olması şarttır, bu yüzden uygulamada genellikle ABD Doları ve Euro' nun rezerv para olarak kabul edildiği görülmektedir⁷.

Uygulamada iki çeşit para kurulu bulunmaktadır. Birincisi, Merkez Bankası'nın sistemde olmadığı, %100 karşılığın olduğu ve para politikası uygulamasının mümkün olmadığı sistemdir. İkincisi ise Para Kurulu'nun Merkez Bankası yerine bazı para politikalarını sürdürdüğü, veya bu politikaları bizzat mevcut Merkez Bankalarının sürdürdüğü daha esnek para kurullarıdır. Uygulamada ikinci sistem daha çok karşımıza çıkmaktadır.

Para Kurulu rejiminde rastlanan diğer bir özellik ise, döviz kurunun sadece para politikası gereği değil, aynı zamanda yasa ile de sabitlenmiş olmasıdır. Böylece topluma sabit kur rejiminde bir değişiklik yapılmayacağına dair anayasal garanti verilmiş olur.

Para Kurulu'nun uygulaması kolaydır. Döviz kuruna istikrar kazandırması, para ve maliye politikalarının güvenilirliğini artırması, finansal derinliği artırması gibi faydaları vardır⁸. Para Arzı'nın otomatik bir mekanizmaya bağlanması, tam esnek bir para politikası uygulamasını imkansız kılarken, harcamalarda daralmaya neden olmakta, parasal ve mali disiplinin artmasını da sağlamaktadır.

Para Kurulu'nu diğer rejimlerden ayıran temel özelliklerden biri de; Senyoraj gelirlerinin kaybının resmi dolarizasyon rejimini benimseyen ülkelerdeki kadar olmamasıdır. Bu sistemde senyoraj geliri, sadece faizden sağlanmaktadır⁹. Uygulamada para kurulları, elde ettikleri rezerv paranın bir kısmını, buna endeksli tahvile yatırılabilmekte ve faiz geliri elde edebilmektedirler. İşte bu, faize dayalı senyoraj geliri olarak tanımlanmaktadır.

⁷ Arat, Kürşat, **age**, s.19

⁸ Özdemir, Azim K. ve Şahinbeyoğlu, Gülbin, **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara, Eylül 2000, S.6.

⁹ Mizen Paul ve Pentecost Eric J., **The Macroeconomics of International Currencies**, Hartnolls Lmt. Great Britain, s. 82.

Son 20 yıl içerisinde en önemli para kurulu uygulamaları ; Hong Kong (1983), Arjantin (1991), Estonya (1992), Litvanya (1994), Bulgaristan (1997) ve Bosna (1998)'dir¹⁰. Arjantin, Para Kurulu uygulamasının en önemli örneğidir. Bu ülkenin para kurulu rejimini seçmesinin en önemli nedeni yaşadığı hiperenflasyon'dur. Şubat 1991'de Arjantin'de aylık %27, yıllık bazda ise %1660 düzeyinde enflasyon bulunmaktaydı¹¹. Arjantin Nisan 1991'de Para kurulu uygulaması'na resmi olarak geçmiştir. Uygulamaya geçtikten yaklaşık 3 yıl sonra 1994 yılında enflasyon %4 düzeyine inmiş ve üç yıllık ortalama büyüme %9 olarak gerçekleşmiştir. Bu ise para kurulu rejimi'nin popülaritesinin bir anda artmasına ve kronik enflasyonla mücadele eden ülkeler için, en uygun döviz kuru rejiminin Para Kurulu olduğu görüşünün belirmesine yol açmıştır. Ancak 1995 yılından itibaren ortaya çıkan dışsal şoklar; Ocak 1999'da ki Asya Finansal krizi, yüksek ticaret hacmine sahip olduğu Brezilya'nın Real'i serbest dalgalanmaya bırakması ve Real'in hızla değer kaybı enflasyonu kontrol altına almasına rağmen, ücret enflasyonunu kontrol edememesi, ülkenin uluslararası rekabet gücünü yitirmesine neden olmuştur. Böylece zaman içerisinde ülkede ki Para Kurulu'nun yetersiz olduğunu düşünen iktisatçılar, resmi dolarizasyona geçilmesini istediler. Bunun en önemli nedeni ise Peso' daki devalüasyon beklentisiydi. Böylece Aralık 2001-Ocak 2002 döneminde patlak veren ekonomik kriz sırasında 10 yıllık dönemde 1 Peso=1 Dolar paritesini koruyan hükümet, birkaç haftada 1 Doların 3 Peso' nun üzerine çıkmasına hiçbir şey yapamadı¹².

Bu örnekte görüldüğü gibi, para kurulu uygulaması ciddi güven sorunu ile karşı karşıya gelebilmekte ve sonraki aşamalarda daha sıkı bir sabit kur rejimine geçişe neden olabilmektedir. Uygulamada para kurulunun ancak para birliğine geçişte bir ara rejim olarak uygulanabileceği (Avrupa Birliği'ne giriş sürecinde Bulgaristan, Litvanya ve Estonya'nın uyguladığı para kurulu rejimi ülkelerde ki enflasyonun hızla düşmesine ve ekonomik istikrarın sağlanmasına neden olmuştur.) görüşü hakimdir.

1.2. ESNEK DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE YÖNETİLEN DALGALI DÖVİZ KURLARI

Esnek kur rejimini, kurların piyasada oluşan arz ve talep dengesine göre belirlendiği Merkez Bankalarının kurlara (döviz alım - satımı yoluyla) müdahale

¹⁰ Müslümov, Alövsat ve diğerleri, **age**, s.13

¹¹ Arat, Kürşat, **age**, s.22.

¹² Müslümov, Alövsat ve diğerleri, **age**, s.13

etmediği kur rejimidir. Çalışmada esnek kur rejimleri ve avantaj-dezavantajları hakkında kısaca bilgi verildikten sonra, yönetilen dalgalı kur rejimine değinilecektir. Sabit kur rejiminde olduğu gibi, esnek dalgalanan kur rejimlerinin de çok sayıda alt başlık altında toplamak mümkündür ancak çalışmanın konusu gereği tek ana başlık yeterli görülmüştür.¹³ Tam esnek kur sistemi, Merkez Bankaları'nın döviz kuruna hiç müdahale etmediği sistemdir. Uygulamada bu sistemin uygulandığı döviz kuru bulunmamakla birlikte; ABD Doları, Japon Yeni ve Euro bu sisteme en yakın düşen döviz kurları durumundadır¹⁴. Esnek kur rejiminin avantajları kısaca şu şekilde sıralanabilir:

- i. Esnek kur rejiminde ülkeler kendi bağımsız para politikalarını yapabilirler.
- ii. Kur istikrarı hedef alınmadığı için, Merkez Bankası döviz kurundan bağımsız bir politikayı izleyebilir.
- iii. Likidite sorunu yoktur¹⁵. Kura müdahale gerekmeyeceğine göre yabancı para tutmaya da gerek yoktur. Ancak burada, aşırı oynaklığa müdahale etmek için, sabit kur sisteminde ki kadar olmasa da ihtiyatlı olmak gereklidir.
- iv. Dalgalı kur rejimlerinin bir diğer avantajı, dış ticarete kurun değerlenmesine bağlı bir rekabet kaybının yaşanmaması, dolayısıyla ödemeler dengesi açısından bir sorun ortaya çıkmamasıdır¹⁶.
- v. Ekonomi dışsal şoklara karşı dirençlidir. Kurlar dengede olduğu için yeni oluşabilecek dışsal durumlara karşı ekonomi dirençlidir.

Esnek kur rejiminin başlıca avantajları yukarıdaki şekilde özetlenebilir. Avantajlarının yanı sıra serbest dalgalanan kur rejiminin dezavantajları da vardır. Bunlar da kısaca şöyle sıralanabilir :

- i. Esnek kur rejiminin yurtiçi enflasyonu arttırma olasılığı vardır¹⁷. Kurlar yükselince ham madde fiyatlarında artış olur, bu da sanayi de maliyeti ve ücretleri arttırır. Oysa kurlar düşünce ücret ve öteki girdilerde bir düşme olmaz. Yani döviz kurlarının fiyatlar üzerinde ki etkisi tek yönlü ve arttırıcıdır.

¹³ Döviz Kuru Rejimleri ile ilgili daha ayrıntılı sınıflandırma ve açıklama için; Arat, Kürşat, **age(2003)**, Müslümov, Alövsat ve diğerleri, **age(2002)**'e bakılabilir.

¹⁴ Arat, Kürşat, **age**, s.6.

¹⁵ Parasız, İlker, **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1996, s. 357.

¹⁶ İnan Alpan Emre, **Kur Rejimi Tercih ve Türkiye**, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Bankalar Birliği, Şubat 2002, s.4.

¹⁷ Seyidoğlu, Halil, **age**, İstanbul, 1994, s. 16

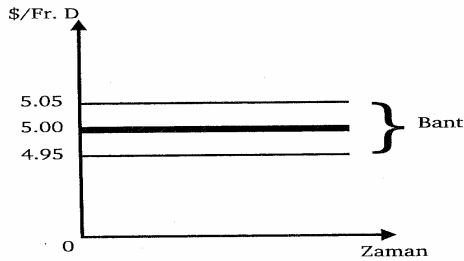
- ii. Serbest kur ekonomisi de ki riski arttırır. Bu da belirsizliği beraberinde getirerek, ticari ve finansal işlemlerin azalmasına neden olabilir. Kur riskine karşı korunma olasılığı vardır ancak bu da belirli bir maliyeti gerektirir.
- iii. Esnek kur sisteminin aslında likidite sorununu kaldırmadığı yönünde eleştiriler almıştır. Bu sistemde dalgalanmanın fazla olduğu durumlarda ulusal otoriteler bunu azaltmak isteyebilirler bu da likidite bulundurulmasını gerektirir¹⁸.

Yönetilen dalgalı döviz kuru rejimleri; Serbest dalgalanan kur rejimi ile sabit kur rejimi dışında kalan tüm rejimleri içerir ve ara kur rejimleri olarak da adlandırılır. Bu rejimler kendi içerisinde alt rejimler halinde aşağıdaki gibi sıralanabilir :

i. *Yönetimli Dalgalanma*; Bu sistemde döviz kurları piyasada oluşan arz-talep dengesine bırakılmıştır¹⁹. Merkez Bankası kurlara ancak aşırı dalgalanma halinde müdahale eder. Yönetimli dalgalanmanın diğer bir şekli ise kurların Merkez Bankası tarafından kısa aralıklarla belirlenmesidir, böylece döviz kurlarındaki dalgalanmadan kaynaklanacak belirsizlikler minimum düzeyde olur. Yönetimli dalgalanma değişken kur sistemi esnekliğine sahip ancak ondan daha istikrarlıdır.

ii. *Döviz Kuru Bantları*; Bantlı sabit döviz kuru sistemi olarak da adlandırabileceğimiz bu sistemde²⁰, döviz kurunun belirli bir bant içerisinde dalgalanmasına izin verilir. Şekil 1’ de Dolar / Frank arasında sabit döviz kuru \$ / Fr =5.00 olarak kabul edilmiş ve döviz kurunun aşağı ve yukarı doğru %1 oranında dalgalanmasına izin verilmiştir. Böylece esneklik içeren bir sabit kur rejimi oluşmuştur.

ŞEKİL 1. DÖVİZ KURU BANTLARI



Kaynak : (Parasız, İlker, **age**, s.16)

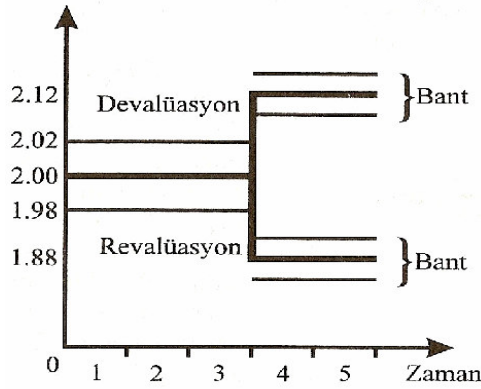
¹⁸ Parasız, İlker, **age**, s. 368

¹⁹ Seyidoğlu, Halil, **age**, İstanbul, 1994, s. 17

²⁰ Parasız, İlker, **age**, s. 15

- iii. *Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi*; Bu sistemde döviz kuru bantları belirlenir, ancak cari açığı gidermek için para devalüe veya fazlalığı gidermek için revalüe edilir. Şekil1, dördüncü periyoda kadar şekil2 ile aynıdır; ancak bu dönemden sonra ödemeler bilançosundaki duruma göre ülke parası revalüe ya da devalüe edilmektedir.²¹

ŞEKİL 2. AYARLANABİLİR SABİT KUR SİSTEMİ



Kaynak : (Parasız, İlker, **age**, s.17)

Yönetilen dalgalı kur sistemlerinin temel özelliği, kura müdahale arttıkça sabit kur rejimine, azaldıkça ise esnek kur rejimine yaklaşıyor olmasıdır²².

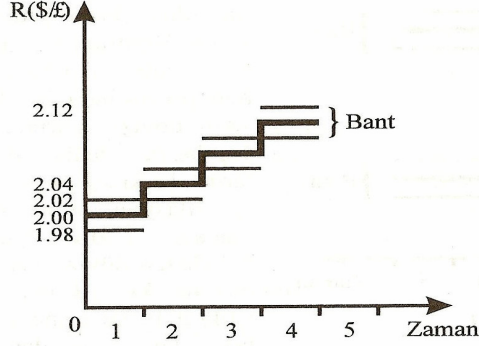
- iv. *Sürünen Parite Sistemi (Crawling Peg System)*; Bu sistemde devalüasyon / revalüasyon belirli bir döneme yayılarak ani kur değişimlerinden kaçınılır. Sistemde kurların alabileceği alt ve üst sınırlar bulunur ve kısa süreli aralıklar ile (birkaç hafta ve ay gibi) ayarlamalar yapılır. Ayarlamalar genellikle geçmiş haftaların ortalamasına göre yapıldığından buna "göstergeye göre ayarlama"²³ sistemi de denir.

²¹ Parasız, İlker, **age**, s. 17

²² Arat, Kürşat, **age**, s.12.

²³ Seyidoğlu, Halil, **age**, İstanbul, 1994, s.18.

ŞEKİL 3. SÜRÜNEN PARİTE SİSTEMİ (CRAWLING PEG SYSTEM)



Kaynak : (Parasız, İlker, **age**, s.18)

Şekil 3'de gösterildiği gibi, sürünen parite sistemine karar veren ülke üç ay sonra %6 devalüasyon yapmak yerine, her ay %2 devalüasyon yapmaktadır. Bu sistemde yapılacak kur değişimi önceden belirli olduğu için, döviz arbitrajını önlemek amacıyla faiz oranlarını paradaki devalüasyon oranının üzerine çekmek, veya revalüasyon durumunda altına indirmek gereklidir.

Tablo 1'de genel bilgi amacıyla dünya ülkelerinde uygulanan döviz kuru rejimleri gösterilmiştir.

TABLO 1. DÜNYA ÜLKELERİNDE KULLANILAN DÖVİZ KURU REJİMLERİ

<i>Geriye Bakan Sürünen Çapa</i>	<i>İleriye Bakan Sürünen Şerit</i>	<i>Geriye Bakan Sürünen Şerit</i>	<i>Sıkı Yönetimi Dalgalı</i>	<i>Önceden Belli Yolu Olmayan Diğer Yönetimli Dalgalı Çapa</i>	<i>Bağımsız Dalgalı Kur</i>
- Belarus	- Kosta Rika		- Azerbaycan	- Angola	- Afganistan
- Honduras			- Guyana	- Burundi	- Amerika Birleşik Devletleri
- İsrail			- Hırvatistan	- Cezayir	- Arnavutluk
- Romanya			- Hindistan	- Dominik Cumhuriyeti	- Avustralya
- Uruguay			- Jamaika	- Endonezya	- Brezilya
- Venezuela			- Kazakistan	- Etiyopya	- Çek Cumhuriyeti
			- Moğolistan	- Gana	- Ermenistan
			- Moritanya	- Gine	- Filipinler
			- Nijerya	- Guatemala	- Gambiya
			- Paraguay	- Irak	- Güney Afrika
			- Sao Tome ve Principe	- Kamboçya	- Gürcistan
			- Singapur	- Kenya	- Haiti
			- Trinidad Tobago	- Kırgızistan	- İngiltere
			- Ukrayna	- Laos	- İsveç
			- Vietnam	- Mauritius	- İsviçre
			- Yugoslavya	- Myanmar	- İzlanda
				- Özbekistan	- Japonya
				- Pakistan	- Kanada
				- Ruanda	- Kolombiya
				- Rusya	- Kore
				- Slovakya	- Liberya
				- Slovenya	- Madagaskar
				- Sri Lanka	- Malawi
				- Tayland	- Meksika
				- Tunus	- Moldavya
				- Zambiya	- Mozambik
					- Norveç
					- Papua Yeni Gine
					- Tacikistan
					- Tanzanya
					- Türkiye
					- Uganda
					- Yemen Arap Cumhuriyeti
					- Peru

Kaynak : Müslümov, Alövsat ve diğerleri, *age*, s.23.

2. DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİNDE TEMEL YAKLAŞIMLAR

Gelecekteki döviz kurlarının tahmin edilmesi, üretici ve tüketicilerin yatırım, üretim ve ticaret gibi bir çok kararı üzerinde son derece etkilidir, dolayısıyla döviz kurlarının tahminlenmesi ülkelerin makro ekonomi politikaları ve performansları üzerinde direk bir etkiye sahiptir. Kurların tahmin edilmesi; Sabit kur sisteminde parayı devalüe ve revalüe edecek baskıları tespit etmek ve bunların politikacılar tarafından ne kadar sürdürülebileceğini belirleyerek, dalgalı kur sisteminde ise para arzı, faiz oranları, milli gelir ve enflasyon gibi makro değişkenler kullanılarak yapılabilir²⁴. Döviz kuru belirlemede, ampirik çalışmalar bazı sorunlar içermekle birlikte, döviz kuru belirlenmesi ile ilgili iki ana temel yaklaşım vardır²⁵: 1. Mal Piyasası Yaklaşımı (Reel Faktörler olarakta bilinir), 2. Finansal Varlık Piyasası Yaklaşımı (Varlık Piyasası Yaklaşımı olarakta bilinir.)

2.1. MAL PİYASASI YAKLAŞIMI

Döviz kuru belirlenmesi ile ilgili olarak geliştirilen mal piyasası yaklaşımları, finansal piyasaların gelişmediği, 1950'li yılların sonlarına kadar ki dönemde, geliştirilmişlerdir. Mal piyasalarına dayalı teoriler reel büyüklüklere dayalıdır ve reel büyüklükler kısa dönemde döviz kurlarına göre daha hareketsiz oldukları için, bu analizler genellikle uzun dönemli analizlerdir, kısa dönem için uygulama imkanları pek yoktur.

2.1.1. ÖDEMELER BİLANÇOSU YAKLAŞIMI

Ödemeler bilançosu, bir ülkedeki ikamet eden kişilerle, ticaret yapılan ülkelerdeki ekonomik birimler arasındaki faaliyetlerin, belli bir zaman süresi içerisinde (bu süre genellikle bir yıldır) dökümüdür²⁶. Bilançoda bir ekonominin yabancı ekonomilerle yaptığı döviz hareketlerinin kaydı temel alınmaktadır, en basit tanımıyla, ulusal ekonominin diğer ülkelerle yaptığı ekonomik faaliyetler sırasında

²⁴ Demiray Deniz Balak. **Döviz Kuru Belirleme Yöntemleri ve 1980 Sonrası Dönemde Türkiye İçin Bir Değerlendirme**. Yayınlanmamış Doktora Tezi. D.E.Ü. İktisat Bölümü, İzmir,1998, s. 3-4.

²⁵ Ertekin Murat,**Döviz Kuru Rejimleri ve Türkiye'nin Dış Ticareti**, TC. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, Temmuz 2004, sayfa belirtilmemiş

²⁶ Chacholiades Miltiades , **age**, s. 281.

kazandığı döviz verdiğiinden fazla ise" ödemeler dengesi fazlası" az ise" ödemeler dengesi açığı" oluşur. Böylece bir ülkede ki döviz gelir ve giderini doğuran işlemler ödemeler bilançosuna kaydedilmiş olur. Yaklaşımına göre; dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerde ulusal paranın değer kaybedeceği, fazla veren ülkelerde ise ulusal paranın değer kazanacağı öngörülmektedir, ancak uygulamada bunu destekleyen sonuçlara tam olarak ulaşılmamıştır²⁷. Daha önce de belirtildiği gibi mal piyasası yaklaşımları, finansal piyasaların gelişmediği yıllarda ortaya atılmıştır. Günümüzde uygulanan dalgalı kur sistemleri, kısa süreli sermaye hareketleri, ülkedeki enflasyon, faiz oranları v.s. gibi faktörler ulusal paranın değerinin belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu yüzden ödemeler dengesindeki açık yada fazla, günümüzde kurun belirlenmesine yönelik tek başına bir ölçüt olmamakla birlikte sadece bir göstergedir denebilir.

2.1.2. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ YAKLAŞIMI

Tek fiyat kanunu; tarife, tarife dışı engeller ve taşıma maliyetlerinin rolü ihmal edilirse belirli bir malın fiyatının, yurtiçi ve yurtdışında aynı olacağını ifade eder²⁸. Satın alma gücü paritesi ise aynı mantıkla, makro düzeyde hareketle, belirli ve homojen bir mal sepetinin yurtiçi ve yurtdışındaki ortalama fiyatlarının aynı para birimi cinsinden ifade edildiğinde eşit olması gerektiği sonucuna ulaşır²⁹. Teorinin kurucusu Gustav Cassel'dir ve teoride fiyatlardan döviz kuruna doğru bir geçiş söz konusudur ve döviz kuru değişmelerinin açıklanmasında en etkili güç enflasyondur. Teorinin; 1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi ve 2. Nispi (Görelî) Satın Alma Gücü Paritesi olmak üzere iki versiyonu bulunmaktadır.

2.1.2.1. MUTLAK SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ YAKLAŞIMI

Satın Alma Gücü Paritesi teorisinin mutlak yorumu, belli bir anda iki para arasındaki döviz kurunun belirlenmesi ile ilgilidir. Teoriye göre iki ülke arasındaki döviz kurunun belirlenmesi, her iki ülkedeki fiyat seviyesinin birbirine bölünmesi ile bulunur.

²⁷ Seyidoğlu, Halil, *age*, İstanbul, 1994, s.183

²⁸ Ertekin Murat,*age* Temmuz 2004, sayfa belirtilmemiş

²⁹ Kiritçioğlu Aykut ve Kibritçioğlu Bengi, **Türkiye’de Uzun Dönem Reel Döviz Kuru Dengesizliği 1987-2003**, TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Araştırma ve İnceleme Dizisi:38, Nisan 2004, s. 3

Bu durumda, Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi'ni veren döviz kuru:

$$DK = P_i^A / P_i^B \quad (1)$$

Olacaktır. Burada;

DK = Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi ile hesaplanan kur,

P_i^A i malının A ülkesindeki A para birimi ile fiyatı,

P_i^B i malının B ülkesindeki B para birimi ile fiyatıdır.

Ancak uygulama bu kadar kolay değildir, çünkü örnekte olduğu gibi bir değil binlerce mal vardır³⁰. Bu durumda ülkedeki tüm malların fiyatlarını kapsayacak şekilde toplu olarak ifade edilen bir fiyat seviyesi kullanılırsa, mutlak satın alma gücü paritesi ile tüm ülke için geçerli bir döviz kuru hesaplanabilir.

Buna göre formül (1) aşağıdaki şekli alır :

$$DK = \sum_{i=1}^n P_i^A / \sum_{i=1}^n P_i^B \quad (2)$$

Burada ise, genel olarak yapılacak bir hesaplama için kullanılacak fiyat seviyesinin ne olması gerektiği sorunu karşımıza çıkar, teorinin mantığına göre bu GSYİH' nin hesabında kullanılan fiyat göstergesidir³¹. Böylece Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi'ne göre, o dönem için denge döviz kuru bulunmuş olur.

Teorinin bu versiyonuna göre tüm mallar tam ikame edilebilir tek fiyat kanunu vardır, yani birbirleriyle değiştirilen para birimleri alım güçlerini kaybetmezler. Uygulamada ise; taşıma masrafları, ticari kısıtlamalar, ürün farklılaşması ve siyasi nedenler yüzünden tam olarak işleyen bir mal arbitrajı, dolayısıyla geçerli tek fiyat kanunu yoktur. Bu yüzden Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımı ile döviz kurlarının belirlenmesi gerçekte önemli sınırlamalara sahiptir. Mutlak satın alma gücü paritesinin karşılaştığı bu ve benzeri güçlüklerden dolayı alternatif olarak Nispi (Görelî) satın alma gücü paritesi geliştirilmiştir.

³⁰ Uluslararası Karşılaştırma Programı (UKP) çerçevesinde SGP' nin hesaplanabilmesi için, katılımcı ülkelerin oluşturduğu mal ve hizmet sepetinde yer alan maddelerin yıllık ortalama fiyatlarına ve ilgili madde gruplarının GSYİH içindeki harcama ağırlıklarına gerek vardır Program kapsamında fiyatlandırılan ve ağırlıklandırılan mal ve hizmet grupları Tablo 2'de verilmiştir.

³¹ Abuşoğlu Ömer, **Döviz Kuru Politikası Ve İhracat Üzerine Etkisi**, TOBB Yayın no: 154, Ankara, 1990, s.15

2.1.2.2. NİSPİ (GÖRELİ) SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ YAKLAŞIMI

Teorinin mutlak versiyonunun uygulamada geçerliliğinin olmaması sonucu nispi satın alma gücü paritesi yaklaşımı ortaya atılmıştır. Buna göre döviz kuru, iki ülkenin enflasyon oranları arasındaki farkı yansıtacak şekilde değişecektir³². Yani teorinin bu versiyonu fiyat hareketleri karşısında döviz kuru değişimleri ile ilgilidir. Bizzat Cassel'in kendi deyimiyle : "iki ülke enflasyonla karşı karşıya olduğu zaman döviz kuru, bir ülkedeki enflasyonun diğerine bölüdüğünde ortaya çıkan bölümün eski kurla çarpılmasıyla elde edilen seviyeye eşit olmalıdır."³³

Bu aşağıdaki formül ile ifade edilebilir :

$$DK_1 = \frac{PA}{PB} * DK_0 \quad (3)$$

DK₀ = Temel dönem döviz kuru

DK₁ = Sonraki dönem döviz kuru

PA = A ülkesindeki fiyat artış oranı

PB = B ülkesindeki fiyat artış oranı

Bu formülle hesaplanan, nispi yaklaşıma göre Satın Alma Gücü Paritesi'dir

Teoriyi açıklayan yukarıdaki denklem, döviz kurları ile fiyat seviyesi (enflasyon) arasındaki sıkı ilişkiyi gösterir. Nispi Satın Alma Gücü Paritesi'ne göre fiyatlar doğrudan döviz kurlarını etkiler, başlangıç denge durumu temel alınınca, zaman içerisindeki enflasyon farkı kadar ulusal paranın değeri ayarlanmalıdır, hangi ülkede enflasyon oranı yüksek ise, o ülkenin parası değer kaybeder.

Teori uygulamada pek çok güçlüklerle karşılaşmıştır. Özellikle kurlarda meydana gelen ani değişiklikleri açıklayamamak en önemli sorundur. Ancak başta da belirtildiği gibi mal piyasası yaklaşımları uzun dönemli analizlerdir, kısa dönemli analizler satın alma gücü paritesini desteklememekte, uzun dönemde uygulamalar bu yaklaşımın geçerliliğinin oldukça yüksek olduğunu göstermektedir³⁴.

³² Seyrek İsmail, **Purchasing Power Parity And The Turkish Exchange Rate**, Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi (6) 2003, s.152

³³ Abuşoğlu Ömer, **age**, s. 18

³⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. : Seyrek İsmail, **age**, s. 160-167 ve Kiritçioğlu Aykut ve Kibritçioğlu Bengi, **age**, s.2-16

Uygulamada 1950'li yıllarda başlayan çalışmalar, 1960'ların sonunda Uluslararası Karşılaştırma Projesi'ne dönüştürülmüş, Eurostat ile OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)'nın projeyi desteklemesi ve katılımcı ülke sayısının artması ile proje, 1989 yılından sonra programa dönüştürülmüştür³⁵. Uluslararası Karşılaştırma Programı (UKP) çerçevesinde Satın Alma Gücü Paritesi'nin hesaplanabilmesi için, katılımcı ülkelerin oluşturduğu mal ve hizmet sepetinde yer alan maddelerin yıllık ortalama fiyatlarına ve ilgili madde gruplarının GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) içindeki harcama ağırlıklarına gerek vardır. Program kapsamında fiyatlandırılan ve ağırlıklandırılan mal ve hizmet grupları Tablo-2'de verilmektedir.

TABLO 2 SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ HESAPLANMASINDA KULLANILAN MAL VE HİZMET GRUPLARI

1. Hanehalkı kişisel tüketim harcamaları	3. Devletin kişisel tüketim harcamaları
1.1. Gıda ve alkolsüz içecekler	3.1. Konut
1.2. Alkollü içecekler ve tütün	3.2. Sağlık
1.3. Giyim ve ayakkabı	3.3. Eğlence ve kültür
1.4. Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar	3.4. Eğitim
1.5. Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	3.5. Sosyal güvenlik
1.6. Sağlık	4. Devletin ortak tüketim harcamaları
1.7. Ulaştırma	4.1 Devletin ortak hizmetleri
1.8. Haberleşme	5. Gayri safi sabit sermaye oluşumu
1.9. Eğlence ve kültür	5.1. Makine ve teçhizat
1.10. Eğitim	5.2. inşaat projeleri
1.11. Lokanta ve oteller	6. Stok değişimleri
1.12. Çeşitli mal ve hizmetler	6.1. Envanter değişimi
2. Kar amacı gütmeyen kuruluşların kişisel tüketim harcamaları	6.2. Değerlerin elde edilişleri eksi elden çıkarılışları
	7. İthalat Ve İhracat Dengesi
	7.1. İthalat ve ihracat dengesi

Kaynak : DİE, **İstatistik Yıllığı**, 2004, s.300.

³⁵ DİE, **İstatistik Yıllığı**, 2004, s.300.

2.2. PARASAL YAKLAŞIM

Yukarıda açıklanan mal piyasası yaklaşımları daha önce belirtildiği gibi ancak uzun dönemde anlamlı olan ani ve kısa dönemli kur hareketlerini açıklayamayan yaklaşımlardır. Parasal yaklaşımın literatüre en önemli katkısı, mal piyasalarının yanı sıra tahvil piyasaları ve beklentileri de dikkate almasıdır. Parasal yaklaşıma göre döviz kurlarının belirlenmesinde etkili olan para piyasalarıdır. Döviz kurlarında meydana gelen hareketler ise para stoklarındaki değişimler sonucu parasal büyüme oranlarını denkleştirmek için kullanılır. Para arzı ve para talebi arasındaki dengesizlikler döviz kurlarındaki değişmelerin temel etkenidir. Para talebi, gelir düzeyi, fiyatlar ve faiz oranının fonksiyonudur³⁶, ekonomide bu değişkenler tarafından belirlenmiş bir para talebi vardır. Para arzı ise Merkez Bankası'nın kontrolü altındadır, eğer banka para arzını yükseltirse arz fazlasının bir kısmı yabancı mal, hizmet veya yabancı paraya bağlı mali varlıklara yönelir³⁷. Böylece döviz kurlarının ulusal para cinsinden fiyatı artar, kurlardaki bu yükselme daha sonra fiyat düzeyini de yükseltir ve sonuç olarak reel para talebi ile reel para arzı dengesi yeniden kurulmuş olur, yeni döviz kuru ise bu dengedeki kurdur.

Parasal yaklaşım döviz kuru belirlenmesi modellerine ilk kez faiz oranı kavramını sokmuştur. İki ülke arasında ki faiz oranı farkı acaba kuru nasıl etkiler, buna verilen cevap anında teslim kurlarında (spot kurlar) beklenen değişimin enflasyon farkına eşit olacağıdır, bu “ Uluslararası Fisher Etkisi “ olarak bilinir³⁸. Buna göre yüksek faizli ülkelerde, ulusal para faiz farkı ölçüsünde değer kaybına uğrar, bunun tersi de doğru olmakla birlikte, genellikle enflasyonu yüksek ülkelerin faiz oranı da yüksektir, yani Uluslararası Fisher Etkisi'ne göre yüksek enflasyonlu ülkenin ulusal parası değer kaybına uğrar. Uluslararası Fisher Etkisi aşağıdaki gibi formüle edilebilir :

$$i_A - i_B = \frac{E(B) - E}{E} (1)$$

³⁶ Yeni Yüzyıl Kitaplığı (Cep Üniversitesi), **Döviz Kurları**. Çevirenler: Mehmet Balak, Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir. İletişim Yayınları. İstanbul. tarih belirtilmemiş, s. 60.

³⁷ Seyidoğlu, Halil, **age** , İstanbul, 1994, s.189

³⁸ Seyidoğlu, Halil, **age** , İstanbul, 1994, s.116

I_A = A Ülkesinde ki faiz oranı

I_B = B ülkesinde ki faiz oranı

E = Spot Kur

$E(B)$ = Dönem sonunda beklenen Spot Kur

(1) numaralı formülde A ve B ülkesindeki faiz oranlarının ve spot kurun belli olduğu varsayımı ile hareket edersek :

$$I_A = I_B + \frac{E(B) - E}{E} \quad (2)$$

(2) numaralı formülü elde ederiz, yani B ülkesindeki faiz farkı, ulusal paranın değer kazanması veya kaybetmesinde etkilidir. Ancak uygulama da çoğu kez bu doğrulanmamaktadır, bunun temel nedeni yurtdışı yatırımların doğurduğu risktir³⁹.

Parasal yaklaşıma göre kısa ve geçici döviz kuru dalgalanmaları parasal olmayan değişikliklerden kaynaklanabilir, ancak uzun dönemli döviz kuru dalgalanmalarının sebebi para stoklarındaki değişimlerdir. Parasal yaklaşımın temel önermelerinden biri de döviz kurundaki tüm dengesizliklerin tek çözümünün yine para politikasında olacağıdır. Parasal yaklaşım ile ilgili yapılan ampirik çalışmaların hemen tümü başarısızlıkla sonuçlanmıştır, bunun nedeni parasal yaklaşımın temel sorunu olan para talebi fonksiyonunun istikrarsızlığıdır⁴⁰. Öte yandan yaklaşım, parasal ve finansal varlıkların döviz kuru üzerindeki etkisini ortaya çıkarması açısından önemlidir.

2.3. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMI

Portföy Dengesi Yaklaşımı, Markowitz ve Tobin'in portföy teorisi ve para talebi analizlerinin açık ekonomiye uyarlanması sonucu geliştirilmiştir⁴¹. Yatırımcılar maksimum getiri ve minimum riskin sağlandığı noktada portföy

³⁹ Seyidoğlu, Halil, *age*, İstanbul, 1994, s.116.

⁴⁰ Yeni Yüzyıl Kitaplığı (Cep Üniversitesi), *age*, s. 62.

⁴¹ Müslümov, Alövsat; Mübariz, Hasanov ve Özyıldırım, Cenktan, *age*, 4.Bölüm, s.13.

dengesinin en uygun bileşimini bulmuşlardır, işte döviz kurları da bu en uygun dengeye ulaşmak için aktifler arasında sürekli yapılan geçişler sonucu belirlenir. Her bir varlığa olan talep yalnızca kendisinin faiz oranı ile değil, diğer varlıkların faiz oranları ile ilgilidir. Genel olarak bir varlığa olan talep, birden çok faiz oranının fonksiyonudur.

Teoriyi parasal yaklaşımdan ayıran en temel özellik, iç ve dış finansal varlıklar arasında tam bir ikamenin bulunmamasıdır. Böyle bir varsayımın yapılmasının nedeni ise, dış finansal varlıklara yatırım yapmak isteyen yatırımcıların, kur değişmelerine karşı korunmasız kalmaları, kur riski altında bulunmalıdır. Yani portföylerini uluslararası yatırımlar ile çeşitlendirip, yurtiçindeki riskten kaçınmak isteyen yatırımcılar bunu yaparken genel portföylerinin riskini arttırmış olurlar, artan risk ile birlikte bekledikleri getiri de artar, bunun karşılığında ise yatırımcılar bir "risk primi" (R) talep ederler⁴². Risk primi portföy dengesi yaklaşımına göre döviz kuru ile ilgili beklentileri değiştirmiş olur; çünkü artık gelecekteki kur beklentisi R kadar artmıştır. Böylece bu yaklaşıma göre döviz kuru şu şekilde belirlenmiş olur:

$$\frac{F_1 - E_0}{E_0} = (i_h - i_f) + R \quad (1)$$

Formülde;

F_1 = Gelecek Dönem Döviz Kuru

E_0 = Temel Dönem Döviz Kuru

$(i_h - i_f)$ = İç-Dış Faiz Farkı

R = Risk Primidir.

Buna göre portföy dengesi yaklaşımında, parasal teoriden farklı olarak döviz kuru belirlenmesinde risk primi belirleyici olmaktadır. Parasal Teori'de risk primi bulunmadığı için ($R=0$) iç ve dış faiz farkı döviz kuru belirlenmesinde en önemli etkidir.

Risk Primini etkileyen başlıca faktörler⁴³ :

⁴² Seyidoğlu, Halil, **age**, İstanbul, 1994, s.190

⁴³ Daha ayrıntılı bilgi bkz. Seyidoğlu, Halil, **age**, s. 190-191.

- i. İç ve dış yatırımların reel getirilerindeki değişiklikler.
- ii. Tahvillerin arzındaki artışlar. Ülkeler para politikaları, bütçe açığı v.s. nedenlerden dolayı arz ettikleri tahvil miktarını arttırsalarsa, yatırım çeşidi artacağından, yatırımcılar tahvil tutmak için daha fazla risk primi talep edebilirler.
- iii. Göreceli servet artışları da risk primini etkiler. Ulusal servette yabancı varlıklara oranla daha fazla yerli varlık tutulduğu farz edilirse, ulusal servette göreceli bir artış yaşanır.

Portföy tercihi yaklaşımına göre, ülke içindeki faiz oranlarının yükselmesi ($I_h - I_f$) farkını arttıracığı için ulusal paranın sonraki dönemde yükselmesine yol açacak, aynı şekilde dış faiz oranlarının artmasıysa, ulusal paranın değer yitirmesini beraberinde getirecektir.

Portföy tercihi modelleri günümüzde döviz kurlarının belirlenmesinde kullanılan yaklaşımlardan biridir; ancak servetin ölçülmesi veya elde bulundurulmuş yabancı varlıkların tespiti ile ilgili veri eksiklikleri, modelin uygulamasını güçleştirmektedir⁴⁴.

Sonuç olarak Portföy Dengesi Yaklaşımı; döviz kurundaki değişmeyi, nominal faiz oranları arasındaki farka ve risk primine bağlı olarak bireylerin portföy talebine bağlanmaktadır.

2.4. PARA İKAMESİ VE DÖVİZ KURLARI

Para ikamesi modeli incelediğimiz Portföy Teorisinden pek farklı değildir. O teoride bulunan yerli ve yabancı tahvil yerine, faiz geliri olmayan yabancı para ve yerli parayı koyarsak para ikamesi modeline ulaşabiliriz. Para ikamesi (*Money Substitution*) en basit anlamı ile “ Yerel Para biriminin değiş-tokuş aracı olma işlevini yabancı para birimleri lehine kaybettiği durumdur.”⁴⁵ Bu dolarizasyonun ileri bir şeklidir ve özellikle yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ücret, hizmet ve bazı mal fiyatlarının yabancı paraya endekslenmesi şeklinde görülür.

Para ikamesinde ulusal ve yerli para arasındaki ikamenin miktarı, ulusal

⁴⁴ Yeni Yüzyıl. *age.*, s. 65.

⁴⁵ Yıldırım Oğuz, **Kura Dayalı İstikrar Politikası (Teori Ve Ülke Uygulamaları)**, TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Şubat 2003, s.34.

paranın beklenen değer kazanma-kaybetme olasılığına bağlıdır. Portföy modelinde ki gibi düşünenecek olursak, ulusal paranın değer kazanması bekleniyorsa para ikamesi azalacak, değer kaybetmesi bekleniyorsa artacaktır.

Türkiye’de yaşanan 1994 krizi sonunda devalüasyon yapılmış ve TL yaklaşık %15 oranında değer kaybetmiştir. Bunun en önemli nedenlerinden biri de ilgili çevrelerin TL’de beklenen değer kaybı sonucu, yerel para yerine yabancı para tutması (para ikame etmesi)’ dir.⁴⁶ 1989 yılında Türkiye’de toplam mevduata oranı %14 olan döviz hesapları, 1994 yılında %35 düzeyine ulařmıřtır⁴⁷. Kambiyo politikasına ilişkin 1989 yılında alınan kararla Türkiye’de para ikamesi süreci hızlanmıştır.

Para ikamesi görölen ölkelerde kurlar yerel para arzındaki gelişmelere karşı son derece duyarlıdır. Bu nedenle para ikamesi olgusunun yüksek olduğu ölkelerde, kur istikrarı son derece önemlidir. Dalgalı kur uygulayan ölkelerde yabancı paranın yerli para yerine kullanılmaya başlaması, 1994 Türkiye örneğinde olduğu gibi, devalüasyonları gerektirir. Bu yüzden para ikamesi bulunan ölkelerin, milli ekonomi politikalarını sürdürbilmesi oldukça zor dengelere dayalıdır.

⁴⁶ Seyidoğlu, Halil, **age** , İstanbul, 1994, s.192

⁴⁷ www.TCMB.gov.tr-EVDS ‘den alınmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURLARINI ETKİLEYEN BAŞLICA MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARI

1. TÜRKİYE'DE MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARI VE DÖVİZ KURU

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye'de 1980 sonrası uygulanan makro ekonomi politikalarının ülkenin genel ekonomik performansı ve bunun döviz kurları üzerinde yarattığı etkiler kısaca değerlendirilecektir. Çalışmada ağırlıklı olarak 1980 sonrası uygulanan politikalar, Türkiye'de kurların piyasanın etkili belirleyicilerinden biri olmasına neden olan; iç ve dış finansal serbestleşme hareketleri ele alınacaktır. Ancak 1980 sonrası yaşanan gelişmeleri daha iyi yorumlayabilmek için 1923-1980 dönemi Türkiye ekonomisinin yapısı ve içinde bulunduğu durumda kısaca incelenecektir.

2. 1923-1980 DÖNEMİ TÜRKİYE'DE MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARI VE DÖVİZ KURU

Cumhuriyetin ilk yıllarından 1980 yılına kadar yürütülen ekonomi politikalarına bakıldığında, uzun süre devam eden sabit kur rejiminin ağırlıkta olduğu görülmektedir, 1950 yılına kadar referans olarak İngiliz Sterlini bu tarihten sonra da ABD Doları kullanılmıştır⁴⁸. Cumhuriyetin ilk on yılı ekonomik kurumların oluşturulması ve onarım yılları olarak geçmiştir. 1929 büyük dünya ekonomik buhranından sonra Türkiye'de liberal ekonomi görüşü yavaş yavaş terk edilmiştir. Cumhuriyet döneminin önemli yaklaşımı, kamu maliyesinde "altın ilke " kuralına uyulmasıdır⁴⁹ buna göre devlet bütçesi açık vermemeliydi. Gerçektende 2. Dünya savaşına rağmen 1950 yılına kadar denk bütçe kavramına uyulmuştur. Bu dönemde uygulanan dış borç politikasında bir genellemeye gidilecek olursa, 1980'li yıllara gelinceye kadar devlet borçlarında ağırlık dış borçlarda olmuş, iç borçlanmada önemli bir gelişme yaşanmamıştır⁵⁰. 11.06.1930 yılında T.C. Merkez Bankası (

⁴⁸ Arat, Kürşat, *age*,s. 36

⁴⁹ **Türkiye Ekonomisi (Tarihi Gelişimi)**, Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkez Müdürlüğü, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme İdaresi Başkanlığı, Ankara, Aralık,2003, s. 2

⁵⁰ Kaya, Naciye; Ergün Nilüfer; Bor Gülsün K. , **Cumhuriyet Döneminde İç Borçlanma Alanında Gelişmeler**, Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı, Ankara, Aralık 2003, s.44.

TCMB) kurulmuştur, savaş yıllarına kadar banka para pompalama yoluna gitmemiştir. Amaçlanan ülkede enflasyon ortamının bulunmamasıdır, 1950'li yıllara kadar da ödemeler dengesinde açık verilmemesine önem verilmiştir. Ülkede yaşanan bu gelişmeler Tablo 3 ve Tablo 4'ten görülebilir.

TABLO 3 ALT DÖNEMLER İTİBARI İLE TÜRKİYE'DE ENFLASYONUN SEYRİ (1925-1980 DÖNEMİ)

Dönem	Toptan Eşya Fiyat İndeksi
1925-29	3,1
1929-34	-12,6
1934-38	4,6
1938-46	19,9
1946-53	2,2
1953-59	14,6
1959-69	5
1969-72	13,4
1972-76	18,8
1977	24,1
1978	52,6
1979	63,9
1980	107,2

Kaynak : Akbank Kültür Yayınları, **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923-1978**, İstanbul, 1980, s.97 ve DİE'den yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Tablodan da görüleceği gibi 2. Dünya Savaşı yıllarında dahi uygulanan politikanın temel amacı olan, enflasyonsuz bir ortam yaratılma çabalarından ödün verilmemeye çalışılmıştır, ancak 1940'lı yıllarda izlenen fiyat kontrol denetimleri üretim yapısında gözlenen gerileme ve bozulma Türk Ekonomisinin fiyat yapısının bozulmasına yol açmıştır, ayrıca geleneksel ihraç ürünlerinin yüksek fiyatla ihracıda fiyat yapısının bozulmasında etkili olmuş, 1940'lı yıllarda ülke enflasyon ile tanışmıştır⁵¹. 1976 yılından sonra ise hızla artan bir enflasyonist ortama gelinmiştir.

⁵¹ Parasız, İlker, **Türkiye Ekonomisi 1923'den Günümüze İktisat Ve İstikrar Politikaları**, Ezgi Kitapevi Yayınları, Mart 1991,s. 19

TABLO 4 DIŞ TİCARET GELİŞMELERİ (1923-1980 SEÇİLMİŞ DÖNEMLER)

	İHRACAT		İTHALAT		DIŞ TİCARET DENGESİ (Milyon\$)	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
	DEĞER (Milyon\$)	DEĞİŞİM (%)	DEĞER (Milyon\$)	DEĞİŞİM (%)		
1923	51		87		-36	58,6
1929	75	47,06	124	42,53	-49	60,5
1935	76	1,33	71	-42,74	5	107,0
1940	86	13,16	53	-25,35	33	162,3
1945	168	95,35	97	83,02	71	173,2
1950	263	56,55	286	194,85	-23	92,0
1955	313	19,01	498	74,13	-185	62,9
1960	321	2,56	468	-6,02	-147	68,6
1965	464	44,55	572	22,22	-108	81,1
1970	588	26,72	948	65,73	-360	62,0
1975	1401	138,27	4739	399,89	-3338	29,6
1977	1753	25,12	5796	22,30	-4043	30,2
1978	2288	30,52	4599	-20,65	-2311	49,7
1979	2261	-1,18	5069	10,22	-2808	44,6
1980	2910	28,70	7909	56,03	-4999	36,8

Kaynak : DİE verilerinden yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

1929 yılından itibaren Türkiye kendi Gümrük kanununa kavuşmuştur, Dünyada yaşanan büyük ekonomik buhran nedeniyle korumacı bir dış ticaret politikası izlenmiştir. 1930' lu yıllardan itibaren 2. Dünya Savaşı yıllarına kadar dış ticaret sürekli fazla vermiş ve döviz rezervleri artmıştır, 7 Eylül 1946 yılında yapılan ilk devalüasyon sonucu dış ticaret açık vermeye başlamıştır⁵². (Bu dönemde sabit kur politikası izleyen Türkiye TL'nin dolar karşısında ki değerini % 53,6 dolayında düşürmüş ve ABD doları = 1,30 TL'den 2,80 TL'ye yükseltilmiştir.)

1950'li yıllara gelindiğinde ise dış ticaret açıkları sürekli artarak ciddi bir sorun haline gelmiştir. Sürekli artan açık ülkenin döviz rezervlerini eritmiş, enflasyon da ihraç ürünlerimizin dış pazarda rekabet gücünü azaltmıştır⁵³. Böylece 1958 yılında devalüasyonu da içeren bir dizi ekonomik tedbir alınmış ve ülkenin dış ticaret

⁵² Oğuz, Fırat; Bayar, Fırat, **1923-2003 Türkiye Ekonomisi**, Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı, Ankara, Aralık 2003, s.24

⁵³ Oğuz, Fırat; Bayar, Fırat, **age**, s.25

politikasında daha korumacı bir rejim izlemeye başlamıştır, bu dış ticaret politikası dönem dönem yapılan bazı değişikliklerle birlikte 1980 yılına kadar devam etmiştir.

TABLO 5 GSMH GELİŞMELERİ (1950-1980 DÖNEMİ)

	CARİ FİYATLARLA (TL)	MİLYON DOLAR (ABD\$)	YÜZDE DEĞİŞİM (CARİ FİYATLARLA)	YÜZDE DEĞİŞİM (MİLYON \$)
1950	14	5,047		
1951	17	6,036	19,6	19,6
1952	20	6,972	15,5	15,5
1953	23	8,117	16,4	16,4
1954	23	8,273	1,9	1,9
1955	28	9,938	20,1	20,1
1956	32	11,447	15,2	15,2
1957	43	15,246	33,2	33,2
1958	51	18,211	19,5	19,5
1959	64	22,723	24,8	24,8
1960	68	7,554	6,9	-66,8
1961	72	8,019	6,2	6,2
1962	84	9,323	16,3	16,3
1963	97	10,814	16,0	16,0
1964	104	11,544	6,8	6,8
1965	112	12,420	7,6	7,6
1966	133	14,799	19,1	19,1
1967	148	16,428	11,0	11,0
1968	164	18,210	10,9	10,9
1969	183	20,373	11,9	11,9
1970	208	18,326	13,3	-10,0
1971	261	17,428	25,6	-4,9
1972	314	22,439	20,3	28,7
1973	399	28,506	27,0	27,0
1974	538	39,132	34,7	37,3
1975	691	48,281	28,5	23,4
1976	868	54,733	25,6	13,4
1977	1.108	62,158	27,7	13,6
1978	1.646	68,383	48,5	10,0
1979	2.877	76,605	74,8	12,0
1980	5.303	69,749	84,4	-9,0

Kaynak : DİE'den yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır

Türkiye ekonomisinin gücünün önemli bir ölçütü olan Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) Tablo-5'te verilmiştir. 1950 yılında 5 milyar \$ seviyesinde olan GSMH belirtilen dönem içerisinde 76,605 Milyar \$ ile en yüksek değerine 1979 da ulaşmıştır, 1980 yılı sonunda ise 69,749 Milyar \$ olmuştur. Bu rakamlar Türkiye'nin 1980 yılına kadar olan döneminde ekonomik özelliklerinin belirtilmesi amacıyla verilmiştir.

1923-1980 dönemi döviz kurunda meydana gelen gelişmeleri de kısaca değerlendirecek olursak⁵⁴; Mart 1929'da 1 Sterlin=0,88 kuruş iken, büyük ekonomik buhran sonucunda Aralık 1929'da 1 Sterlin=1,125 kuruş olmuştur. Sabit kur politikası yürüten Türkiye 7 Eylül 1946'da ilk devalüasyonu gerçekleştirmiş ve TL %53,6 oranında değer kaybederek ABD doları karşısında 1,30'dan 2,80'e gerilemiştir. 1956'da turist ve benzeri dövizlerde tespit edilen TL değeri 2,80'den 5,25-5,5'e çıkmıştır, uygulanan katı kambiyo kuralları ve sabit resmi kurlar yüzünden resmi ve karaborsa kurlar arasındaki fark iyice açılmış ve ABD Doları karaborsa'da 20 TL'ye kadar çıkmıştır. 4 Ağustos 1958'de yeniden kur ayarlamasına gidilmiş, 1 ABD Doları=9 TL olmuştur, 10 Ağustos 1970'de tekrar kur ayarlaması yapılmış 1 ABD Doları = 15 TL'ye ulaşmıştır. 1974 yılında çeşitli tarihlere kur ayarlamaları yapılmıştır. 1977'de 2 kez, 1978'de 3 kez, 1979'da 3 kez kur ayarlamasına gidilmiş ve 24 Ocak 1980 ekonomik paketine kadar 1 ABD Doları = 26,50 TL olarak devam edilmiştir.

Türkiye ekonomisinin 1923-1980 tarihleri arasında genel görünümü kısaca yukarıda değinildiği gibidir. Ana başlıklar altında toplamak gerekirse, ülkenin Cumhuriyetin ilanından 24 Ocak 1980 ekonomik kararlarına kadar olan genel özellikleri şöyledir :

- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu.
- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında reel faizler negatifti.⁵⁵
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmiş ve sıkı bir kambiyo rejimi uygulanmıştır.⁵⁶
- TL Piyasası yok denecek kadar azdı.

⁵⁴ Bu veriler Arat, Kürşat, **age**,s. 36-37-38'den alınmıştır.

⁵⁵ Oksay, Suna, **Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı Ve Türk Finans Sistemi**, Marmara Üniversitesi SBE, Yayın No:2, İstanbul, S.3

⁵⁶ Güven, Samih, **Cumhuriyet Döneminde Uygulanan İktisadi Politikalar Çerçevesinde Kambiyo Rejiminin Gelişimi**, Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı, Ankara, Aralık 2003, S.90

- Sabit kur rejimi benimsenmiş ve döviz karaborsaları oluşmuştur.
- Devlet borçlarında ağırlık dış borçlanmada olmuş, iç borçlanmada önemli bir gelişme yaşanmamıştır⁵⁷.
- Mali sistemin kurumsallaşması bir piyasa ekonomisinin işleyişine cevap vermekten uzaktı.

3. 1980'DEN GÜNÜMÜZE TÜRKİYE'DE MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARI VE DÖVİZ KURU

Türkiye'nin Cumhuriyetin kuruluşundan 1980 yılına kadar genel bir değerlendirilmesi yapılmış ve ülkenin içerisinde bulunduğu ekonomik koşullar ile kur ilişkisi yukarıda belirtilmiştir. Ülkenin makroekonomik yapısında kalıcı değişikliklerin meydana geldiği 1980 yılından günümüze değerlendirme aşağıda yapılacaktır, ülkede yaşanan finansal serbestleşme hareketlerinin döviz kurları üzerinde etkileri incelenilmeye çalışılacak ve günümüzde Türkiye'nin ekonomik olarak bulunduğu noktada kurların durumu belirtilecektir. İnceleme; döviz kurunu etkileyen İç Finansal Serbestleşme ve Dış Finansal Serbestleşme olmak üzere iki ana başlık altında yapılacaktır.

3.1. İÇ FİNANSAL SERBESTLEŞME

3.1.1. FAİZ ORANLARININ SERBEST BIRAKILMASI

1970'li yıllarda düşük tutulan faiz oranları enflasyonun artmasıyla birlikte reel olarak negatif düzeylere inmiştir, bu da banka mevduatına olan talebi azaltarak mallara ve dövize yönelmeyi beraberinde getirmiş ve ekonomi üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Bu ortamda uygulamaya konulan 24 Ocak 1980 kararları ile, serbest piyasa koşullarında işleyen ve dışa açık bir ekonomi modeli uygulamaya konmuştur. Söz konusu Kararlar doğrultusunda oluşturulan politikalar ile; ihracatın artırılması, fiyat sisteminin serbestleştirilmesi, yabancı sermaye girişinin artırılması ve faizlerin serbest bırakılması amaçlanmıştır⁵⁸.

⁵⁷ Kaya, Naciye; Ergün Nilüfer; Bor Gülsün K, **age**, s.43-44

⁵⁸ Taşkın Murat,M, **1923-2003 Döneminde Türkiye Cumhuriyeti'nin Dış Ticaret Politikaları**, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, Özel Sayı, Ekim,2003, Sayfa Belirtilmemiş.

Bu amaca uygun olarak Temmuz 1980'de faiz oranları serbest bırakılmıştır. Alınan bu karar dolaylı olarak döviz kuru üzerinde de etkili olmuş faiz-kur ilişkisi ülkemizde etkili bir şekilde çalışmaya başlamıştır. 1981 yılında reel faiz oranları ilk defa pozitif düzeye yükselmiştir, burada amaçlanan uygun bir kur politikası ile birlikte para talebinin artmasını sağlayarak, fiyat istikrarının sağlanması bunun da ekonomik büyümeye katkıda bulunmasıdır⁵⁹. Faiz oranları serbest bırakıldıktan sonra birikimler büyük ölçüde banka sistemine yönelmiştir. Ancak belli başlı büyük bankalar aralarında bir "centilmenlik anlaşması"⁶⁰ imzalayarak üst değer belirlemişler ve faiz oranlarındaki artışı engellemeye çalışmışlardır. Küçük bankalar rekabet edebilmek için bu üst değerleri aşarak yüksek faiz uygulamaya başlamışlardır, bunun sonucu olarak ödeme yapacakları garantisini veren küçük bankalar bu garantilerini yerine getirememişlerdir, 1982 yılında banka iflasları yaşanmıştır. Aralık 1983'te Merkez Bankası faizleri belirleme yetkisini tekrar almış, Haziran 1987'de yayınlanan bir tebliğ ile faizleri üst sınıra kadar belirleme yetkisini alan Merkez Bankası nihayet 12 Ekim 1988'de faizleri tam olarak serbest bırakmıştır⁶¹. 1980 sonrası mevduat miktarında meydana gelen değişimler Tablo-6'dan izlenebilir.

TABLO 6 TİCARİ BANKALARDAKİ TOPLAM MEVDUAT (TL+DÖVİZ)

Yıl	Toplam Mevduat (Milyar TL)	Değişim%	Yıl	Toplam Mevduat (Milyar TL)	Değişim%
1980	793		1993	522.500	76
1981	1.619	104	1994	1.203.149	130
1982	2.566	58	1995	2.543.787	111
1983	3.305	29	1996	5.876.127	131
1984	5.246	59	1997	11.964.591	104
1985	8.620	64	1998	22.916.822	92
1986	15.595	81	1999	45.291.799	98
1987	23.897	53	2000	64.942.983	43
1988	38.013	59	2001	110.521.576	70
1989	61.648	62	2002	135.575.189	23
1990	93.931	52	2003	154.185.095	14
1991	164.669	75	2004	185.600.000	20
1992	296.150	80	2005	219.200.000	18
			2006(mart)	235.100.000	7

Kaynak : www.TCMB.gov.tr-EVDS den alınarak tarafımdan hazırlanmıştır.

⁵⁹ Kesriyeli, Mehtap, **1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97/4, Ankara, Mart 1997, S.4

⁶⁰ **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, TCMB, ISBN: 975-7589-72-1, Ankara, Haziran, 2002, S. 11.

⁶¹ Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, **age**, s.13

Faizlerin serbest bırakıldığı 1980 yılını izleyen ilk yıl mevduatta önemli artışlar yaşanmıştır. Kriz yılı olan 1994 ve onu takip eden dört-beş yıllık dönemde de mevduat miktarında ciddi artışlar görülmüştür, 2002 yılından sonra ise mevduat miktarındaki değişme kısmen azalmıştır.

Bankaların mevduata uyguladığı faiz oranları ise Tablo-7'den izlenebilir. Mevduat faiz oranlarında, bankaların vadeler itibarıyla ilgili ay içinde uygulayacağını bildirdiği azami faiz oranlarının mevduat tutarları ile gün sayısına göre ağırlıklandırılarak hesaplanmış ortalamaları alınmaktadır, faiz oranları 12 aylıktır. Bu oranlar bankaların TCMB'na bildirdiği azami oranlar olup piyasa koşullarına göre faiz oranları daha aşağıda oluşabilmektedir.

TABLO 7 MEVDUAT FAİZ ORANLARI-12 AYLIK

DÖNEM	FAİZ ORANI	DÖNEM	FAİZ ORANI
Nis.84	45	Ara. 95	92,32
Ara.84	45	Ara. 96	93,77
Ara.85	55	Ara. 97	96,56
Ara.86	48	Ara. 98	95,50
Ara.87	52	Ara. 99	46,73
Ara.88	83,9	Ara. 00	45,64
Ara.89	58,83	Ara. 01	62,50
Ara.90	59,35	Ara. 02	48,19
Ara.91	72,7	Ara. 03	28,59
Ara.92	74,24	Ara. 04	22,06
Ara.93	74,76	Tem.05	20,01
Ara.94	95,56	Oca. 06	19,54
		Mar. 06	19,07

Kaynak: www.TCMB.gov.tr-EVDS'den alınarak tarafımdan hazırlanmıştır

1984-1989 arası dönemde ciddi değişiklik göstermeyen faiz oranları, bu dönemden sonra hızla artmaya başlamıştır. Kriz yılı olan 1994'de %95'ler seviyesine ulaşan yıllık faiz oranları bunu takip eden dört yıl boyunca, 1998'e kadar hep %90'ın üzerinde olmuştur. Daha sonra düşüşe geçen oranlar Mart 2006'da %19 azami seviyesine gelmiştir, bu dönemde piyasada uygulanan oranlar ise %13-16 aralığında değişmektedir.

3.1.2. YABANCI PARAYA İZİN VERİLMESİ

Türkiye’de dövizin kontrol ve idaresine yönelik uygulamalar Cumhuriyetin ilanı ile birlikte başlamış ve uzun yıllar devam etmiştir. Döviz piyasalarının doğrudan denetlenebilmesini amaçlayan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu (TPKK) 25.02.1930 yılında yürürlüğe girmiştir⁶². O dönemde ülke iki temel ekonomik politika üzerine yoğunlaşmıştı: 1. Kamu bütçesinin açık vermemesi 2. Türk Lirasının değerinin korunması. Bu bağlamda, o dönemde iktisadi buhran halinin devam etmesi TL’nin değerinin düşmesi, spekülâtörlerin olumsuz faaliyetleri, ithalat ve ihracat arasındaki dengesizlik gibi nedenlerden dolayı, devlet müdahalesinin hızlı bir şekilde yapılması ihtiyacı TPKK’ nun çıkarılmasında en önemli etkindir⁶³.

TPKK’ nun çıkarıldığı 1930 yılından başlayıp 1980 yılına kadar devam eden dönem içerisinde çıkarılan kararlar ile döviz üzerinde ki kontroller arttırılmıştır. İkinci Dünya Savaşı öncesinde 23.12.1937 yılında çıkarılan 12 Sayılı Karar ile bankaların yurt dışından kredi ile sağladıkları döviz dışındaki bütün dövizlerin TCMB’na devri gerekmekte ve döviz alım satımına sadece bankalar yetkili kılınmaktadır⁶⁴. Bu karar 1947 yılına kadar yürürlükte kalmış, 1947 yılında yayınlanan 13 Sayılı Karar ile döviz permisi olmayanlara döviz satılamayacağı ve yerleşiklerin döviz bulunduramayacağı hükme bağlanmıştır. Çıkarılan kararlar böylece devam etmiş, 11.08.1962 yılında alınan 17 Sayılı Karar ile Döviz Bulundurulması ve Sermaye Hareketleri üzerindeki kontroller en sıkı biçimine ulaşmıştır⁶⁵. Bu dönem döviz karaborsalarının oluştuğu, resmi döviz kuru ve karaborsa arasındaki farkın 4-5 katına kadar ulaştığı bir dönem olarak göze çarpmaktadır⁶⁶.

24 Ocak 1980 ekonomik tedbirler paketi ile ekonomide serbestleşme süreci başlamıştır. Döviz bulundurulması ile ilgili serbestleşme sürecinde ise 29.12.1983 tarihinde çıkarılan 28 Sayılı Kararla dönüm noktası yaşanmış ve uzun süre yürürlükte kalarak bir döneme damgasını vuran 17 Sayılı Karar yürürlükten kaldırılmıştır⁶⁷. Bu karar ile yerleşiklerin döviz bulundurmaları ve bu kişilerin dilerlerse söz konusu dövizleri bankada açacakları döviz hesaplarında tutabilecekleri, nakit döviz çekebilecekleri ve yurtdışına transfer edebilecekleri

⁶² Güven Samih, *age*, s.84

⁶³ Başal, K. Ve Kürümoğlu İ. , **Açıklamalı İçtihatlı Türk Parasının Kıymetini Koruma ve Kambiyo Mevzuatı**, Ankara, Seçkin Yayınları, 2002. S.11

⁶⁴ Güven Samih, *age*, s.86

⁶⁵ Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası Mali Krizler, Imf Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri**, Doğu Üniversitesi Dergisi 4(2),2003, S. 145

⁶⁶ Arat, Kürşat, *age*, s. 37

⁶⁷ Güven Samih, *age*, s.91

karara bağlanmıştır⁶⁸. Son olarak 11.08.1989 yılında alınan 32 Sayılı Karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik süreç tamamlanmıştır. Bu karar üzerinde zaman içerisinde küçük değişiklikler yapılmakla birlikte 1989 yılında yayımlandığı haliyle yürürlükte olduğu söylenebilir. Kararla genel olarak Türkiye'ye döviz giriş ve çıkışı, yerleşik kişilerin döviz bulundurulması serbesttir ve Türkiye serbest kambiyo rejimi uygulayan ülkeler arasına girmiştir, bu karar aynı zamanda Türkiye'ye sermaye girişinin hızlanması ve döviz talebinde meydana gelen değişimlerin başlangıcına temel oluşturmuş, Türkiye'de döviz kuru mekanizmaları gerçek anlamda çalışmaya başlamıştır.

3.1.3. İÇ BORÇLANMA

İç borçlanma tanım olarak, devletin iç borçlanma senedi ihraç ederek yurt içi kaynaklardan finansman sağlama yöntemidir. Türkiye'de iç borçlanma devletin 1980'li yıllara kadar sınırlı olarak uyguladığı bir yöntemdir. 1980-1985 döneminde de iç borçlanmaya sınırlı düzeyde başvurulmuş bütçe açıkları genellikle Merkez Bankası kaynaklarından yararlanılarak kapatılmıştır⁶⁹. Bütçe açıklarının bu şekilde finansmanı, düşük faizli olması nedeniyle cazip görülmüş ancak bu finansmanın yaratacağı parasal genişleme ve enflasyonist baskılar dikkate alınmamıştır. 1985 yılına kadar kamu açıklarını kapatmak için Merkez Bankası'na başvurulurken, Hazine ilk defa 1985 yılında Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) satışını gerçekleştirmiş ve bundan sonra Türkiye'de iç borçlanma sık başvurulan bir yöntem olmuştur. İç borçlanma Türkiye'de bir finansman yöntemi olarak görülürken, dövize aşırı talebin olduğu dönemlerde bir fren mekanizması olarak da kullanılmış, kurdaki aşırı dalgalanmaları engelleme yöntemi olmuştur, bu yüzden Türkiye'de iç borçlanma ve döviz kuru arasında sıkı bir ilişki olduğunu söylemek yanlış olmaz.

Türkiye'de iç borç stoku 1980 yılından sonra ciddi biçimde artmaya başlamıştır. İç borç stoku 1980 yılında 721 YTL (yaklaşık 6,6 Milyar ABD\$), 1990'da 57,180 YTL (yaklaşık 19,5 Milyar ABD\$), 2001 yılında 122,157,260 YTL (yaklaşık 84,9 Milyar ABD\$) olmuştur⁷⁰, 2005 yılında ise iç borç stoku 244,782,000 YTL (yaklaşık 181 Milyar ABD\$) seviyesine ulaşmıştır. (YTL cinsinden iç borç

⁶⁸ Binay Şükri ve Kunter Kürşat, **Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9803, Aralık 1998, s.14

⁶⁹ Kaya, Naciye; Ergün Nilüfer; Bor Gülsün K, **age**, s. 43.

⁷⁰ Aydın, Faruk, M. , **Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri**, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü Tebliği No:13, Kasım,2002, S. 2

değerleri Bin YTL olarak verilmiştir. İç borç durumu ayrıntılı olarak Tablo 9'dan izlenebilir.) Artan iç borç faizi, kamunun borç faizi ödemelerini yerine getirmesi için tekrar borçlanmasını gerekli kılmış, böylece kısır bir döngü içerisine girilmiştir. 2001 yılına kadar süren kısır döngü hem kamunun borçlanma maliyetini arttırmış, hem de iktisadi dengeleri bozucu etkiler yaratmıştır bu Tablo-8'den izlenebilir.

TABLO 8 TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMANIN ORTALAMA VADESİ VE MALİYETİ

Yıllar	Ortalama Vade (Ay)	Borçlanma maliyeti (miktar ağırlıklı) yıllık bileşik
1985	9,9	
1986	8,8	
1987	7,3	48,2
1988	8,1	63,9
1989	14,3	59
1990	17,2	52,8
1991	7,7	78,9
1992	6,9	85,6
1993	7,2	87,5
1994	3,7	158,1
1995	6,6	124,2
1996	8	132,2
1997	12	106,8
1998	7,8	115,5
1999	16	108
2000	14	40,9
2001	5	99,6
2002	11	70
2003	12,4	44,5
2004	11,8	24,9
2005	19,6	16,2
2006*	21,3	13,8

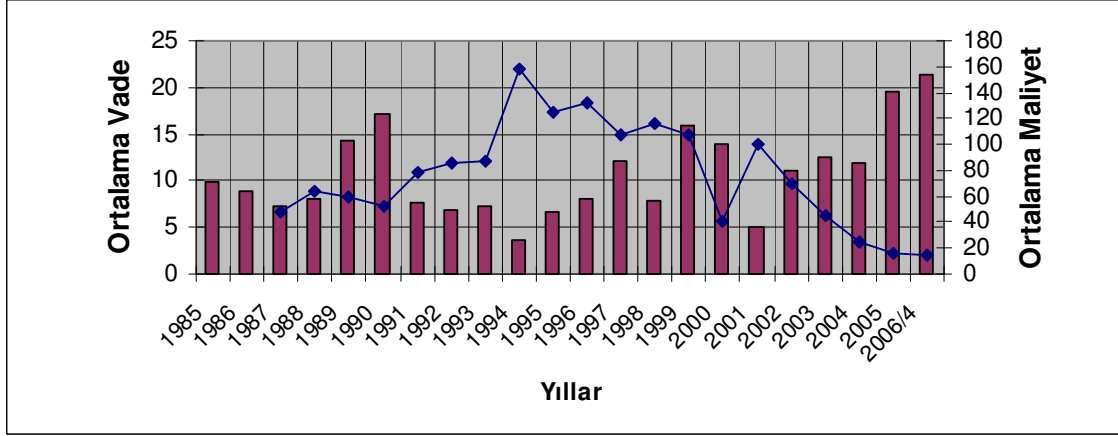
Kaynak : Hazine Müsteşarlığı

* İlk Dört Ay

Türkiye' de borçlanmanın vadesi ve maliyeti oldukça değişken bir trend izlemiştir. 1987-2006/4 dönemi arası ortalama vade 10,89 ay olurken, ortalama maliyet ise %76,53 düzeyinde olmuştur. Maliyet ile vade arasında ki ilişki negatiftir, maliyet artarken vade kısalmıştır, bu kriz yılları olan 1994, 1997 ve 2001'de daha net bir şekilde görülmektedir⁷¹.

⁷¹ Aydın, Faruk, M., *age*, s. 5

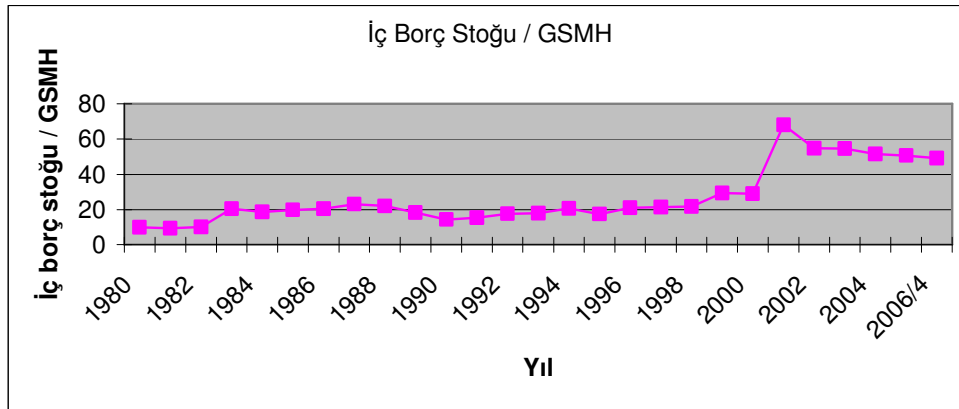
ŞEKİL 4. YILLAR İTİBARIYLA İÇ BORÇLANMANIN ORTALAMA VADESİ VE MALİYETİ



Kaynak : Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Türkiye'de iç borç stokunun GSMH' ya oranı borçlanmanın başladığı 1985 yılından itibaren %19-29 aralığında seyretmiş kriz yılı olan 2001'de ise en yüksek değeri olan %65'e yükselmiştir⁷². Ardından düşüş eğilimine giren bu oran 2006'nın 4. ayı sonu itibariyle %49 düzeyindedir⁷³.

ŞEKİL 5. İÇ BORÇLANMANIN GSMH'YA ORANI



Kaynak : Aydın, Faruk, M., **age**, s.2 ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

⁷² Aydın, Faruk, M., **age**, s. 2

⁷³ Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak tarafımdan hesaplanmıştır.

Türkiye’de uygulanan yüksek maliyetli ve kısa vadeli borçlanma politikası, özel sektörün yatırıma aktarması gereken fonların yüksek faize yönlendirmesini getirmiş, yatırımların ve rekabet gücünün gelişmesine sekte vurmuştur⁷⁴. 1985 yılından sonra başlayan hızla artan iç borçlanma politikası borcun sürdürülebilmesi için artan bir maliyet ile borçlanmayı beraberinde getirmiştir.

Günümüzde Hazine’ce yönetilen borçlanma politikasında, ödenen reel faizlerin makul düzeylere inmesi ve vadenin uzaması; etkin borç yönetimi, ekonomik büyüme ve enflasyonla mücadelede önemli bir yer tutmaktadır⁷⁵. Gelecekte iç borç yönetiminde uygulanacak politikaların ülkenin makroekonomik koşullarına ve döviz kurlarına yapacağı etkinin önemli bir düzeyde olacağı tartışmasız bir gerçektir. Türkiye’nin iç borç stoku Tablo-9’dan izlenebilir.

TABLO 9 TÜRKİYE’NİN İÇ BORÇ STOKU (BİN YTL)

Yıl	İç Borç Stoku	Yıl	İç Borç Stoku
1980	721	1994	799.309
1981	991	1995	1.361.007
1982	1.341	1996	3.148.985
1983	3.173	1997	6.283.425
1984	4.634	1998	11.612.885
1985	6.972	1999	22.920.145
1986	10.514	2000	36.420.620
1987	17.218	2001	122.157.260
1988	28.458	2002	149.869.691
1989	41.934	2003	194.386.700
1990	57.180	2004	224.482.922
1991	97.647	2005	244.782.000
1992	194.236	2006*	244.636.000
1993	357.347		

Kaynak: www.tcmb.gov.tr sitesi Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak tarafımdan düzenlenmiştir.

*2006 Mart Sonu

⁷⁴ Özbilen, Şevki, **Türkiye’de İktisadi Krizin Temel Nedenleri Ve Bir Mali Sistem Reform Önerisi-II**, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı 1, Eylül-Ekim, 2001, S. 2.

⁷⁵ Kaya, Naciye; Ergün Nilüfer; Bor Gülsün K, **age**, s.55

3.2. DIŞ FİNANSAL SERBESTLEŞME

3.2.1. KONVERTİBİLİTEYE GEÇİŞ

Konvertibilite, sözlük anlamı olarak, bir ÷lke parasının resmi denetime bağlı olmaksızın ve herhangi bir sınırlama getirilmeden diğer ÷lke paralarına veya altın ve gümüşe serbestçe çevrilmesini, deęiŐtirilebilir ve "milli para" olmasını ifade eder. Türk Lirasının uluslararası piyasalarda işlevsel hale getirilmesi için sözlük anlamı yukarıda ifade edildiği üzere konvertibl bir para olması şarttı. 1980 sonrası ÷lkede başlayan liberalleşme sürecinde dış finansal serbestleşmenin en önemli ayağı TL'nin konvertibl olmasıdır.

Döviz Rejiminin 7 Temmuz 1984 tarihli ve 30 sayılı kararname ile büyük ölçüde liberalleştirilmesi Konvertibiliteye ilk adım olarak tanımlanabilir, bu kararname ile kısaca⁷⁶:

- Türkiye'de ikamet edenlerin, yabancı para bulundurmaları, döviz hesabı açmaları ve döviz ile ödeme yapmalarına izin verilmiştir.
- Türk Lirası cinsinden, banknot, metal para ve diğer ödeme araçlarının ithal edilmesine izin verilmiş, ihracı ise hükümet iznine bağlanmıştır.
- Bankaların dar bir aralık içerisinde kur belirlemelerine ve Türkiye'de ikamet edenlere döviz hesabı açmalarına izin verilmiştir.

30 sayılı karar Konvertibiliteye geçişte ilk adım olmasının yanı sıra, Türkiye'de döviz ile ilgili gelişmelerinde hareketlilik kazanmasında önemli rol oynamıştır.

Türk Lirasının konvertibl bir para haline gelmesi ise 30 sayılı kararın ilanından sonra biraz daha zaman almıştır. 11.08.1989 tarihinde yayınlanan ve bugünde yürürlükte bulunan karar ile Türkiye'de sermaye hareketleri serbestleştirilmiş ve Konvertibiliteye önemli bir adım daha atılmıştır⁷⁷. Bu karar ile getirilen temel düzenlemeler kısaca şöyle olmuştur⁷⁸:

- Türkiye' de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiç bir

⁷⁶ Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, **age**, s.11-12

⁷⁷ Güven, Samih, **age**, s.93

⁷⁸ Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, **age**, s.16-17 ve Güven, Samih, **age**, s.93-95'ten yararlanılmıştır.

sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.

- Türkiye' de yerleşik kişiler, Türkiye' de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülke içine getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB' de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri, Merkez Bankası tarafından alım satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından yada tasfiyesinden doğan gelirler bankalar aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye' de yerleşik olmayan kişilerin Türk Lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin ana para ve faizleri Türk Lirası yada döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurtdışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.

Bu temel düzenlemeler ile TL'nin konvertibl bir para olmasının yolu tamamen açılmış oldu. Bu kararlardan sonra Türkiye 22.03.1990 tarihinde IMF'e başvurarak Fon Sözleşmesindeki 8. Madde statüsüne geçtiğini bildirmiş, TL'nin konvertibl bir para olarak tescil edilmesini istemiştir⁷⁹. Yabancı para bulundurmaya izin verilmesi ile birlikte TL'nin konvertibl hale getirilmesi, Türkiye'de döviz kurunun ekonomide artık daha etkin bir araç haline gelmesinin son halkasıdır.

Böylece para ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik süreç 1990 yılında büyük ölçüde tamamlanmış oluyordu. Serbestleşme sonucunda para politikalarını uygulamak daha karmaşık ve güç bir hale gelmiş, TL'nin

⁷⁹ Seyidoğlu, Halil, **age**, 2003, s. 146

istikrarı ile birlikte döviz piyasalarının izlenmesi de zorunluluk halini almıştır⁸⁰.

3.2.2 TÜRKİYE'DE PARA İKAMESİ

Para ikamesi, kısaca, yerel para biriminin değiş-tokuş aracı olma özelliğini yabancı para birimleri lehine kaybettiği durumdur. Yerel paranın değer biriktirme aracı olma özelliğini yabancı para lehine kaybetmesi durumu ise aktif ikamesi olarak bilinir⁸¹. Yani her iki durumda da ulusal para özelliğini yitirir. Kiralar, ücretler, mal fiyatları gibi değişkenlerin yabancı paraya endekslenmesi para ikamesine iyi bir örnektir; Mevduat, kredi hatta devlet iç borçlanma senetlerinin yabancı paraya endekslenmesi ise aktif ikamesine örnek olarak gösterilebilir.

Türkiye'de 1980 öncesi dönemde yabancı para bulundurmak ve kullanmak yasak olduğu için bu dönem için para ikamesi bir sorun değildi. Finansal serbestleşme hareketlerinin başlaması ile birlikte Türkiye'de para ikamesi olgusu da artmaya başlamıştır. 1984 yılında yerleşiklere DTH (Döviz Tevdiat Hesabı) açma izni verilmesinden sonra bu hesapların toplam mevduat içerisindeki payı artmış, dolayısıyla DTH' ları önemli bir finansal araç halini almıştır⁸². Bu hesapların gelişimi Tablo-10'dan izlenebilir.

TABLO 10 TÜRKİYE'DE DTH GELİŞİMİ (MİLYAR TL)

1986	2.720	1996	2.627.629
1987	5.550	1997	5.493.852
1988	9.412	1998	9.574.358
1989	14.037	1999	18.420.635
1990	21.773	2000	25.341.684
1991	51.980	2001	60.397.916
1992	106.277	2002	74.694.154
1993	197.365	2003	71.436.743
1994	598.478	2004	80.234.478
1995	1.253.290	2005	77.035.689
		2006*	82.403.658

Kaynak : www.tcmb.gov.tr sitesi Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınarak tarafımdan düzenlenmiştir.

*2006 ilk 3 ay

⁸⁰ Binay Şükrü ve Kunter Kürşat, *age*, s.17

⁸¹ İnan Alpan Emre, *age*, s. 6

⁸² Balaylar, Nilgün Acar ve Duygulu, Aylin Abuk, **Türkiye'de Para İkamesi Olgusu ve Para Talebi Fonksiyonunun İstikrarı**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt.19, Sayı.2, Mayıs, 2004, S. 8

Para ikamesi olgusu, istikrarlı bir kur politikasını zorunlu kılar, çünkü döviz kurunda artış beklenmesi hem devalüasyona neden olabilir hem de uygulanan para politikalarının etkinliğini azaltıcı etki yaratır.

Para ikamesinin ölçülebilmesi için DTH, dolaşımdaki yabancı para ve yastık altındaki paranın da ölçüme katılması gereklidir⁸³, ancak DTH dışındaki verilerin ölçülmesi çok güç olduğundan, para ikamesinin hesaplanmasında DTH kullanılmaktadır. Türkiye’de para ikamesine ilişkin veriler Tablo-11’ de verilmiştir.

TABLO 11 TÜRKİYE’DE PARA İKAMESİNE İLİŞKİN ÖLÇÜTLER

Yıllar	Dth/ Toplam Mevduat	Dth / M2Y
1986	0,08	0,13
1987	0,11	0,18
1988	0,14	0,24
1989	0,14	0,24
1990	0,15	0,23
1991	0,18	0,31
1992	0,27	0,47
1993	0,32	0,57
1994	0,35	0,88
1995	0,29	0,61
1996	0,27	0,66
1997	0,28	0,63
1998	0,30	0,64
1999	0,27	0,60
2000	0,39	0,56
2001	0,55	0,55
2002	0,55	0,54
2003	0,48	0,46
2004	0,43	0,41
2005	0,35	0,33
2006*	0,35	0,33

Kaynak : Toplam Mevduat, DTH ve M2Y www.tcmb.gov.tr sitesi Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınarak tarafımdan düzenlenmiştir.

*2006 ilk 3 ay

⁸³ Balaylar, Nilgün Acar ve Duygulu, Aylin Abuk, **age**, s.9

Para ikamesinin ölçülmesi, daha önce de belirtildiği gibi verilerin elde edilmesinin güç olmasından dolayı, literatürde, bir ülkedeki yabancı para cinsinden mevduatların (DTH) toplam mevduatlara veya geniş tanımlı para arzının (M2Y), DTH' na oranlanması ile bulunur⁸⁴. Tablo-11'den bu veriler gözlenebilir, 1989 yılında alınan kambiyo sisteminde serbestleşmeye ilişkin karardan sonra Türkiye'de para ikamesi süreci hızlanmıştır. 1994 yılında yaşanan döviz krizinde Türkiye'de para ikamesi en üst düzeyine ulaşmıştır, 2001 yılında yaşanan krizde ise DTH' nın toplam mevduat içerisindeki payı, 1994 yılının da üzerine çıkmıştır bu yılda dövize bu kadar büyük talep olması bize Türkiye'de para ikamesi olgusunun yapısal bir durum olduğunu ve ekonomik birimlerin döviz kuru artışı beklentisinde bunda etkili olduğunu göstermektedir⁸⁵. 2002 yılından sonra azalma sürecine giren Türkiye'de para ikamesi, günümüzde de bu eğilimini sürdürmektedir, ancak bu olguda beklentilerin önemi gözardı edilmemelidir.

3.2.3. DIŞ BORÇLANMA

1988 yılında hazine tarafından kabul edilen tanıma göre, dış borcun tanımı şöyledir: Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içindeki gayri safi dış borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülükler toplamıdır⁸⁶. Türkiye'de dış borç 1980'li yılların ortasından başlayarak artma sürecine girmiştir, 1990'lı yıllarda iyice hızlanan bu süreç günümüzde de devam etmektedir, Ülkemizin içinde bulunduğu dış borç durumu Tablo-12'den izlenebilir.

⁸⁴ Akıncı Özge, Özer Barlas Yasemin, Usta Bülent, **Dolarizasyon Endeksleri : Türkiye'de Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler**, TCMB Çalışma Tebliği No:05/17, Aralık, 2005, s. 2.

⁸⁵ Balaylar, Nilgün Acar ve Duygulu, Aylin Abuk, **age**, s.10

⁸⁶ Sarı, Müslüm, **Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara, Ekim, 2004, S.4

TABLO 12 TÜRKİYE’NİN DIŞ BORÇ STOKU VE VADE YAPISI

YIL	TOPLAM (Milyon US\$)	KISA VADELİ (Milyon US\$)	ORTA VE UZUN VADELİ (Milyon US\$)	GSMH (Milyon US\$)
1970	1929			18326
1980	16.227	2.505	13.722	69,749
1983	18.385	2.281	16.104	62,193
1984	20.659	3.180	17.479	60,759
1985	25.476	4.759	20.717	68,199
1986	32.101	6.349	25.752	76,464
1987	40.428	7.623	32.805	87,734
1988	40.722	6.417	34.305	90,975
1989	41.751	5.745	36.006	108,679
1990	49.035	9.500	39.535	152,393
1991	50.489	9.117	41.372	152,352
1992	55.592	12.660	42.932	160,748
1993	67.356	18.533	48.823	181,994
1994	65.601	11.310	54.291	131,137
1995	73.278	15.701	57.577	171,979
1996	79.330	17.072	62.258	184,724
1997	84.191	17.691	66.500	194,360
1998	96.388	20.774	75.614	205,978
1999	102.987	22.921	80.066	187,664
2000	118.568	28.301	90.267	201,463
2001	113.658	16.403	97.255	144,607
2002	130.219	16.424	113.795	182,929
2003	145.367	23.013	122.354	238,409
2004	161.801	31.895	129.906	301,636
2005	165.210	36.912	128.310	357.718

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri ve www.tcmb.gov.tr EVDS'den alınarak tarafımdan hazırlanmıştır

Gelişmekte olan ülkelerde dış borç ihtiyacı duyulmasının çeşitli nedenleri bulunmakla birlikte temel olarak; yetersiz iç tasarruflar, sanayi üretiminde dışa bağımlılık, dış ticaret ve ödemeler dengesi açığı, kamu açıkları, iç finansmanın daha maliyetli olması, vadesi gelen iç borçların dış borç ile finanse edilmesi gibi temel nedenleri bulunmaktadır⁸⁷. Türkiye’de dış borçlanmada sözü edilen nedenlerden hemen hepsi ile az veya çok bağlantılı olarak arttırmaktadır.

⁸⁷ Lessard R. Donald, **International Financing For Developing Countries**, World Bank Staff Working Paper, No.793, World Bank Series On International Capital And Economic Development, 1986, s.3

Bir ülkenin az veya çok borçlu olmasını belirleyen IMF tarafından tespit edilmiş bazı oranlar mevcuttur⁸⁸.

- Toplam Dış Borç / GSMH, oran %30-50 arası ise ülke orta derecede %50 üzerinde ise çok borçludur
- Toplam Dış Borç / İhracat, oran %165-275 arası ise ülke orta derecede, %275 üzerinde ise çok borçludur
- Toplam Dış Borç Servisi / İhracat, dış borç karşılama oranı olarakta adlandırılan dış borç servis oranı, ülke ihracat gelirinin ne oranda dış borçlanmaya ayrıldığını gösteren orandır bu oran %18-30 arasında ise ülke orta derecede %30 üzerinde ise çok borçludur.
- Dış Borç Faiz Servisi / İhracat, bu oran borçlanmanın maliyetini ölçmede kullanılır, oran %12-20 arasında ise ülke orta derecede %20 üzerinde ise çok borçludur.

Türkiye'nin dış borçlanma ile ilgili finansal göstergeleri Tablo-13'ten izlenebilir.

TABLO 13 TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇLANMA FİNANSAL GÖSTERGELERİ

(%)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
DIŞ BORÇ STOKU / GSMH	43,2	43,8	46,6	55,7	59,3	78	72	60,6	54,2	47,1
TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU / İHRACAT (FOB)	341,8	320,8	356,9	387,9	426,7	362,6	361,1	306,9	256,8	232,1
DIŞ BORÇ SERVİSİ / İHRACAT (FOB)	49,2	47,3	61,2	68,9	79	78,6	80	58,8	48,3	49,7
FAİZ / İHRACAT (FOB)	18,1	17,5	17,8	20,5	22,7	22,8	17,8	14,8	11,3	10,9
DIŞ BORÇ SERVİSİ / GSMH	6,2	6,5	8	9,9	11	16,9	15,9	11,6	10,2	10,1

Kaynak : Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak tarafımdan düzenlenmiştir

⁸⁸ Sarı, Müslüm, **age**, s.9

Tablo-13'de bulunan verilere bakılarak yapılacak bir değerlendirme, Türkiye'nin 2005 yılı sonu itibariyle az veya çok borçlu bir ülke olduğunu bize gösterecektir:

Toplam Dış Borç / GSMH, %47,1'dir, bu oran çok borçluluk sınırı olan %50'ye yakındır, ancak %50'nin altında olduğu için bu orana göre Türkiye orta derecede borçlu bir ülkedir.

Toplam Dış Borç / İhracat, 2005 sonu itibariyle Türkiye için bu oran %232,1'dir ve çok borçluluk sınırı olan %275'nin altında, orta derecede borçlu ülkeler sınıfındadır.

Toplam Dış Borç Servisi / İhracat, %49,7 olan bu oran Türkiye'nin ihracat gelirinin yaklaşık yarısını dış borçlanmaya ayırdığını göstermektedir, Türkiye bu oranda sınır olan %30'un üzerindedir ve IMF kriterlerine göre çok borçlu ülkeler sınıfındadır.

Dış Borç Faiz Servisi / İhracat, bu oran 2005 sonunda Türkiye için %10,9'dur. IMF kriterlerine göre %12-20 arası olan orta düzeyde borçlu ülkeler sınırının altında kalmaktadır.

Göstergelerin ortaya koyduğu şey; Türkiye'nin dış borcun faiz yükümlülükleri bakımından sıkıntı çekmediği, dış borcu döndürmedeki güçlüğü, borç stokunun fazla olmasından, dolayısıyla vadesi gelen dış borç anapara ödemelerinin finansmanından kaynaklandığıdır. Yani krediler sürekli yenilenirse Türkiye borcunu ödeyebilecek, anaparaların ödenmesi talep edildiğinde ise bir borç krizi yaşanabilecektir. Yapılması gereken borç stokunu artırmamaya özen göstermektir⁸⁹.

Türkiye'de borçlanmanın vade yapısı genellikle orta ve uzun vadeli, 1993 yılında %27'ye kadar çıkan kısa vadeli borçların oranı, daha sonra tekrar bir düşüş trendine girmiştir ve 2005 yılı sonu itibariyle %22 civarındadır.

Dış borçların döviz kompozisyonu incelendiğinde, ağırlığın Amerikan Dolarında olduğu görülmektedir, Türkiye'nin dış borç döviz kompozisyonu Tablo14 -den izlenebilir. Etkili bir borç yönetimi sağlayabilmek açısından yeni borçlanmaların para cinsleri arasındaki dağılımının borç stokunu olumsuz etkilemeyecek şekilde yapılması önem taşımaktadır⁹⁰. Tablo 14'den görüleceği gibi Türkiye'nin dış borç stokundaki para birimleri arasında 2003 yılından sonra Euro ve Japon Yeninde

⁸⁹ Boratav, Korkut, **24 Milyar Dolar Özlemi**, Cumhuriyet Gazetesi, 19 Mart 2003, S.12

⁹⁰ Sarı, Müslüm, **age**, s.70

azalış gözlenmiştir, 2001 yılında Alman Markının azalışının nedeni yerini Euro'nun almasıdır.

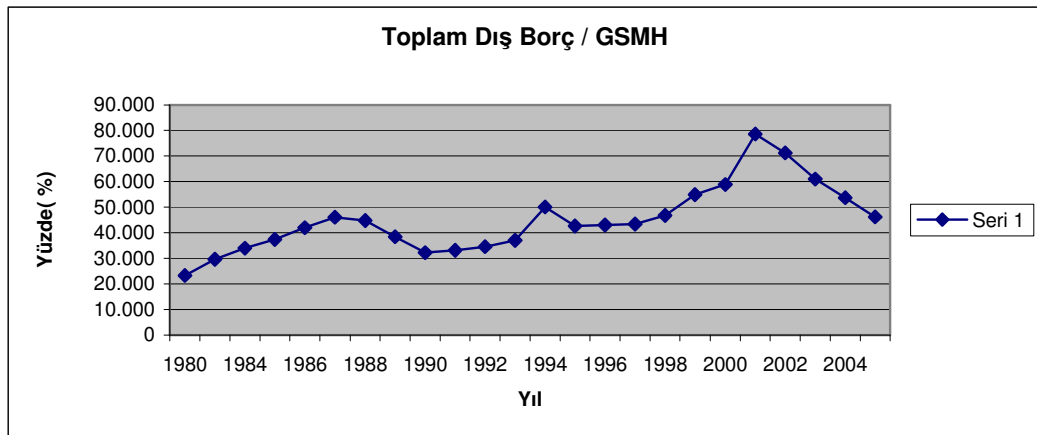
Dış borçlanmada yaşanan gelişmeler, bir anlamda ülkenin döviz ihtiyacını göstermektedir. Bu yüzden artan dış borcun artması, kur üzerinde baskıya neden olabilmektedir.

TABLO 14 DIŞ BORÇ STOKUNUN PARA BİRİMLERİ ARASINDAKİ DAĞILIMI (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
AMERİKAN DOLARI	37,7	46,4	48,4	52,8	54,3	50,4	46,9	45,7	48,8	54,6
ALMAN MARKI	32,7	34	35,2	26,7	19,5	0,7	0	0	0	0
ECU/EURO	2	1,6	1,5	7,1	12,5	30,1	30,6	33,2	33,8	32
JAPON YENİ	14,1	10,7	8,3	7,8	6,3	4,6	4,1	3,1	2,1	1,6
SDR	0,8	0,7	0,4	0,9	3,5	12,4	16,9	16,6	13,2	8,6
DİĞER	12,6	6,6	6,2	4,8	3,9	1,8	1,5	1,4	2	3,1

Kaynak : Sarı, Müslüm, **age**, s.71 ve Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak tarafımdan düzenlenmiştir

ŞEKİL 6. TOPLAM DIŞ BORÇ / GSMH

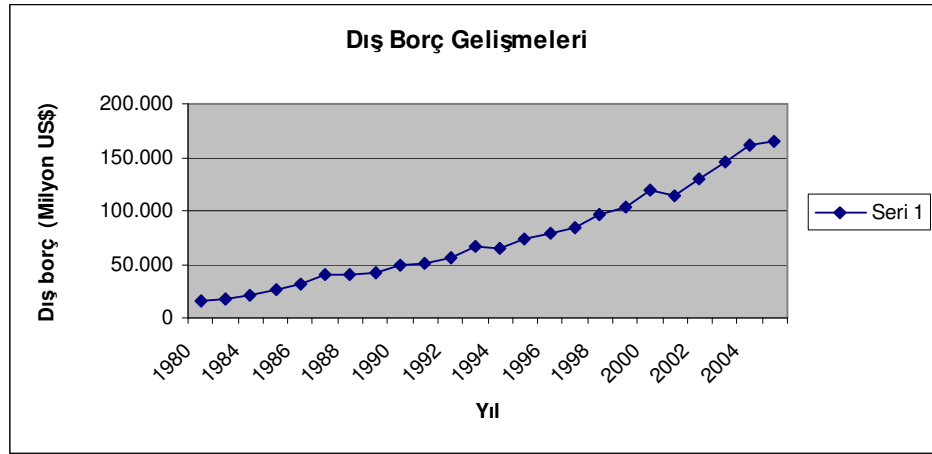


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden faydalanılarak tarafımdan hazırlanmıştır

Şekil 6'dan Türkiye'de Toplam Dış Borcun GSMH' ya oranı görülebilir, oran 2004 yılında sonra IMF tarafından belirtilen %50 olan çok borçluluk sınırının altındadır.

Dış borç gelişiminde 1989 yılında alınan kararlar dönüm noktası niteliğindedir⁹¹. Bu dönemde yerleşiklere döviz bulundurma izni verilmesi, döviz ihraç ve ithali üzerindeki sınırlamaların azaltılması, özel sektörün daha rahat borçlanması ve sermaye hareketlerinin artması, sıcak para politikasına zemin hazırlamış bu da 1989 sonrası dış borcun artmasında etkili olmuştur. 1980 sonrası Türkiye'nin dış borç stokundaki gelişmeler Şekil 7'den grafik olarak izlenebilir.

ŞEKİL 7. TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇ STOKU GELİŞMELERİ



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden faydalanılarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Bu veriler ışığında Türkiye'nin borçlu bir ülke olduğunu söylemek yanlış olmaz, bu yüzden etkin bir dış borç yönetim sistemi kurulması, eksikliklerin tespiti, ülkenin olası dış borç ve dolaylı olarak döviz krizlerinden korunması için gerekli görülmektedir.

3.2.4. TÜRKİYE'DE ÖDEMELER DENGESİ GELİŞMELERİ VE CARI İŞLEM AÇIKLARININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Cari işlemler hesabı ve cari işlem açıklarının sürdürülebilirliği konusu döviz kuru ile sıkı bir ilişki içerisindedir, çalışmanın bu bölümünde Türkiye'de ödemeler dengesi gelişmeleri ve cari açık konusuna değinilecektir.

⁹¹ Sarı, Müslüm, *age*, s.53

Cari işlemler hesabı temel olarak iki şekilde tanımlanabilmektedir⁹². Bunlardan birincisi, ödemeler dengesi bilançosu kayıtlarından elde edildiği şekilde net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. İkinci yöntem ise milli gelir hesaplarının kullanılması yöntemidir, bu yöntemle, milli gelir hesapları, cari işlemler dengesi ve sermaye akımları arasındaki etkileşim görülebilmektedir⁹³. Bu bölümde cari işlemler hesabı ile ilgili ödemeler dengesi gelişmeleri ele alınacaktır.

TABLO 15 ÖDEMELER DENGESİ GELİŞMELERİ 1989-2006*

Milyon ABD\$

YILLAR	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
I-CARI İŞLEMLER HESABI	938	-2.625	250	-974	-6.433	2.631	-2.339	-2.437	-2.638	1.984	-1.344	-9.819
<i>Mal, Hizmet ve Yatırım Geliri Dengesi(A+B+C)</i>	-2.597	-7.118	-4.849	-5.033	-10.201	-461	-6.835	-6.884	-7.504	-3.743	-6.519	15.044
<i>Mal ve Hizmet Dengesi (A+B)</i>	-270	-4.610	-2.186	-2.408	-7.457	2.803	-3.630	-3.957	-4.491	-758	-2.982	11.042
A.DIŞ TİCARET DENGESİ	-4.298	-9.576	-7.350	-8.215	-14.197	-4.249	-13.250	10.614	15.403	-14.264	10.469	22.410
<i>Toplam Mal İhracatı</i>	11.625	12.959	13.593	14.715	15.345	18.106	21.636	32.067	32.110	30.662	28.842	30.721
<i>Toplam Mal İthalatı</i>	15.923	22.535	20.943	22.930	-29.542	-22.355	-34.886	42.681	47.513	-44.926	39.311	53.131
<i>Genel Mal Ticareti İhracat f.o.b.</i>	11.625	12.959	13.593	14.715	15.345	18.106	21.636	32.067	32.110	30.662	28.842	30.721
<i>İhracat f.o.b.</i>	11.625	12.959	13.593	14.715	15.345	18.106	21.636	23.225	26.261	26.973	26.587	27.775
<i>Bavul Ticareti</i>	0	0	0	0	0	0	0	8.842	5.849	3.689	2.255	2.946
<i>Uyarılma: Diğer Mallar</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>İthalat f.o.b.</i>	14.865	21.003	19.782	21.500	-27.661	-21.875	-33.564	41.009	45.646	-43.165	38.232	51.231
<i>İthalat c.i.f.</i>	15.792	22.302	21.047	22.871	-29.428	-23.270	-35.709	43.627	48.559	-45.922	40.671	54.503
<i>Uyarılma: Navlun ve Sigorta</i>	927	1.299	1.265	1.371	1.767	1.395	2.145	2.618	2.913	2.757	2.439	3.272
<i>Uyarılma: Diğer Mallar</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Parasal Olmayan Altın (net)</i>	-1.058	-1.532	-1.161	-1.430	-1.881	-480	-1.322	-1.672	-1.867	-1.761	-1.079	-1.900
YILLAR	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
B.HİZMETLER DENGESİ	4.028	4.966	5.164	5.807	6.740	7.052	9.620	6.657	10.912	13.506	7.487	11.368
<i>Taşımacılık</i>	299	20	235	170	47	270	302	15	323	755	799	492
<i>Navlun</i>	300	156	282	208	87	320	320	65	267	698	663	246
<i>Diğer Taşımacılık</i>	-1	-136	-47	-38	-40	-50	-18	-50	56	57	136	246
<i>Turizm</i>	1.992	2.705	2.062	2.863	3.025	3.455	4.046	4.385	5.286	5.423	3.732	5.923
<i>İnşaat Hizmetleri</i>	582	741	713	936	1.142	1.254	1.857	1.941	2.285	2.311	1.095	968
<i>Finansal Hizmetler</i>	0	0	0	-283	-286	-259	-274	-191	-290	-112	-312	-303
<i>Diğer Ticari Hizmetler</i>	1.289	1.643	2.232	1.362	1.532	1.903	3.181	1.796	4.314	5.562	3.368	4.082
<i>Resmî Hizmetler</i>	-134	-143	-78	-203	-223	-286	-239	-236	-241	-259	-290	-277
<i>Diğer Hizmetler</i>	0	0	0	962	1.503	715	747	-1.053	-765	-174	-905	483
C.YATIRIM GELİRİ DENGESİ	-2.327	-2.508	-2.663	-2.625	-2.744	-3.264	-3.205	-2.927	-3.013	-2.985	-3.537	-4.002
<i>Doğrudan Yatırımlar</i>	-104	-161	-158	-145	-243	-102	-272	-175	-142	-227	-167	89
<i>Portföy Yatırımları</i>	0	0	0	-36	264	-542	-741	-517	-53	15	89	-434
<i>Diğer Yatırımlar</i>	-2.223	-2.347	-2.505	-2.444	-2.765	-2.620	-2.192	-2.235	-2.818	-2.773	-3.459	-3.657

⁹² Tiryaki, Tolga, S. , **Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar Sürdürülebilirlik Ve Türkiye Örneği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tebliğ No:8, Ankara, Temmuz, 2002, S. 1

⁹³ Cari işlemler hesabı ile ilgili farklı yaklaşımlar için Tiryaki, Tolga, S, **age**, s.3-7 incelenebilir.

Faiz Geliri	684	917	935	771	697	691	1.208	1.166	977	1.096	1.074	1.168
Faiz Gideri	-2.907	-3.264	-3.440	-3.215	-3.462	-3.311	-3.400	-3.401	-3.795	-3.869	-4.533	-4.825
Uzun Vade	-2.517	-2.748	-2.778	-2.711	-2.900	-2.700	-2.908	-2.769	-2.840	-3.053	-3.431	-3.785
Kısa Vade	-390	-516	-662	-504	-562	-611	-492	-632	-955	-816	-1.102	-1.040
D.CARİ TRANSFERLER	3.535	4.493	5.099	4.059	3.768	3.092	4.496	4.447	4.866	5.727	5.175	5.225
<i>İşçi Gelirleri</i>	3.040	3.246	2.819	3.008	2.919	2.627	3.327	3.542	4.197	5.356	4.529	4.560
<i>Bedelsiz İthalat</i>	108	128	60	139	116	82	98	350	355	212	284	451
<i>Resmî Transferler</i>	423	1.144	2.245	912	733	383	1.071	555	314	159	362	214
<i>Diğer Özel Transferler</i>	-36	-25	-25									
II-SERMAVE VE FİNANS HESAPLARI	-1.932	3.093	-1.198	2.164	8.595	-4.463	-93	938	3.625	-1.287	-377	12.581
A.SERMAVE HESABI	23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Göçmen Transferleri</i>	23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.FİNANS HESAPLARI	-1.932	3.093	-1.198	2.164	8.595	-4.463	-93	938	3.625	-1.287	-377	12.581
III-NET HATA NOKSAN	971	-468	948	-1190	-2162	1832	2432	1499	-987	-697	1721	-2762

YILLAR		2001	2002	2003	2004	2005**	2005***	2006***
A-	CARİ İŞLEMLER HESABI	3.392	-1.524	-8.036	-15.604	-23.082	-6.195	-8.622
1.	İhracat f.o.b.	34.373	40.124	51.206	67.047	76.887	17.954	18.936
2.	İthalat f.o.b.	-38.106	-47.407	-65.216	-90.925	-109.658	-24.189	-27.640
	Mal Dengesi	-3.733	-7.283	-14.010	-23.878	-32.771	-6.235	-8.704
3.	Hizmet Gelirleri	15.199	14.025	17.945	22.928	25.847	3.777	3.602
4.	Hizmet Giderleri	-6.067	-6.146	-7.441	-10.144	-11.882	-2.582	-2.451
	Mal ve Hizmet Dengesi	5.399	596	-3.506	-11.094	-18.806	-5.040	-7.553
5.	Yatırım Gelirleri	2.753	2.486	2.246	2.651	3.684	1.084	1.263
6.	Yatırım Giderleri	-7.753	-7.042	-7.803	-8.288	-9.428	-2.486	-2.651
	Mal, Hizmet ve Yatırım Geliri Dengesi	399	-3.960	-9.063	-16.731	-24.550	-6.442	-8.941
7.	Cari Transferler	2.993	2.436	1.027	1.127	1.468	247	319
B.	SERMAVE HESABI							
C.	FİNANS HESABI	-14.557	1.194	7.192	17.678	43.837	9.954	16.525
8.	Yurtdışında Doğrudan Yatırım	-497	-175	-499	-859	-1.048	-126	179
9.	Yurtiçinde Doğrudan Yatırım	3.352	1.137	1.752	2.837	9.681	736	1.057
10.	Portföy Hesabı-Varlıklar	-788	-2.096	-1.386	-1.388	-1.233	-1.138	-307
11.	Portföy Hesabı-Yükümlülükler	-3.727	1.503	3.851	9.411	14.670	4.934	3.885
11.1.	Hisse Senetleri	-79	-16	905	1.427	5.669	1.851	641
11.2.	Boç Senetleri	-3.648	1.519	2.946	7.984	9.001	3.083	3.244
12.	Diğer Yatırımlar-Varlıklar	-601	-777	-986	-6.955	231	4.157	872
12.1.	Merkez Bankası	-39	-30	-28	-24	-16	-5	0
12.2.	Genel Hükümet	0	0	0				
12.3.	Bankalar	233	643	348	-5.324	-204	3.442	887
12.4.	Diğer Sektörler	-795	-1.390	-1.306	-1.607	451	720	-15
13.	Diğer Yatırımlar-Yükümlülükler	-12.296	1.602	4.460	14.632	21.536	1.391	10.839
13.1.	Merkez Bankası	735	1.336	497	-209	-787	-113	-184
	YILLAR	2001	2002	2003	2004	2005**	2005***	2006***
13.2.	Genel Hükümet	-1.977	-669	-2.194	-1.163	-2.165	-381	-203
13.3.	Bankalar	-9.644	-2.016	2.846	6.564	10.393	765	1.976
13.4.	Diğer Sektörler	-1.410	2.951	3.311	9.440	14.095	1.120	9.250
	Cari, Sermaye ve Finansal Hesaplar	-11.165	-330	-844	2.074	20.755	3.759	7.903
D.	NET HATA VE NOKSAN	-1.759	118	4.941	2.268	2.445	524	995
	GENEL DENGE	-12.924	-212	4.097	4.342	23.200	4.283	8.898
E.	REZERV VARLIKLAR	12.924	212	-4.097	-4.342	-23.200	-4.283	-8.898
14.	Rezerv Varlıklar	2.694	-6.153	-4.047	-824	-17.847	-3.275	-7.108
15.	Uluslararası Para Fonu Kredileri	10.230	6.365	-50	-3.518	-5.353	-1.008	-1.790

Kaynak : www.tcmb.gov.tr EVDS' den alınarak tarafımdan hazırlanmıştır

** Geçici

*** Ocak- Mart Dönemi

Türkiye’de 1989 yılından 2006 Mart döneminde kadar yaşanan Ödemeler Dengesi gelişmeleri Tablo-15’te görülmektedir. Daha öncede belirtildiği gibi döviz kuru ile cari açık sıkı bir ilişki içerisinde. Cari açığın kriz belirtisi olduğu Stanley Fischer tarafından 1998 yılında şöyle belirtilmiştir⁹⁴ : “ Gerçekleşen ve beklenen cari açık büyükse ülke devalüasyona davetiye çıkarıyor demektir.” Türkiye’de kriz yılları olan ve kur ayarlamaların yapıldığı 1994 ve 2001 yılları öncesine bakıldığında cari açıkta bir artış trendine girildiği ve kriz yıllarında yapılan devalüasyonlar sonucunda 1990-2006 dönem aralığında, 1991 yılındaki küçük bir fazlalık hariç, cari açığın sadece 1994 ve 2001 kriz yıllarında fazla verdiği gözden kaçmamaktadır. Sonuç cari açığın gerçekte yaklaşmakta olan krizin temel göstergesi olduğunu doğrular niteliktedir⁹⁵.

Genel görüş cari işlemler açığının GSMH’ ya oranının %5’i aştığı zaman tehlike sinyalleri vermeye başladığıdır⁹⁶. Türkiye’de bu oran Tablo 16’dan görülebilir.

TABLO 16 CARİ AÇIK / GSMH (%)

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
-0,6	-3,6	2,6	-1,6	-1,4	-1,3	1,2	-1,0	-4,9	2,4	-1,0	-2,9	-5,2	-6,4

Kaynak : Tiryaki, Tolga, S, **age**, 2002, s.19 ve www.tcmb.gov.tr EVDS’ den alınarak tarafımdan hazırlanmıştır.

Bunun yanı sıra hızlı büyüme oranı, ihracatın GSMH’ ya oranı, tasarruf yatırım dengesi, sermaye hareketlerinin hacmi ve yapısı, cari açığın sürdürülebilirliğini belirlemektedir.

Türkiye’de 2004 sonrası cari açık / GSMH oranının sürdürülebilirlik ölçütlerinden uzaklaştığı ve kriz yılları öncesinde olduğu gibi yüksek değerlere ulaştığı görülmektedir bu yaklaşmakta olan bir döviz krizi göstergesi gibidir. Ancak yukarıda belirtildiği gibi cari açık / GSMH oranının yanı sıra sürdürülebilirliği etkileyen pek çok neden vardır. Mayıs 2006’da yayınlanan TCMB, Bankalar birliği sunumuna göre⁹⁷ :

Türkiye’de yüksek büyüme eğilimine bağlı olarak cari açıkta bir artış söz konusudur, dünyadaki eğilimlere bakıldığında ise, finansal ve ekonomik

⁹⁴ Fischer, Stanley, **Real Balances, The Exchange Rate And Indexation : Real Variables In Disinflation**, Quarterly Journal Of Economics, 103 (1) , S.118

⁹⁵ Enç, Erhan, **Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz**, G.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi, 2/2001, s.33

⁹⁶ Yanar, Rüstem, Yücel, Fatih, **Türkiye’de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış**, Çukurova Üniversitesi SBE Dergisi, Cilt 14, Sayı 2, 2005, S.2

⁹⁷ TCMB, **Bankalar Birliği Sunumu**, Mayıs, 2006, s.41-45

bütünleşmenin arttığı ve makroekonomik istikrarın güçlendiği geçmişe göre daha yüksek cari açıkların sürdürülebildiği görülmektedir. Türkiye’de sermaye girişinin en önemli kaynağı uzun vadeli sermaye ve bankacılık dışı kredilerdir, bunlarında %84’ü uzun vadeli, yani Türkiye’ de finansman kalitelidir ve ileri yönelik olarak bunun devam etmesi beklenmektedir. Uygulanmakta olan dalgalı kur rejiminin cari açığın sürdürülmesinde katkısı yüksektir. Ülkede yüksek döviz rezervi bulunmaktadır (18 Mayıs 2006 itibariyle yaklaşık 60 milyar ABD\$’ı) sonuç olarak TCMB’na göre yüksek cari açığa rağmen mevcut program kararlı ve tavizsiz bir şekilde sürdürülürse cari açığın risk olma potansiyeli azdır.

3.2.5. SERMAYE HAREKETLERİ VE ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketleri, ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade eder. Uluslararası sermaye hareketleri; Özel Sermaye Hareketleri, kalkınma amaçlı , hibe ve kredi şeklindeki Resmi Sermaye Hareketleri ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları olarak üç ana başlık altında toplanabilir⁹⁸. Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’ye gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Özel Sermaye Hareketleri ele alınacaktır. İki sermaye akımı arasında ki fark; Özel Sermaye Hareketlerinin, Sermaye piyasası işlemleri, tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımıyla gerçekleşmesi ve portföy yatırımlarını içermesi, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının ise portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar, doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak tanımlanmaktadır⁹⁹.

Türkiye 24 Ocak İstikrar Kararları ile başlayan dışa açılma ve ekonomik serbestleşme süreciyle beraber, gerek dış ticaret gerekse sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik önemli adımlar atmıştır. Bu adımlar sonucu dış ticaret hacmindeki önemli artışlar, sermaye hareketlerinde de görülmüştür. Serbestleşme ile birlikte artan faizler, reel kurlardaki değişimler ve sermaye hareketlerine ilişkin mevzuat değişiklikleri, Türkiye’ye yönelik sermaye girişlerinde önemli ölçüde teşvik yaratmıştır. Türkiye’ye yönelik sermaye yatırımları Tablo-17’den görülebilir.

⁹⁸ Karluk, Rıdvan, **Uluslararası Ekonomi**, 4.Basım., Beta Basım Yayım, İstanbul, 1996, s. 535.

⁹⁹ Kar, Muhsin ve Kara, Akif, **Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler**, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, Sayı:29, Ankara, Temmuz, 2003, s.2

**TABLO 17 TÜRKİYE'YE YÖNELİK DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE
YATIRIMLARI (MİLYON ABD\$)**

YILLAR	Yıllık (İzinler)	Gerçekleşen		Net
		Girişler	Çıkışlar	
1981	338	141	46	95
1982	167	103	48	55
1983	103	87	41	46
1984	271	113	0	113
1985	235	99	0	99
1986	364	125	0	125
1987	655	115	0	115
1988	821	354	0	354
1989	1.512	663	0	663
1990	1.861	684	0	684
1991	1.967	907	97	810
1992	1.820	911	67	844
1993	2.063	746	110	636
1994	1.477	636	28	608
1995	2.938	934	49	885
1996	3.836	914	192	722
1997	1.678	852	47	805
1998	1.647	953	13	940
1999	1.700	813	30	783
2000	3.477	1.707	725	982
2001	2.725	3.374	22	3.352
2002	2.243	622	5	617
2003	1.208	745	8	737
2004		1.245	100	1.145
2005		8.432	346	8.086
2006*		283	28	255

Kaynak : www.tcmb.gov.tr EVDS ; Kar,Muhsin ve Kara,Akif, **age**,2003, s.5' den alınarak tarafımdan hazırlanmıştır.

*Ocak-Mart

Yabancı sermayenin Türkiye’de yaptığı fiziki yatırımları ifade eden doğrudan sermaye yatırımlarının teşviki amacıyla 1996 yılında AB ile imzalanan Gümrük Birliği ve 1999 yılında uluslararası tahkim yürürlüğe girmiştir¹⁰⁰. Bu gelişmeler sonrası Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının 1980’li yılların ortasından 1990’lı yılların başına kadar arttığı daha sonra 2000’li yıllara kadar pek değişiklik göstermediği görülmektedir. Bunun nedeni sermayenin, yatırımları özendirici politikalar izleyen Çin ve Latin Amerika ülkeleri ile Sovyet Bloğunun dağılmasından sonra Doğu Avrupa ve Bağımsız Devletler Topluluğuna yönelmesidir¹⁰¹.

Doğrudan yatırımlar dışında kalan yatırımlar portföy yatırımları olarak tanımlanmaktadır ve menkul veya tahvil alım satımını içermektedir¹⁰², bu kalemler ödemeler dengesi tablosunda sermaye hareketleri içerisinde bulunur¹⁰³. Türkiye’de yaşanan sermaye hareketleri krizler ile bağlantılıdır. 1991 körfez krizi, 1994 Türkiye’de yaşanan ekonomik kriz ve 1998’de Asya ve Rusya krizleri yüklü miktarda sermaye çıkışının yaşandığı yıllardır. 1991 yılında Türkiye’den çıkan net sermaye miktarı yaklaşık olarak 2.4 milyar dolar, 1994 yılında 4.3 milyar dolar, 1998 yılında ise 840 milyon dolardır, 2001 yılında ise Kasım ve Şubat krizlerinin etkisiyle ülkemizden 13.9 milyar dolar civarında sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu sermaye hareketleri Tablo- 18’den izlenebilir.

¹⁰⁰ Kar,Muhsin ve Kara,Akif, **age**,2003, s.6

¹⁰¹ Kont, B. , **Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)**, Alfa Basımevi, İstanbul, 1998, s.697

¹⁰² Kepenek, Yakup. ve Yentürk, Nurhan., **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 10. Basım, İstanbul, s. 299.

¹⁰³ Türkiye Yönelik portföy yatırımlarını da içeren sermaye hareketleri Tablo-15’den izlenebilir. Burada tekrar bir Tablo oluşturulmamıştır.

TABLO 18 TÜRKİYE'YE YÖNELİK NET SERMAYE HAREKETLERİ
(Milyon ABD\$)

Yıl	Toplam Sermaye Hareketleri (Net)	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1980	672	0	656	-2
1981	899	0	683	121
1982	280	0	127	98
1983	883	0	39	798
1984	73	0	612	-652
1985	1.065	0	-513	1.479
1986	2.124	146	1.041	812
1987	1.891	282	1.453	50
1988	-958	1.178	-209	-2.281
1989	780	1.386	-685	-584
1990	4.037	547	-210	3.000
1991	-2.397	623	-783	-3.020
1992	3.648	2.411	-938	1.396
1993	8.903	3.917	1.370	2.994
1994	-4.257	1.158	-784	-5.190
1995	4.565	237	-95	3.635
1996	5.483	570	1.636	2.665
1997	6.969	1.634	4.788	-9
1998	-840	-6.711	3.985	1.313
1999	4.935	3.429	344	1.024
2000	9.610	1.022	4.276	4.200
2001	-13.882	-4.515	-1.130	-11.006

Kaynak : Kar,Muhsin ve Kara,Akif, **age**,2003, s. 4-5.

Ekonomik büyüme ve talebi arttırmak amacıyla izin verilen yabancı sermaye akımları, ülkedeki rekabetin ve verimliliğin artması ile oluşan sürekli bir iyileşme sağlarsa etkili olmaktadır ancak sermaye akımları, daha çok dışsal etkilerden ya da kredi kısıtlamalarından kaynaklanmakta ise, ortaya çıkabilecek etkiler istikrarsızlıklara yol açabilecektir¹⁰⁴. Kontrolsüz bir biçimde yabancı sermaye

¹⁰⁴ Kar,Muhsin ve Kara,Akif, **age**,2003, s. 15

girişlerinin mali krize yol açması doğal bir sonuçtur, Çünkü sermaye girişleri makro ekonomide “ balon etkisi “ denilen yapay bir genişleme doğurmaktadır. Türkiye’de 1994 ve 2001 kriz yılları öncesi 1993 ve 2000 yıllarında yaşanan sermaye artışı dikkat çekici bir gelişmedir¹⁰⁵, aynı yıllar içinde döviz kurlarında meydana gelen aşırı değişimler sermaye hareketlerinin dolaylı yoldan döviz kurlarını da etkilediğini göstermektedir.

İkinci bölümde makro ekonomi politikalarının döviz kuru üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Yapılan araştırmalarda , Türkiye’de döviz kurunu en çok etkileyen makro ekonomik gelişmelerin; enflasyon, bütçe gelişmeleri, ödemeler dengesi gelişmeleri (ağırlıklı olarak dış ticarete yaşanan gelişmeler), faizde yaşanan hareketler olduğu gözlenmiştir. Bu bilgiler doğrultusunda üçüncü bölümde Türkiye ekonomisi üzerine ekonometrik bir uygulama yapılacaktır.

¹⁰⁵ Seyidoğlu, Halil, **age**, 2003, s.146

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARININ DÖVİZ KURU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ : TÜRKİYE ÖRNEĞİ ÜZERİNE EKONOMETRİK UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünün amacı, Türkiye’de 1980 sonrası izlenen makro ekonomi politikalarının döviz kuru üzerindeki etkisini analiz etmektir. Bu çerçevede makro ekonomi politikaları ve döviz kuru ilişkisi, iki aşamalı Engle – Granger analizi yardımıyla incelenecektir.

1. ZAMAN SERİLERİNDE DURAĞANLIK VE BİRİM KÖK TESTLERİ

Ekonometrik çalışmaların, zaman serisi analizlerinde serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu yüzden analize geçmeden önce, yapılacak ilk iş, zaman serilerinin durağan olup olmadığının sınanmasıdır. İktisadi zaman serileri genel olarak durağan değildirler. Eğer seriler durağan ise, meydana gelebilecek bir şok geçici olacaktır. Zamanla şokun etkisi azalacak ve seri uzun dönemde sahip olduğu ortalama seviyesine dönecektir. Bir zaman serisinin ortalamasıyla, varyansı zaman içerisinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı dönemde değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise seri durağandır¹⁰⁶. Denklem şeklinde ifade edecek olursak :

Herhangi bir Y_t serisinin durağan olması şartları şu şekilde özetlenebilir¹⁰⁷:

Sabit aritmetik ortalama : $E(Y_t) = \mu$

Sabit varyans : $Var(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$

Gecikme mesafesine bağlı kovaryans: $\gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)]$

(bütün t değerleri için) k:gecikme mesafesi

¹⁰⁶ Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Literatür Yayınları, İstanbul, 1999, s.713

¹⁰⁷ Ertek, Tümay, **Ekonometriye Giriş**, İstanbul:Beta Yayınları- 62, 1996, s.380

Bir durağan zaman serisinde ardışık iki değer arasındaki fark zamanın kendisinden yani, sadece zaman aralığından kaynaklanmaktadır. Bundan dolayı yukarıda bahsedildiği gibi serinin ortalaması zamanla değişmemektedir. Granger ve Newbold¹⁰⁸ 'un gösterdiği gibi, durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması halinde düzmece regresyon problemleriyle karşılaşılabilir. Bu durumda regresyon analiziyle elde edilen sonuç gerçek ilişkiyi yansıtmaz. Durağan olmayan zaman serileriyle yapılan regresyon analizleri, sadece bu seriler arasında bir eşbütünleşim (cointegration)¹⁰⁹ ilişkisi varsa gerçek ilişkiyi yansıtabilir. Bu nedenle, tahminlemeye geçmeden önce ilgili serilerin durağan hale getirilmesi gerekmektedir.

Serilerin durağanlığının sağlanması yolları : ¹¹⁰

- Logaritma alma,
- Fark alma,
- Filtreleme ve
- Mevsimsellikten veya Trendden arındırma

şeklinde sınıflandırılabilir. İktisadi değişkenler genellikle logaritmik değerleri üzerinde doğrusaldır, bu yüzden logaritmik değerlerin kullanılması önerilir; dolayısıyla bu çalışmada da gerekli değişkenler, trendden arındırıldıktan sonra logaritmik değerleri alınarak analizde kullanılacaktır.

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik, değişkenin bir önceki dönemde aldığı değerinin, bu dönemi nasıl etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkartılabilir. Bu nedenle serinin nasıl bir süreçten geldiğini anlamak için geliştirilen birim kök testi ile serilerin durağan olup olmadıkları belirlenebilmektedir. Zaman serilerinde birim kök durağan olmayan anlamına gelmektedir. Diğer bir anlatımla, eğer bir zaman serisinde birim kök varsa o zaman serisi durağan değildir. Çok sayıda farklı birim kök testi arasından yaygın kullanımı olan; Çoğaltılmış Dickey-Fuller (ADF) testi ve Phillips-Perron testidir, bu çalışmada her iki testte kullanılacaktır, kullanımı daha yaygın olan " Çoğaltılmış Dickey-Fuller " (ADF) testi aşağıdaki gibi gösterilebilir¹¹¹.

¹⁰⁸ Granger, C.W.J. & Newbold, P. , **Spurious Regressions in Economics**, Journal of Econometrics, 2 (2) July, 1974, pp.111-120

¹⁰⁹ Damodar N. Gujarati, **age**, s. 726

¹¹⁰ Işığışık, Erkan, **Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi**, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa, 1994, s. 48.

¹¹¹ Arı, A.Aydın, **Dışa Açıklık Ve Enflasyon : Türkiye Örneği**, D.E.Ü., Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2001, s.84.

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \delta_1 \Delta y_{t-1} + \delta_2 \Delta y_{t-2} + \dots + \delta_k \Delta y_{t-k+1} + \varepsilon_t$$

denklemin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilir. Tahmin denkleminde, serideki k. dereceye kadar olan içsel bağıntıyı gidermek amacıyla bağımlı değişkenin birinci farkının t-k+ 1 dönem gecikmeli değerleri ile genişletilmiştir. Regresyon denkleminde sabit terim ve deterministik trend olup olmaması da önemlidir ve testin uygulanması sırasında dikkate alınmaktadır. Birim kökün varlığını araştırmak üzere Ho hipotezi alternatif hipoteze karşı test edilir. Hipotezler şöyle kurulmaktadır:

Ho: $\gamma = 0$ (birim kök var, seri durağan değil)

H1: $\gamma < 0$ (birim kök yok, seri durağan)

Birim kök kararı verilirken γ parametresinin tahmininin t-istatistiği, seçilen anlamlılık düzeyindeki kritik değer ile karşılaştırılır. Kritik değerler için student-t tablosu yerine Dickey-Fuller tarafından geliştirilen τ (tau) dağılımından elde edilen tablo kullanılır (çünkü hesaplanan t değeri büyük örneklerde bile t dağılımına uymaz). Hesaplanan t istatistiği kritik τ değerinden küçükse boş hipotez reddedilir, serinin durağan olduğuna karar verilir. Ho reddedilmezse seride birim kök olduğuna, serinin durağan olmadığına karar verilir ve koentegrasyon derecesini saptamak üzere aynı işlem serinin birinci (gerekirse ikinci) dereceden farkı için yapılır¹¹².

Dickey-Fuller testinde kullanılan başlıca regresyon kalıpları şunlardır:

Sabit terimsiz model : $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$

Sabit terimli model : $\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + u_t$

Sabit terimli ve trend faktörlü model : $\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \delta Y_{t-1} + u_t$

Burada t zaman ya da genel eğilim değişkenidir, u_t ardışık bağımlıdır.

Çalışmada birim kök testleri yukarıda ki tüm regresyon kalıpları için yapılacak ve serilerin birim kök içerip içermediklerine karar verilecektir. Çalışmada kullanılacak ikinci test olan Phillips-Perron testi ise kısaca şöyle açıklanabilir :

¹¹² Arı, A.Aydın, a.g.t., s.84.

Dickey-Fuller testinin en önemli varsayımı hata teriminin istatistiksel olarak bağımsız ve sabit varyansa sahip olmasıdır. Dickey-Fuller metodoloji kullanılırken bu varsayımın sağlanmasına büyük önem verilir. Phillips-Perron, Dickey-Fuller testini biraz daha genelleştirmişler ve hata teriminin dağılımıyla ilgili yukarıda verilen varsayımı biraz yumuşatmışlardır. Bu süreç kısaca şöyle açıklanabilir;

$$y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + \mu_t$$

ve

$$y_t = \tilde{a}_0 + \tilde{a}_1 y_{t-1} + \tilde{a}_2 (t-T/2) + \mu_t$$

μ_t : hata terimlerinin dağılım terimi

T : gözlem sayısı

Dickey-Fuller' ın bağımsızlık ve homojenlik varsayımı yerine, Phillips-Perron testi dağılımın zayıf ve heterojen bir yapıya sahip olabileceğini öne sürmüştür. Phillips Perron testi, Dickey-Fuller testinin biraz değiştirilmiş şeklidir. Burada hata terimlerinin oluşum sürecinin yapısı daha az sınırlandırılmıştır.

Bu testte kullanılan test istatistikleri şöyle özetlenebilir;

$$Z(t_{a_1}) : a_1 = 1 \text{ hipotezi } T_{\mu}$$

$$Z(t_{\tilde{a}_1}) : \tilde{a}_1 = 1 \text{ hipotezi } T_1$$

$$Z(t_{\tilde{a}_2}) : \tilde{a}_2 = 0 \text{ hipotezi } T$$

$$Z(\Phi_3) : \tilde{a}_1 = 1 \text{ ve } \tilde{a}_2 = 0$$

hipotezi Φ_3 test istatistikleri ile sınılanır. Buradaki değerler daha önce anlatıldığı gibi yine Dickey-Fuller tablo değerleriyle karşılaştırılıp, otoregresiv sürecin birim kök taşıyıp taşımadığına karar verilir.

2. EŞBÜTÜNLEŞME (KOENTTEGRASYON)

İki serinin durağan olmaması yani, trende sahip olmaları sebebiyle aralarında bir ilişki olabilir. Eğer her iki seri aynı dereceden bütünüleşik [yani I(d)] ise, seriler arasında Eşbütünüleşme olabilir ve bu durumda sahte ilişkiden bahsedilemez. Parametreler için t ve F testine başvurulabilir. Böylece aynı

dereceden bütünleşik olan iki serinin trendden arınmış ilişkisi ortaya çıkar¹¹³. Bu ise bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında denge ilişkisi bulunması anlamına gelmektedir. Denge durumu, kendiliğinden değişme eğilimi olmayan durum olarak tanımlanabilir. Ayrıca uzun dönem denge terimi de, bir sistemin zamanla denge ilişkisine doğru yaklaşmasını belirtmek için kullanılır. Eşbütünleşmenin incelenmesi, sahte regresyon durumlarından kaçınmak için bir ön test olarak düşünülebilir.

Eşbütünleşme analizi birim kökleri ortadan kaldıran değişkenlerin doğrusal kombinasyonlarını bulmayı amaçlar. Eğer Y_t ve X_t ' nin her ikisi de $I(1)$ ise, β ' nin tek değeri olacaktır ve sonuçta kalıntılar $I(0)$ olacaktır. Başka bir deyişle Y_t ve X_t bağlantısında birim kök olmayacaktır. Bu gibi ilişkiler 'uzun dönem dengesi' olarak isimlendirilir¹¹⁴.

Kısaca;

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + u_t \text{ ilişkisinde;}$$

$$u_t = Y_t - \alpha - \beta X_t$$

şeklinde ifade edilen kalıntılar $I(0)$ ise, iki zaman serisi arasında eşbütünleşme var demektir. Bunu anlamak için geliştirilen bazı testler vardır. Engle-Granger (EG) eşbütünleşme testi bunlardan biri olup, ilgili test aslında eşbütünleşme için yapılan Dickey-Fuller testinden ibarettir¹¹⁵. Engle ve Granger' in eşbütünleşme teorisini geliştirdikleri makalelerinde yaptıkları tanım özetle şu şekildedir : “ Eğer bir Y_t vektörünün tüm bileşenleri aynı dereceden bütünlenen $I(d)$ ise ve $u_t = \alpha Y_t \sim I(d,b)$, $b > 0$ olduğu bir α vektörü var ise, Y_t vektörünün bileşenleri (d, b) 'ninci dereceden eşbütünleşiktir denir ve $Y_t \sim CI(d,b)$ ile gösterilir”¹¹⁶. Dickey-Fuller test mantığı ile t-istatistiği hesaplanır ve kritik değer ile karşılaştırılır. Hesaplanan değer tablo değerinden daha küçük ise seriler eşbütünleşiktir sonucuna varılır.

¹¹³ KUTLAR, Aziz, **Ekonometrik Zaman Serileri**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000, s. 253.

¹¹⁴ HENDRY David F. and JUSELIUS Katerina, **Explaining Cointegration Analysis:Part II**, The Energy Journal, Vol.22, Number 1, 2001, s.76.

¹¹⁵ Ertek, Tümay, **age**, s.392-393.

¹¹⁶ Engle, R.F. ve Granger, C.W.J., **Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing**, *Econometrica*, Volume:55, Number:2, March, 1987, s.253.

3. HATA DÜZELTME MODELİ

Bu çalışmada kullanılacak Ekonometrik yöntemlerden biri de hata düzeltme modeli (HDM) (Error Correction Model)' dir, model kısaca şu şekilde özetlenebilir: Engle ve Granger¹¹⁷, 1987 yılında değişkenlerin koentregre özellikleri tarafından sağlanan bilgiyi hesaba katan bir nedensellik modeli ileri sürmüşlerdir. Bu model HDM olarak ifade edilir. Hata düzeltme modelinin mantığı uzun dönem ve kısa dönem dinamiklerini bir araya getirmektir. HDM' nin uygulanabilmesi için serilerin eşbütünleşik olması zorunludur. Bu analiz; aralarında eşbütünleşme ilişkisi bulunan ve bir şok nedeniyle dengeden uzaklaşan serilerin eski denge durumuna geri dönebilme yeteneğine sahip olup olmadığını, ve eğer sahipse ne kadar sürede geri döneceğini tespit eden bir analizdir. Serilerin eşbütünleşik olduğu sonucuna varılırsa hata terimi kullanılarak hata düzeltme modeli aşağıdaki şekilde tahmin edilir.

$$\Delta X_t = a_0 - b_0 \mu_{t-1} + \sum_{i=1}^m c_i \Delta X_{t-i} + \sum_{j=1}^n d_j \Delta Y_{t-j} + e_t$$

HDM modelleri ΔX_t 'nin uzun dönem dengesine doğru ayarlanmasını sağlarken, bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin kısa dönem etkisini de göstermektedir.

HDM' nin çalışabilmesi için, hata teriminin bir gecikmeli ($b_0 \mu_{t-1}$) tahmin katsayısının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olması, ayrıca -1 ile 0 arasında bir değer alması gereklidir¹¹⁸.

4. EKONOMETRİK UYGULAMA

4.1. LİTERATÜR TARAMASI

Daha öncede değinildiği gibi, Makro ekonomi politikaları ve döviz kurları arasındaki ilişki Türkiye'de önemli bir konu olmuştur ve konu halen güncelliğini korumaktadır. Dalgalı kur sistemini uygulanan ülkemizde, makro ekonomi

¹¹⁷ Engle, R.F. ve Granger, C.W.J, **age.**, 1987, ayrıntılı bilgi için bakılabilir.

¹¹⁸ Duygulu, Aylin Abuk, **Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme : Türkiye Örneği**, DEÜ, SBE Dergisi : cilt.7 sayı.4, İzmir, 01 Ekim-31 Aralık 2005, s.99

politikalarının kur üzerindeki etkisinin tahmin edilmesi Türk vatandaşının güncel konularından biri halini almıştır.

Literatürde makro ekonomi politikaları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi inceleyen fazla çalışma bulunmamakla, birlikte genellikle sadece bir politikanın kur üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar mevcuttur¹¹⁹.

Döviz Kuru ve Faiz ilişkisini inceleyen Orhan Karaca (2005), eşbütünleşme analizi uyguladığı çalışmasında, döviz kuru ile faiz oranı arasında kısa vadeli bir ilişki olmadığı, uzun vadede ise istatistiksel olarak anlamlı ancak zayıf bir ilişki tespit etmiştir.

Kur-enflasyon ve cari açık ilişkisini inceleyen Cevdet Akçay (2004), enflasyon oranının ve kurlardan enflasyona geçişin kuvvetli olduğu ekonomilerde (Türkiye'nin bu sınıfa girdiği belirtilmiştir, bu geçişkenliğin TEFİE' de %45, TÜFE' de %32 civarında olduğu vurgulanmıştır.) nominal kur artışları enflasyona geçiş yüzünden reel kur-nominal kur ilişkisini zayıflatmakta, nominal kur artışıyla beraber nominal ve reel faiz artışını da gündeme getirmekte, böylece cari açık daralmakta, yük reel kur olduğu kadar hatta daha da fazla reel faizler oranı üzerine binmektedir, sonucuna varmıştır.

Reel döviz kuru hareketleri ve dış ticaret fiyatları üzerindeki etkileri inceleyen Ahmet Zengin (2000), Eşbütünleşme ve VAR analizi kullandığı çalışmasında, reel döviz kuru ile ihracat ve ithalat arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu incelemede yazar reel döviz kuru ve ihracat-ithalat arasında çift yönlü nedensellik ilişkisine işaret etmiş, kur hareketleri sonucu sağlanan dış ticaret karlılığının dış piyasalar tarafından emildiği, dolayısıyla kur politikası ile dış ticarete avantaj sağlamanın etkin bir yöntem olmadığı sonucuna varmıştır.

Temel makro ekonomik politikaların kur üzerindeki etkisini değerlendiren Alövsat Müslümov (2002), nominal faiz, reel ekonomik büyüme, enflasyon ve döviz sepeti değişim oranını ele aldığı çalışmasında VAR analizi uygulamıştır. Yazar çalışmasında, döviz sepetinde meydana gelecek artışların uzun dönemde büyüme oranını olumlu yönde etkilediği ancak enflasyonu da arttırdığı sonucuna varmıştır.

Bu çalışmada yukarıda anlatılan çalışmalardan daha fazla değişken kullanılarak, makro ekonomi politikalarının döviz kuru üzerinde ki etkisi daha etkin olarak ölçülmeye çalışılacaktır. Seçilen yöntem eşbütünleşme analizidir. Kullanılacak değişkenler ise dış ticaret politikasının etkisini ölçmek için, ihracat ve

¹¹⁹ Literatür çalışmasında kullanılan kaynaklar, yararlanılan kaynaklar bölümünde ayrıntılı olarak bulunabilir.

ithalat; para politikası göstergesi olarak faiz; maliye politikasının bir göstergesi olarak bütçe dengesi olacaktır; Türkiye’de enflasyon ve kur ilişkisinin güçlü olduğu göz önünde tutularak modelde enflasyon göstergesi de bulunacaktır. Modele enflasyon konulacağı için içsel bağıntıyı engellemek amacıyla çalışma nominal döviz kuru üzerinde yapılacaktır (reel döviz kuru zaten enflasyonu içermektedir).

4.2. VERİ ANALİZİ

Çalışmada kullanılan veriler, üç aylık seriler olup, 1987 yılının ilk üç ayından 2005 yılının son üç ayına (1987Q1-2005Q4) kadar olan dönemi kapsamaktadır. Verilerin 1987 yılından başlamasının nedeni, ikinci bölümde belirtildiği gibi Türkiye’de finansal serbestleşmenin bu yılda hemen hemen tamamlanmış olması, dolayısı ile döviz kuru ve makro ekonomi politikaları arasındaki ilişkinin güçlü bir şekilde bu yıldan sonra başlaması; ayrıca 1987’den sonraki verilerin daha sağlıklı olmasıdır. Çalışmada üç aylık verilerin kullanılmasının nedeni, eşbütünleşme tekniğinin uygulanabilmesi için geniş bir veri aralığının gerekli olması ve yıllık verilerle çalışıldığında 30’dan az olan gözlem sayısının, eşbütünleşme tekniğinin uygulanabilmesi için genellikle yeterli görülmemesidir. Uygulamada yapılacak hesaplamalar için Eviews 5.0 paket programı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler, TCMB’ nin internet sitesindeki veri dağıtım sisteminden alınmıştır. Veriler aşağıda kısaca tanımlanacaktır:

NOMKUR : TCMB, ABD\$’ı döviz alış kurudur. YTL dönüşümü yapılmış olarak kullanılacaktır.

YFAIZ : 3 Ay vadeli ağırlandırılmış mevduat faizi oranı. Mevduat faiz oranı, bankaların vadeler itibariyle ilgili ay içinde uygulayacağını bildirdiği azami faiz oranlarının ortalamasıdır.

ÜFE : 2003=100 endeksli Üretici Fiyat İndeksi

IHR_SA¹²⁰ : Mevsimsellikten arındırılmış, toplam mal ihracatı (f.o.b). Milyon ABD\$’ı olarak alınmıştır.

ITH_SA : Mevsimsellikten arındırılmış, toplam mal ithalatı (f.o.b). Milyon ABD\$’ı olarak alınmıştır.

BA_SA : Mevsimsellikten arındırılmış, Konsolide Bütçe Dengesi. Bin YTL olarak alınmıştır.

¹²⁰ Bu çalışmada “_SA” terimi ilgili seriye mevsimsellikten arındırma uygulanmıştır anlamına gelmektedir. Ekonometrik analizlerde mümkün olduğunca doğrusal seriler ile çalışılmak istendiğinden bu çalışmada mevsimsellik içerdiği tespit edilen seriler, Troma/Seats Seasonally Adjusted (_SA) tekniği kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır.

CGSMH_SA : Cari fiyatlar ile mevsimsellikten arındırılmış, GSMH. Bin YTL olarak alınmıştır.

Değişkenler yukarıda ki şekilde kısaca tanımlandıktan sonra seriler üzerinde, teorik olarak bahsedildiği gibi birim kök testleri, EG Koentegrasyon Testi ve HDM uygulanacaktır.

Bu bilgiler ışığında kullanılacak uzun dönemli model aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\text{LNNOMKUR}^{121} = f(\text{LNBA_SA-LNCGSMH_SA}^*, \text{LOG(IHR_SA)-LOG(ITH_SA)}^{**}, \text{LNUFE}, \text{YFAİZ}^{***}) \quad (3.1)$$

* LNBA_SA-LNCGSMH_SA = Cari bütçe dengesinin, Cari GSMH' ya oranı. Yani bütçe açığının GSMH' nin yüzdesi olarak ifadesi.

** LOG(IHR_SA) - LOG(ITH_SA) = İhracatın ithalatı karşılama oranı.

***YFAİZ = log ((faiz/100)), faiz oranının endekse dönüştürülmüş halidir.

4.3. BİRİM KÖK TESTLERİ, DURAĞANLIĞIN İNCELENMESİ, EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ, CUSUM TESTLERİ VE HATA DÜZELTME MODELİ

Yukarıda belirtilen model kurulduktan (3.1) sonra, çalışmanın bu bölümünde modelden hareket ile makro ekonomik politikalar ve döviz kuru arasındaki ilişkinin boyutunu gösterecek analiz yapılacaktır.

4.3.1. BİRİM KÖK TESTLERİ VE DURAĞANLIĞIN İNCELENMESİ

(3.1) no' lu denklemde yer alan değişkenlerin durağanlığının incelenmesi amacıyla kullanılan ADF ve Phillips-Perron test sonuçları Tablo-19'da verilmiştir.

¹²¹ Daha öncede belirtildiği gibi Ekonometrik serilerde mümkün olduğunca düz seriler ile çalışılması en uygun olanıdır, iktisadi değerler ise genellikle logaritmik düzeylerinde durağandır. Bu yüzden analizde kullanılacak serilerin tümünün logaritması alınmıştır. Yüzde olarak ifade edilen değerlerin logaritmasının alınması anlamsız olacağı için, faiz ve üfe endeks değerlerine dönüştürüldükten sonra logaritma alma işlemi uygulanmıştır.

TABLO 19 DEĞİŞKENLERE AİT ADF ve PHILLIPS-PERRON BİRİM KÖK TESTLERİ

ADF Birim Kök Testi LNNOMKUR						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LNNOMKUR	1.899625	0.619381	-3.612934	-5.665894	-6.125454	-1.409860
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.521579 ; %5 -2.901217 With intercept & trend: %1 -4.086877; %5 -3.471693 No intercept: %1 -2.597939; %5 -1.945456						

ADF Birim Kök Testi LNBA_SA-LNCGSMH_SA						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LNBA_SA-LNCGSMH_SA	-2.780151	-6.506910	-1.141364	-6.413411	-6.426780	-6.420451
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.521579 ; %5 -2.901217 With intercept & trend: %1 -4.085092; %5 -3.470851 No intercept: %1 -2.597939; %5 -1.945456						

ADF Birim Kök Testi LOG(IHR_SA)-LOG(ITH_SA)						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LOG(IHR_SA) - LOG(ITH_SA)	-4.300443	-4.720620	-0.936778	-5.927936	-5.879353	-5.973289
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.522887; %5 -2.901217 With intercept & trend: %1 -2.597939; %5 -3.472558 No intercept: %1 -2.597939; %5 -1.945456						

ADF Birim Kök Testi LNUFE						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LNUFE	-2.399348	1.621337	-0.510560	-2.598905	-6.219873	-1.294966
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.521579 ; %5 -2.901217, %10 -2.588587 With intercept & trend: %1 -4.086877; %5 -3.471693 No intercept: %1 -2.597939; %5 -1.945456						

ADF Birim Kök Testi YFAIZ						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
YFAIZ	-1.219979	-0.670412	-0.423709	-7.207573	-6.000055	-7.239016
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.520307; %5 -2.900670 With intercept & trend: %1 -4.092547; %5 -3.474363 No intercept: %1 -2.596160; %5 -1.945199						

Phillips-Perron Birim Kök Testi LNNOMKUR						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LNNOMKUR	-1.871066	1.078584	-4.490264	-5.647856	-6.114559	-3.446308
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.520307; %5 -2.900670 With intercept & trend: %1 -4.085092; %5 -3.470851 No intercept: %1 -2.596160; %5 -1.945199						

Phillips-Perron Birim Kök Testi LNBA_SA-LNCGSMH_SA						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LNBA_SA-LNCGSMH_SA	-3.805589	-6.498060	-0.977749	-26.06138	-27.66895	-24.05649
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.520307; %5 -2.900670 With intercept & trend: %1 -4.085092; %5 -3.470851 No intercept: %1 -2.596160; %5 -1.945199						

Phillips-Perron Birim Kök Testi LOG(IHR_SA)-LOG(ITH_SA)						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LOG(IHR_SA) - LOG(ITH_SA)	-3.608104	-3.629662	-1.650614	-7.853405	-7.755266	-7.933915
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.520307; %5 -3.520307 With intercept & trend: %1 -4.085092; %5 3.470851 No intercept: %1 -2.596160; %5 -1.945199						

Phillips-Perron Birim Kök Testi LNUFE						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
LNUFE	-2.394606	2.239591	0.293064	-5.478820	-6.208616	-2.306580
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.520307; %5 -2.900670 With intercept & trend: %1 -4.085092; %5 -3.470851 No intercept: %1 -2.596160; %5 -1.945199						

Phillips-Perron Birim Kök Testi YFAIZ						
	I (0)			I (1)		
	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ	SABİTLİ	SABİTLİ TRENDLİ	SABİTSİZ
YFAIZ	-1.073272	-1.260034	-0.084790	-8.235547	-11.36882	-8.268541
Critical Values are obtained from MacKinnon (1996) : With intercept: %1 -3.520307; %5 -2.900670 With intercept & trend: %1 -4.085092; %5 -3.470851 No intercept: %1 -2.596160; %5 -1.945199						

ADF ve Phillips-Perron Birim Kök Testlerinde bölüm 3.1.'de anlatılan;

Sabit terimsiz model : $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$

Sabit terimli model : $\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + u_t$

Sabit terimli ve trend faktörlü model : $\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \delta Y_{t-1} + u_t$

Modelleri kullanılmıştır. Serilerin ADF ve Phillips-Perron birim kök değerleri incelendiğinde, düzeyde durağan olmayan değişken setindeki tüm değişkenlerin, hem ADF hem de Phillips-Perron birim kök testleri sonucunda birinci sıra fark, I(1)

ve sabit terimli modelde durağan oldukları gözlenmiştir. Bu durumda düzeyde durağan olmayan setin uzun dönemde ortak bir durağan ilişkiye sahip olup olmadığı incelenebilir. Bunun için bölüm 3.2.'de anlatıldığı gibi eşbütünleşme analizi yapılacaktır.

4.3.2. DEĞİŞKEN SETİNİN EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ (ENGLE-GRANGER MODELİ)

Düzye de durağan olmayan söz konusu serilerin uzun dönemdeki etkileşimini incelemek amacıyla, Engle-Granger'ın İki Aşamalı Tahmin Yöntemi uygulanmıştır. Yöntemin ilk aşamasında uzun dönemli parametreler incelenir. İkinci aşamada ise birim kök testi ile hata teriminin durağanlığı incelenir.

Durağan olması durumunda serilerin eşbütünleşik olduğuna, yani değişkenler arasında uzun dönemde denge ilişkisi bulunduğuna karar verilir.

Çalışmada uzun dönemli model Tablo-20'de ki gibi tahmin edilir :

TABLO 20 UZUN DÖNEM DENGE MODELİ

Dependent Variable: LNNOMKUR
Method: Least Squares
Date: 08/15/04 Time: 11:29
Sample: 1987Q1 2005Q4
Included observations: 76

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YFAIZ	0.225268	0.029571	7.617812	0.0000
LOG(IHR_SA)-LOG(ITH_SA)	0.564521	0.087819	6.428260	0.0000
C	-3.552664	0.068332	-51.99142	0.0000
LNBA_SA-LNCGSMH_SA	0.047217	0.021458	2.200402	0.0310
LNUFE	0.953702	0.007052	135.2469	0.0000
R-squared	0.998386	Mean dependent var	-2.785019	
Adjusted R-squared	0.998296	S.D. dependent var	2.638495	
S.E. of regression	0.108929	Akaike info criterion	-1.532720	
Sum squared resid	0.842449	Schwarz criterion	-1.379382	
Log likelihood	63.24335	F-statistic	10983.16	
Durbin-Watson stat	0.349133	Prob(F-statistic)	0.000000	

İstatistiksel olarak anlamlı olan modele, ikinci aşamada ise birinci aşamada elde edilen uzun dönemli parametrelere ilişkin hata terimine (u_t), birim kök testi uygulanır. Uzun dönemli serinin hata teriminin, birim kök içermemesi durumunda serinin eşbütünleşik olduğuna karar verilir.

TABLO 21 UZUN DÖNEM MODELİ HATA TERİMİNE AİT ADF TESTİ SONUCU

Null Hypothesis: RESID09 has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.389902	0.0009
Test critical values:		
1% level	-2.596160	
5% level	-1.945199	
10% level	-1.613948	

Not : Gecikme sayısının belirlenmesinde Akaike kriterinden (AIC) yararlanılmıştır.

Tablo-21'den görüleceği gibi ADF test sonuçlarına göre hata terimi birim kök içermemektedir. Buna göre Tablo 20'de ki modelin uzun dönem modeli olduğuna karar verilir.

4.3.3. HATA DÜZELTME MODELİ

Engle-Granger yöntemiyle elde edilen uzun dönemli modelde Durbin-Watson istatistiği yaklaşık 0,349 ve R^2 'de 0,99 civarındadır, bu durumda sistemin sahte regresyon içerip içermediğini tespit etmek için yöntemin devamında, nominal kur (LnNomkur) için hata düzeltme modeli tahmin edilmiştir ("D" fark alma operatörüdür.)

TABLO 22 HATA DÜZELTME MODELİ

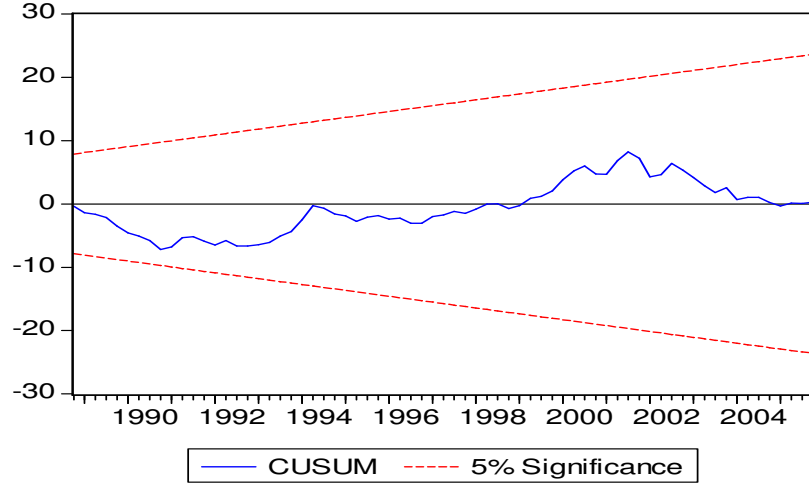
Dependent Variable: D(LNNOMKUR)
Method: Least Squares
Date: 08/15/04 Time: 11:34
Sample (adjusted): 1987Q2 2005Q4
Included observations: 75 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(YFAIZ)	0.103306	0.034444	2.999276	0.0038
D((LOG(IHR_SA)-LOG(ITH_SA)))	0.302701	0.057381	5.275271	0.0000
C	-0.020788	0.011322	-1.836051	0.0707
D(LNBA_SA-LNCGSMH_SA)	0.020776	0.008329	2.494476	0.0150
D(LNUFE)	1.099524	0.089179	12.32939	0.0000
RESID09(-1)	-0.126498	0.056223	-2.249927	0.0276
R-squared	0.784439	Mean dependent var		0.099765
Adjusted R-squared	0.768819	S.D. dependent var		0.102518
S.E. of regression	0.049292	Akaike info criterion		-3.105485
Sum squared resid	0.167651	Schwarz criterion		-2.920086
Log likelihood	122.4557	F-statistic		50.21903
Durbin-Watson stat	1.867036	Prob(F-statistic)		0.000000

Çalışmada HDM anlatılırken; modelin istatistiksel olarak anlamlı olması gerektiği ve $-1 < \text{Resid09} < 0$, aralığının sağlanmasının, HDM' nin çalışmasında gerekli şart olduğu daha önce belirtilmişti, Tablo-22'de ki HDM incelendiğinde modelimizin bu koşullara uyduğu, yani kısa dönemde çalıştığını ve serinin uzun dönemde birlikte hareket ettiğini söyleyebiliriz. Model hakkında daha kesin bilgiye sahip olabilmek için ayrıca CUSUM (Birikmiş Toplamlar) ve CUSUMQ (Kare) (Birikmiş toplamlar karesi) testi uygulanmıştır. İlgili testler Durbin ve Evans tarafından 1975 yılında geliştirilmiştir ve yapısal değişimin bilinmediği durumlarda kullanılması önerilmektedir¹²². Aşağıda ilgili testler bulunmaktadır.

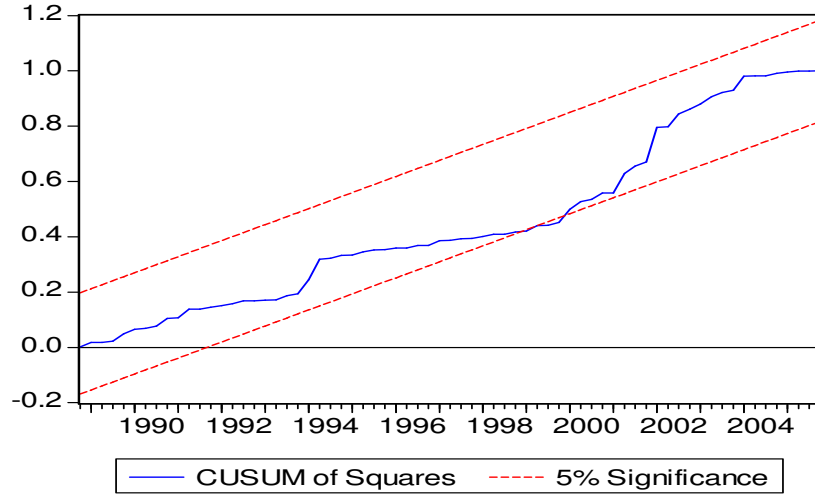
¹²² Keskin Benli, Yasemin, **Yapısal Değişimin Etkileri ve İMKB' de Bir Uygulama**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Cilt: 59 Sayı: 4 Yıl: 2004, s.4.

ŞEKİL 8 CUSUM TESTİ



Cusum test sonucu, kısa dönem modelin parametrelerine ait katsayıların kararlılığını göstermektedir.

ŞEKİL 9 CUSUM KARE TESTİ



Cusum Kare testi; güven sınırlarına çıkıldığında yapısal değişikliğin olduğunu göstermektedir. Şeklimizde 1999 yılında bir kırılma eğiliminin görülmesine rağmen kısa dönemde yapısal kırılma ortaya çıkmamaktadır.

Kısa dönemde yaklaşık 1,867 olan Durbin-Watson istatistiği de tablo değerlerine bakıldığında “otokorelasyonun olmadığı bölgeyi” göstermektedir.

Böylece artık kısa dönemde kurduğumuz HDM' nin anlamlı olduğunu söyleyebiliriz, bu ise değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettiğinin göstergesidir. HDM den elde edilen $R^2 = 0,784$ değeri de modelin açıklama gücünü ortaya koyar. Modelde bulunan değişkenlerin, nominal döviz kurunda meydana gelen değişimleri açıklamada yüksek derecede etkili olduğunu göstermiştir.

Dengede bulunan modelimizde meydana gelebilecek bir şok karşısında, ekonomik sistem 8 dönem sonra dengeyi kurar. Yani sistem her dönem, dengesizliğin yaklaşık %12.6' sını giderir. Modelimizde 8 dönem, 2 yıl demektir.

5. EKONOMETRİK ANALİZ BULGULARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Makro ekonomi politikaları ve döviz kurları arasındaki iktisadi ilişkinin ampirik olarak tespit edilmesi amacıyla yapılan ekonometrik çalışmada, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin yapısının ve kararlılığının incelenmesi amacıyla eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenler; Döviz kurunu en çok etkilediği düşünülen fiyat düzeyindeki değişmeyi tespit etmek amacıyla ÜFE (Üretici Fiyat Endeksi), faiz (para politikası etkisi olarak düşünülmüştür.), ihracatın ithalatı karşılama oranı (dış ticaret göstergesi olarak değerlendirilebilir) ve bütçe açığının GSMH' ya oranıdır (Mali politikaların etkisi olarak değerlendirilebilir). Ölçümü yapılan ve tüm bu değişkenlerden etkilenme oranı belirleme çalışığımız ise nominal döviz kurudur. Çalışmada kurun nominal alınmasının sebebi enflasyon etkisini ölçmek amacıyla veri setinde ÜFE' nin bulunmasıdır. Reel kur alınsaydı, bu veri zaten enflasyon oranını içinde barındırdığı için modelde içsel bir hata oluşacaktı.

Eşbütünleşme analizi yapılmadan önce serilerin durağanlıkları incelenmiş ve değişkenlerin düzeyde durağan olmadığı, birinci sıra farklarının durağan olduğu görülmüştür. Düzeyde durağan olmayan serilerin uzun dönemde birlikte durağan olup olmadıklarını tespit etmek amacıyla ise EG iki aşamalı yöntemi kullanılarak, yapılan eşbütünleşme analizi sonucunda, modelin uzun dönemde eşbütünleşik olduğu sonucuna varılmıştır. Uzun dönem modeline ait katsayılar Tablo-20'den izlenebilir.

Uzun dönem modelindeki katsayılardan elde edilen verilerin yorumu şöyle yapılabilir : Faiz'de meydana gelecek %1' lik artış nominal kurda %0,22'lik artışa neden olur. Dış ticaret politikası göstergesi olarak değerlendirilen ihracat / ithalat, ihracatın ithalatı karşılama oranında meydana gelecek %1 artış nominal kuru %0,56

oranında arttırır. Maliye Politikası göstergesi olarak değerlendirilen; bütçe açığının GSMH' ya oranındaki %1 artış nominal kuru yaklaşık %0,047 arttırır. Enflasyon göstergesi olan ÜFE' de ki %1 artış ise nominal kuru yaklaşık %0,95 arttırır. Yani ekonomide yaşanan maliyet yönündeki artışlar, nominal döviz kuru üzerinde uzun dönemde kurduğumuz model üzerinde en etkili değişkendir.

Uzun dönem ilişkinin kararlılığını incelemek amacıyla kurulan HDM Tablo 22'den izlenebilir. Burada HDM geçmiş dönem hata terimi katsayısı -0,12 civarında bulunmuştur. Bu katsayı bize; sistemin uzun dönem dengesinden uzaklaşacak bir şok ile karşılaşması halinde, her dönemde şokun yaklaşık %12,6' sını gidereceğini ve 8 dönem yani 2 yıl sonra tekrar dengeye geleceğini söyler. Nominal döviz kuru üzerinde, sistemdeki değişkenlerden kaynaklanacak bir şok halinde sistemin tekrar denge düzeyine gelmesi 2 yıllık bir süreci gerektirecektir.

Modelimize göre; kısa dönemde nominal kur üzerinde ki artışın asıl kaynağı enflasyondaki değişmelerdir. Tablo 22' deki kısa dönem katsayıları incelendiğinde, enflasyon oranında ki %1' lik artış, nominal kur üzerinde %1,081 (kendinden daha büyük) artış yaratır. Buna göre, kısa dönem nominal kur değişmelerinin asıl kaynağı enflasyondur. Faiz de meydana gelecek, %1'lik artış nominal kuru % 0,1 civarında; kısa dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranında meydana gelecek %1 artış nominal kuru yaklaşık % 0,3 arttırır. Bütçe açığının GSMH' ya oranındaki %1 artışta nominal kuru yaklaşık %0,02 arttırır.

SONUÇ

Bu çalışmada, makro ekonomi politikalarının döviz kuru üzerindeki etkileri araştırılmış ve Türkiye’de 1980 sonrasında uygulanan makro ekonomi politikalarının kur üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Bu etkiyi saptamak amacıyla, döviz kuru ve makro ekonomi politikalarının göstergesi olarak (faiz, enflasyon, bütçe dengesi/ GSMH oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranı) alınan değişkenler arasında çeşitli ekonometrik analizler yapılmış ve elde edilen veriler ışığında, incelenen döneme ilişkin yorumlara yer verilmiştir.

Cumhuriyetin ilk yıllarından günümüze kadar uygulanan kur rejimlerinde, Türkiye’de uzun süre devam eden sabit kur rejimi ve sıkı döviz kontrolü politikası öne çıkmaktadır. 1980 yılına kadar olan dönemde uygulanan korumacı politikalar nedeniyle, makro ekonomi politikaları ve kurlar arasındaki ilişki ciddi boyutlarda olmamıştır. 24 Ocak 1980 kararları ile alınan ekonomik tedbirler sonucunda, kur ayarlamaları daha sıklıkla yapılmaya başlanmıştır. 22.03.1990’da TL’nin konvertibl bir para halini almasından sonra makro ekonomi politikaları ve kur ilişkisi artmış, Türkiye’de döviz kuru, ekonominin önemli oyuncularından biri olmuştur.

19 Şubat 2001’de ortaya çıkan siyasi belirsizlik durumunda¹²³, önceden artış oranı ilan edilen kur sisteminin devam edemeyeceği anlaşılmış ve kur rejimi değiştirilerek serbest kur rejimine geçilmiştir. Bu tarihte başlayan serbest kur rejimi halen uygulanmaktadır. Bu uygulama ile birlikte günümüzde de güncelliğini koruyan kur ve makro ekonomi politikası ilişkisi üst düzeye taşınmıştır. Türkiye gibi para ikamesinin yüksek olduğu bir ülkede, kur seviyesinin ekonomik dengeler üzerindeki etkisi de yüksek düzeylerde olacaktır. Ülkemizde yaşanan 1994 ve 2001 krizlerinde kur seviyesinde önemli artışlar yaşanmış, ülkenin makro ekonomik dengeleri sarsılmıştır. Kur etkisi, ekonomi politikalarının uygulanmasını güçleştirmektedir. Bu ise Türkiye’de döviz kuru istikrarının sağlanmasının makro ekonomik dengelerin oluşturulması açısından önemini bir kez daha göz önüne sermiştir.

Gelecekteki döviz kuru tahmininin yapılabilmesi, üretici ve tüketicilerin yatırım ve tüketim kararları üzerinde etkilidir. Yapılan çalışmalarda, Türkiye’de döviz kuru tahmininde öne çıkan başlıca etkenlerin; enflasyon, faiz oranı, risk primi ve

¹²³ DSP-MHP-ANAP’tan oluşan koalisyon hükümetinde ve Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında yaşanan kriz sonucunda piyasalarda güven sarsılmış ve dövize talep patlamıştır.

uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler olduğu belirlenmiştir. Öyleyse ülkemizde döviz kurunda, dolayısıyla, makro ekonomik yapıda meydana gelebilecek olası değişmelerde bu dört değişken öne çıkmaktadır. Kur istikrarını sağlayabilmek için ülke içindeki faiz oranları ile yurt dışında uygulanan faiz oranları arasındaki dengenin iyi kurulması, olası döviz kuru oynaklığını azaltmada etkili olacaktır. Aynı şekilde ülkede fiyatlar genel seviyesinde sağlanacak istikrar da kur seviyesinde istikrar sağlanmasında yararlı olacaktır. Türkiye’de risk primi de döviz kuru düzeyini etkileyen önemli bir belirleyici olarak öne çıkmaktadır. Ülkede ekonomik istikrarın yanı sıra, siyasi ve genel istikrarın da sağlanması, gelecekte kurda meydana gelebilecek oynaklıkların önlenmesinde etkili olacaktır. Yurt dışında yaşanabilecek olası krizlere ve kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı ekonomik dengenin sağlam bir yapı üzerinde olması da önemlidir.

Yüksek para ikamesi ve aşırı değişken kur koşullarında, makro ekonomik dengeleri sağlamak amacıyla uygulanan, para ve maliye politikalarının etkinliği azalmaktadır. Bu yüzden istikrarlı bir makro ekonomik yapı kurmak isteyen ülkelerin, kur istikrarını sağlayarak, para ikamesini azaltmaları ve dolayısıyla, uygulanan ekonomi politikalarının etkinliğini arttırmaları ilk koşul olarak görülmektedir. Bu yüzden Türk Parasına olan güvenin üst düzeyde tutulması ve dövizin değer biriktirme aracı olma özelliğini yitirmesinin sağlanması gereklidir. Türkiye’de de yapılması gereken; serbest kur rejimi altında istikrarlı bir kur seviyesi yakalayıp, sürdürülebilir bir makro ekonomik yapıya ulaşmaktır.

Çalışmada, makro ekonomi politikaları ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi ampirik olarak desteklemesi amacıyla, 1987:Q1 ve 2005:Q4 dönemi kapsayan veriler ele alınarak ekonometrik analiz yapılmıştır. Fiyat düzeyinin kur üzerinde ki etkisinin de ölçülmesi amacıyla, enflasyonla düzeltilmiş reel kur yerine nominal döviz kuru kullanılmıştır. Kullanılan diğer değişkenler ise; ÜFE, faiz oranı, ihracatın ithalatı karşılama oranı ve bütçe dengesinin GSMH’ ya oranıdır. Bu değişkenlerin kullanılması ile amaçlanan sırasıyla; fiyat düzeyinin, para politikasının, dış ticaret politikasının ve maliye politikasının döviz kuru üzerindeki etkilerinin ölçülmesidir.

Eşbütünleşme analizi uygulanan çalışmada, elde edilen bulgulardan hareketle, kurulan uzun dönem modelinde nominal kur üzerindeki en önemli değişkenin enflasyon göstergesi olan ÜFE olduğu tespit edilmiştir. Buna göre uzun

dönemde ÜFE' de meydana gelecek %1'lik artış nominal döviz kurunu %0,95 civarında arttıracaktır (Kısa dönemde bu artış kur üzerinde %1,081, kendinden daha fazla artışa neden olur). Diğer değişkenlerin uzun dönemde kur üzerinde ki etkisi (Her değişkendeki %1'lik artış), şöyle sıralanabilir : ihracat / ithalat %0,56, faiz %0,22 ve bütçe dengesi / GSMH oranı %0,047 arttırır. Çalışmadan elde edilen diğer bir sonuç ise, sistemde meydana gelecek bir şokun 8 dönem yani 2 yıl sonra giderileceği yönündedir. Yani döviz kurunda meydana gelecek bir şok durumunda, dengelerin tekrar yerine oturması 2 yıl sürecektir.

Çalışmadan ortaya çıkan ampirik sonuca göre; döviz kuru istikrarının sağlanması için yapılması gereken ilk şey ülkede fiyat istikrarının sağlanmasıdır. 1994 ve 2001 yılında yaşanan krizlerde aşırı kur artışlarının yaşandığı dönemde, enflasyonda meydana gelen yüksek artışlar, bu bulguyu destekler niteliktedir. Bundan sonra sırasıyla, dış ticaret açığı ve faiz oranları döviz kurunu en fazla etkileyen değişkenlerdir. Dış ticaret ve faiz konusunda izlenecek politikaların dikkatli seçilmesi de döviz kuru istikrarının sağlanmasında önem taşımaktadır. Günümüzde makro ekonomi politikaları ve döviz kuru iç içe geçmiş durumdadır. Bir tanesinde meydana gelebilecek şok durumu diğer tüm değişkenler üzerinde az veya çok mutlak bir etki yaratmaktadır. Analizimizden elde edilen sonuçlara göre de bu etkinin düzeltilmesi en az iki yıl sürmektedir. Bu ise ülkenin ekonomik gelişmede en az iki yıl geriye gideceği anlamı taşır. Bundan kaçınmak için ülkenin iyi seçilmiş ve uygulanan bir makro ekonomik politikaya ve kalıcı döviz kuru istikrarına sahip olması şarttır.

Ancak ekonometrik sonuçların 1987Q1-2005Q4 dönemi zaman serileri kullanılarak ulaşılmış sonuçlar olduğu unutulmamalıdır. Bu sürenin çok büyük bir kısmı Türkiye'nin yüksek enflasyon altında olduğu bir dönemdir. Dolayısıyla çalışmada, döviz kuru üzerindeki en büyük etkinin enflasyondan kaynaklanıyor olması aslında beklenen bir sonuçtur. Oysa Ülkemiz 2005 yılı başından itibaren azalan ve tek haneli rakamlara doğru ilerleyen enflasyon sürecine girmiştir. Türkiye'de Mayıs 2006'da yaşanan ani kur artışlarının düşük enflasyon ortamında, fiyat düzeyi ile açıklanması mümkün görünmemektedir. Bu yüzden ekonometrik bulguların yanı sıra, günümüzde kur üzerinde risk primi ve uluslararası gelişmelerinde son derece etkili olduğunu gözardı etmeyen bir makro ekonomik yapı kurulmalıdır.

KAYNAKÇA

ABUŞOĞLU, Ömer, **Döviz Kuru Politikası Ve İhracat Üzerine Etkisi**, TOBB Yayın no: 154, Ankara, 1990.

Akbank Kültür Yayınları, **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923-1978**, İstanbul, 1980.

AKÇAY, Cevdet , Reel Döviz kuru Teori ve Uygulama,Kur-Enflasyon İlişkisi ve Cari Açık. http://www.tbb.org.tr/turkce/konferans/reel_doviz_kuru.pdf. 16.08.2006.. 15 Haziran 2004 tarihli sunum.

AKINCI, Özge, ÖZER, Barlas Yasemin, Usta Bülent, **Dolarizasyon Endeksleri : Türkiye’de Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler**, TCMB Çalışma Tebliği No:05/17, Aralık, 2005.

ARAT, Kürşat, **Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 2003.

ARI, A.Aydın, **Dışa Açıklık ve Enflasyon : Türkiye Örneği**, D.E.Ü., Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2001.

AYDIN, Faruk, M. , **Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri**, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü Tebliğ No:13, Kasım, 2002.

BALAYLAR, Nilgün Acar ve DUYGULU, Aylin Abuk, **Türkiye’de Para İkamesi Olgusu ve Para Talebi Fonksiyonunun İstikrarı**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt.19, Sayı.2, Mayıs, 2004.

BAŞAL, K. ve KÜRÜMOĞLU, İ. , **Açıklamalı İçtihatlı Türk Parasının Kıymetini Koruma ve Kambiyo Mevzuatı**, Ankara, Seçkin Yayınları, 2002.

BİNAY, Şükrü ve KUNTER, Kürşat, **Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9803, Aralık 1998.

BORATAV, Korkut, **24 Milyar Dolar Özlemi**, Cumhuriyet Gazetesi, 19 Mart 2003.

CHACHOLIADES, Miltiades ,**International Economics**. McGraw-Hill Economics Series, Literatür yayıncılık, Türkiye, 1994.

DAMODAR, N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Literatür Yayınları, İstanbul, 1999.

DEMİRAY, Deniz Balak. **Döviz Kuru Belirleme Yöntemleri ve 1980 Sonrası Dönemde Türkiye İçin Bir Değerlendirme**. Yayınlanmamış Doktora Tezi. D.E.Ü. İktisat Bölümü, İzmir, 1998.

DİE, **İstatistik Yıllığı 2004**.

DORNBUSCH, Rudiger ve FİSCHER, Stanley, **Macro Economic**, 6th Edition, United States of America, 1994.

DUYGULU, Aylin Abuk, **Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme : Türkiye Örneği**, DEÜ, SBE Dergisi : cilt.7 sayı.4, İzmir, 01 Ekim-31 Aralık 2005.

ENÇ, Erhan, **Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz**, G.Ü, İ.İ.B.F. Dergisi, 2/2001.

ENGLE, R.F. ve Granger, C.W.J., **Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing**, Econometrica, Volume:55, Number:2, March, 1987.

ERTEK, Tümay, **Ekonometriye Giriş**, İstanbul:Beta Yayınları- 62, 1996.

ERTEKİN, Murat, **Döviz kuru rejimleri ve Türkiye'nin Dış Ticareti**, TC. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, Temmuz 2004.

FİSCHER, Stanley, **Real Balances, The Exchange Rate And Indexation : Real Variables In Disinflation**, Quarterly Journal Of Economics, 103(1).

GANFOLDO, Giancarlo, **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, Springer, 2002.

GRANGER, C.W.J. & NEWBOLD, P. , **Spurious Regressions in Economics**, Journal of Econometrics, 2 (2) July, 1974.

GÜVEN, Samih, **Cumhuriyet Döneminde Uygulanan İktisadi Politikalar Çerçevesinde Kambiyo Rejiminin Gelişimi**, Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı, Ankara, Aralık 2003.

HENDRY David F. and JUSELIUS Katerina, **Explaining Cointegration Analysis:Part II**, *The Energy Journal*, Vol.22, Number 1, 2001.

IŞIĞIÇOK, Erkan, **Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi**, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa, 1994.

İNAN, Alpan Emre, **Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye**, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Bankalar Birliği, Şubat 2002.

KAR, Muhsin ve KARA, Akif, **Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler**, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, Sayı:29, Ankara, Temmuz, 2003.

KARACA, Orhan, **Türkiye'de Faiz Oranı İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki : Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi?**, Türkiye Ekonomi Kurumu: Tartışma Metni, 2005/14, Ekim, 2005.

KARLUK, Rıdvan, **Uluslararası Ekonomi**, 4.B., Beta Basım Yayım, İstanbul, 1996.

KAYA, Naciye; ERGÜN, Nilüfer, BOR, Gülsün K. , **Cumhuriyet Döneminde İç Borçlanma Alanında Gelişmeler**, Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı, Ankara, Aralık 2003.

KEPENEK, Yakup. ve YENTÜRK, Nurhan., **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 10. Basım, İstanbul.

KESKİN Benli, Yasemin, **Yapısal Değişimin Etkileri ve İMKB' de Bir Uygulama**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Cilt: 59 Sayı: 4 Yıl: 2004.

KESRİYELİ, Mehtap, **1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri**, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97/4, Ankara, Mart 1997.

KİRİTÇİOĞLU, Aykut ve KİBRİTÇİOĞLU, Bengi, **Türkiye'de Uzun Dönem Reel Döviz Kuru Dengesizliği 1987-2003**, TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Araştırma ve İnceleme Dizisi:38, Nisan 2004.

KONT, B. , **Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)**, Alfa Basımevi, İstanbul, 1998.

KUTLAR, Aziz, **Ekonometrik Zaman Serileri**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000.

Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB, ISBN: 975-7589-72-1, Ankara, Haziran, 2002.

LESSARD, R. Donald, **International Financing For Developing Countries**, World Bank Staff Working Paper, No.793, World Bank Series On International Capital And Economic Development, 1986.

MİZEN, Paul ve PENTECOST, Eric J., **The Macroeconomics of International Currencies**, Hartnolls Lmt. Great Britain.

MÜSLÜMOV, Alövsat; MÜBARİZ, Hasanov ve ÖZYILDIRIM, Cenktan, **Döviz Kuru Sistemleri Ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, Tugiad Ekonomi Ödülleri, Bilimsel Eser yarışması birincilik ödülü, 2002.

OĞUZ, Fırat; BAYAR, Fırat, **1923-2003 Türkiye Ekonomisi**, Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı, Ankara, Aralık 2003.

OKSAY, Suna, **Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi**, Marmara Üniversitesi SBE, Yayın No:2, İstanbul.

ÖZBİLEN, Şevki, **Türkiye’de İktisadi Krizin Temel Nedenleri ve Bir Mali Sistem Reform Önerisi-II**, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı 1, Eylül-Ekim, 2001.

ÖZDEMİR, Azim K. ve Şahinbeyoğlu, Gülbin, **Alternatif Döviz Kuru Sistemleri**, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara, Eylül 2000.

PARASIZ, İlker, **Türkiye Ekonomisi 1923’den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları**, Ezgi Kitapevi Yayınları, Mart 1991.

PARASIZ, İlker, **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1996.

R.F. ENGLE ve C.W.J. GRANGER, **Co-Integration And Error Correction: Representation, Estimation And Testing**, Econometrica, Volume:55, Number:2, March, 1987.

SARI, Müslüm, **Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara, Ekim, 2004.

SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası Finans**, İstanbul, 1994.

SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri**, Doğuş Üniversitesi Dergisi 4(2), 2003.

SEYREK, İsmail, **Purchasing Power Parity And The Turkish Exchange Rate**, Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi (6) 2003.

TAŞKIN, Murat,M, **1923-2003 Döneminde Türkiye Cumhuriyeti'nin Dış Ticaret Politikaları**, Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi, Özel Sayı, Ekim, 2003.

TCMB, **Bankalar Birliği Sunumu**, Mayıs, 2006.

TİRYAKİ, Tolga, S. , **Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tebliğ No:8, Ankara, Temmuz, 2002.

Türkiye Ekonomisi (Tarihi Gelişimi), Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkez Müdürlüğü, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme İdaresi Başkanlığı, Ankara, Aralık, 2003.

YANAR, Rüstem, YÜCEL, Fatih, **Türkiye'de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış**, Çukurova Üniversitesi SBE Dergisi , Cilt 14, Sayı 2, 2005.

Yeni Yüzyıl Kitaplığı (Cep Üniversitesi), **Döviz Kurları**, Çevirenler: Mehmet Balak. Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir. İletişim Yayınları. İstanbul. tarih belirtilmemiş.

YILDIRIM, Oğuz, **Kura Dayalı İstikrar Politikası (Teori ve Ülke Uygulamaları)**, TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Şubat, 2003.

ZENGİN, Ahmet, **Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)**, İstatistik Araştırma Sempozyumu, 27-29 Kasım 2000.

EKLER

EK 1 : ANALİZDE KULLANILAN DEĞİŞKENLER

<u>Dönem</u>	<u>Nominal Döviz Kuru (TCMB ABD\$'ı Döviz Alış Kuru, YTL)</u>	<u>Faiz (Üç Aylık)</u>	<u>Bütçe Dengesi (Bin YTL)</u>	<u>İhracat (Milyon ABD\$)</u>	<u>İthalat (Milyon ABD\$)</u>	<u>GSMH (Cari Fiyatlarla, Bin YTL)</u>	<u>ÜFE (2003=100)</u>
1987Q1	0,00076	35,00	-432	1988.6	3.182	11.673.700	0,03
1987Q2	0,00081	35,00	-597	2243.7	3.275	15.528.000	0,04
1987Q3	0,00089	35,00	-812	2.636	3.358	25.037.800	0,04
1987Q4	0,00096	35,00	-2.598	3321.7	3.482	22.779.800	0,04
1988Q1	0,00114	45,00	-282	2802.9	3.494	20.939.700	0,05
1988Q2	0,0013	45,00	-976	2.725	3.782	27.922.000	0,06
1988Q3	0,0015	42,00	-1.645	2.592	3.265	42.649.300	0,07
1988Q4	0,00175	66,10	-3.860	3.542	3.795	37.664.100	0,07
1989Q1	0,00191	57,37	-513	2.803	3.318	34.745.800	0,09
1989Q2	0,00208	50,51	-900	2.574	3.807	45.733.500	0,10
1989Q3	0,00219	51,61	-3.400	2.568	3.995	80.390.900	0,11
1989Q4	0,0023	49,08	-7.502	3.679	4.643	69.499.600	0,12
1990Q1	0,00239	46,67	-1.567	2.994	4.707	62.771.700	0,14
1990Q2	0,00256	46,89	-4.693	2.745	4.875	85.316.500	0,15
1990Q3	0,00269	47,11	-7.458	2.859	5.435	132.247.700	0,16
1990Q4	0,00279	50,65	-13.288	4.361	7.286	116.841.700	0,18
1991Q1	0,00322	59,31	-2.883	3.378	4.916	96.661.800	0,21
1991Q2	0,00399	61,40	-6.777	2.905	4.746	128.543.600	0,23
1991Q3	0,0045	68,50	-16.882	3.209	5.244	215.264.500	0,26
1991Q4	0,00494	69,60	-33.516	4.104	6.141	193.922.900	0,29
1992Q1	0,00569	67,98	-4.867	3.550	4.615	178.554.600	0,35
1992Q2	0,00666	69,69	-17.024	3.303	5.090	224.992.200	0,38
1992Q3	0,0071	68,11	-27.538	3.701	5.487	360.729.900	0,40
1992Q4	0,00801	69,05	-47.434	4.161	6.169	339.328.200	0,47
1993Q1	0,00903	63,66	-31.747	3.673	5.537	306.517.700	0,54
1993Q2	0,00999	63,97	-45.217	3.477	7.280	409.043.900	0,59
1993Q3	0,01155	63,99	-61.420	3.562	6.990	669.188.600	0,66
1993Q4	0,01333	64,01	-133.857	4.633	7.738	612.572.400	0,75
1994Q1	0,01782	87,05	-51.273	3.826	5.499	510.744.200	0,90
1994Q2	0,0325	121,68	-41.193	3.831	4.635	800.612.000	1,38
1994Q3	0,0322	67,29	-68.122	4.815	5.079	1.303.234.000	1,51
1994Q4	0,0362	77,31	-152.180	5.634	6.580	1.273.312.700	1,80
1995Q1	0,04093	78,68	-53.940	4.757	6.410	1.245.934.000	2,24
1995Q2	0,04275	73,13	-113.052	5.199	8.063	1.665.357.800	2,52
1995Q3	0,04617	69,11	-85.647	5.288	8.573	2.623.390.600	2,71
1995Q4	0,05285	83,92	-316.622	6.392	10.420	2.320.204.800	3,06
1996Q1	0,06404	82,71	-74.219	7.095	9.110	2.232.721.200	3,65
1996Q2	0,0762	79,11	-475.441	7.358	10.249	2.990.921.700	4,37
1996Q3	0,08519	79,63	-750.535	8.590	9.987	4.952.233.400	4,78
1996Q4	0,09873	79,68	-1.238.128	9.024	11.313	4.802.191.000	5,56
1997Q1	0,1183	76,54	-411.780	7.482	9.799	4.234.839.900	6,47
1997Q2	0,13724	77,41	-681.709	7.497	10.898	5.861.494.700	7,52
1997Q3	0,1617	82,18	-768.371	7.983	11.820	9.890.148.600	8,77
1997Q4	0,18791	83,20	-2.240.652	9.148	12.774	9.406.778.900	10,50

<u>Dönem</u>	<u>Nominal Döviz Kuru (TCMB ABD\$'ı Döviz Alış Kuru, YTL</u>	<u>Faiz (Üç Aylık)</u>	<u>Bütçe Dengesi (Bin YTL)</u>	<u>İhracat (Milyon ABD\$)</u>	<u>İthalat (Milyon ABD\$)</u>	<u>GSMH (Cari Fiyatlarla, Bin YTL)</u>	<u>ÜFE (2003=100)</u>
1998Q1	0,22346	82,73	-961.332	7.855	10.606	8.707.635.400	12,23
1998Q2	0,25259	77,60	-1.885.730	7.659	11.191	11.283.907.300	13,54
1998Q3	0,27175	81,68	-3.032.870	7.533	10.838	17.565.775.400	14,61
1998Q4	0,29297	82,56	-3.697.824	7.615	10.318	15.961.013.500	16,29
1999Q1	0,34102	81,11	-2.452.428	6.923	7.547	12.224.184.100	17,97
1999Q2	0,39496	85,30	-4.953.874	6.740	9.658	16.539.567.000	20,25
1999Q3	0,43733	76,44	-7.195.839	7.088	9.668	25.962.772.800	22,67
1999Q4	0,49669	59,48	-9.044.500	8.091	11.075	23.556.442.900	26,33
2000Q1	0,56217	39,95	-3.901.293	7.342	10.582	21.407.859.100	30,45
2000Q2	0,60898	40,98	-8.135.986	7.754	13.139	27.545.147.500	32,66
2000Q3	0,6446	50,47	-10.034.253	7.519	13.248	40.515.931.600	33,81
2000Q4	0,67886	105,56	-12.846.189	8.106	13.811	36.127.190.500	36,10
2001Q1	0,78172	120,26	-90.135	8.064	9.750	25.097.931.200	39,48
2001Q2	1,1811	67,99	-8.103.743	8.777	9.025	38.008.880.200	51,50
2001Q3	1,39147	67,61	-18.434.075	8.431	9.171	58.619.263.300	57,90
2001Q4	1,52429	61,15	-28.566.462	9.101	9.171	54.757.878.300	66,85
2002Q1	1,35605	54,12	-12.635.645	8.829	9.252	48.901.455.600	73,32
2002Q2	1,4046	49,16	-17.874.684	9.447	11.189	56.907.575.200	77,14
2002Q3	1,64274	49,31	-24.578.640	10.388	11.983	87.072.323.200	82,95
2002Q4	1,61247	44,79	-39.085.183	11.460	13.575	82.151.012.100	89,33
2003Q1	1,64683	46,87	-10.888.639	11.123	12.935	67.587.095.300	98,98
2003Q2	1,51222	39,17	-24.758.935	12.272	14.886	78.808.940.700	99,28
2003Q3	1,38885	31,74	-29.824.994	13.262	16.403	113.107.955.000	99,49
2003Q4	1,43822	28,00	-39.815.859	14.549	18.394	97.176.897.200	102,24
2004Q1	1,32757	23,19	-18.798.811	14.380	18.633	80.506.742.700	107,54
2004Q2	1,44695	24,61	-36.261.781	16.570	21.738	95.649.744.400	114,15
2004Q3	1,47138	24,02	-55.008.941	16.968	22.308	133.279.851.100	116,58
2004Q4	1,4389	22,81	-79.505.316	19.129	24.748	119.496.004.800	119,99
2005Q1	1,32045	19,99	-5.298.643	17.954	23.004	94.503.069.550	119,24
2005Q2	1,3577	20,67	-13.131.601	19.086	26.550	109.508.530.600	121,69
2005Q3	1,33455	20,44	-21.898.974	18.943	27.270	149.455.718.500	121,62
2005Q4	1,35007	20,42	-24.570.261	20.962	28.957	132.933.713.600	122,73

