

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

**KUR REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK
DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞINA ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

A.Duygu AYHAN

Danışman
Prof.Dr.Temel ERGUN

2008

Yemin Metni

Doktora Tezi olarak sunduğum “Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi: Türkiye Örneđi” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dűşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gűsterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

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

Afife Duygu

AYHAN

İmza

DOKTORA TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Afife Duygu AYHAN

Anabilim Dalı : İktisat

Programı : Doktora

Tez Konusu : Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi:
Türkiye Örneği

Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 30.maddesi gereğince doktora 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 OLDUĞUNA	O	OY BİRLİĞİ	O
DÜZELTİLMESİNE	O*	OY ÇOKLUĞU	O
REDDİNE	O**		

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır.

O***

Öğrenci sınava gelmemiştir.

O**

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir.

** Bu halde adayın kaydı silinir.

*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

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

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red

ÖZET

Doktora Tezi

Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi: Türkiye Örneği

Afife Duygu AYHAN

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
Doktora Programı

Kur rejimi tercihi, en önemli makroekonomik politikalardan biridir. Son zamanlarda ortaya çıkan yeni kur rejimlerinin (para sepeti-kur bandı-sürünen parite, yönetimli dalgalanma-artı, temel denge döviz kuru, yumuşak marjlar, temel ihracat ürünü fiyatına sabitleme) yanısıra “iki kutuplu görüş”, “dalgalanma korkusu” ve “sabitlenme korkusu” gibi kur rejimi tercihinin belirlenmesine yönelik yaklaşımlar kur rejimi tercihinin öneminin artmasına neden olmuştur.

Bu çalışma, kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini Türkiye bağlamında 1982-2007 dönemi için incelemektedir. Bununla birlikte, çalışmada ilan edilen ve fiilen uygulanan kur rejimleri ayrımı da dikkate alınmıştır. Çalışmada, yinelenen birikimli kareler toplamı algoritması kullanılarak yapısal kırılmalı simetrik ve asimetric koşullu varyans modelleri tahmin edilmiştir. Elde edilen bulgular, ihracat hacmi, ithalat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığının yasal kur rejimlerinden; Merkez Bankası brüt döviz rezervleri, nominal döviz kuru, reel döviz kuru endeksi, ihracat hacmi ve toplam YTL mevduat oynaklığının ise, fiili kur rejimlerinden etkilendiğini göstermektedir. Bu bulgular, “yasal kur rejimi yansızlığı” ya da “fiili kur rejimi yansızlığı”nın olmadığını ortaya koymaktadır.

Tez çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, kur rejimleri, uluslararası para sistemleri ve kur rejimi tercihinin içermektedir. İkinci bölüm, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin ilişkisini açıklamaya yönelik “kur rejimi yansızlığı” ve oynaklık çelişkisi kavramlarını ele almaktadır. İlgili yazın incelenmektedir. Üçüncü bölüm ise, Türkiye’de uygulanan kur rejimlerinin tarihsel gelişimini, çalışmanın uygulama bölümünde kullanılan yöntemleri ve son olarak, uygulamaya ilişkin sonuç ve değerlendirmeleri içermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kur rejimleri, makroekonomik değişkenlerin oynaklığı, oynaklıkta kırılma(lar)

ABSTRACT

Doctoral Thesis

The Impact of Exchange Rate Regimes on the Volatility of Macroeconomic Variables: The Case of Turkey

Afife Duygu AYHAN

**Dokuz Eylül University
Institute of Social Sciences
Department Economics
Doctoral Program**

Exchange rate regime choice is one of the most important macroeconomic policies. Recently, the new regimes (basket-band-crawl, managed float-plus, fundamental equilibrium exchange rate, soft margins, pegging to the price of fundamental export product) and also the approaches intended for the determination of the regime choice, such as “bipolar view”, “fear of floating” and “fear of pegging”, cause the importance of regime choice to increase.

This study examines the impact of exchange rate regimes on the volatility of macroeconomic variables in Turkey for the period 1982-2007. This study also focuses on the difference between announced and actual regimes. By using iterated cumulated sum of squares algorithm, symmetric and asymmetric conditional heteroscedasticity models with structural breaks are estimated. The results suggest that the volatility of export, import, total credit volume and stock exchange index is affected by the announced exchange rate regimes; whereas the volatility of foreign exchange reserves, nominal and real exchange rates, export and total national currency deposits is affected by the actual regimes. Therefore, the results indicate that there is neither “announced regime neutrality” nor “actual regime neutrality”.

Dissertation consists of three sections. First section includes the exchange rate regimes, international monetary systems and the choice of regime. Second section discusses the concept of “regime neutrality” and “volatility puzzle” to clarify the relationship between exchange rate regimes and macroeconomic variables. Related literature is analyzed. Third section covers the historical development of exchange rate regimes in Turkey, the methods used in the empirical part and finally, the results and comments.

Keywords: Exchange rate regimes; macroeconomic volatility; break(s) in volatility

İÇİNDEKİLER

KUR REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞINA ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YEMİN METNİ	ii
TUTANAK	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	x
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
GİRİŞ	1
Çalışmanın Amacı	1
Çalışmanın Önemi	3
Çalışmanın Yöntemi	4
Çalışmanın Yazına Katkısı	5
Çalışmanın Planı	6

BİRİNCİ BÖLÜM

KUR REJİMLERİ VE TEMELLERİ

1.1. KUR REJİMLERİNİN TANIMI VE ÇEŞİTLERİ	8
1.1.1. Katı Sabit Kur Rejimleri (Sert Çıpa Rejimleri)	10
1.1.1.1. Para Birliği	16
1.1.1.2. Dolarizasyon	19
1.1.1.3. Para Kurulu (Geri Dönülemez Sabit Kur)	24
1.1.2. Ara Rejimler (Yarı Esnek Sabit Kur Rejimleri, Yumuşak Çıpa Rejimleri)	30
1.1.2.1. Geleneksel Sabit Kur	33
1.1.2.2. Sürünen Parite (Yönlendirilmiş Sabit Parite)	34
1.1.2.3. Sürünen Bant (Yönlendirilmiş Sabit Aralık)	36
1.1.2.4. Sıkı-Yönetimli Dalgalı Kur	38
1.1.2.5. Ayarlanabilir Sabit Kur	38

1.1.2.6. Hedef Bölgesi (Aralık içinde Dalgalanma)	39
1.1.2.7. Yeni Ara Rejimler	41
1.1.2.7.1. BBC Kuralı (Para Sepeti - Kur Bandı - Sürünen Parite)	42
1.1.2.7.2. Yönetimli Dalgalanma-Artı	43
1.1.2.7.3. Diğer Yeni Ara Rejimler	45
1.1.3. Dalgalı Kur Rejimi	47
1.1.3.1. Tam (Bağımsız) Dalgalı Kur Rejimi	54
1.1.3.2. Yönetimli Dalgalanma (Gözetimli Dalgalanma)	55
1.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMLERİ VE KUR REJİMLERİNİN GELİŞİMİ	60
1.2.1. Altın Standardı: 1870-1914	61
1.2.2. Bretton Woods Dönemi: 1944-1973	64
1.2.3. Bretton Woods Sonrası Dönem: 1973-	66
1.3. KUR REJİMİ TERCİHİ	68
1.3.1. Kur Rejimi Tercihine Yönelik Temel İktisadi Görüşler	71
1.3.2. Kur Rejimi Tercihinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımlar	78
1.3.2.1. Optimum Para Alanı Kuramı	79
1.3.2.2. Olanaksız Üçlü Hipotezi(Makroekonomik Politika Üçlemi)80	
1.3.2.3. İki Kutuplu Görüş Hipotezi (Köşe Çözümü Hipotezi)	83
1.3.2.4. Dalgalanma Korkusu Hipotezi	87
1.3.2.5. Sabitlenme Korkusu Hipotezi	94
1.3.2.6. Politik İktisat Yaklaşımı	95
1.3.2.7. Para Krizleri Yaklaşımı	96
1.3.3. Optimal Kur Rejimi Tercihini	96
1.3.4. Kur Rejimlerinin Eğilimi	101

İKİNCİ BÖLÜM

KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI İLİŞKİSİNİN KURAMSAL TEMELLERİ

2.1. KUR REJİMİ YANSIZLIĞI VE OYNAKLIK ÇELİŞKİSİ	107
--	-----

2.1.1. Kur Rejimi Yansızlığı	108
2.1.2. Oynaklık Çelişkisi	114
2.2. KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ	115
2.2.1. Kur Rejimleri ve Kur Oynaklığı	116
2.2.2. Kur Rejimleri ve Büyüme (Üretim) Oynaklığı	126
2.2.3. Kur Rejimleri ve Enflasyon Oynaklığı	133
2.2.4. Kur Rejimleri ve İhracat-İthalat Oynaklığı	137
2.2.5. Kur Rejimleri ve Diğer Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığı	144

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI ANALİZİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

3.1. TÜRKİYE'DE UYGULANAN KUR REJİMLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ	148
3.1.1. 1980 Öncesi Dönem: Sabit Kur Rejimi	149
3.1.2. Ocak 1980-Mayıs 1981 Dönemi: Sürünen Parite	151
3.1.3. Mayıs 1981-Aralık 1999 Dönemi: Yönetimli Dalgalanma	153
3.1.4. Aralık 1999-Şubat 2001 Dönemi: Sürünen Parite	156
3.1.5. Şubat 2001- : Dalgalı Kur	161
3.2. KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI İLİŞKİSİNİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK UYGULAMALI YÖNTEM	163
3.2.1. Birim Kök Testleri	163
3.2.2. Oynaklık Modellenmesi	164
3.2.2.1. ARCH (Ardışık Bağımlı Koşullu Farklı Varyans) Modeli	166
3.2.2.2. GARCH (Genelleştirilmiş ARCH) Modeli	171
3.2.2.3. Asimetrik Koşullu Farklı Varyans Modelleri	173
3.2.2.3.1. EGARCH (Üstel GARCH) Modeli	174
3.2.2.3.2. TARARCH (Eşiksel GARCH) Modeli	175
3.2.3. Koşulsuz Varyansta Yapısal Kırılma ve Oynaklığın Süregenliği	176

3.2.4. Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi	178
3.3. KUR REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞINA ETKİSİNE YÖNELİK UYGULAMA: 1982-2007	179
3.3.1. Değişkenlerin Tanımlanması	181
3.3.2. Makroekonomik Oynaklık Modellerinin Öngörülenmesi	189
3.3.3. Koşulsuz Varyansta Kırılma, Yapısal Kırılmalı Makroekonomik Oynaklık Modellerinin Öngörülenmesi ve Oynaklığın Sürengeliği	196
3.3.4. Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi: Analizler ve Bulgular	207
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	224
KAYNAKLAR	231

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey ve Fuller
AR	Otoregresif
ARCH	Ardışık Bağımlı Koşullu Farklı Varyans
ARMA	Otoregresif Hareketli Ortalama
APS	Avrupa Para Sistemi
BBC KURALI	Para Sepeti-Kur Bandı-Sürünen Parite
bkz.	Bakınız
DM	Alman Markı
DTH	Döviz Tevdiat Hesabı
EGARCH	Üstel GARCH
ERM	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GARCH	Genelleştirilmiş ARCH
GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
G-7	Yediler Grubu
ICSS	Yinelenen Birikimli Kareler Toplamı
IFS	International Financial Statistics
IMF	Uluslararası Para Fonu
LM Testi	Lagrange Çarpanı Testi
LR	Olabilirlik Oranı
ML	En Çok Olabilirlik Yöntemi
MFP	Yönetimli Dalgalanma-Artı
OECD	İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OPA	Optimum Para Alanı
SDR	Özel Çekme Hakkı
TARCH	Eşiksel GARCH
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
ZA	Zivot ve Andrews (1992)

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: Kur Rejimlerinin Karşılaştırılması	57
Tablo 2: Köşe Çözümü Uygulamaları (Ülke Grupları İçinde %)	86
Tablo 3: Cansimidi ile Dalgalanma	93
Tablo 4: Ekonominin Yapısal Özelliklerine Göre Uygun Kur Rejimi Tercihi	98
Tablo 5: Kur Rejimlerinin Gelişimi (Ülke Gruplarının Yüzdesi): 1990-2004	103
Tablo 6: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Esnek Kur Rejimlerine Geçiş Eğilimi	105
Tablo 7: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Uygulanan (Fiili) Kur Rejimleri, 2005	106
Tablo 8: Sabit ve Dalgalı Kur Rejimlerinin Temel Makroekonomik Özellikleri	115
Tablo 9: Türkiye’de Yasal Kur Rejimleri: 1980-2008	149
Tablo 10: Çalışmada Kullanılan Değişkenler: 1982-2007	182
Tablo 11: Tanımlayıcı İstatistikler	184
Tablo 12: Birim Kök Testleri: ADF	186
Tablo 13: Kırılmalı Birim Kök Testi: Zivot ve Andrews (1992)	188
Tablo 14: Öngörülen Makroekonomik Oynaklık Modelleri	191
Tablo 15: Koşulsuz Varyansta Kırılma	197
Tablo 16: Öngörülen Yapısal Kırılmalı Makroekonomik Oynaklık Modelleri	200
Tablo 17: Yapısal Kırılmasız ve Kırılmalı GARCH Modeli: Oynaklığın Süregenliği	207
Tablo 18: Türkiye’de Fiili Kur Rejimleri: 1980-2008	208
Tablo 19: Farklı Kur Rejimlerinde Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklıklarının Ortalamasında Değişim: “Yasal” Sınıflandırma	211
Tablo 20: Farklı Kur Rejimlerinde Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklıklarının Ortalamasında Değişim: “Fiili” Sınıflandırma	213

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Döviz Kuru Rejimlerinin Sürekliliği	10
Şekil 2: Optimal Para Alanı'nın Temel Belirleyicileri	19
Şekil 3: Sürünen Bant	37
Şekil 4: Hedef Bölgesi	40
Şekil 5: İstikrar Bozucu Spekülasyon	52
Şekil 6: Uluslararası Para Sistemleri ve Döviz Kuru Rejimleri	60
Şekil 7: Olanaksız Üçlü	81
Şekil 8: Sert Çıpa ve Yumuşak Çıpa Rejimlerinin Gelişimi: 1990 ve 2001	104
Şekil 9: Öngörülen Koşullu Varyans Modellerinde Değişim	194
Şekil 10: Öngörülen Yapısal Kırılmalı Koşullu Varyans Modellerinde Değişim	204

GİRİŞ

Çalışmanın Amacı

Kur rejimi tercihi, en önemli makroekonomik politika kararlarından biri olup makroekonomik politikaların etkinliğini, para ve maliye politikalarının yürütülmesini, yurtiçi finansal sistemin istikrarını, dolayısıyla ekonomik gelişmeyi etkileyebilmektedir. Kur rejimi, uyumlu bir parasal düzenin ve güçlü bir makroekonomik yapının önemli bir parçasıdır. Öte yandan, makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilgi çekici bir araştırma alanını oluşturmaktadır. Bu iki çalışma alanından hareketle bu çalışmanın temel amacı, kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini Türkiye bağlamında inceleyen uygulamalı bir çalışma ortaya koymaktır.

Yazında, Baxter ve Stockman (1989), Flood ve Rose (1995), Devereux (1998) ve Obstfeld ve Rogoff'un (2000) çalışmaları tarafından desteklenen ve kur rejimi tercihinin makroekonomik değişkenlerin düzeyini ya da oynaklığını etkilememesi olarak belirtilen "kur rejimi yansızlığı" ve kur rejimi tercihinin makroekonomik değişkenlerin düzeyini ya da oynaklığını etkilemesi olarak tanımlanan "oynaklık çelişkisi" gibi kavramlar yer almaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmayla Türkiye'ye ilişkin bulguların, "kur rejimi yansızlığı" ve "oynaklık çelişkisi" gibi farklı yaklaşımları savunan yazın arasında nerede yer aldığı belirlenmeye çalışılmaktadır. Bununla birlikte, "oynaklık çelişkisi"nin varlığı durumunda, hangi makroekonomik değişkenlerin oynaklığının kur rejimi değişimlerinden etkilediği belirlenmektedir. Böylece, özellikle temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığının kur rejimlerinden etkilenmesi durumunda, Merkez Bankası'nın belirli kur rejimlerini kullanarak bu değişkenlerin oynaklığını doğrudan (yasal kur rejimleri ile) ya da dolaylı (fiili kur rejimleri ile) olarak etkileyebileceği ortaya konulmaktadır. Böylece, özellikle gelişmekte olan ülkelerde reel ekonomi ve finansal piyasalar için bir risk ögesi olan kur oynaklığının önemli makroekonomik maliyetlere yol açması engellenebilir. Öte yandan,

makroekonomik değişkenlerin oynaklığının açıklanmasında kur rejimi tercihinin tek başına önemli bir etken olmadığı, bunun yanında uygulanan makroekonomik politikaların da önemli bir bileşen olduğu gözardı edilmemelidir.

1982-2007 dönemini ele alan bu çalışmada, “yasal” ve “fiili” kur rejimlerinden en çok etkilenen makroekonomik değişkenlerin (reel, finansal ve parasal değişkenler olmak üzere) oynaklığı ortaya konulmaktadır. Uygulamaya ilişkin bulguların, yasal ve fiili olmak üzere farklı kur rejimleri sınıflandırması kapsamında verilmesinin üç nedeni bulunmaktadır. Birincisi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, “dalgalanma korkusu hipotezi” (Calvo ve Reinhart, 2000) ve “sabitlenme korkusu hipotezi” (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005)’ne bağlı olarak ilan edilen ve gerçekte uygulanan kur rejimleri arasında farklılıkların söz konusu olmasıdır. İkincisi, Türkiye’de 1980 sonrası dönemde birçok kur rejiminin uygulanmış olması, yasal ve fiili kur rejimlerinde farklılıkların olabileceği beklentisini beraberinde getirmektedir. Son olarak, analizlerin karşılaştırmalı olarak yapılması, politika önerilerinin daha temelli olmasına neden olmaktadır.

Bu çalışmanın diğer amaçları şu şekilde belirtilebilir. Birinci amaç, kur rejimi tercihinin öneminden hareketle kur rejimlerinin temellerine ilişkin ayrıntılı bir çalışma ortaya koymaktır. Bu çerçevede, katı sabit kur rejimleri, ara rejimler ve dalgalı kur rejiminin temel özellikleri, yararları ve sakıncaları ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Ayrıca, son yıllarda ortaya konulan “iki kutuplu görüş hipotezi” (Fischer, 2001), “dalgalanma korkusu hipotezi”, “sabitlenme korkusu hipotezi” gibi kur rejimi tercihinin belirlenmesine yönelik yaklaşımların açıklanması özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaktadır. Optimal kur rejimi tercihi ve günümüzde kur rejimlerinin eğilimi gibi yazında yer alan diğer önemli konulara da yer verilmektedir. Çalışmanın ikinci amacı, uygulama bölümü ile bağlantılı olarak, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisinin kuramsal temellerini açıklamak ve ilgili yazın taramasını ayrıntılı olarak incelemektir.

Çalışmanın Önemi

Kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığının birlikte incelendiği bu çalışma, hem sık kur rejimi değişikliği yapmış ülkeler hem de “dalgalanma korkusu hipotezi” ve “sabitlenme korkusu hipotezi”ne bağlı olarak resmi kur uygulamaları ile gerçekte uygulanan kur rejimleri arasında farklılıkların söz konusu olabileceği özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaktadır. Bu bağlamda, Türkiye’de 1980 sonrasında yasal olarak uygulanan birçok kur rejimi ile fiili kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığını etkileyip (oynaklık çelişkisi), etkilemediğinin (kur rejimi yansızlığı) ortaya konulması ile hem bu alanda çalışma yapan diğer araştırmacılara, hem de kur politikasının önemine yönelik olarak politika yapıcılara yararlı bilgilerin sağlanacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın önemi birkaç başlıkta sıralanabilir. Bunlar, (i) “kur rejimi yansızlığı” ve “oynaklık çelişkisi”, uluslararası yazında uzun süredir tartışılan kavramlardır. Bu nedenle, kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığını etkileyip etkilemediğinin özellikle Türkiye gibi sıklıkla kur rejimi değişikliğine gitmiş bir ülke açısından ortaya konulması hem ulusal hem de uluslararası yazına katkı açısından önemlidir. Bilindiği üzere, sıkı döviz denetimlerine dayanan sabit kur rejiminin sona ermesiyle birlikte 1980 yılından bugüne kadar neredeyse bütün kur rejimleri belirli dönemlerde uygulanmıştır. (ii) kur rejimlerinin yasal ve fiili sınıflandırma kapsamında incelenmesi politika önerilerinin daha temelli olmasına neden olmaktadır. (iii) Türkiye bağlamında incelenen yazında kur rejimi tercihi ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığının (kur oynaklığı, üretim oynaklığı, faiz oynaklığı, kur oynaklığı ile hisse senedi piyasası oynaklığı ilişkisi, kur oynaklığı ya da parite oynaklığı ile dış ticaret ilişkisi) ayrı ayrı ele alındığı görülmektedir. Bu çalışma ise, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığını birlikte incelemektedir. (iv) var olan yazında ayrı ayrı ele alınan makroekonomik değişkenlerin oynaklığının, reel, finansal ve parasal değişkenler ayrımı yapılarak bir bütün halinde ele alınması çalışmanın önemini artırmaktadır. (v) Kuramsal çerçevede, döviz kuru, enflasyon, ihracat ve ithalat (kur belirsizliğinin, fiyat, maliyet

ve kar belirsizliğine yol açmasına bağlı olarak) ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri (rezerv biriktirme gereksinimine bağlı olarak) gibi temel makroekonomik değişkenlerin kur rejimi değişimlerinden daha fazla etkilenmesi beklenmektedir. Bu çalışma ile 1982-2007 dönemi için elde edilen bulguların beklenen kuramsal sonuçlar ile uyumlu olup olmadığının belirlenmesinin önem taşıdığı düşünülmektedir. (vi) oynaklık (varyans) serilerindeki yapısal kırılma(lar)nın denetim altına alındığı oynaklık modelleriyle çalışmanın daha anlamlı sonuçlar vereceği düşünülmektedir. Başka bir deyişle, ele alınan dönemde meydana gelen iç ya da dış şoklar, finansal krizler gibi makroekonomik değişkenlerin oynaklığını etkileyecek öğelerin etkisinin engellenmesi, çalışmanın önemini artıran bir olgudur. Böylece, iç ya da dış şoklar denetim altına alınarak sadece kur rejimleri arasında karşılaştırma olanağı sağlanır. (vii) ele alınan makroekonomik değişkenlerin oynaklıklarının kısa ya da uzun dönemli şoklardan etkilendiği, hangi değişkenlerin asimetric etkiye sahip olduğu, oynaklıkta süregenlik gibi oynaklık özelliklerine ilişkin bulguların yapısal kırılmalı ve kırılmasız oynaklık modelleri çerçevesinde karşılaştırılması, söz konusu değişkenlerin oynaklığının yapısının incelenmesi açısından önemlidir.

Çalışmanın Yöntemi

Kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin (reel, finansal ve parasal değişkenler) oynaklığına etkisini incelemek amacıyla dört aşamalı yöntem ele alınmaktadır. İlk olarak, çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler reel, finansal ve parasal değişkenler ayrımı yapılarak tanımlanmakta ve değişkenlerin sınanmasına yönelik olarak geleneksel ve kırılmalı birim kök testleri uygulanmaktadır. İkinci aşamada, her bir değişken için uygun oynaklık modelinin seçilmesi amacıyla ilgili simetrik (ARCH, GARCH) ve asimetric (EGARCH, TARARCH) oynaklık modelleri incelenmektedir. Üçüncü aşamada ise, oynaklık serilerinden elde edilen hata terimlerinin varyansında (koşulsuz varyans) yapısal kırılma(lar)nın içsel olarak öngörüldüğü yöntem (Yinelenen Birikimli Kareler Toplamı) açıklanmaktadır. Son olarak, makroekonomik değişkenlerin oynaklığının

ortalamasının yasal ve fiili kur rejimleri değişimlerinde farklılık gösterip göstermediğini açıklamaya yönelik yöntem ele alınmaktadır.

Çalışmanın Yazına Katkısı

Uluslararası finans, makroekonomi ve finansal iktisat alanlarını içeren bu çalışmanın hem ulusal ve hem de uluslararası yazına katkısının olabileceği düşünülmektedir. Çalışmanın ulusal yazına katkısı, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisini birlikte ele almaktır. Yazında, Türkiye bağlamında yapılan çalışmaların, kur rejimlerini ve makroekonomik değişkenlerin oynaklığını ayrı ayrı ele aldığı ya da kur oynaklığı ile diğer değişkenleri ilişkilendirdiği görülmektedir. Söz konusu çalışmalardan bazıları, kur rejimi tercihi (Altay, 2007; Altay ve Güçlü, 2005), üretim oynaklığı (Berument ve Paşaoğulları 2003), faiz oynaklığı (Aydın ve Özcan 2005), kur oynaklığı ile hisse senedi piyasası oynaklığı ilişkisi (Kasman 2006; Salman ve Salih 1999), kur oynaklığı ya da parite oynaklığı ile dış ticaret ilişkisini (Doğanlar 2002; Kahyaoğlu ve Utkulu 2006; Kasman ve Kasman 2005; Vergil 2002) ele almaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmayla, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisini birlikte inceleyerek, hem bu alanda çalışma yapan diğer araştırmacılara, hem de politika yapıcılara yararlı bilgilerin sağlanacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın uluslararası yazına olabilecek katkısı ise, Türkiye'ye ilişkin bulguların, "kur rejimi yansızlığı"nı ya da oynaklık çelişkisi"ni savunan yazında yer aldığı belirlemeye yöneliktir. Bu bağlamda, gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de kur rejimi tercihinin önemli makroekonomik politika kararlarından biri olup olmadığı ortaya konulmaktadır. Ayrıca, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığının özellikle Türkiye gibi sıklıkla kur rejimi değişimlerinin söz konusu olduğu bir ülke açısından incelenmesi ve yasal ve fiili kur rejimleri kapsamında ele alınmasının ulusal ve uluslararası yazına yararlı katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın ulusal ve uluslararası yazına katkısının yanı sıra uygulamaya ilişkin katkılarının da olabileceği düşünülmektedir. Söz konusu katkının ilki, var olan yazın ile karşılaştırıldığında çalışmada çok sayıda makroekonomik değişkenin ele alınması ve bu değişkenlerin reel, finansal ve parasal değişkenler olarak ayrıştırılmasıdır. İkinci katkı, oynaklık modellemesi kapsamında simetrik oynaklık modellerinin yanı sıra asimetrik oynaklık modellerinin de ele alınmasıdır. Üçüncü katkı ise, oynaklıkta (varyans) yapısal kırılmaların kontrol edildiği oynaklık modelleri ile çalışılması, daha anlamlı sonuçlar ve dolayısıyla daha güçlü politika önerilerinin sunulmasına neden olmaktadır. Son olarak, ele alınan dönemde söz konusu değişkenlerin oynaklık özelliklerine (kısa ya da uzun dönemli şoklardan etkilendiği, asimetrik etkiye sahip olduğu, oynaklıkta süregenlik gibi) ilişkin ayrıntılı bilgi sağlanmaktadır.

Çalışmanın Planı

Kuramsal ve uygulama boyutu çerçevesinde bu çalışma, üç bölümden oluşmaktadır. Birinci ve ikinci bölüm, çalışmanın kuramsal temeline göre oluşturulurken; üçüncü bölüm çalışmanın uygulamalı temelinin yansıtmaktadır. Bu çerçevede, birinci bölümde, en katı kur rejimlerinden en esnek kur rejimlerine (katı sabit kur rejimleri, ara rejimler ve dalgalı kur rejimi) olmak üzere kur rejimlerinin temel özellikleri, yararları ve sakıncaları ayrıntılı olarak açıklanmakta ve ortak özellikler çerçevesinde kur rejimleri karşılaştırılmaktadır. Daha sonra, küresel kur rejimleri ile şekillenen uluslararası para sistemlerinin Altın Standardı döneminden günümüze kadar geçen süredeki gelişimi ele alınmaktadır. Son olarak, kur rejimi tercihinin yönelik temel iktisadi görüşler açıklanmakta ve son yıllarda ortaya konulan ve özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşıyan “iki kutuplu görüş hipotezi” (Fischer, 2001), “dalgalanma korkusu hipotezi” (Calvo ve Reinhart, 2000), “sabitlenme korkusu hipotezi” (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005) gibi yazında önemli bir yere sahip olan kur rejimi tercihinin belirlenmesine yönelik yaklaşımlar ortaya konulmaktadır. Optimal kur rejimi tercihi ve kur rejimlerinin eğilimi gibi kur rejimi yazınında önemli bir yere sahip diğer konular da ele alınmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, uygulama bölümü ile bağlantılı olarak, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisinin kuramsal temelleri açıklanmakta ve ilgili yazın taramasına ayrıntılı olarak yer verilmektedir. Bu kapsamda, “kur rejimi yansızlığı” ve “oynaklık çelişkisi” ele alındıktan sonra kur rejimleri ile kur oynaklığı, büyüme (üretim) oynaklığı, enflasyon oynaklığı, ihracat-ithalat oynaklığı ve diğer makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisi ayrı ayrı ortaya konulmaktadır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise, öncelikle Türkiye’de 1980’den günümüze kadar ilan edilen (yasal) kur rejimlerinin tarihsel gelişim süreci, diğer makroekonomik politikalar ve temel yapısal reformlar çerçevesinde ayrıntılı olarak incelenmektedir. Daha sonra, çalışmada kullanılan uygulamaya ilişkin yöntemler açıklanmaktadır. Dört aşamalı bu yöntem, geleneksel ve kırılmalı birim kök testleri, oynaklık modellemesi (simetrik ve asimetrik), koşulsuz varyansta yapısal kırılma (Yinelenen Birikimli Kareler Toplamı yöntemi) ve oynaklıkta süregenlik ile yasal ve fiili kur rejimleri kapsamında yer alan kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini açıklamaya yönelik yöntemden oluşmaktadır. Son olarak, 1982-2007 döneminin aylık veriler kullanılarak incelendiği uygulamaya ilişkin bulgular ortaya konulmakta ve bu çerçevede, sonuç ve değerlendirmeler tartışılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KUR REJİMLERİ VE TEMELLERİ

Birinci bölüm, en katı kur rejimlerinden en esnek kur rejimlerine doğru olmak üzere kur rejimlerinin tanımı ve çeşitleri, uluslararası para sistemleri ve kur rejimlerinin gelişimi ve kur rejimi tercihi olmak üzere üç alt başlıktan oluşmaktadır. Bu bölümün amacı, kur rejimlerine ilişkin ayrıntılı bilgi vermektir.

1.1. KUR REJİMLERİNİN TANIMI VE ÇEŞİTLERİ

Döviz kuru, bir ekonomideki en önemli fiyattır(Hefeker, 2000: 175). Bunun nedeni, döviz kurları ile ekonomik faaliyetler arasındaki güçlü ilişkidir. Döviz kuru istikrarı ile ekonomik istikrar karşılıklı etkileşim içindedir. Döviz kuru istikrarı ekonomik istikrarı etkilediği gibi, ekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte döviz kurunda da istikrar oluşabilmektedir. Buna karşılık, Friedman (1953: 158), döviz kuru istikrarının ekonomik istikrarı sağlamak için gerekli ancak yeterli olmayan bir koşul olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca, döviz kuru istikrarsızlığı ekonomik istikrarsızlığın bir göstergesidir.

Piyasanın temel değişkenlerindeki hareketlilik, yeni haberlerle birlikte ekonomik birimlerin bekleyişlerinde değişme ve spekülatif baskılardan kaynaklanan kur istikrarsızlığı ya da oynaklığı, üretimde kullanılan girdilerin dışa bağımlık ölçüsünde maliyetlerini, malların fiyatlarını ve dolayısıyla ülkenin dış rekabet gücünü etkilemektedir. Bu süreç, döviz kuru istikrarsızlığı, fiyat istikrarsızlığı ve ihracata konu olan malların fiyatında artış kanalıyla dış açığa yol açarak yeniden döviz kuru istikrarsızlığı şeklinde bir sarmal oluşturmaktadır. Bu nedenle, özellikle yüksek enflasyon geçmişine sahip yükselen piyasa ekonomileri döviz kurundaki dalgalanmalara karşı son derece kırılgandır(Corrinne ve McCauley, 2003: 2-3; Duygulu, 1998: 107-110; Neal, 1996: 43-44).

Buradan hareketle, döviz kurundaki dalgalanmanın sınırlarının belirlendiği döviz kuru rejimi, makroekonomik politika kararlarından biri olup, iç ve dış dengenin sağlanmasında en önemli araçlar arasında yer almaktadır. Buna karşılık, makroekonomik istikrarın sağlanmasında temel öge kur rejimi tercihi değildir. Kamu maliyesi, finansal istikrar ve parasal istikrara ilişkin güçlü kurumların varlığı çok daha önemlidir(Calvo ve Mishkin, 2003: 101). Bu bağlamda, uygulanacak herhangi bir kur rejiminin başarısı, makroekonomik ve yapısal politikaların yanısıra kurumsal düzenlemeler ile uyumlu olmasına bağlıdır. Aksi halde, döviz krizi beklentisi artar. Örneğin, sabit kur rejiminin sürdürülebilmesi için mali disiplin ve para politikasının saygınlığı son derece önemlidir. Benzer şekilde, denetleme ve düzenlemenin tam olduğu bir finansal sistem, olası faiz oranı ve döviz kuru dalgalanmalarının yaratacağı maliyetleri azaltarak ve para politikası geçiş mekanizmasını güçlendirerek, dalgalı kur rejiminin uygulanmasını kolaylaştırır(Dutttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2004: 5; Edwards ve Savastano, 1999: 4-5; Hefeker, 2000: 175).

Bütün kur rejimlerinin temel amacı, ödemeler bilançosunda dengeyi sağlayan denge döviz kurlarını belirlemektir(Yıldırım, 2003: 20-21). Kuramda, katı sabit kur rejimi ve tam dalgalı kur rejimi olmak üzere iki uç döviz kuru rejimi bulunmaktadır. Ulusal para talebinde % 1 düzeyinde bir dalgalanma karşısında parasal yetki kurumu para arzını % K kadar değiştirir. Geri kalanının (% (1-K)) döviz kuruna etkisine izin verebilir. K'nın bir'e yakın olması durumunda sabit kur rejimi; sıfır'a yakın olması durumunda ise dalgalı kur rejimi söz konusudur(Frankel, 1999: 5).

Döviz kuru rejimlerini en katı rejimden en esnek rejime doğru üç ana başlık altında sıralamak olanaklıdır(Şekil 1). Bunlar, (i) para birliği, dolarizasyon ve para kurulu şeklindeki “katı sabit kur rejimleri” ya da “sert çıpa rejimleri”; (ii) geleneksel sabit çıpa, sürünen parite, sürünen bant, sıkı-yönetimli dalgalı kur, ayarlanabilir sabit kur, hedef bölgesi ve yeni ara rejimler [BBC kuralı (para sepeti-kur bandı-sürünen parite), yönetimli dalgalanma-artı ve diğer ara çözümler (referans döviz kuru (temel denge döviz kuru), yumuşak marjlar, gözetimli kur bandı (yumuşak marjlar ile sürünen sarite) ve temel ihraç ürünü fiyatına sabitleme)] adı altında kur esnekliğinin

sınırlı olduğu “ara rejimler” ya da “yumuşak çıpa rejimleri”); (iii) tam dalgalı kur ve yönetimli dalgalanma olmak üzere “dalgalı kur rejimi”dir.

Şekil 1: Döviz Kuru Rejimlerinin Sürekliliği

<u>Katı Sabit Kur Rejimleri</u>	<u>Ara Rejimler</u>	<u>Dalgalı Kur Rejimi</u>
<ul style="list-style-type: none">. Para Birliği. Dolarizasyon. Para Kurulu	<ul style="list-style-type: none">. Geleneksek Sabit Kur. Sürünen Parite. Sürünen Bant. Sıkı-yönetimli Dalgalı Kur. Ayarlanabilir Sabit Kur. Hedef Bölgesi. Yeni Ara Rejimler<ul style="list-style-type: none">. BBC Kuralı. Yönetimli Dalgalanma-Artı. Referans Döviz Kuru. Yumuşak Marjlar. Gözetimli Kur Bandı. Temel İhraç Ürünü Fiyatına Sabitleme	<ul style="list-style-type: none">. Tam Dalgalı Kur. Yönetimli Dalgalanma

Kaynak: Bubula ve Otker-Robe , 2004, s. 32

1.1.1. Katı Sabit Kur Rejimleri (Sert Çıpa Rejimleri)

Sabit kur rejimi, bir ülkenin para biriminin merkez bankası tarafından başka bir para birimine ya da para sepetine bağlandığı kur rejimidir. Döviz kuruna müdahale etme olanağının bulunması nedeniyle sabit kur rejimi, “güdümlü kur rejimi” olarak da adlandırılmaktadır (Makin, 2001: 37; Ünsal, 2005: 493). Döviz kurunun piyasa güçlerine bırakılmayacak kadar önemli bir makroekonomik değişken olduğunu benimseyen bu kur rejiminin iki temel yararı bulunmaktadır (Frankel, 1999; 9-10). Birincisi, ticareti ve yatırımları engelleyen işlem maliyetini ve kur riskini düşürmektir¹. Başka bir deyişle, önceden öngörülenmeyen kur hareketlerinden kaynaklanan belirsizliğin uluslararası ticareti ve büyümeyi engellemesi karşısında, ihrac ve ithal mallarının fiyat belirsizliğini en aza indirmektir. İkincisi, para politikası için saygın bir nominal çıpa sağlamaktır. Ulusal para biriminin enflasyon oranı düşük

¹İşlem maliyetleri, döviz kurlarının alış-satış fiyat farkını ve dolayısıyla kur belirsizliği nedeniyle ticarete kayıp ve kur riskinden korunmanın yol açtığı maliyetleri içermektedir (Meissner ve Oomes, 2006: 5-6).

olan bir ülkenin para birimine sabitlemesi, fiyat istikrarını doğrudan etkilemektedir. Döviz kurunu sabitlemek, enflasyon beklentilerini kırmakta ve enflasyonu denetim altına almaktaki kararlılığı göstermektedir.

Katı sabit kur ya da sert çıpa rejimleri ise, kurumsal düzenlemeler çerçevesinde katı kur taahhütlerini içermektedir. Bu kur rejimlerinin temel özelliği, parasal disipline yol açması, uygulamada saydam olması ve spekülasyon saldırılarına karşı kur rejiminin saygınlığını artırmasıdır. Yabancı bir ülkenin para biriminin benimsendiği, dolayısıyla yurtiçi para politikası bağımsızlığının tümüyle ortadan kalktığı bu kur rejimlerinde para politikasının saygınlığı, para biriminin benimsendiği ülkenin para politikasının saygınlığı ile eşdeğerdir. Ayrıca, katı sabit kur rejimleri, beklentilere bağlı olarak ortaya çıkan devalüasyon riskini azaltarak yurtiçi faiz oranlarının düşük ve istikrarlı olmasına yol açar(Edwards, 2001a: 27; Velasco, 2000: 3). Yurtiçi faiz oranlarındaki risk priminin düşmesi ise, borçlanma maliyetini azaltır. Bu durumda, hem enflasyon düşer, hem de ekonomik büyüme sağlanır². Öte yandan, katı sabit kur rejimleri, bütçe açıklarının parasallaştırılamaması nedeniyle güçlü bir bütçe yönetimini özendirir ve kamu maliyesine ilişkin kurumları iyileştirir³. Ayrıca, para birimi uyumsuzluğunu engellediği ve finansal sistemi derinleştirdiği için güçlü bir finansal sistemi beraberinde getirebilir(Calvo ve Mishkin, 2003: 110-114; Eichengreen ve Razo-Garcia, 2006: 416)⁴.

²Enflasyonun denetim altına alınmasında katı sabit kur rejimleri etkin olmakla birlikte tek çözüm değildir. Bağımsız bir merkez bankasının varlığı çok daha önemli bir öğedir(Chang ve Velasco, 2000: 71). Öte yandan, katı sabit kur rejiminin büyümeye etkisi iki şekilde gerçekleşmektedir: (i) dolarizasyonun, faiz oranlarını düşürerek yatırımları özendirilmesi, (ii) kur oynaklığının ortadan kalkması ile birlikte uluslararası ticaretin artmasıdır(Edwards ve Levy Yeyati, 2003: 1).

³Buna karşılık, düşük faizli borçlanma, mali disiplinin sağlanmasını geciktirebilir.

⁴Para birimi uyumsuzluğu hanehalkı, firma, kamu sektörü ya da ekonominin tümünde döviz cinsinden varlıklar ile yükümlülüklerin değeri arasındaki farktır. Para birimi uyumsuzluğunun birçok nedeni bulunmaktadır. Bunlar, bankaların sermaye yetersizliği, risk yönetiminin zayıflığı, düzenleme ve denetleme sisteminin olmaması ve ahlaki tehlikedir. Düşük faizli döviz cinsinden borçlanma ve yüksek faizli ulusal para birimi cinsinden yapılan yatırım, döviz kurundaki dalgalanmalara karşı kırılgan bir yapı oluşturmaktadır. Öte yandan, potansiyel bir para birimi uyumsuzluğu ile mücadelede en doğru çözüm güçlü kurumlar ve politikalarıdır. Ayrıca, döviz rezervi biriktirmek, dış borçlanmayı sınırlandırmak ve dalgalı kur rejimi uygulamak, para birimi uyumsuzluğunu ve finansal kırılganlığı engellemektedir. Ancak, bütün bu çözümler, bazı maliyetleri beraberinde getirir ve “ikinci en iyi”dir; “birinci en iyi” ise, para birimi uyumsuzluğuna maruz kalmadan dış borçlanma kapasitesine sahip olmaktır(Eichengreen vd., 2003: 13-16).

Sabit/katı sabit kur rejimlerinin bazı yararları bulunmaktadır. Bunlar, dört başlık altında toplanabilir.

1. Sabit kur rejiminin, temel yararı kur belirsizliğinin ortadan kalkmasıyla birlikte kur riskinin azalmasıdır. Ulusal para biriminin, yabancı bir para birimine ya da para sepetine sabitlenmesi, aynı zamanda, döviz kuruna yönelik beklentilerin de sabitlenmesi anlamına gelir. Kur beklentilerinin değişmemesi ise, işlem maliyetlerini azaltarak uluslararası ticari ve finansal akımlarının artmasına ve dolayısıyla ekonomik büyümeye yol açar⁵. Ayrıca, enflasyonun düşük olduğu yabancı ülkenin para politikasının benimsenmesiyle birlikte faiz oranları düşer. Böylece, yatırımlar ve ekonomik büyüme artar(Alberola ve Molina, 2005: 13; Obstfeld ve Rogoff, 1995: 76; Rogoff vd., 2003: 30).

2. Sabit döviz kuru, para politikası için “nominal çıpa” işlevine sahip olması nedeniyle, para politikasının saygınlığını artırır. Başka bir deyişle, sabit kur, enflasyonun hızla düşeceğini garanti etmese de, döviz kurunun düşük enflasyon oranına sahip yabancı bir ülke para birimine sabitlenerek yurtdışı enflasyonun baskı altına alınmasına yardım eder⁶. Böylece, aşırı bütçe açıkları ya da özel sektörün yarattığı ücret-fiyat kaynaklı enflasyon karşısında “parasal disiplin” sağlanır. İlan edilen sabit kur rejimi, aynı zamanda, taahhüt anlamına geldiği için keyfi para politikası uygulamalarından vazgeçilmesine neden olur. Böylece, zaman-uyumsuzluğu sorunu engellenir, enflasyon beklentileri azalır ve ücretlerle fiyatlar bu beklentiye bağlı olarak şekillenir(Frankel, 1999: 11; Joshi, 2003: 20; Obstfeld ve Rogoff, 1995: 76)⁷.

⁵Kur riskini azaltmak, türev ürünleri piyasası aracılığıyla da olanaklıdır. Ancak, birçok gelişmekte olan ülkede bu piyasa bulunmamakta ya da var olanlarda da, yüksek işlem maliyetleri söz konusu olmaktadır. Öte yandan, son dönemde yapılan birçok çalışmada, özellikle küçük ve gelişmekte olan ülkelerde kur değişimlerinin ticareti etkilediği yönünde güçlü bulgular elde edilmiştir(Frankel, 2003: 10).

⁶Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmek için sabit kur rejiminin ilan edilmesi gerekmektedir. Sabit kur rejimini 10 yıldan daha fazla uygulayan ülkelerde ise, başlangıçta enflasyon düşüşünden elde edilenin % 80'i kadar ek bir düşüş meydana gelebilir(Rogoff vd., 2003: 50-54)

⁷Para politikasının zaman-uyumsuzluğu sorunu, ilan edilen politikaların açıklandığı gibi uygulanmaması ve zaman içinde bu uygulamalardan sapma olması durumunda ortaya çıkar. Örneğin, ekonomik durgunluğu aşmak ya da istihdamı artırmak amacıyla uygulanan genişletici para politikasının zamanla enflasyonist etkisinin daha fazla ön plana çıkmasıdır. Bunun nedeni, bir ekonomideki davranışların gelecekteki politika beklentilerinden etkilenmesi ve bireylerin davranışlarını politika beklentilerine göre şekillendirmesidir. Zaman-uyumsuzluğu sorunun temelinde,

3. Para politikası bağımsızlığının bulunmadığı katı sabit kur rejimlerinde, parasal yetki kurumunun para arzında ani değişimler yapması olası değildir. Dolayısıyla, bu değişimlerin, faiz oranları ve sermaye hareketleri kanalıyla döviz kuruna etkisi söz konusu değildir(Yıldırım, 2003: 22). Başka bir deyişle, bu kur rejimlerinde parasal şokların etkisi azalır.

4. Sabit kur rejimi, komşu ülkeler arasında ulusal para birimlerinin karşılıklı olarak değer kaybetmesi (rekabetçi değer kaybı) ya da değerlenmesinin (rekabetçi değer artışı) rekabetçi bir yapı almasını engeller. Ulusal para birimlerinin rekabete dayalı bir şekilde değer kaybetmesi ise, komşu ülkelerin birbirleri üzerinde ticaret üstünlüğü kazanma çabasına dayanmaktadır. Örneğin, 1995 Meksika krizinin ardından Arjantin, 1997 Tayland krizi ile birlikte diğer Güney Doğu Asya ülkeleri veya 1999 Brezilya krizinden sonra diğer Güney Amerika ülkeleri, uyguladıkları kur rejimlerine göre para birimlerini devalüe etmiş ya da ulusal para birimlerinin değer kaybetmesine yönelik müdahalelerde bulunmuşlardır(Frankel, 2003: 10).

Sabit/katı sabit kur rejimlerinin birçok sakıncası da bulunmaktadır. Bunlar, şu şekilde sıralanabilir.

1. Sabit kur rejiminin temel sakıncısı, kur istikrarının hedeflenmesiyle birlikte bağımsız para politikası uygulamasının ortadan kalkmasıdır. Yurtiçi parasal genişleme ve faiz oranları tümüyle yabancı ülkeye bağlıdır⁸. Dolayısıyla, yurtiçi şoklar karşısında para politikasının kullanılmamasıyla birlikte reel kesimden kaynaklanan iç şoklara karşı kırılganlık artmaktadır(Mishkin, 1998: 84-85; Yıldırım, 2003: 23).

2. Sabit kur rejiminde, para politikası hiç etkin değildir. Tam sermaye hareketliliği durumunda, Merkez Bankasının para arzını artırmasıyla birlikte faiz oranı düşer, planlanan harcamalar ve dolayısıyla ulusal hasıla düzeyi yükselir. Yeni denge

kısa dönemli hedeflerini gerçekleştirmek amacıyla keyfi politika uygulamaları yer almaktadır (Mishkin, 1997: 7).

⁸Yurtiçi faiz oranları, yabancı ülkenin faiz oranlarının yanısıra, sabit kur rejiminin saygınlığına ilişkin risk primine bağlıdır.

noktasında, yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarından düşük olması nedeniyle düşük getirili ulusal tahvil yerine yabancı tahvil satın alınır. Böylece, sermaye çıkışı sonucu oluşan döviz talep fazlası, döviz kurunu yükselmesine yol açar. Ancak, sabit kur rejiminde merkezi pariteyi korumak amacıyla Merkez Bankası kurunu yükselmesini engellemek amacıyla döviz satar. Döviz rezervlerinin ve para arzının azalması, faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Toplam planlanan harcamalardaki düşüş ise, ulusal hasılanın azalmasına neden olur. Başlangıçtaki denge noktasına geri dönülür(Ünsal, 2005: 646-647).

3. Borç veren son kurum işlevinin ortadan kalkmasıyla birlikte spekülasyon saldırı esnasında ulusal finansal sisteme likidite sağlama olanağı söz konusu olmaz. Tek çözüm, döviz rezervlerini kullanmak ya da ülke kredi derecelendirmesinin iyi olması durumunda döviz cinsinden borçlanmaktır. Aksi durumda, spekülasyon saldırılara ve şoklara açık bir ulusal finansal sistem ortaya çıkmaktadır(Bailliu ve Murray, 2002: 22-26).

4. Sabit kur rejimi, anti-enflasyonist etki ve kur rejiminin saygınlığının artması gibi risk primini düşüren öğelere bağlı olarak kamu borçlanma maliyetini azaltmaktadır. Bu durum, mali disiplinin zayıflamasına yol açabilir(Alberola ve Molina, 2005: 13-24)⁹. Buna karşılık, sabit kur rejiminde bağımsız para politikasının olmaması nedeniyle parasallaştırılamayan bütçe açıkları, sermaye girişleri ile finanse edilmeye çalışılır. Bu durum, kamu borçlanma faiz oranlarının artmasına neden olur. Uzun dönemde bütçe açıklarının artması durumunda, güven bunalımı başlar ve dış borçlanma azalır (Obstfeld vd., 1985: 422).

5. Sabit kur rejiminde döviz kurunun, denge döviz kurundan yüksek ya da düşük olması olasıdır. Bu duruma “kur uyumsuzluğu” adı verilir¹⁰. Döviz kurunun, denge döviz kurundan yüksek (düşük) olması durumunda, ülke bazı malları gereğinden fazla (az) ihraç ya da gereğinden az (fazla) ithal edebilir. Bu durum, kaynak

⁹Geleneksel görüşe göre, sabit kur rejimi daha fazla mali disipline yol açmaktadır. Bunun nedeni, gevşek maliye politikasının döviz rezervlerini azaltarak sabit kur rejiminden vazgeçilmesini beraberinde getirmesidir(Tornell ve Velasco, 2000: 400).

¹⁰Kur uyumsuzluğuna ilişkin geniş yazın taraması için bkz. Edwards ve Savastano (1999).

dağılımının etkinliğini bozar ve ülkenin dış ticarettten yarar sağlamasını engeller. Bu durum, dalgalı kur rejiminde söz konusu değildir(Ünsal, 2005: 673). Özellikle enflasyonist politikaların uygulandığı ülkelerde sabit kur rejimi, kurdaki artış oranının enflasyon oranından daha az olması sonucunda ulusal para biriminin aşırı değerlenmesine yol açar(Seyidoğlu, 2003a: 368).

6. Para otoritesinin sabit kuru koruyacağına yönelik taahhüdü, kur riskinin ortadan kalkması anlamına gelmektedir. Bu durum, kur riskine karşı korunmamış borçlanmayı özendirerek yükümlülüklerin dolarizasyonuna yol açabilir. Sermaye hareketlerinin oynaklığının yüksek olduğu durumda ise, yükümlülüklerin dolarizasyonu kırılganlığın artmasına yol açarak ulusal para birimine karşı spekülasyon saldırıları beraberinde getirebilir(Frankel, 1999: 13; Rogoff ve diğerleri, 2003: 30).

7. Ulusal para biriminin para sepeti yerine sadece bir ülkenin para birimine sabitlenmesi, para biriminin sabitlendiği ülkede ortaya çıkan reel şokların ulusal ekonomiyi etkilemesine yol açar. Örneğin, 1994 yılında ABD’de enflasyonist baskılar kısa dönem faiz oranlarının % 3’ten % 6’ya yükselmesine neden olmuştur. Ulusal para biriminin dolara sabitlendiği Meksika’da faiz oranları ise, % 20’lere yükselmiştir. Bu durum, Aralık 1994’te ortaya çıkan Meksika krizinin nedenlerinden biri olmuştur (Mishkin, 1998: 85). Öte yandan, Arjantin’de (2001-2002) meydana gelen para ve borç krizi, katı sabit kur rejimlerinin dış şokların etkisini arttırdığını ortaya koymuştur(Edwards ve Levy Yeyati, 2003: 1).

8. Sabit kur rejimlerinde, bağımsız para politikasının bulunmaması senyoraj gelirlerinin olmaması anlamına gelmektedir. Ne var ki, özellikle yükselen piyasa ekonomileri için senyoraj sıfır-faizli borç niteliğindedir. Etkin bir vergi sistemine sahip olmayan birçok ülkede senyoraj gelirleri kamu gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır.

9. Sabit kur rejimlerinde meydana gelen bir devalüasyon, dalgalı kur rejiminde meydana gelen aynı orandaki bir depresiasyondan daha maliyetlidir(Tornell ve Velasco, 2000: 401). Örneğin, Meksika krizinde peso’nun değeri birkaç ay içinde

yarıya düşerken, Asya krizinden en çok etkilenen ve ulusal para biriminin dolara sabitlendiği Endonezya'nın para birimi Rupiah çok kısa süre içinde kriz öncesine göre % 75 değer kaybetmiştir(Mishkin, 1998: 89). Daha genel bir deyişle, katı sabit kur rejimlerinin bırakılmasının ardından para politikasının denetiminin yeniden kazanılması ve makroekonomik uyumun sağlanması önemli maliyetleri beraberinde getirmektedir¹¹.

Katı sabit kur rejimleri, üç farklı uygulamadan oluşmaktadır. Bunlar, para birliği, dolarizasyon ve para kurulu (geri dönülemez sabit kur) şeklindeki uygulamalardır.

1.1.1.1. Para Birliği

Sabit kur rejimine yönelik en katı taahhüt olan para birliği ya da parasal birlik, bir ulusal paranın yurtiçinde dolaşımı gibi birkaç komşu ülke arasında dolaşımı ile aynı anlama gelmektedir. Para birliği, yoğun ticari ve mali ilişkilere sahip bir grup ülkenin, ulusal para birimlerini sabit pariteler üzerinden birbirine bağlayıp diğer para birimlerine karşı dalgalanmaya bırakması ile gerçekleştirilir(Seyidoğlu, 2003a: 377). Para birliğinin temel amacı, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla en güçlü kur taahhüdünü benimseyerek para politikasına yönelik en fazla saygınlığa sahip olmaktır(Frankel, 1999: 3).

Para birliği kapsamında ortaya konulan ortak para birimi ise, ekonomik bütünleşme ve yapısal değişim için önemli bir öğedir. Üye ülkelerin ulusal para birimlerinin kaldırılmasıyla birlikte dış ticarete kur riskinin ortadan kalkmasının yol açtığı ticaret yaratıcı etkinin yanısıra, finansal piyasaların gelişimi sağlar. İşlem maliyetlerinde düşüş, ulusal para piyasalarının etkinliğinde artış, hisse senedi ve tahvil piyasalarının hızlı bütünleşmesi, akışkanlığı yüksek, derin ve etkin finansal piyasaların oluşmasına katkıda bulunur. Ticari ve finansal alanlardaki yararların yanı sıra ortak para birimine geçiş, iktisat politikalarında temel değişikliklere (para politikasının tek elden yürütülmesi, üye ülkelerde maliye politikalarının uyumlu

¹¹Yasalar aracılığıyla döviz kurunun belirlendiği para kurulundan çıkış ise, tam dolarizasyona göre daha kolaydır.

olması gibi) yol açarak gerekli yapısal reformların (işgücü piyasası, vergi, sosyal sigorta ve emeklilik fon sistemleri gibi) gerçekleştirilmesini hızlandır ve dolayısıyla üye ülkelerdeki büyümeyi özendirir(Fertekligil ve Özkale, 2002: 4). Söz konusu disiplin, üye ülkelerdeki asimetrik şoklar karşısındaki kırılmalığın azalmasına ve devresel dalgalanmaların yakınsamasına neden olur. Birlik içerisinde daha dinamik ve rekabetçi bir pazarın ortaya çıkması ise, ortak para biriminin sektörel bazdaki olumlu etkisini göstermektedir. Para birliğinin uygulama örnekleri arasında, Avrupa Para Birliğı (ortak para birimi, Avro), Doğı Karayip Adaları Para Birliğı (ortak para birimi, dolar) ve en dikkat çekici olan 1948'den beri devam eden ve 14 Afrika ülkesinin yer aldığı Frank bölgesi yer almaktadır(IMF, 1997: 79; Meissner ve Oomes, 2006: 16)¹².

Para birliğinin temeli, Mundell (1961) tarafından ortaya atılan ve McKinnon (1963) ve Kenen (1969) tarafından geliştirilen “optimum para alanı kuramı (OPA)”na dayanmaktadır. Bu kuramın çıkış noktası, ekonominin büyüklüğü, dışa açıklık derecesi ve ülkeler arasındaki şokların benzerliğidir. OPA kuramı, küçük ve dışa açık ülkelerde sabit kur rejiminin daha yararlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun nedeni, ortak para birimine geçiş ile birlikte işlem maliyetlerinde meydana gelen düşüştür(Rogoff ve diğerleri, 2003: 59).

Dışa açıklık ölçütünün temeli olan ve McKinnon (1963) tarafından ileri sürülen ticarete konu olan malların GSMH içindeki payının yüksek olduğu ülkelerde, kur riski daha önemli duruma gelmektedir. Böylece, tam dalgalı kur rejimini uygulayamayacak kadar küçük ve dışa açıklık derecesi fazla olan ülkeler, sabit kur rejimini benimseyerek ticareti ve yatırımları engelleyen kur riskini azaltabilirler. Döviz kurunu sabitleyerek enflasyon beklentilerini azaltmak da daha kolaydır. Bunun nedeni, ulusal para biriminin sabitlendiğı ülkenin düşük enflasyon oranına sahip olması ve bu ülkedeki para politikası uygulamasının ulusal para birimini

¹²Birçok ülke para birliğı oluşturmayı planlamaktadır. Örneğın, Orta Doğı'da yer alan 6 körfez ülkesi (Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri), 2010 yılında dolara sabitlenmiş ortak para birimine geçmeyi planlamaktadır. Doğı Asya'da ise, tek Asya para birimine (Yen bloğı ya da Doğı Asya para birimlerinden oluşan para sepeti) geçiş tartışmaları devam etmektedir(Meissner ve Oomes, 2006: 2-3).

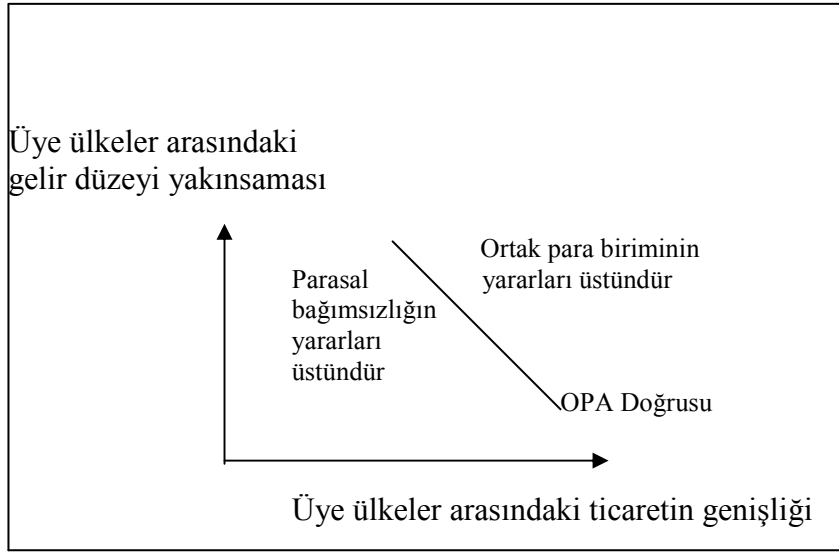
sabitleyen ülkedeki para politikası ile eşdeğer olmasıdır. Düşük enflasyon oranına sahip bir para politikası uygulamasının benimsenmesi, enflasyon beklentilerini azaltır. Ayrıca, bir başka dışa açıklık ölçütü olan marjinal ithalat eğiliminin yüksek olduğu bir ülkede, üretim oynaklığı sabit kur rejiminde daha az olmaktadır. Kur belirsizliğinin ortadan kalkmasıyla birlikte ithal girdilerin maliyetlerinde herhangi bir değişim söz konusu olmamaktadır. Maliyetlerin değişmemesi ise, üretimde meydana gelecek ani değişimleri engellemektedir. Diğer dışa açıklık ölçütü ise, işgücü hareketliliğidir¹³. İşgücü hareketliliğinin söz konusu olduğu durumda, yurtiçi ekonomik durgunluk karşısında ulusal parasal genişlemeye ya da devalüasyona gerek kalmamaktadır. İşgücü hareketliliğinin söz konusu olduğu durumda, yurtiçi ekonomik durgunluğu ve dolayısıyla işsizlik oranının artmasını engellemek amacıyla genişletici para politikası uygulamasına gereksinim bulunmamaktadır. Aynı durum, devalüasyon kanalıyla ihracatı artırarak durgunluğu azaltmak için geçerlidir. Buna karşılık, ani bir şok karşısında birlik içindeki ülkelerin bağımsız para politikası uygulayamaması, ülkelerin ekonomik açıdan zayıflamasına neden olmaktadır. Parasal bağımsızlığı azaltmaya yönelik çözüm önerisi ise, ani şoklarla karşılaşan ülkeleri finanse edecek merkezi bir mali sistemin kurulmasıdır(Frankel, 1999: 14-16).

OPA kuramı, döviz kurunun sabit olduğu bir bölgenin genişliğinin artırılmasının fayda ve maliyetlerinin araştırılmasına dayanmaktadır. Böyle bir bölgenin genişletilmesinin en önemli faydası, farklı para birimlerinin değişim aracı ve hesap birimi olarak kullanılmasından kaynaklanan kur riskini düşürmesidir. En önemli maliyeti ise, kısa dönemli makroekonomik şoklar karşısına bağımsız para politikası uygulamasının olmamasıdır(Obstfeld vd., 1985: 401). Öte yandan, OPA kuramının iki temel belirleyicisi bulunmaktadır. Bunlar, üye ülkeler arasındaki ticaretin genişliği ve gelir düzeylerinin birbirine yakınsamasıdır. Şekil 2’de görüldüğü gibi, OPA doğrusu, negatif eğimlidir. Bu doğrunun sağ tarafı ortak para

¹³İşgücü hareketliliğinin ya da daha geniş bir ifadeyle girdi hareketliliğinin para birliğindeki önemi bir örnek ile açıklanabilir. A ülkesi dış açık verirken, B ülkesi dış fazla versin. A’nın para birimi B’ye göre devalüe edilemeyeceği için A’nın gelir ve harcama daraltıcı politikalar, B’nin ise gelir ve harcama genişletici politikalar uygulaması gerekir. Böylece, her iki ülkede dış denge sağlanır. Buna karşılık, A’da işsizlik, B’de aşırı girdi talebi ortaya çıkar. Girdi hareketliliğinin yüksek olması durumunda, girdilerin A’dan B’ye yönelmesiyle birlikte dış denge sorunlarının yanısıra iç denge sorunları da çözümlenmiş olur(Seyidoğlu, 2003b: 22).

biriminin üstünlüğünü, sol tarafı bağımsız kur rejimlerinin üstünlüğünü göstermektedir. Ortak para biriminin yararları ticari bütünleşme ile olumlu ilişkili; sakıncaları ise, gelir düzeyi yakınsaması ile olumsuz ilişkilidir. Başka bir deyişle, üye ülkeler arasında ticaret genişledikçe OPA'nın yararları artmaktadır. Buna karşılık, üye ülkeler arasında gelir düzeyleri birbirine yakınsadıkça (gelir düzeylerinin bütünleşmesi) OPA'nın yararları azalmaktadır.

Şekil 2: Optimal Para Alanı'nın Temel Belirleyicileri



Kaynak: Frankel, 1999, s. 39

Sonuç olarak, sabit kur rejiminin yararları, ekonomik bütünleşme derecesine bağlı olarak artmaktadır. Ticari ve finansal ilişkiler kapsamında birbiriyle bütünleşmiş ve benzer ekonomik büyüklüğe sahip ülkelerin, OPA oluşturmaları daha uygundur. Dolayısıyla, OPA, kendi para birimi ve para politikasının olduğu bir bölgedir. Başka bir deyişle, OPA, ne komşu ülkenin para birimine sabitlenmeyecek kadar küçük ve açık bir bölgedir, ne de farklı para birimlerinin bulunduğu alt alanlara ayrılacak kadar büyük bir bölgedir(Frankel, 1999: 14-15).

1.1.1.2. Dolarizasyon

Katı sabit kur rejimleri arasında yer alan ve kur taahhüdünün dolayısıyla saygınlığın yüksek olduğu dolarizasyon, parasal bağımsızlığın tümüyle ortadan

kalktığı ve yasal bir ulusal para biriminin olmadığı bir sistemdir(Frankel, 1999: 21)¹⁴. Ulusal para ve kur politikalarının geride bırakıldığı bu kur rejiminde, ulusal para biriminin yerine temel para birimlerinden birinin kullanılması anti-enflasyonist politikaların saygınlığını artırmak için tek çözümdür. Nitekim, “tam dolarizasyon”, yabancı para birimini benimsemekten çok, düşük enflasyon oranına ulaşmak için geri dönülemez şekilde kurumsal değişiklikleri, mali sorumluluğu ve saydamlığı içermektedir. Dolayısıyla, dolarizasyonda, yanlış bir makroekonomik yönetim (keyfi para politikası uygulaması) söz konusu olmamaktadır(Berg ve Borensztein, 2000: 14-18; LeBaron ve McCulloch, 2000: 36). Ayrıca, dolarizasyon-kaynaklı makroekonomik istikrar ile birlikte kamu maliyesi dengeye ulaşmakta, dış denge belirli sınırlar içerisinde hareket etmekte ve büyüme hızında önemli bir artış meydana gelmektedir. Dolarizasyon, büyümeyi iki kanaldan etkilemektedir(Edwards, 2001c: 249-250; Edwards ve Magendzo, 2001: 1): (i) Enflasyon oranı düşük olan bir ülkenin para birimini benimsemek, aynı zamanda, o ülkenin para ve kur politikalarını benimsemek anlamına gelmektedir. Bu nedenle, iki ülke arasındaki faiz oranı farkının daralmasıyla birlikte, dolarizasyonun uygulandığı ülkede faiz oranları zaman içinde düşerek yatırımların artmasına yol açar, (ii) kur riskinin ya da belirsizliğinin ortadan kalkmasıyla birlikte işlem maliyetlerinin düşmesi, uluslararası ticareti artırır.

Para kurulu gibi tam dolarizasyon da, spekülâtif saldırılara karşı koymak ve dolayısıyla para krizi riskini azaltmak amacıyla benimsenen bir araçtır. Bir ekonomide ulusal para biriminin olmaması, spekülâtörlerin o para birimine yönelik saldırıda bulunmasını engeller. Öte yandan, dolarizasyon, yükselen piyasa ekonomilerinde ortaya çıkan finansal krizlerin ardından gündeme gelen sermaye denetimlerine göre daha uygun bir çözümdür (Calvo ve Reinhart, 1999b: 13; LeBaron ve McCulloch, 2000: 32). Finansal piyasalardaki çeşitliliğin arttığı bir ortamda, sermaye denetimleri bir ekonomiyi uluslararası finans piyasalarından soyutlayan bir çözümdür. Dolarizasyonda ise, böyle bir soyutlama söz konusu değildir.

¹⁴Mart 2001 itibariyle, yasal bir ulusal para birimine sahip olmayan 39 ülke bulunmaktadır(Seyidoğlu, 2003b: 29).

Dolarizasyonun yararları birkaç başlıkta sıralanabilir(Berg ve Borensztein, 2000: 4-24; Bogetic, 2000: 201-203; Goldstein, 2002: 34-41). Bunlar;

1. Enflasyona karşı güçlü bir nominal çıpadır. Dolarizasyonun olumlu etkileri saygınlığın çok yüksek olmasından kaynaklanır.
2. Dolarizasyonun temel amacı, enflasyonu düşürmektir. Bu amaç doğrultusunda keyfi para politikasının uygulanamaması ve dolayısıyla bütçe açıklarının parasallaştırılamaması ve aynı zamanda senyoraj gelirlerinin olmaması, mali disiplinin sağlanmasına yol açar.
3. Finansal varlık ve yükümlülüklerin aynı para birimi cinsinden olması, para birimi uyumsuzluğunu ortadan kaldırır. Bu nedenle, döviz kuruna yönelik spekülasyon saldırı ve dolayısıyla para krizi meydana gelmez. Para krizi riskinin (ve dolayısıyla devalüasyon riski ya da gecikme riski) olmaması ise, ülke risk primini azaltarak faiz oranlarının düşmesine neden olur. Düşük maliyetli dış borçlanma, kamu maliyesini güçlendirir; yatırımları ve büyümeyi artırır.
4. Enflasyonun düşmesi ve devalüasyon riskinin olmaması reel faiz oranlarını azaltır.
5. Uzun vadeli finansman olanağı ortaya çıkar.
6. Kur riski olmadığı için vade uyumsuzluğu söz konusu olmaz.
7. Kur oynaklığının tümüyle ortadan kalkması nedeniyle diğer kur rejimlerine göre uluslararası ticaret daha fazla artar.
8. Herhangi bir temel para biriminin ulusal para birimi yerine geçmesi, işlem maliyetlerini ve dış ticaretteki kısıtlamaları azaltır. Dolayısıyla, kurumsal düzenlemeler ile birlikte ekonomik ve finansal bütünleşme artar ve zamanla gelişmiş ülkelerin gelir düzeylerine doğru bir yakınsama ortaya çıkabilir.

9. Döviz rezervi tutma gereksinimi ortadan kalkar.

10. Ani kur ayarlamalarının olmaması, uluslararası sermaye hareketlerinin önemli ölçüde istikrarlı olmasına neden olur.

Dolarizasyon, aynı zamanda, bazı önemli sakıncaları beraberinde getirmektedir(Calvo ve Mishkin, 2003: 100; Calvo ve Reinhart, 1999a: 21-22; LeBaron ve McCulloch, 2000: 34-35; Joshi, 2003: 19-20). Bunlar;

1. Para ve kur politikalarının esnekliğinin kaybolmasıyla birlikte bütçe açıkları parasallaştırılamamakta ve devalüasyonun olumlu etkisinden yararlanılamamaktadır.

2. Para politikasının bağımsızlığının ortadan kalkması ve yabancı para biriminin kullanımı ile özellikle gelişmekte olan ülkelerde toplam gelirin önemli bir kısmını oluşturan senyoraj olanaklarından ya da para basmanın yararlarından tümüyle vazgeçilmesine neden olmaktadır. Bunun çözümü ise, dolarizasyonu uygulayan ülke ile para biriminin kabul edildiği ülke arasında senyoraj hakkının paylaşılmasıdır.

3. Merkez bankasının borç veren son kurum işlevinin olmaması, yurtiçi finansal sisteme likidite sağlanamamasına neden olmaktadır¹⁵. Buna karşılık, elde tutulan döviz cinsinden parasal varlıklar, finansal sistemde güvence yaratarak banka hücumlarını engelleyebilir. Ancak, parasal denetimin de söz konusu olmaması, yurtiçi finansal sistemin çökmesine yol açabilir. Bu nedenle, uluslararası döviz rezervlerinin önemli bir kısmı, merkez bankasının işlevini yerine getirmesi için kullanılabilir.

4. Devalüasyonla rekabet gücünün iyileştirilme olanağı bulunmamaktadır.

5. Döviz kuru riskinin ortadan kalkması, sermaye maliyetini azaltarak ticaret ve yatırımları özendirse de; gecikme riski ve ülke riski sermaye maliyetini tekrar artırabilir.

¹⁵Merkez bankasının, yasal karşılık oranlarını belirleme yetkisi sürmektedir.

6. Dolarizasyonun temel özelliklerinden biri uzun süreli uygulanan bir kur rejimi olmasıdır. Bu nedenle, dolarizasyon terk edildiği zaman para politikasının denetiminin tekrar sağlanması ya da yeni paritenin belirlenmesi oldukça zordur. Bu özellik, dolarizasyonun para kuruluna göre daha zor bir kur rejimi olduğunu göstermektedir.

Resmi dolarizasyon uygulamaları genellikle Andora, Monaco, Marshall Adaları, San Marino gibi çok küçük ülkelerde görülmektedir¹⁶. Bu ülkeler arasında yer alan en büyük ülke, 1904 yılından beri doların resmi para birimi olarak kullanıldığı Panama'dır.¹⁷ Yabancı bankaların borç veren son kurum işlevine sahip olduğu Panama'da dolarizasyon süreci, parasal istikrar, düşük enflasyon ve düşük faiz oranını beraberinde getirmiştir. Ancak, dolarizasyonun düşük enflasyon şeklindeki olumlu katkısı, büyüme için söz konusu olmamıştır. 1958-1998 döneminde yıllık enflasyon oranı % 2.4 ve reel GSYİH büyüme oranı % 5.3 olarak gerçekleşmiştir. Panama'nın büyüme oranı, dolarizasyonu uygulamayan diğer ülkeler karşısında bir farklılık göstermemektedir. Günümüzde ise, sadece Ekvator (Ocak 2000-), El Salvador (Kasım 2000-) ve Guatemala (2001-)'da dolarizasyon resmen benimsenmiştir(Edwards, 2001c: 252-256; Edwards ve Magendzo, 2001: 1)¹⁸. Öte yandan, Panama'nın dış ticaretinin daha çok ABD ile gerçekleşmesi nedeniyle bu ülkenin sadece dolara sabitlemesinin herhangi bir tehlikesi bulunmamaktadır. Temel para birimleri karşısında dalgalanmanın yol açacağı dolaylı bir olumsuz etki söz konusu olmayacaktır. Buna karşılık, dış ticaretin dağılımının farklılık gösterdiği Ekvator'un para birimini dolara sabitlemesi önemli sorunları beraberinde getirmiştir(Bailliu ve Murray, 2002: 23).

Dolarizasyonun resmi olmadan uygulanmasına "kısmi dolarizasyon" ya da "para ikamesi" adı verilmektedir. Kısmi dolarizasyon, varlıkların önemli bir bölümünün yabancı para birimi cinsinden elde tutulmasıdır. Döviz cinsinden tahvil ve döviz mevduatı, bu varlıklar arasında yer almaktadır. Öte yandan, dış

¹⁶Bu ülkeler için detaylı bilgi bkz. Bogetic (2000: 183-184), Edwards (2001c: 252).

¹⁷Panama örneği için detaylı bilgi bkz. Eichengreen ve Hausmann (1999: 30-36), LeBaron ve McCulloch, (2000: 35), Edwards (2001b: 6-9).

¹⁸Ekvator ve El Salvador için detaylı bilgi bkz. Bogetic (2000: 206-208).

borçlanmadan kaynaklanan yükümlülüklerin dolarizasyonu da kısmi dolarizasyona neden olmaktadır. “Para ikamesi” ise, döviz cinsinden varlıkların ödeme aracı ve değer biriktirme aracı (varlık ikamesi) olarak kullanılmasıdır(Bogetic, 2000: 181)¹⁹. Para ikamesi, ulusal para birimlerinin önemli ölçüde enflasyon vergisine konu olduğu gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerinde görülmektedir. Bu ülkelerde, enflasyon ya da döviz kurunun neden olduğu ulusal para biriminin değerindeki değişime karşı korunmak amacıyla birçok işlemde yabancı para birimi kullanılmaktadır (LeBaron ve McCulloch, 2000: 32). Örneğin, gelişmekte olan ülkelerde döviz cinsinden mevduatlar, M2'nin yaklaşık % 15-20'sini oluşturmaktadır(IMF, 1997: 92). Para ikamesi, geçmiş enflasyonun yanı sıra, temel para birimlerinin uluslararası işlemlerde temel hesap birimi olarak kullanılmasından da kaynaklanmaktadır. Bu durum, parasal yetki kurumunun bankaların döviz cinsinden mevduat kabul etmesine izin vermesine neden olmaktadır. Sonuç olarak, kısmi dolarizasyon ya da para ikamesi, gelişmekte olan ülkelerin temel kurumsal özelliklerinden biri olarak ortaya çıkmaktadır(Calvo ve Mishin, 2003: 104)²⁰.

1.1.1.3. Para Kurulu (Geri Dönülemez Sabit Kur)

Katı sabit kur rejimleri arasında saygınlığın yüksek olduğu para kurulu ya da geri dönülemez sabit kur, ulusal para biriminin herhangi bir temel uluslararası para birimine (rezerv para) sabit bir orandan yasal taahhüt ile bağlandığı bir sistemdir. Sabit kura yönelik çok güçlü ve saygın bir taahhüdü içeren para kurulunun temel özelliği, döviz giriş-çıkışlarının, para arzını ve dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarını belirlemesidir. Başka bir deyişle, parasal taban, döviz rezervlerine eşittir (ortodoks para kurulu) ve dolaşımdaki her ulusal para biriminin döviz cinsinden karşılığı

¹⁹Para ikamesi, hem sabit hem dalgalı kur rejimi üzerinde önemli etkilere sahiptir. Sabit kur rejiminde ortaya çıkan devalüasyon beklentisi, döviz cinsinden varlıklara yatırımın artmasına neden olur. Bu durum, Merkez Bankasının döviz rezervlerinin hızla azalmasına yol açar. Böylece, öngörülenden daha yüksek oranda bir devalüasyon gerçekleşir(Seyidoğlu, 2003b: 166).

²⁰Gelişmekte olan ülkelerin diğer kurumsal özellikleri, yüksek enflasyon ve para krizine karşı kırılganlığı artıran zayıf bir kamu maliyesi, zayıf finansal ve parasal kuruluşlar ve ani sermaye çıkışına karşı kırılganlıktır. Zayıf bankacılık sistemi, finansal istikrarsızlık yaratmanın yanı sıra, banka kurtarma maliyetini artırarak kamu açıklarının yükselmesine yol açmaktadır. Fiyat istikrarına karşı güçlü bir taahhüdü bulunmayan veya bağımsızlığı sınırlı olan, dolayısıyla düşük saygınlığa sahip bir merkez bankasının varlığı ise, enflasyonu denetim altında tutmaya veya para biriminin değer kaybetmesini engellemeye yönelik araç bağımsızlığının olmadığı anlamına gelmektedir(Calvo ve Mishkin, 2003: 104).

bulunmaktadır²¹. Bu durum, bütçe açıklarını finanse etmek ya da likidite sıkıntısı çeken bankalara finansman sağlamak gibi amaçlar için kullanılabilen para politikasının bağımsızlığının kaybolması ve dolayısıyla keyfi politika uygulamasının olmaması anlamına gelmektedir. Böylece, parasal denetim ve borç veren son kurum olma gibi Merkez Bankasının geleneksel işlevlerinin ortadan kalkmasıyla birlikte enflasyon kontrol altına alınır. Öte yandan, para kurulu sisteminde, ülke ekonomisi dış şoklara karşı oldukça kırılgan duruma gelmektedir(Corden, 2002: 32; Uzunoğlu, 2003: 12). Bankaların likidite sıkıntısında olduğunu gösteren çok kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmak amacıyla merkez bankasının bankalara fon sağlayamaması, bankacılık krizlerine yol açabilmektedir. Bu nedenle, enflasyonun düşürülmesinde etkin olan para kurulu, bankacılık sektöründe istikrarsızlığa yol açtığı için güçlü bir bankacılık sektörü, para kurulunun önemli koşullarından biridir(Mussa ve diğerleri, 2000; 26).

Parasal yetki kurumunun sadece dış varlıklar karşılığında piyasaya para sürdüğü bir sistem olan para kurulunun birkaç temel özelliği bulunmaktadır(Frankel, 1999: 18; Mussa ve diğerleri, 2000: 26; Velasco, 2000: 5; Williamson, 1995: 19-20). Bunlar;

1. Para kurulu, hiperenflasyondan ya da parasal istikrarsızlıktan kurtulmak ve bu koşullarda azalan para politikasının saygınlığını yeniden kazanmak amacıyla yönelik olarak uygulanmaktadır.
2. Döviz kurunun sabitlenmesi sadece politika anlamında değil, aynı zamanda yasalar ile sağlanmaktadır.
3. Ulusal para biriminin dolar karşılığının bulunduğu yasal karşılık sisteminde, dolar dış rezervler ile desteklenmektedir.
4. Para kurulu, yönetim ve işlevsel açıdan basit, saydam ve gözlenebilir niteliktedir.

²¹Buradan hareketle, para kurulu ile merkez bankası bilançosu arasındaki temel fark, para kurulu bilançosunun aktifinde sadece dış varlıklar kaleminin bulunmasıdır. İç varlıkların bulunmaması ise, para kurulunun Hazine'ye ve özel sektöre kredi vermediğini göstermektedir(Williamson, 1995: 3).

5. Elde tutulan döviz rezervleri nedeniyle faiz geliri elde edilir. Dolayısıyla, enflasyon yerine faizden kaynaklanan senyoraj geliri söz konusudur²².

6. Para kurulunda, ödemeler bilançosunda otomatik denkleşme mekanizması bulunmamaktadır. Ödemeler bilançosu açığının, para arzını azaltarak faiz oranlarını artırması ve sermaye girişlerini özendirilmesi ve dolayısıyla dış açığın kendiliğinden dengeye ulaşması şeklinde otomatik bir mekanizma söz konusu değildir. Bunun nedeni, para arzını belirleyen temel ögenin döviz girişleri-çıkışları olmasıdır.

Para kurulunun bazı önemli yararları bulunmaktadır(Edwards ve Savastano, 1999: 7; Goldstein, 2002: 21-32; IMF, 1997: 84-85; Velasco, 2000: 5; Williamson, 1995: 13). Bunlar;

1. Keyfi para politikası yerine parasal disiplin söz konusudur. Böylece, enflasyon kolaylıkla denetim altına alınabilir. Para kurulu, aynı zamanda, bütçe açıklarının parasallaştırılamaması nedeniyle mali disiplin sağlar²³.

2. Para kurulunu benimseyen bir ülkede para politikası uygulaması, tümüyle ulusal para biriminin sabitlendiği ülkeye (rezerv ülke) geçtiği için iki ülke arasındaki faiz farkı daralmaktadır. Örneğin, Mart 1997'de Bulgaristan'da uygulamaya geçilen para kurulundan bir ay önce % 18 olan faiz oranları, Temmuz 1997'de % 1 civarına gerilemiştir.

3. Makroekonomik disiplinin sağlanması ve konvertibilitenin sürmesi nedeniyle parasal sistemde güven yaratılması dış ticareti ve yatırımları özendirir, büyümeyi artırır.

²²Dolarizasyonda, senyoraj hakkı ulusal para biriminin sabitlendiği ülkeye geçmektedir.

²³Ghosh, Gulde ve Wolf (1998: 7-8), diğer sabit kur rejimlerine göre para kurulunda enflasyon oranının ortalama 4 puan daha düşük olduğunu ileri sürmektedirler. Öte yandan, para kurulunu uygulayan ülkelerde bütçe açığı ortalama % 2.8 iken, diğer sabit kur rejimlerinde ve dalgalı kur rejiminde sırasıyla, % 4.2 ve % 4.4 olarak gerçekleşmektedir.

4. Para kurulu ile para politikasının saygınlığı en üst düzeye yükselir. Zaman tutarsızlığı sorunu engellenir.
5. Borç veren son kurum işlevinin olmaması, güçlü bir bankacılık sektörünün oluşturulmasını zorunlu hale getirir.
6. Güçlü kur taahhüdü, para politikasının yüksek saygınlığı eşliğinde borçlanma maliyetini azaltır.
7. Saygınlığın tam olduğu bir para kurulu, spekülâtif saldırıları önleyerek para krizlerinin ortaya çıkmasını engellemektedir. Bu özellik, para kurulunun, en saygın yönünü oluşturmaktadır.

Para kurulunun sakıncaları ise birkaç başlık altında toplanabilir(Corden, 2002: 32-33; Edwards ve Savastano,1999: 7; Goldstein, 2002: 24-29). Bunlar;

1. Para politikasının esnekliği söz konusu değildir. Para politikasının bağımsız olmaması ise, şokların maliyetini artırır. Kur değişimleriyle etkilerinin giderilemediği büyük dış şoklar, reel ekonomi tarafından emilir.
2. Parasal yetki kurumunun, döviz karşılığı olmadan piyasaya para sürme yetkisinin bulunmaması, borç veren son kurum olma işlevini engellemektedir. Bu durumda, likidite sıkıntısı içinde olan banka ve finansal kurumlara borç verilememesi bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına yol açabilir²⁴.
3. Sermaye girişlerinde ya da ihracat gelirlerinde meydana gelen bir azalma, döviz rezervlerinde ve dolayısıyla para arzında düşüşe ve faiz oranlarında artışa yol açabilir. Bu nedenle, ortaya çıkan uzun süreli ekonomik durgunluğun finansal sisteme etkisi daha kalıcı olabilir.

²⁴Bankacılık sektörüne finansman sağlamak amacıyla para politikası yerine, maliye politikası kullanılabilir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanması pek kolay olmamaktadır(Velasco, 2000: 5).

4. Devalüasyonun söz konusu olmaması nedeniyle, ekonomik durgunluk devalüasyonun ihracatı artırıcı etkisi ile giderilemez.

5. Para kurulu, para birimi uyumsuzluğunu tamamen engelleyememektedir. Reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi durumunda ise, denge reel döviz kuruna ulaşmak için sabitlenen nominal döviz kuru yerine yurtiçi fiyatlar ve maliyetlerde ayarlama yapmak gerekir. Böyle bir ayarlama, fiyat esnekliğinin olmadığı bir ekonomide zorlaşmaktadır.

Para kurulunun başarısı, yasal düzenlemeler, yeterli döviz rezervleri, iyi işleyen ve denetlenen bir finansal sistem ve mali disipline bağlıdır(Frankel, 1999: 20). Öte yandan, para kurulunun başarısı için politika yapımcıların iki öğeye dikkat etmeleri gerekmektedir. Birincisi, bankacılık sektörünün aşırı risk alımını engellemektir. Bunun nedeni, para kurulunun bırakılma olasılığı karşısında meydana gelecek devalüasyonun, yükümlülüklerin dolarizasyonu kanalıyla banka bilançolarının bozulmasına neden olmasıdır. Ayrıca, merkez bankasının borç veren son kurum işlevine sahip olmamasıdır. İkincisi, politika yapımcıların para kurulundan çıkmaya yönelik kurumsal altyapıyı hazırlamalarıdır. Para kurulu, sonsuza dek sürülecek bir kur rejmi değildir. Ayrıca, spekülasyon saldırılarının ardından zorunlu olarak para kurulundan çıkış, finansal kriz ve enflasyonda hızlı yükselişi beraberinde getirecektir (Mishkin, 1998: 93-95).

Para kurulu, ilk defa 70 İngiltere kolonisi tarafından uygulanmıştır. Mauritius, 1849 yılında ilk uygulayan kolonidir. O zamanlar, para kurulunun amacı, Sterlin banknotu basmanın zorluğunu ve metal para taşımanın maliyetini gidererek kolonilerde istikrarlı bir para birimi sağlamaktır. Böylece, yabancı para birimlerini rezerv olarak tutan koloniler faiz geliri elde etmiştir. 1940'lı yıllara gelindiğinde, para kurulu uygulaması en üst düzeye ulaşmıştır. 1960'larda ise, yeni bağımsızlığını kazanan Afrika ülkeleri para kurulu yerine merkez bankası uygulamasına geçmiştir. Daha sonraki uygulamalar ise, finansal disiplin ve ekonomik istikrar sağlamak amacıyla Hong Kong (1983-), Arjantin (1991-2001), Estonya (1992-), Letonya (1994-), Bulgaristan (1997-), Bosna (1998-) olarak gerçekleşmiştir(Frankel, 1999:

18). Son olarak, Kasım 1999'da Montenegro para kuruluna geçmiştir(Bogetic, 2000: 185). Bu ülkeler arasında en sert para kurulu uygulaması Estonya'da, en yumuşak uygulama ise Arjantin'de görülmüştür(Ghosh, Gulde ve Wolf, 1998: 10).

Arjantin ve Hong Kong, en dikkat çekici para kurulu uygulamalarıdır(Goldstein, 2002: 22-23)²⁵. Arjantin, 1980'lerde hiperenflasyon ve parasal yetki kurumunun güven eksikliği nedeniyle para kurulu uygulamasına geçmiştir. Nisan 1991'de "Konvertibilite Planı" kapsamında uygulanan para kurulu ile parasal yetki kurumunun bütçe açıklarını finanse etmeye yönelik para basma yetkisi kaldırılmıştır. Ayrıca, peso/dolar kuru "1" olarak yasa kapsamında belirlenmiştir. 1991 yılından itibaren Arjantin fiyat istikrarı modeli durumuna gelmiştir. 1989 ve 1990 yıllarında % 1,000'nin üzerinde olan yıllık enflasyon oranı, 1994 sonunda % 5'in altına düşmüştür. 1991-1994 dönemide ortalama büyüme oranı ise % 8 olmuştur. Öte yandan, Meksika krizi ile birlikte Arjantin'de mevduatlar % 18 oranında azalmış ve 1995 yılında reel milli gelir % 5'ten fazla düşmüştür. Yüksek bütçe açıklarının söz konusu olduğu Ocak 2002'de, Arjantin'de para kurulu sona ermiş ve para kurulunun ulusal para birimine yönelik spekülasyon saldırıları engelleyemediği ortaya çıkmıştır(Frankel, 1999: 18-19, Joshi, 2003: 21; Mishkin, 1998: 93).

Hong Kong ise, Asya ülkeleri arasında para kurulunu uygulayan temel ülke örneğidir. 1983'ten beri uygulanan ve ulusal para biriminin dolara sabitlendiği para kurulunda, rezervlerdeki değişimin yurtiçi parasal etkileri bir ölçüde kısırlanmıştır. Ayrıca, parasal yetki kurumu, sınırlı ölçüde borç veren son kurum işlevine sahip olmuştur. Dolayısıyla, Hong Kong örneği, katı para kurulu özelliği taşımamakla birlikte, sabit döviz kuruna yönelik güçlü bir taahhüde ve pasif para politikası uygulamasına sahiptir. Hong Kong'ta para kurulunun başarısı üç nedene dayanmaktadır(Corden, 2002: 33-34): (i) Asya krizi sırasında ortaya çıkan döviz kurlarına yönelik spekülasyondan etkilenmeyecek kadar saygın bir para kurulu sisteminin var olmasıdır. Bu saygınlık, güçlü döviz rezervlerine, döviz kurunun sabit kaldığı dönemin uzunluğuna ve kamuoyunun desteğine dayanmaktaydı, (ii)

²⁵Diğer ülke uygulamaları için bkz. Ghosh, Gulde ve Wolf (1998: 9), Williamson (1995: 7).

kısırlaştırma politikası ve borç veren son kurum işlevinin, durgunluk dönemlerini hafifletmesidir. Ekonominin büyüdüğü dönemde bütçe fazlası vermeye yönelik politikalar, Asya krizi sırasında maliye politikasına esneklik kazandırmıştır, (iii) durgunluk dönemlerinin hafiflemesine yol açan ücret ve fiyatların aşağı yönde esnek olmasıdır. Asya krizinin yaşandığı ülkelerde bu derece fazla olmayan ücret ve fiyat esnekliği, para kurulunun sürdürülmesinde önemli bir öğedir.²⁶

1.1.2. Ara Rejimler (Yarı Esnek Sabit Kur Rejimleri, Yumuşak Çıpa Rejimleri)

Bretton Woods sisteminin 1973 yılında sona ermesi ile birlikte dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlanmıştır. Ancak, döviz kurlarının sadece piyasa güçleri tarafından belirlenmemesi nedeniyle, uygulanan kur sistemini merkez bankası müdahalesine dayanan yönetimli dalgalanma şeklinde adlandırmak daha gerçekçi olmaktadır. Günümüzde, ülke ekonomileri sadece yönetimli dalgalanma kur rejimini benimsemek yerine, birçok almasıık kur rejimini benimsemektedir. Bu kur rejimleri, tam dalgalı kur ile katı sabit kur rejimleri gibi iki uç uygulamanın yanısıra, parasal yetki kurumunun kur taahhüdü ile sadece bir para biriminin veya para sepetinin değerine ya da dar bir aralıktaki değerlerine sabitlenmiş ara rejimlerdir(Melvin, 2000: 49).

Geleneksel sabit kur, sürünen parite, sürünen bant, sıkı-yönetimli dalgalı kur, ayarlanabilir sabit kur ve hedef bölgesi gibi ara rejimler ya da yeni ara rejimler (BBC kuralı (para sepeti-kur bandı-sürünen parite), yönetimli dalgalanma-artı, referans döviz kuru (temel denge döviz kuru), yumuşak marjlar, gözetimli kur bandı (yumuşak marjlar ile sürünen parite) ve temel ihraç ürünü fiyatına sabitleme), döviz kurundaki dalgalanmaların genişliğini, beklentilere yönelik bir nominal çıpa sağlayacak şekilde sınırlandırmak amacıyla parasal yetki kurumunun verdiği açık bir taahüttür(Mussa ve diğerleri, 2000: 25). Aşamalı esneklik sağlayan ara rejimler, başlangıçta sabit ve dalgalı kur rejimlerinin yararlarının birleştiği bir kur rejimi olarak düşünülmüştür. Ara rejimler ile kur oynaklığı ve uzun dönemde denge döviz kuru hedefini aşma olasılığı azalmış ve hem faiz oranları hem de döviz kuru üzerinde

²⁶Asya krizi sırasında fiyatlarda görülen deflasyon, sabit kura karşın rekabet gücünün artmasına neden olmuştur.

kısmi denetime olanak sağlanmıştır. Buna karşılık, ne katı sabit kur rejimlerinde olduğu gibi yüksek bir saygınlık, ne de denge reel döviz kurunu sürdürebilmek için esneklik yaratılabilmektedir. Ayrıca, para politikası bağımsızlığının sınırlı olması, dış şokların reel sektör aracılığıyla giderilmesine neden olmuştur. Başka bir deyişle, ara rejimlerde meydana gelen dış şokların etkisi, kur ayarlamaları ya da parasal denetimle tümüyle giderilemediği için bu şoklar reel sektörü etkilemektedir. Bu nedenle, ara rejimler, yoğun sermaye hareketliliğiyle birlikte spekülasyon saldırıları karşısında kırılgan hale gelmektedir (Bird ve Rowlands, 2005: 4; LeClair, 2007: 43). Öte yandan, merkez bankasının saygınlığını kaybetmemek için devalüasyondan kaçınması nedeniyle döviz kurunda gerekli ayarlamaların sürekli ertelenmesi, önemli maliyetleri beraberinde getirmektedir. Bu erteleme, aynı zamanda, istikrar bozucu spekülasyona neden olmaktadır. Dolayısıyla, ara rejimler daha çok sürekli ve istikrarlı bir düzenlemeye gereksinim duyan ülkeler için “geçici” olarak uygulanabilecek bir çözümdür (Bailliu ve Murray, 2002: 21; Bubula ve Otker-Robe, 2003: 3).

Ara rejimlerin ortak amacı, kur hareketlerindeki belirsizliği azaltmaktır. Bu amaçla yapılan müdahaleler, döviz kuru istikrarını sağlayıp, görece fiyat yapısındaki ve finansal değişkenlerdeki aşırı oynaklığı gidererek kaynak dağılımının etkin olmasını sağlar. Bu kapsamda, döviz kuru yönetiminin iki amacı bulunmaktadır. Birincisi, ekonomi için nominal çıpa sağlamak ya da özellikle kurların geçiş etkisinin yüksek olduğu ekonomilerde ara rejimleri fiyat istikrarını sağlamak amacıyla içe dönük alması bir para politikası olarak kullanılmaktadır²⁷. Güçlü bir kur çıpası, özellikle yüksek enflasyon, bütçe açıkları, kurumsal yetersizlik ve saygınlık eksikliğinin olduğu açık ekonomilerde etkindir (Dutttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2004: 17; Edwards, 2001a: 3)²⁸. Buna karşılık, kur çıpasının en önemli tehlikesi, reel döviz kurunun aşırı değerlendirilmesine neden olarak devalüasyonu kaçınılmaz hale getirmesidir. İkincisi, kur uyumsuzluklarını engellemektir. Bu bağlamda, döviz kuru, orta dönemde iç ve dış dengeyi sağlayacak düzeyde belirlenmelidir. Bunun yanı sıra,

²⁷Kur çıpası kapsamında döviz kuru, para politikasının demirlediği temel bir göstergedir (Seyidoğlu, 2003b: 34).

²⁸Kur çıpasının saygınlığı için güçlü bir para politikasının yanısıra iki önkoşulun sağlanması gerekmektedir. Bunlar, başlangıçta dolar açığının kapatılması ve yoğun bir likidite desteğine başvurmadan bankacılık sektöründeki sorunların çözülmesidir (Berg ve diğerleri, 2003: 19).

döviz kuru yönetiminin ilk kuralı, parasal yetki kurumunun denge-dışı döviz kurunu savunmama gereğidir. Gerçekçi olmak koşuluyla kur bandı değiştirilebilir, ancak bu spekülative karlara fırsat vermeden yapılmalıdır. İkinci kural, bandın genişliğinden daha büyük olan parite değişikliğinden kaçınmaktır. Bu iki kural, döviz kurunda büyük bir dengesizlik oluşmadan yapılacak sık ayarlama gereğini ortaya çıkarmaktadır (Hallet ve Huges, 1991: 306; Williamson, 1993: 194-196).

Ara rejimlerin temel sorunu, para ve bankacılık krizlerine karşı kırılgan olmasıdır. Finansal krizlerin ortaya çıkışında ara rejimlerin önemli bir öge olması, iki yönlü kuramsal açıklamaya dayanmaktadır(Joshi, 2003: 24-25);

1. Parasal yetki kurumunun açıkladığı döviz kuru hedefi, aynı zamanda spekülativeörlerin hedeflediği döviz kurudur. Temel değişkenlerin sağlam olduğu durumda da spekülative saldırılar ortaya çıkabilir. Buna, finansal kriz modelleri kapsamında kendi kendini besleyen “ikinci kuşak kriz modeli” adı verilmektedir. Başarılı spekülative saldırılar, döviz kurunu hedeflenen düzeyde tutan parasal yetki kurumunun siyasi ve ekonomik maliyetlerini artırır. Spekülative saldırılara maruz kalan sabit kuru korumanın maliyeti ise, sabit kurdan vazgeçmenin maliyetinden daha fazladır.

2. Döviz kuru hedefi, kur riskini azaltarak ekonomik birimlerin kur riskine karşı korunmamış dış borçlanmasını özendirir. Bu durum, ekonominin borç yapısını bozar ve başarılı spekülative saldırıların ekonomide oluşturduğu olası zararı artırır.

Ara rejimlerden çıkış genellikle para biriminin baskı altında bulunduğu, döviz rezervlerinin azaldığı ve büyümenin ve ihracatın yavaşladığı bir dönemde meydana gelmektedir(Goldstein, 2002: 13-15). Bu nedenle, ara rejimlerin başarılı bir şekilde terkedilmesi için üç önkoşul bulunmaktadır. Bunlar, (i) kur çıpasının sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemde bırakılması, (ii) daha fazla esnekliğin olduğu kur rejimlerine geçilmesi, (iii) daha esnek kur rejimlerine geçmeden önce para ve maliye politikalarının güçlendirilmesidir(Edwards, 2001a: 11)²⁹.

²⁹1990’lı yılların sonlarında Şili ve Polonya dalgalı kur rejimine başarılı bir şekilde geçmiştir.

1.1.2.1. Geleneksel Sabit Kur

Geleneksel sabit kur, ulusal para biriminin sabitlendiği tek para birimi ya da temel ticari veya finansal ortakların para birimlerinin ağırlıklarından oluşan para sepetinin, bant aralığının merkezi parite etrafında en fazla +/- % 1 ya da en az 3 aylık süre ile döviz kurunun en yüksek ve en düşük değerleri arasındaki farkın % 2 olduğu kur rejimidir³⁰. Sabit kuru korumak amacıyla para otoritesi çok sık olmamak üzere doğrudan (döviz alım/satımı) ve dolaylı (faiz politikasının sert bir şekilde uygulanması, döviz kuruna yönelik düzenlemelerin getirilmesi) olarak döviz kuruna müdahalelerde bulunmaktadır. Bu kur rejiminde, sınırlı bir para politikası çerçevesinde merkez bankasının geleneksel işlevleri söz konusudur(Bubula ve Otker-Robe, 2002: 15; Seyidoğlu, 2003b: 30).

1980'lerin ilk yarısında sıklıkla kullanılan para sepeti ise, bir ülkenin ulusal para biriminin sadece bir ülkenin para birimi yerine, o ülkenin ticari veya finansal ortaklarının ağırlıklandırılmış para birimleri cinsinden sabitlenmesidir³¹. Dolayısıyla, tek para birimine sabitlemeye göre döviz kurunda esneklik artar. Buna karşılık, ulusal para biriminin temel para birimlerinden birine sabitlenmesi, para sepetine göre daha zor olmakla birlikte daha saygındır. Öte yandan, ulusal para biriminin bir para sepetine sabitlenmesinin temel nedeni, ulusal para biriminin, yoğun ticari ve finansal ilişki içinde olunan ülkelerin para birimlerinin ağırlıklı ortalamasına sahip bir para sepetinin değerine bağlı olarak değişmesinin daha anlamlı olmasıdır. Böylece, nominal ve reel döviz kurundaki oynaklıklar azaltılmış olur(Melvin, 2000: 49; Mussa ve diğerleri, 2000: 25-26). Buna karşılık, para sepetini uygulayan ülkelerin çoğunda ağırlıklı ortalamaların gizli tutulması nedeniyle para sepeti, tek para birimine göre daha az saydamdır. Bunun istisnası, ulusal para birimlerini özel çekme hakkına sabitleyen ülkelerdir(Frankel, 1999: 4).

³⁰Sabit çapanın kesintisiz olarak beş yıldan az ve beş yıldan fazla uygulandığı kur rejimlerine, sırasıyla "kısa sabit" ve "uzun sabit" kur rejimleri adı verilmektedir(Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2001: 64).

³¹Mart 2001 itibarıyla, tek para birimine sabitleyen ülke sayısı 31; para sepetine sabitleyen ülke sayısı 13'tür(Seyidoğlu, 2003b: 32).

Tek para birimine sabitleme durumunda ulusal para biriminin sabitlendiği yabancı para biriminde ortaya çıkan dalgalanmalar, efektif ya da ticaret-ağırlıklı kurun dalgalanması anlamına gelmektedir. Bunun yerine, para sepetine sabitleme, ayrı ayrı para birimlerinin değerindeki dalgalanmalara karşı ulusal ekonominin kırılganlığının azalmasına neden olur. Dolayısıyla, temel para birimlerinin dalgalandığı bir sistemde, tek para birimine sabitlemek söz konusu olduğunda sadece temel ticaret ortağının para birimine sabitlemek en uygundur. Öte yandan, borç servisinin başka bir para birimi cinsinden olması, para birimi seçimini karmaşık hale getirebilir. Örneğin, Doğu Asya ülkelerinin ticareti daha çok dolar, borç servisi ise Yen cinsinden gerçekleşmiştir(IMF, 1997: 86).

1.1.2.2. Sürünen Parite (Yönlendirilmiş Sabit Parite)

“Yönlendirilmiş sabit parite” ya da “göstergeye göre ayarlanan kur rejimi” olarak da ifade edilen sürünen parite, Bretton Woods Sistemi’nin çöküşünden sonra döviz kurunun sınırlı esnekliği kapsamında tartışılan temel kur rejimlerinden biri olmuştur(Williamson, 2000: 6). Geleneksel sabit kur rejimine göre daha esnek bir yapıya sahip olan sürünen parite, ulusal para biriminin sabitlendiği tek para birimi ya da para sepeti karşısında belirli aralıklarla ve belirli sınırlar içinde ayarlandığı bir kur rejimidir. Temel ticaret ortakları ile geçmiş enflasyon farkı, temel ticaret ortaklarının enflasyon hedefi ile beklenen enflasyon arasındaki fark gibi belirlenen göstergelere bağlı olarak yapılan düzenli kur ayarlamaları haftalık olarak gerçekleşebilir(Chacholiades, 1990: 483; Frankel, 1999: 4). Böylece, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi engellenmektedir. Sürekli ve küçük miktarlarda yapılan kur ayarlamalarının temel amacı, enflasyon farklarının birikmesini engelleyerek büyük oranlı bir devalüasyon gereksinimini ortadan kaldırmaktır³². Dolayısıyla,

³²Bununla birlikte, önceden açıklanan göstergelere göre yapılan kur ayarlamalarının spekülatif sermaye akımlarını özendirmemesi için faiz politikasının kur politikasıyla uyumlu olması gerekir. Örneğin, göstergeler doğrultusunda ulusal para biriminin % 10 oranında devalüe edilmesi gerekiyorsa, sermaye kaçışını engellemek için Merkez Bankasının yurtiçi faiz oranını % 10’dan daha fazla artırması gerekir(Seyidoğlu, 2003a: 376).

sürünen parite, daha çok enflasyonun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaktadır(Obstfeld ve Rogoff, 1995: 74; Seyidoğlu, 2003a: 376)³³.

Döviz kurunun düzenli olarak ayarlanması için “sürünme oranı” belirlenir. Bu oran, iki şekilde oluşturulur: (i) geçmiş enflasyon farklarını gidermek amacıyla döviz kurunda enflasyon-uyarlamalı değişimler yapmaktır. Başka bir deyişle, döviz kuru, fiyatlar genel düzeyine endekslenir. “Geriye-yönelik sürünen parite” ya da “pasif sürünen parite” olarak adlandırılan bu kur rejiminde, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi engellendiği için sürünme oranında yapılan bu uyarlamalar, cari işlemler hesabındaki dengesizliklerin giderilmesine de neden olmaktadır. Buna karşılık, geriye-yönelik sürünen parite, enflasyon ataletine yol açabilir. Ayrıca, ileriye-yönelik ya da hedeflenen bir kur düzeyi olmadığı için para politikasının nominal çıpa işlevi kaybolur. (ii) önceden ilan edilen ve/veya hedeflenen enflasyon farkının altında bir sabit kur belirlemektir. Kısa dönemde reel döviz kurunda sağlanan istikrarın orta dönemde söz konusu olmaması, enflasyonun artmasına yol açabilir. Bu nedenle, enflasyonun aşamalı olarak düşürülmesi için sürünme oranının güçlü bir taahhüd ile önceden açıklanması gerekir. Böylece, beklentiler ve fiyat davranışları şekillendirilir. Bu kur rejimi, “ileriye-yönelik sürünen parite” veya “aktif sürünen parite” olarak adlandırılmaktadır(Bubula ve Otker-Robe, 2002: 15; Edwards ve Savastano, 1999: 7).

Sürünen parite uygulamasının bir örneği “tablita sistemi”dir. Varolan enflasyon oranının altında açıklanan kur değişimine bağlı olarak ayarlamalar yapılmaktadır. Böylece, kur beklentileri yönlendirilir, yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde reel kurun aşırı değerlenmesi engellenir ve belirli bir saygınlık sağlanır. Buna karşılık, maliye ve gelirler politikası ile desteklenmeyen bir tablita rejimi sürdürülemez(Edwards ve Savastano, 1999: 7; Yıldırım, 2003: 29).

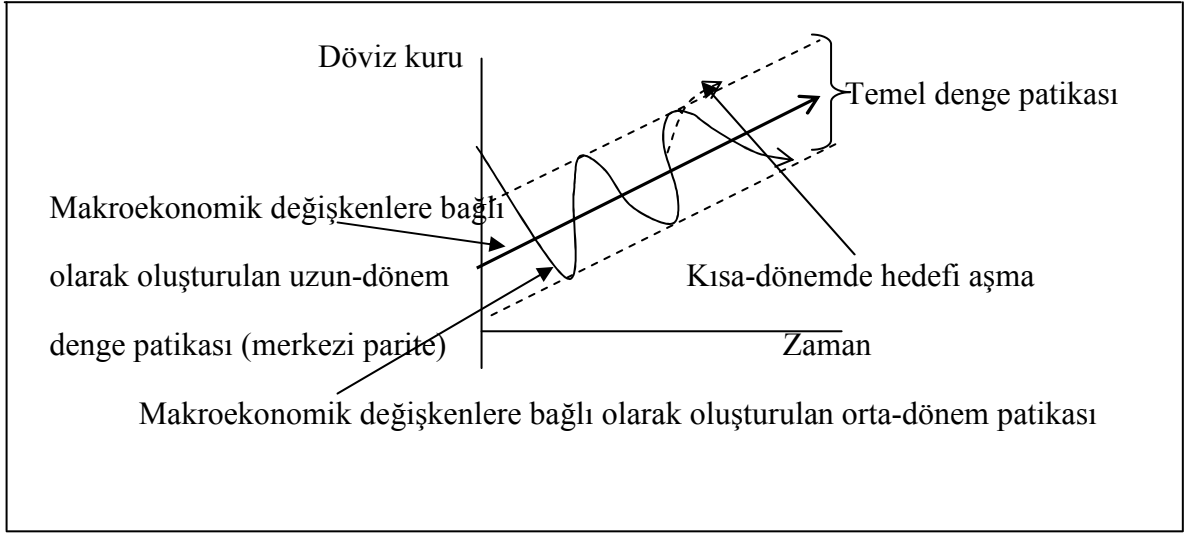
³³Mart 2001 itibariyle, sürünen parite rejimini uygulayan 4 ülke bulunmaktadır. Bunlar, Kosta Rika, Nikaragua, Zimbabve ve Bolivya’dır(Seyidoğlu, 2003b: 33).

1.1.2.3. Sürünen Bant (Yönlendirilmiş Sabit Aralık)

Kur bandının temel işlevi, temel değişkenlerdeki değişime bağlı olarak resmi merkezi paritenin ya da sürünme oranının herhangi bir zaman gecikmesi olmaksızın ayarlanmasıdır (Mussa ve diğerleri, 2000: 27). Bu bağlamda, sürünen bant ya da yönlendirilmiş sabit aralık, merkez bankasının döviz kurunun açıklanan geniş bir bant etrafında hareket etmesini sağlamakla yükümlü olduğu bir kur rejimidir. Parite, temel değişkenler ile uyumlu olacak şekilde küçük miktarlarda düzenli olarak ayarlanmaktadır. Bantın genişliği genellikle parite etrafında +/- %10 şeklindedir. Paritedeki değişikliklerin temel nedeni ise, enflasyon farkıdır. Böylece, yurtdışı yüksek enflasyonun uluslararası rekabet gücünü aşamalı olarak azaltması engellenir. Öte yandan, kur ayarlamasının ya da bantın sürünme oranının küçük miktarda yapılmasının amacı, önemli parite değişikliği yönündeki beklentilere bağlı olarak piyasanın kar elde etmesini sağlayacak durumlar yaratmaktan kaçınmaktır. Başka bir deyişle, denge döviz kurunun bantın dışına çıkmasıyla birlikte spekülasyon saldırılarını uyarması ve dolayısıyla bantı sürdürmenin maliyetinin artmasıdır (Şekil 3). Bantın sürünme oranı şu şekilde belirlenebilir (Williamson, 1998: 65-73):

$$\begin{aligned} \text{Bantın sürünme oranı} &= \text{hedeflenen yurtdışı enflasyon oranı} - \\ \text{(döviz kurunda değişim)} &\text{ beklenen yurtdışı enflasyon oranı} - \\ &\text{öngörülen verimlilik oranı} \end{aligned}$$

Şekil 3: Sürünen Bant



Kur bandı, ya sürünen merkezi parite etrafında simetriktir (Şekil 3), ya da bantın üst ve alt sınırları kapsamında enflasyon hedefine bağlı olarak aşamalı olarak genişlemektedir. Döviz kurunu bant içinde tutmaya yönelik taahhüd, para politikasını kısıtlamaktadır. Dolayısıyla, para politikasının bağımsızlığı bantın genişliğine bağlıdır (IMF, 2004). Kur bandı ne denli genişse, para politikası o denli bağımsız olur. Ancak, kur hareketliliğinin sınırlarını belirleyen bantın genişliği, para politikasının bağımsız olmasına yol açarken; kur riski ya da kur belirsizliğini beraberinde getirir. Bu durum, kur bantının ödünleme ilişkisini yansıtmaktadır (Dutttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2004; 25). Öte yandan, sürünen bant rejiminde, yabancı ülke ile enflasyon farkını azaltmayı amaçlayan kur ayarlamaları, sürünen bantın benimsendiği ülkede enflasyon oranının zaman içinde düşmesine neden olur. Ancak, yurtiçi enflasyon oranının dış ülkeden daha yüksek olması, ulusal para biriminin reel anlamda değerlenmesine ve dolayısıyla rekabet gücünün azalmasına yol açabilir. Dolayısıyla, sürünen bant, düşük enflasyon ile rekabet gücü arasındaki ödünleme ilişkisini de yansıtmaktadır (Seyidoğlu, 2003a: 305; Williamson, 2000: 12).

Şili (1982-1999), İsrail (1991-1998), Macaristan (1995-2001) ve Polonya (1991-2000), sürünen bant rejiminden başka bir nominal çığaya, çoğunlukla enflasyon hedeflemesine, geçişi başarmış ülkeler arasında yer almaktadır (Dutttagupta,

Fernandez ve Karacadağ, 2004: 17-18). Venezüella ise, sürünen bant rejimini uygulayan en son ülkelerden biridir(Frankel, 2003a: 8).

1.1.2.4. Sıkı-yönetimli Dalgalı Kur

Sıkı-yönetimli dalgalı kur rejimi, belirli bir kur taahhüdü ya da hedefi olmaksızın döviz kurunda istikrar sağlamak amacıyla döviz piyasasının çok yakından izlendiği bir kur rejimidir. Ödemeler dengesi durumu, döviz rezervleri gibi değişkenlere bakılarak yapılan doğrudan ya da dolaylı müdahaleler, nominal döviz kurlarının oynaklığının çok yüksek olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Fiyatlar ve üretim düzeyinde oynaklığın artması ve finansal sistemde ortaya çıkan istikrarsızlık nedeniyle para otoritesi kur oynaklığını azaltmak amacıyla döviz piyasasına müdahale eder(Bubula ve Otker-Robe, 2002: 15; Velasco, 2000: 11). Düzenli olarak döviz piyasasındaki kısa-dönemli dalgalanmaları azaltmak için güçlü döviz rezervlerine gereksinim vardır. Öte yandan, para politikası denetiminin devam ettiği ve kur taahhüdünün olmadığı için bu kur rejiminde para krizi olasılığı düşüktür(LeClair, 2007: 43).

Parasal yetki kurumunun müdahalesiyle rekabet gücünün artırılması gibi ekonomik koşullarda bir iyileşme yaratılması durumunda uygulanan kur rejimi, “kirli dalgalanma”dır. Kirli dalgalanma, bant aralığının geniş olduğu yönetimli dalgalı kur olarak düşünülebilir. Önceden açıklanmayan bant aralıkları, müdahale ölçütleridir. Parasal yetki kurumunun saydam olmaması ise, belirsizliğe yol açar. Bu kur rejiminde müdahaleler, kısa süreli ve istikrar bozucu şekildedir(Edwards ve Savastano, 1999: 6; Seyidoğlu, 2003a: 376; Ünsal, 2005: 492).

1.1.2.5. Ayarlanabilir Sabit Kur

Sabit kur rejimi, kur ayarlamalarının sıklığına ve yapısına bağlı olarak iki alt kur rejiminden oluşmaktadır. Bunlar, belirli göstergeler doğrultusunda kur ayarlamalarının gerçekleştirildiği sürünen parite rejimi ve yapısal sorunlar

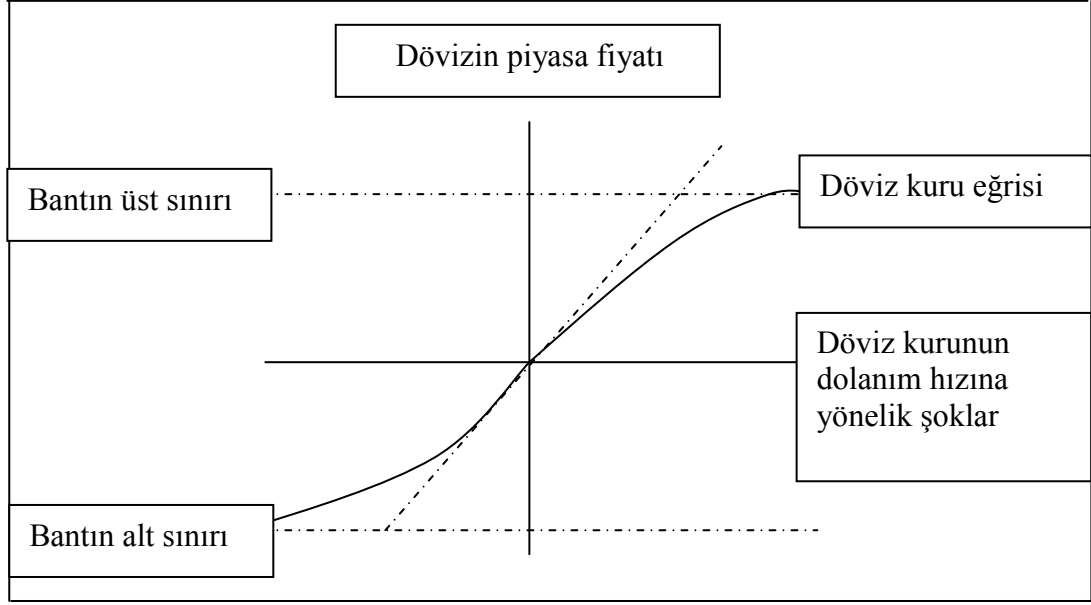
(uygulanan iktisat politikaları ile döviz kuru arasındaki uyumsuzluk) karşısında kurların ayarlandığı ayarlanabilir sabit kur rejimidir(Ünsal, 2005: 493).

Bretton Woods Sistemi olarak da bilinen ayarlanabilir sabit kur rejimi, sabit kurun ilan edildiği, fakat merkez bankasının pariteyi koruma yükümlülüğünün olmadığı bir kur rejimidir. Dolayısıyla, para ve maliye politikasına yönelik herhangi bir kısıtlama söz konusu değildir. Öte yandan, ayarlanabilir sabit kur rejimiyle ticarete konu olan malların fiyatlarının yabancı mallarla uyumlu tutulması bu kapsamdaki belirsizliği azaltır. Böylece, dış ticaretteki kur belirsizlikleri azaltılarak ekonomik istikrara katkıda bulunulur. Buna karşılık, devalüasyonların büyük ölçekli yapılması, ekonomideki belirsizliği artırır ve enflasyonist baskılara yol açabilir(Edwards ve Savastano, 1999: 7; Yıldırım, 2003: 29).

1.1.2.6. Hedef Bölgesi (Aralık İçinde Dalgalanma)

Hedef bölgesi ya da hedef değişme alanı, döviz kurunun tek para birimi ya da para sepetinden oluşan merkezi parite etrafında dalgalanmaya bırakıldığı bir kur rejimidir. Parasal yetki kurumu, döviz kurunun önceden ilan edilen alt ve üst sınırlara ulaşması durumunda müdahale edeceğini taahhüt etmektedir. Başka bir deyişle, kurun hedef bölgesi dışına çıkma eğilimi, resmi müdahalelerle engellenir. Esneklik ile saygınlığın birleştirildiği bu kur rejiminin amacı, döviz kurunu bantın içinde tutmaktır. Çoğu zaman, bant-içi müdahaleler söz konusu olur. Bant sınırları içinde kura müdahale edilmesi, şokların olumsuz etkisini engellemektedir. Bantın genişliği ve merkezi parite, beklentileri şekillendiren temel göstergelerdir. Şekil 4'te görüldüğü üzere, döviz kuru eğrisi, bantın üst kısmında 45^0 doğrusunun altında; bantın alt kısmında ise 45^0 doğrusunun üzerinde hareket etmektedir. Bunun anlamı, bantın üst kısmında döviz kurunda beklenen değişimin değer kaybı; bantın alt kısmında ise, değer artışı şeklinde olmasıdır. Yani, kurdaki dalgalanmaların bantın üst ve alt sınırları arasında gerçekleşmesine izin verilmesi nedeniyle döviz kuru bantın üst sınırına yaklaştıkça düşürülür; alt sınırına yaklaştıkça yükseltirilir. Böylece, kurdaki dalgalanmalar bantın sınırları içinde tutulmaktadır(Krugman, 1991: 673-674; Seyidoğlu, 2003b: 35).

Şekil 4: Hedef Bölgesi



Kaynak: Krugman, 1991, s. 673

Kur bandının çok dar olduğu ve yurtiçi makroekonomik politikaların kur bandı ile uyumlu olmadığı durumda, bu kur rejimi spekülasyon saldırılara yol açabilir. Band aralığının yeterince dar olması durumunda (Bretton Woods sisteminde uygulanan % 1 gibi) hedef bölgesi sabit kura; yeterince geniş olması durumunda (1993'ten sonra ERM'nin % 15 aralığa sahip olması gibi) ise, dalgalı kur rejimine yaklaşmaktadır. Bu sisteme en iyi örnek, 1979 yılında kurulan ve birkaç Avrupa ülkesinin +/- % 2.25 aralığında uyguladığı Avrupa Para Sistemi çerçevesinde uygulanan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM)'dir. 1992 ERM krizi, hedef bölgesi kapsamında para birimlerinin kur uyumsuzluğu içinde olduğu ve merkez bankalarının kur bandını savunmakta kararsız kaldığı durumda, hedef bölgesinin çökebileceğini göstermiştir (Edwards ve Savastano, 1999: 6; Frankel, 1999: 4-5). Bu arada, 1979'da Avrupa Para Sisteminin kurulması ve 1999'da ortak para birimine ve dolayısıyla Avrupa Para Birliği'ne geçilmesi, ara rejimlerden katı sabit kur rejimlerine geçişin yaklaşık 30 yılı kapsadığını göstermektedir.

Hedef bölgesi, uygulamada sınırların genişliğine göre "dar aralık" ve "genişletilmiş aralık" olmak üzere iki başlıkta incelenebilir. Döviz kurunun +/- %1

olarak belirlenen bir oran etrafında değişmesine, “dar aralık” adı verilmektedir. Aralığın çok dar belirlenmesi, istikrarsızlığa ve spekülasyona neden olmaktadır. İstikrarsızlığın nedeni, döviz kurunun çok dar bir aralıkta hareket etme beklentisinin sağlanamama olasılığıdır. “Genişletilmiş aralık” olarak uygulanan hedef bölgesinin temel amacı ise, istikrar bozucu spekülasyonu engellemektir. Ulusal para biriminin değer kaybetme eğiliminin daha fazla olması durumunda, alt sınırın daha geniş üst sınırın daha dar tutulması söz konusudur. “Genişletilmiş aralık” sistemine en iyi örnek, 1971’de parasal birlik hedefi çerçevesinde Avrupa ülkelerinin para birimleri arasındaki dalgalanmayı azaltmak ve sermaye hareketlerinde serbestliği sağlamak amacıyla ulusal para birimlerinin dolar karşısında bir aralık içinde ortak dalgalanmaya bırakıldığı “Avrupa Para Yılanı”dır(Yıldırım, 2003: 27-28). Avrupa para yılanı, üye ülkelerin para birimlerinin birbirleri arasında dar aralıkta (toplam kur değişimi en fazla % 2.25), dolar karşısında ise daha geniş aralıkta (her bir para biriminin % 4.5 oranında değişmesi) dalgalandığı bir uygulamadır. Burada, % 2.25’lik sınır “yılanı”, % 4.5’luk sınır ise “tünel”in genişliğini göstermektedir. Böylece, tünelin içinde hareket etmek olasıdır(Seyidoğlu, 2003a: 540).

1.1.2.7. Yeni Ara Rejimler

Sabit ve dalgalı kur rejimleri, özellikle finansal gelişmişliğin yetersiz ve para politikası saygınlığının sınırlı olduğu yükselen piyasa ekonomilerinde birçok sorunu beraberinde getirmektedir. Buna karşılık, bu iki kur rejiminin yararlarının bir arada bulunduğu ara rejimler de sürdürülemez niteliktedir. Dolayısıyla, temel ara rejimlerin eksikliklerinden hareketle, yeni almasıık ara rejimler ortaya çıkmıştır. Bu yeni ara rejimler, üç başlıkta toplanabilir: (i) “para sepeti-kur bandı-sürünen parite”den oluşan “BBC kuralı”, (ii) “yönetimli dalgalanma-artı, MFP” ve (iii) “referans döviz kuru”, “yumuşak marjlar”, “gözetimli kur bandı” ve “temel ihraç ürünü fiyatına sabitleme” şeklindeki diğer yeni ara rejimlerdir(Bailliu ve Murray, 2002: 17).

1.1.2.7.1. BBC Kuralı (Para Sepeti-Kur Bandı-Sürünen Parite)

“Para sepeti-kur bandı-sürünen parite” olarak belirtilen BBC Kuralı, yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kurlarının dar alanda hareket ettiği kur rejimlerini korumanın zorluğundan yola çıkarak Williamson (2000) tarafından ortaya atılmıştır³⁴. 1980’lerin başında şekillenmeye başlayan bu uygulama, üç aşamayı içermektedir.

Birinci aşama, yükselen piyasa ekonomilerinin ulusal para birimlerini para sepetine sabitlemeleridir. Böylece, para sepeti, temel para birimlerindeki dalgalanmanın yol açacağı risklere karşı bir tampon görevi sağlayarak efektif döviz kurunda istikrara yol açar.

İkinci aşama, sabit kur rejiminden simetrik ve uygun genişlikteki band uygulamasına geçmektir. Kur bandının amacı, döviz kurunun hedeflenen merkezi kur etrafında belirli bir aralıkta dalgalanmasını sağlamak ve asimetrik şoklar karşısında kur hareketlerine belirli sınırlar içinde esneklik kazandırmaktır. Böylece, para politikasına belirli ölçüde bağımsızlık sağlanır. Para sepetine göre daha kırılğan olan kur bandının süresini belirleyen en önemli değişken merkez bankası rezervleridir. (Yıldırım, 2003: 26). Döviz kurunun +/- % 10 ya da % 15’e kadar bir aralıkta dalgalanmasına izin verilen geniş kur bandının uygulanmasında dört amaç bulunmaktadır(Williamson, 2000; 7). Bunlar, (i) parasal yetki kurumunun denge döviz kuru dışındaki noktaları savunmasını engellemek, (ii) merkezi paritenin temel değişkenlere uyumlu bir şekilde hareket etmesine izin vermek ve bunu yaparken piyasaları istikrarsızlığa sürükleyebilecek farklı döviz kuru değişimlerine yönelik beklentileri özendirmemek, (iii) dış şoklar karşısında ekonomik istikrarın sağlanması amacıyla para politikası esnekliğini arttırmak, (iv) bir ülkenin güçlü fakat geçici sermaye girişleri ile mücadele etmesine yardımcı olmaktır.

Üçüncü aşama, reel döviz kurunda ayarlamayı zorunlu hale getirebilecek temel makroekonomik değişkenlerdeki değişime bağlı olarak kurun sürünme

³⁴BBC’nin açılımı, “Basket-Band-Crawl” şeklindedir.

oranının kademeli olarak ayarlanmasına izin verildiği sürünen parite uygulamasıdır. Böylece, döviz kurunda ortaya çıkan uyumsuzluğun sürekli hale gelmesi engellenmiş olur(Bailliu ve Murray, 2002: 24; Fischer, 2001: 14-15; Goldstein, 2002: 17-18).

BBC kuralının bazı sakıncaları bulunmaktadır. Birincisi, döviz kuruna sınırlı esneklik sağlamasına karşın günümüz uluslararası finansal sisteminin temel risklerinden biri olan sermaye girişlerinin tersine dönmesi durumunda yeterli esnekliğe sahip olmamasıdır. En geniş kur bandı ya da iyi yönetilen bir BBC kuralı bile, büyük iç ve dış şoklar ve krizlerin bulaşma etkisi karşısında yetersiz kalabilir. Bu durumda, Endonezya, Rusya ve Türkiye’de görüldüğü üzere, kur bandı dalgalı kur rejimine geçinceye kadar genişleyecektir. İkincisi, BBC kuralında döviz kurunu korumaya yönelik müdahalelerin olacağı yönündeki beklentiler, istikrar sağlayıcı spekülasyonu engelleyecektir. Üçüncüsü, BBC kuralının başarısı, sağlanması kolay olmayan güçlü bir kurumsal taahhüde bağlıdır(Goldstein, 2002: 18-19; Williamson, 2000: 56).

BBC kuralını başarıyla uygulayan ülkeler, Şili, Kolombiya ve İsrail ile sınırlıdır. Her üç ülkede de BBC kuralı, enflasyon hedeflemesi ve tam parasal bağımsızlığın dayandığı dalgalı kur rejimine geçişi kolaylaştırmıştır. Dolayısıyla, BBC kuralı, geçici süre ile kullanıldığın zaman yarar sağlayacak bir kur rejimidir(Bailliu ve Murray, 2002: 24-26).

1.1.2.7.2. Yönetimli Dalgalanma-Artı

Yönetimli dalgalanma-artı (MFP), uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmiş yükselen piyasa ekonomileri için en uygun uzun dönemli kur rejimidir³⁵. Goldstein (2002) tarafından ortaya atılan bu yeni kur rejiminin temel farkı, iki bileşen ile güçlendirilmiş yönetimli dalgalanma olmasıdır. Birbirini pekiştiren bu iki bileşen, enflasyon hedeflemesi rejimi ve para birimi uyumsuzluğunu azaltmaya yönelik sıkı önlemlerdir³⁶. Böylece, para politikası bağımsızlığı ve dış şoklara karşı

³⁵MFP’ nin açılımı, “Managed Float-Plus” şeklindedir.

³⁶Bu bileşenlere sermaye kontrolü dahil edilmemiştir. Bunun nedeni, sermaye kontrollerinin etkinliğinin zaman içinde azalması ve maliyetinin artmasıdır. Öte yandan, enflasyon hedeflemesinin

direnç gibi dalgalı kur rejiminin avantajları ve “dalgalanma korkusu” ile birlikte ortaya çıkan bilanço sorunlarına karşı nominal çıpa işlevi birleştirilmektedir. Para birimi uyumsuzluğunun denetim altına alınması ile “dalgalanma korkusu” azalır ve enflasyon hedeflemesinin etkinliği artar³⁷. Öte yandan, düşük enflasyon hedefine ulaşan ülkelerde tahvil piyasası gelişir, ulusal para birimi cinsinden borçlanma artar, borçlanma vadesi uzar ve dolayısıyla para birimi ve vade uyumsuzlukları ortadan kalkar. O halde, yükselen piyasa ekonomilerinde düşük enflasyona ulaşmak amacıyla para politikası bağımsızlığının sağlanması için para birimi uyumsuzluklarına bağlı olarak ortaya çıkan bilanço krizlerine karşı kırılabilirliğin azaltılması gerekir(Goldstein, 2002: 43-46).

MFP kur rejiminin bazı önemli yararları bulunmaktadır. Bunlar, (i) döviz kurundaki günlük dalgalanmaların para birimi uyumsuzluğunu etkilemesinin engellenmesi, (ii) kur esnekliğinin, reel dış şoklar ve sermaye hareketlerinin tersine dönmesi karşısında önemli bir role sahip olmasıdır. Bu yarar, özellikle ticaret hadlerine yönelik şokların sıkça görüldüğü ve temel maddelerin toplam ihracat içinde büyük bir yere sahip olduğu gelişmekte olan ülkeler için önemlidir. (iii) dalgalı kur rejiminin para politikası bağımsızlığını artırmasıdır(Goldstein, 2002: 47-49).

MFP, ara rejimlerden farklıdır. Bunun nedeni, kur hedefine yönelik açık bir taahhüdün bulunmaması ve sermaye akımlarına yönelik büyük ve ani şoklar karşısında daha fazla esneklik sağlamasıdır(Goldstein, 2002: 5). BBC kuralı ile karşılaştırıldığı zaman MFP, daha güçlü bir kur rejimidir. Bunun nedeni, bağımsız bir para politikası ve şok-emici gibi dalgalı kur rejiminin temel avantajlarına sahip olmasının yanı sıra, nominal çıpa eksikliği ve ani kur hareketlerine karşı zayıflık gibi ara rejimlerin uygulanmasını zorlaştıran sorunların çözülmesine yönelik bir kur rejimi olmasıdır. Öte yandan, her iki kur rejimi de, döviz kurunda aşırı oynaklığı

dört temel unsuru bulunmaktadır: (i) para politikasının temel hedefi düşük enflasyona yönelik güçlü bir taahhüttür, (ii) belirli bir dönem için sayısal bir hedef ilan edilmiştir, (iii) merkez bankasının araç bağımsızlığı söz konusudur, (iv) para politikası şeffaf ve hesap verilebilir şekilde uygulanır(Goldstein, 2002: 44-47).

³⁷Para birimi uyumsuzluğunu azaltmak amacıyla dolarizasyon uygulanabilir. Ancak, dolarizasyon “ikinci en iyi”dir ve bilançolardaki zayıflıkların temel nedenlerine dikkat çektiği için “yönetimli dalgalanma artı” “birinci en iyidir”(Goldstein, 2002: 61).

engelleyecek ve para politikasına belirli bir bağımsızlık sağlayacak sürdürülebilir bir ara rejimi amaçlamaktadır. BBC kuralı döviz kuruna önem verirken, MFP ekonomik istikrarı hedeflemektedir. Bu nedenle, MFP’de, para politikasının çıpası enflasyon hedefidir. Para otoritesi, enflasyon hedefini tehlikeye atmayacak şekilde döviz piyasasına müdahale etmektedir. Döviz kurunun değeri ile enflasyon hedefi arasında ortaya çıkacak bir çelişki, enflasyon hedefi lehine sonuçlanacaktır. MFP’ın başarılı uygulaması, Brezilya, Şili, Meksika ve Güney Afrika’da görülmüştür(Bailliu ve Murray, 2002: 25-26).

1.1.2.7.3. Diğer Yeni Ara Rejimler

Yeni ara rejimler arasında “referans döviz kuru” ya da “temel denge döviz kuru”, “yumuşak marjlar”, “gözetimli kur bandı” ya da “yumuşak marjlar ile sürünen bant” ve “temel ihraç ürünü fiyatına sabitleme” şeklindeki kur rejimleri yer almaktadır.

“Referans döviz kuru” ya da “temel denge döviz kuru” olarak adlandırılan bu kur rejiminde, parasal yetki kurumunun döviz kurunu korumak gibi bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Ancak, kurumun döviz piyasasına müdahale etmeksizin piyasada oluşan döviz kurunun referans kurdan sapmasına neden olan diğer politikaları düzenlemesi beklenir. Para otoritesinin tek yükümlülüğü denge döviz kurunu belirlemek ve sonuçları kamuoyu ile paylaşmaktır(Williamson, 2000: 26).

“Yumuşak marjlar” kur rejiminde para otoritesinin kur bandının alt ve üst sınırlarını korumak şeklinde açık bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Ancak, yoğun spekülasyon baskıları karşısında döviz kurunun kısa dönemde kur bandının dışına çıkmasına izin verirken, uzun dönemde döviz kurunun tekrar kur bandının içine dönmesi için politika uygulayacağını ilan eder. Böylece, geçici olarak genişleyen marjlar, ara rejimlerin spekülasyon şokları karşısında daha güçlü olmasına yol açar(Williamson, 2000: 27-28).

1997 yılında Tarapore Komitesi tarafından ortaya konulan “gözetimli kur bandı” ya da “yumuşak marjlar ile sürünen bant”, finansal serbestleşme ile birlikte

uygulanması gereken bir kur rejimidir³⁸. Temel özelliği, “doğal reel efektif döviz kuru”nun, ilan edilmiş ve tahminlenen denge döviz kuru olmasıdır. Kur taahhüdü bulunmayan parasal yetki kurumu döviz kurunun, doğal reel efektif döviz kuru etrafından +/- %5 aralığında hareket etmesine izin vermektedir. Ancak, kur bandının alt ve üst sınırlarını korumak gibi bir yükümlölük söz konusu değildir. Bu özellik, gözetimli kur bandı ile sürünen bant arasındaki temel farktır. Döviz kurunun belirlenen aralığın dışına çıkması durumunda müdahale söz konusu olabilir. Ne var ki, para otoritesi, kur bandının içindeki dalgalanmalara müdahale etmekten kaçınmakla birlikte, spekülative baskıları ve kısa dönem oynaklığı engellemek amacıyla kur bandının içine de müdahale edebilir. Sürünen paritede olduğu gibi gözetimli kur bandında da, paritenin değerinin ve sürünme oranının belirlenmesi önemlidir(Williamson, 1998: 68-76; 2000: 28-29).

Bu üç yeni ara çözüm içinde en az zayıf olan kur rejimi, kur uyumsuzluklarının olmamasıyla beraber müdahalelerin en az olduğu “referans döviz kuru”dur. Buna karşılık, hedef bölgesi ve sürünen bantın da dahil olduğu “yumuşak marjlar”, gizli kur bandı taahhüdü nedeniyle daha kırılğan bir kur rejimidir. “Gözetimli kur bandı” ise, kur tahhüdü olmamasına karşılık döviz kurunun, “referans döviz kuru”na göre dengeden daha az uzaklaşmasını sağlar. Bu nedenle, bu kur rejimi yükselen piyasa ekonomileri için en uygun seçimdir(Williamson, 2000: 29).

Yeni ara çözümlere ilişkin diğer kur rejimi, Frankel (2003b: 84-86)’in ortaya attığı “temel ihraç ürünü fiyatına sabitleme” şeklindeki kur rejimidir. Ulusal para biriminin petrol, altın gibi temel ihraç ürününün fiyatına sabitlemesiyle bu malların fiyatındaki değişime bağlı olarak ulusal para biriminin değerinde değişim meydana gelir. Temel ihraç ürünlerinin fiyatı düştüğu zaman ulusal para birimi değer kaybeder.

³⁸Hindistan merkez bankası kapsamında yer alan Tarapore Komitesi, belirtilen tarihten başlayarak üç yıl içinde bu ülkenin finansal serbestleşme, mali disiplin, rekabetçi ve denetleme ve düzenlemenin iyi olduğu bir bankacılık sektörünün yanı sıra gözetimli kur bandına geçişini öngörmektedir(Williamson, 1998: 60).

1.1.3. Dalgalı Kur Rejimi

Serbest değişken kur, esnek kur ya da yüzen kur sistemi olarak da adlandırılan dalgalı kur rejimi, döviz kurunun piyasada belirlendiği ve kurdaki dalgalanmaları azaltmak amacıyla parasal yetki kurumunun müdahale ettiği bir kur rejimidir. Parasal yetki kurumu, para arzını belirler; fiyatlar ve döviz kurunu, piyasa denge düzeylerine ulaşması için serbest bırakır. Dalgalı kur rejimi, fiyat mekanizmasına dayalı olduğu için serbest piyasa mekanizmasının ve rekabetçi piyasa koşullarının dövize uygulanmış şeklidir(Calvo, 2000: 4; Seyidoğlu, 2003a: 365).

Dalgalı kur rejiminin iki temel özelliği bulunmaktadır. Bunlar, para politikasında bağımsızlık ve döviz kurlarında oynaklıktır. Parasal yetki kurumunun belirli bir kur seviyesini korumak gibi bir yükümlülüğünün ve dolayısıyla önceliğinin olmaması, para politikasına bağımsızlık sağlamaktadır. Bu temel özellik, dalgalı kur rejiminin sağladığı en önemli yarardır. Dalgalı kur rejiminin ekonomiyi dış şoklara karşı koruduğu (şok emici özelliği) ve yurtiçi makroekonomik hedeflere ulaşmak için bağımsız para politikası sağladığı ilk kez 1960'larda tartışılmaya başlanmıştır (Obstfeld, Cooper ve Krugman, 1985: 385-386). Meade (1951), fiyatlardaki katılıklar karşısında, ekonomilerin "değişken döviz kurları"ndan yarar sağlayacağını ileri sürmüştür. Bu yarar, reel döviz kurunda dolayısıyla rekabet gücünde herhangi bir değişiklik olmaması şeklindedir(Edwards ve Levy Yeyati, 2003: 1-3). Buna karşılık, dalgalı kur rejimi, dış kaynaklı makroekonomik şokların ulusal ekonomiye etkisinin tümüyle ve sadece kur hareketleri ile giderilmesine izin vermez. Bu şokların uzun dönemde ekonomiye etkisi kaçınılmazdır(Obstfeld, Cooper ve Krugman,1985: 386-387).

İşlem maliyeti, kur riski veya para politikası için saygın bir nominal çıpa olamama gibi sakıncaların ötesinde, dalgalı kur rejiminin temel sakıncası, kısa ve uzun dönemde kur oynaklığını beraberinde getirmesidir. Kısa dönemde kur oynaklığı, vadeli işlemler piyasaları aracılığıyla etkin bir şekilde azaltılabilir de, uzun dönemde kur oynaklığı ekonomik başarıyı engelleyen sonuçlara neden olabilir(Williamson, 2000: 55-56). Döviz kurunda oynaklık, ticari işlem maliyetlerini

artırarak uluslararası uzmanlaşmanın yararlarını azaltır. Özellikle, sermaye mallarının net ithalatçısı olan gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan kur riski, yatırım kararlarını etkiler(Ocampo, 2005: 7).

Dalgalı kur rejiminin üç temel ögesi bulunmaktadır(Krugman ve Obstfeld, 2000: 569-573). Bunlar, (i) döviz kurunu sabit tutmak üzere döviz piyasasına müdahale etmekle yükümlü olmayan, dolayısıyla parasal denetime sahip bir merkez bankasının, iç ve dış dengeyi sağlamak amacıyla aktif bir şekilde para politikasını kullanabilmesidir. Friedman (1953), bu temel özelliği, “gün ışığından tasarruf” (the daylight saving argument) olarak adlandırmaktadır. Bir ekonominin uluslararası rekabet gücünü artırmak için milyonlarca fiyatı değiştirmek yerine sadece bir fiyatı (döviz kuru) değiştirmek daha kolaydır(Williamson, 2000: 54), (ii) dalgalı kur rejiminin uluslararası para sisteminde simetri oluşturmasıdır. Dalgalı kur rejiminin yarattığı simetri, “ulusal para arzını belirleme” olanağının elde edilmesi ve yabancı para birimleri karşısında her ülkenin “ulusal para birimini belirleme”si şeklindedir. Böylece, ulusal para birimleri, her bir yabancı para birimi cinsinden döviz piyasasında belirlenmektedir, (iii) toplam talepte değişim karşısında iç ve dış denge, piyasa-bazlı döviz kuru hareketleri ile sağlanmaktadır. Dalgalı kur rejiminde, döviz kuru ayarlamalarına öncülük eden uzun ve keskin bir spekülasyon süreci söz konusu değildir.

Dalgalı kur rejiminin yararları birkaç başlık altında toplanabilir. Bunlar,

1. Dalgalı kur rejiminde otomatik dengelenme mekanizması (döviz talep fazlası kurlarda yükselmeye, döviz arz fazlası da kurlarda düşmeye yol açar), dış denge sorununu giderdiği için dış dengenin bozulma kaygısı olmadan bağımsız ve etkin para politikasıyla iç denge (enflasyon ve işsizliğin engellenmesi) sağlanabilir. Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale etmek zorunda olmadığı için döviz kurunu belli sınırlar içinde tutmak pahasına para arzında istenmeyen değişimlerin yarattığı likiditeyi daraltmak ya da bollaştırmak gibi sorunlarla uğraşmak zorunluluğu ortadan kalkar. Para arzının denetimi ise, yurtiçi faiz oranlarının oynaklığının daha düşük olmasına yol açar(Makin, 2001: 43). Böylece, yurtiçi faiz

oranlarının, uluslararası faiz oranlarına karşı duyarlılığı azalır. Başka bir deyişle, iç faiz oranlarını dış faiz oranlarına uyarlama gereksinimi azalır. Buna karşılık, sabit kur rejiminde para politikası dış dengeyi sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının yurtiçi faizler üzerindeki etkisi zayıf olmakla birlikte bu etki, sadece sermaye girişlerinin değişmesine neden olur(Goldstein, 2002: 49; Mundell, 1963: 237; Seyidoğlu, 2003a: 368-369).

2. Dalgalı kur rejiminde, para politikası tam etkindir. Tam sermaye hareketliliği durumunda, Merkez Bankasının para arzını artırmasıyla birlikte faiz oranı düşer, planlanan harcamalar ve dolayısıyla hasıla düzeyi yükselir. Yeni denge noktasında, yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarından düşük olması nedeniyle düşük getirili ulusal tahvil yerine yabancı tahvil satın alınır. Sermaye çıkışı sonucu oluşan döviz talep fazlası ise, döviz kurun yükselmesine yol açar. Yurtiçinde üretilen malların ucuzlamasıyla birlikte net ihracat artar. Toplam planlanan harcamalarda ve hasılda artış meydana gelir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde genişletici para politikası hasılayı olumlu etkiler. Bu etki, ulusal para politikasının diğer ülkelerin net ihracatını olumsuz şekilde etkilemesi ve para politikası aracılığıyla dünya talebinin yurtiçine kaydırılması kanalıyla gerçekleşir. Buna, “komşudan dilenme politikası” ya da “komşuyu zarara sokma politikası” adı verilir³⁹. Öte yandan, bu politikanın başarılı olması için, komşu ülkeler tarafından “rekabetçi değer kaybı” politikasının uygulanmaması gerekir(Ünsal, 2005: 666-669).

3. Döviz kurlarının uzun dönemde denge düzeyine ulaşması, karşılaştırmalı üstünlükler modeline uygun bir uluslararası uzmanlaşmaya gidilmesine neden olur. Kur uyumsuzluklarının ticaret hacmine olumsuz etkisinin söz konusu olmaması, dünya ticaret hacminin artmasına ve optimum kaynak dağılımına neden olur(Seyidoğlu, 2003a: 370).

4. Yurt dışından kaynaklanan bir enflasyon ya da depresyon karşısında, kurlar gerekli uyumu göstererek ekonomiyi bu denetim dışı öğelerin etkisinden korur. Örneğin, olumsuz bir şok ya da ekonomik durgunluk karşısında uygulanan genişletici para

³⁹Bu politika, “beggar-thy-neighbour policy” olarak ifade edilmektedir.

politikasıyla birlikte döviz kurunun yükselmesi, yurtiçi mallara talebi artırarak bu şokun reel ekonomiye etkisini engeller. Başka bir deyişle, bağımsız bir para politikası, dış şokların ekonomik durgunluğa yol açmasını önler. Buna karşılık, dalgalı kur rejimi, uluslararası parasal şokların kısa dönemde ekonomiye geçişini engelleyemez (Obstfeld, Cooper ve Krugman, 1985: 393-394; Ünsal, 2005: 674). Bu durumda, denge reel döviz kuru, yurtiçi nominal fiyatlar ve ücretler aracılığıyla uyum sağlamak zorunda kalır.

5. Dalgalı kur rejimi, uluslararası sermaye hareketliliğindeki oynaklığın reel etkilerini hafifletir. Başka bir deyişle, bağımsız para politikası, spekülasyon baskılarının ya da para birimine yönelik meydana gelen şokların üretimde bir şoka dönüşmesini engeller. Örneğin, yoğun sermaye girişleriyle birlikte ulusal para biriminin değer kazanması, ülkenin rekabet gücünü, ihracatı ve dolayısıyla büyümeyi olumsuz etkiler. Böyle bir durumda uygulanan genişletici para politikası, üretimi ve istihdamı olumlu etkiler. Dolayısıyla, spekülasyon baskılarının üretim üzerindeki olumsuz etkisi engellenmiş olur (Dutttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2004: 29; LeClair, 2007: 45).

6. Kur esnekliği, kur riski algılamasını birlikte getirerek spekülasyon hareketleri engelleyebilir(Dutttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2004: 29). Ayrıca, kur riskini sınırlandırmak amacıyla banka ve firmaların döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerine ilişkin pozisyon açığının engellenmesini özendirir(Eichengreen ve Hausmann, 1999: 24; Ünsal, 2005: 673)⁴⁰.

7. Dalgalı kur rejiminde kurlar arz ve talebe göre her an uyum hareketleri göstermektedir. Böylece, ekonomide büyük kur ayarlamalarına gerek kalmaz (Seyidoğlu, 2003a: 369).

8. Dalgalı kur rejiminde ulusal paranın aşırı değerlenmesinin söz konusu olmaması, kurların gerçek denge değerini bulmasına ve dolayısıyla optimum kaynak dağılımına neden olur(Edwards ve Levy Yeyati, 2003: 3-4; Seyidoğlu, 2003a: 368).

⁴⁰Frankel (2003a: 18) bu durumu “kur oynaklığı, yoğun sermaye hareketliliği çarkına kum koymaktır” şeklinde ifade etmektedir.

9. Ulusal paranın değer kaybetmesi, politika yapıcılara genişletici para politikasının uygulandığı yönünde bir işaret verir. Döviz kurundaki günlük dalgalanmalar para politikası hakkında fikir verdiği için para politikasının saydamlığı ve hesap verilebilirliği artar(Mishkin, 1998: 87).

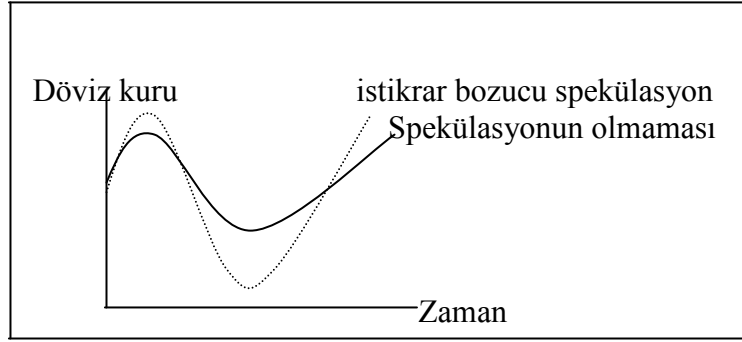
10. Dalgalı kur rejiminde, döviz arz ve talebi her zaman dengededir ve dış denge kendiliğinden sağlandığı için döviz rezervlerine gereksinim azalır. Böylece, rezerv tutma maliyeti düşer(Seyidoğlu, 2003a: 369).

Tam dalgalı kur rejiminin bazı sakıncaları bulunmaktadır. Bunlar,

1. Dalgalı kur rejimi uygulayan ve uluslararası sermaye akışkanlığı yüksek olan bir ülkede para spekülörleri, piyasa döviz kurlarının temel ekonomik değerlerin dışında oluşmasına yol açabilirler. Finansal piyasalardaki bu tür davranışlara, “istikrar bozucu spekülasyon” adı verilmektedir. Döviz kuru düşerken satıp, yükselirken satın alan para spekülörleri, düzenli spekülatif balonlar yaratarak döviz kurundaki dalgalanmaları şiddetlendirirler. Şekil 5’te görüldüğü gibi, döviz kuru, yükseldiği (düştüğü) zaman para spekülörleri kurun daha da yükseleceği (düşeceği) beklentisi ile döviz satın alırlar (satarlar)⁴¹. Bu tür spekülasyon, döviz kurundaki dalgalanmaların güçlenmesine yol açar(Seyidoğlu, 2003a: 371; Ünsal, 2005: 476).

⁴¹Döviz kuru düşerken dış açık veren bir ülkede devalüasyon beklentileri daha da artar. Beklenen devalüasyondan kar elde etmek amacıyla spekülörler ulusal para birimini, ileride daha düşük fiyattan almak üzere satarlar. Devalüasyon olduğu takdirde büyük kazançlar elde edilirken, devalüasyon olmama durumunda zarar en düşük düzeyde kalır(Chacholiades, 1990: 496).

Şekil 5: İstikrar Bozucu Spekülasyon



Kaynak: Ünsal, 2005, s. 675

2. Esneklik kötümserliği: Döviz kurlarındaki ufak bir değişimin dış dengeyi sağlayabilmesi için döviz arz ve talep esnekliklerinin yüksek olması gerekir. Bu esnekliklerin değerinin düşük olduğu durumda ise, dış dengesizliği giderebilmek için büyük kur değişmelerine gereksinim ortaya çıkar. Öyle ki, eğer esnekliklerin değeri Marshall-Lerner koşulunu sağlayamıyorsa (ihracat ve ithalat esneklikleri toplamı 1'den büyük değilse), kur değişimleri ile dış denge sağlanamaz (Chacholiades, 1990: 456).

3. Merkez bankasının kur yükümlülüğünün olmaması nedeniyle aşırı genişletici politikalarla birlikte enflasyonist eğilimler ortaya çıkabilir. Başka bir deyişle, sabit kuru koruma çabasının yol açtığı "parasal disiplin" kaybolur ve para politikasında "keyfi" uygulamalar söz konusu olabilir (Krugman ve Obstfeld, 2000: 573; Ünsal, 2005: 674). Öte yandan, parasal disiplinin kaybolmasına ve bağımsız maliye politikası uygulama olanağına bağlı olarak mali disiplin de bozulur (Seyidoğlu, 2003a: 373).

4. Dış enflasyon kur aracılığıyla ithal edilebilir. Döviz kurlarında artış, imalat sanayinde ithal malı girdi fiyatlarında yükselişe ve dolayısıyla maliyet enflasyonuna yol açar. Ayrıca, ithal hammadde ve gıda maddelerinin fiyatları yükselttiği için reel ücretleri korumak amacıyla ücret artış talebini beraberinde getirir. Buna karşılık, kurlar düşünce bu mekanizma tersine işlemez. Dolayısıyla döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisi tek yönlüdür. Buna "ratchet etkisi" ya da "zemberek dişlisi" denir (Joshi, 2003: 21; Seyidoğlu, 2003a: 373).

5. Döviz kurunda dalgalanmalar, fiyat belirsizliği ve dolayısıyla ekonomik işlemlerde riskin artmasına yol açarak ihracatçıların ve ithalatçıların gelecekteki karlarını ve uluslararası ticareti olumsuz etkiler. Benzer şekilde, kurdaki dalgalanmalar yatırımcıların gelirlerinde belirsizlik yaratarak uluslararası yatırımları olumsuz etkiler. Öte yandan, vadeli döviz piyasasında kur riskinden korunma olanağı önemli maliyetleri beraberinde getirir(Seyidoğlu, 2003a: 370; Ünsal, 2005: 674).

6. Reel döviz kurunda değişkenlik, reel ekonomiyi etkileyebilir. Dalgalı kur rejiminin temel özelliklerinden biri olan kur oynaklığı, ithal girdi fiyatlarını ve dolayısıyla maliyetleri etkileyerek yurtiçi üretimde dalgalanmalara yol açabilir(Rogoff ve diğerleri, 2003: 30).

7. Döviz kurları kısa dönemde, uzun dönem denge değeri etrafında dalgalanma gösterebilir. Bu durum, “hedefi aşma” olarak nitelendirilmektedir. Döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar ise, ulusal varlıkların riskini artırarak varlık fiyatlarının da dalgalanmasına yol açabilir. Böylece, finansal istikrarsızlık ortaya çıkabilir(Duygulu, 1998: 111; Seyidoğlu, 2003a: 374).

8. Reel döviz kuru, nominal şoklara karşı duyarlıdır. Örneğin, ulusal finansal sistemde ortaya çıkan likidite sıkıntısı karşısında Merkez Bankasının para arzını artırmasıyla birlikte faiz oranlarının düşmesine bağlı olarak sermaye çıkışı gerçekleşir. Nominal döviz kurunun değerlenmesi, reel döviz kurunda artışı beraberinde getirir(Obstfeld, Cooper ve Krugman, 1985: 442).

9. Dalgalı kur rejiminde ortaya çıkan yoğun sermaye girişleri, ulusal para biriminin değerlenmesine yol açarak ihracatı ve rekabet gücünü olumsuz etkileyebilir. Buna “Hollanda Hastalığı” adı verilmektedir(Stiglitz, 2002: 223-224). Örneğin, Türkiye’de 2001 krizinin ardından sağlanan parasal ve mali disiplin ile yapısal reform süreci, özellikle 2003 yılından itibaren yoğun sermaye girişlerine neden olmuş; bu durum ihracata konu olan sektörlerin rekabet gücünü zayıflatmıştır.

10. Rekabetçi değer kaybı ortaya çıktığı durumda tam dalgalı kur rejimi, bölgesel istikrarsızlığın kaynağını oluşturur.

Son olarak, dalgalı kur rejimine geçişte dört önemli öge bulunmaktadır (Duttagupta, Fernandez ve Karacadağ, 2004: 6-25). Bunlar, likiditesi yüksek ve etkin bir döviz piyasasının yaratılması⁴², döviz kuruna müdahaleye yönelik resmi politikaların izlenmesi⁴³, yeni bir nominal çıpanın ve para politikasının belirlenmesi⁴⁴ ve döviz kuru riskinin düzenlenmesi ve yönetilmesidir⁴⁵.

1.1.3.1. Tam (Bağımsız) Dalgalı Kur Rejimi

Uygulamada rastlanmayan ve bir uç kur rejimi olan tam ya da bağımsız dalgalı kur rejiminde, döviz kurunun değeri tümüyle döviz piyasası koşulları (döviz arzı ve döviz talebi) tarafından belirlenmektedir. Döviz kuru hedefi bulunmayan parasal yetki kurumu, döviz piyasasına müdahale etmez. Bu nedenle, para politikası kur politikasından bağımsızdır. Ancak, kurdaki dalgalanmaların uluslararası ticari ve mali akımları olumsuz etkilemesi ve enflasyonu hızlandırması nedeniyle uygulamada hiçbir ülke para biriminin sınırsız şekilde dalgalanmasına izin vermemektedir. Aşırı

⁴²İyi işleyen bir döviz piyasası, döviz kurunun piyasa güçlerine karşılık vermesine izin verir; ayrıca, aşırı oynaklığın ve denge döviz kurundan sapmaların sıklığını ve süresini azaltır. Döviz piyasasının derinliğini ve etkinliğini artırmaya yönelik önlemler şu şekilde sıralanabilir: ileride daha esnek kur rejimlerinin uygulanmasını kolaylaştırmak amacıyla kur bandı uygulaması gibi döviz kurunda esnekliğe izin vermek; merkez bankasının piyasa yapıcı rolünü azaltmak ve döviz piyasasında fiyat-alıcı hale getirmek; döviz kurunda etkin fiyatın oluşması ve gelecekteki para politikasının şekillenmesi amacıyla ödemeler dengesi ve döviz kuruna ilişkin piyasa bilgisini artırmak; döviz işlemlerinden vergi veya interbank işlemlerini kısıtlamak gibi piyasa işleyişini bozan düzenlemeleri ortadan kaldırmak; döviz kuruna ilişkin kanunları basitleştirmek; ve türev ürünlerini geliştirmek.

⁴³Dalgalı kur rejiminde döviz piyasasına müdahalelerin nedeni, döviz kuru düzeyi ile makroekonomik değişkenler arasındaki uyumsuzluktur. Bu müdahalelerin amacı, kur uyuşmazlığını gidermek, geçici şoklardan kaynaklanan dalgalanmaları sınırlandırmak, piyasada oluşan beklentileri iyileştirmek veya döviz rezervi biriktirmektir. Bu çerçevede, yapılacak müdahalelerin amaçları, zamanlaması ve miktarını içeren politikalar geliştirmek gerekmektedir.

⁴⁴Dalgalı kur rejiminde kur oynaklığının yüksek olması, piyasadaki likiditenin etkin denetlenmesini gerektirmektedir. Aksi halde, depresiasyon-enflasyon spirali ortaya çıkabilir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde parasal kontrol son derece önemlidir. Öte yandan, kurların geçiş etkisinin yüksek olduğu durumda, fiyat istikrarına ulaşmada döviz kuru nominal çıpa işlevine sahiptir. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesi gibi alternatif bir nominal çıpa benimsenebilir ve merkez bankası kanununda reform, para politikasının saydamlığının artırılması ve kamuoyu ile iletişim gibi konulara önem verilir.

⁴⁵Döviz kuru riskinin yönetilmesi, özellikle yabancı para birimi cinsinden varlık ve yükümlülüklerin fazla olduğu ekonomilerde daha önemli hale gelmektedir. 1994 Meksika ve 1997 Asya krizlerinde görüldüğü üzere, döviz likidite yönetiminin zayıflığı ve kur riskine karşı korunmamış dış borçlanmanın varlığı, para krizini tetiklemiştir.

dalgalanmalar, döviz piyasasına müdahale edilerek engellenir(Seyidoğlu, 2003a: 366-367; Ünsal, 2005: 490-492; Yıldırım, 2003: 23).

1.1.3.2. Yönetimli Dalgalanma (Gözetimli Dalgalanma)

Önceden ilan edilmiş bir kur hedefinin olmadığı yönetimli dalgalanma rejiminde parasal yetki kurumu, döviz kurundaki kısa dönemli dalgalanmaları azaltmak ve piyasadaki likiditeyi korumak amacıyla döviz kuruna müdahale etmektedir. Doğrudan ve dolaylı olarak kur müdahaleleri, düzenli olmamakla birlikte uluslararası rekabet gücü, döviz rezervleri, paralel piyasalardaki gelişmeler gibi çeşitli göstergelere bakılarak yapılır. Amaç, kısa süreli aşırı dalgalanmaları engellemektir. Döviz kurunu asıl belirleyen ögenin piyasa güçleri olması nedeniyle söz konusu müdahaleler döviz kurunun uzun dönemdeki eğilimini etkileyecek kadar büyük ölçekli değildir(Goldstein, 2002: 43-44; Seyidoğlu, 2003a: 374-375).

Parasal yetki kurumu, döviz kurlarındaki dalgalanmaların sıklığını ve genişliğini uzun dönem trendin etrafında sınırlandırmak amacıyla döviz piyasasına müdahale etmektedir(Chacholiades, 1990: 483). Bu bağlamda, döviz kurunu yönetmek için kullanılan geleneksel araç, para politikasıdır. Para politikasının döviz kurundaki hareketlere göre şekillenmesi, “rüzgar ile eğilmek” ve “rüzgara karşı eğilmek” olarak ifade edilmektedir⁴⁶. “Rüzgar ile eğilmek”, ulusal para birimi değer kaybederken (değer kazanırken) genişletici (daraltıcı) para politikasının uygulanmasıdır. Böyle bir politikanın amacı, döviz kurunun var olan hareketini desteklemektir. “Rüzgara karşı eğilmek” ise, ulusal para birimi değer kaybederken (değer kazanırken) daraltıcı (genişletici) para politikasının benimsenmesidir. Amaç, döviz kurundaki mevcut hareketi tersine çevirmektir. Başka bir deyişle, zayıf bir ulusal para birimi yüksek faiz; güçlü para birimi ise düşük faiz ile desteklenir. Ayrıca, ulusal para birimi değer kazanırken (değer kaybederken) rezerv biriktirilir (azaltılır). 1965 yılında geliştirilen bu strateji, kur uyumsuzluklarını düzeltmek ya da temel değişkenlerle uyumlu olacak döviz kurunun uygun düzeyini belirlemek yerine,

⁴⁶“Rüzgar ile eğilmek” ve “rüzgara karşı eğilmek”, sırasıyla “lean with the wind” ve “lean against the wind” olarak belirtilmektedir.

döviz kurunda hızlı değişimler karşısında yapılacak sistematik müdahaleleri içermektedir(McKibbin ve Sachs, 1986: 29; Williamson, 2000: 31-49).

Kur müdahaleleriyle dalgalı kur rejiminin yol açtığı risk ve belirsizlikler büyük ölçüde azaltılabilmektedir. Buna karşın, yönetimli dalgalanmanın bazı sakıncaları bulunmaktadır. Bunlar, (i) para birimi uyumsuzluğuna yol açabilmesi, (ii) korumacılığa neden olması (kurların belirlenmesinde uluslararası sermaye akımlarının, ticaret akımlarından daha etkili olması ile birlikte para birimi uyumsuzluğu, ülkelerin uluslararası rekabet gücünü bozmuş ve ticaret kısıtlamaları yönünde güçlü baskılara yol açmıştır), (iii) müdahalelere yönelik saydamlığın eksik olmasıdır(Chacholiades, 1990: 502; Uzunoğlu, 2003: 5; Williamson, 2000: 51).

Yukarıda kur rejimlerinin tanımı ve çeşitleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Ele alınan bütün kur rejimleri, ilan edilen ya da yasal olarak uygulanan kur rejimlerini yansıtmaktadır. Ancak, uygulamada kur rejimlerinin değişim gösterdiği dikkat çekmektedir. Örneğin, ilan edilen dalgalı kur rejiminin tümüyle uygulanmadığı ve zaman zaman sürünen parite ya da yönetimli dalgalanma rejimlerinden özellikler taşıdığı görülmektedir. Dolayısıyla, yukarıda açıklanan kur rejimleri, yasal ve fiili olmak üzere iki farklı sınıflandırma altında değerlendirilebilir. Bu bölüme ilişkin son olarak, ele alınan bütün kur rejimleri ortak özellikler çerçevesinde Tablo 1’de karşılaştırılmaktadır. Tablodaki en dikkat çekici özellik, ortak karşılaştırma ölçütlerinin birbiriyle etkileşim içinde olmasıdır. Örneğin, parasal disiplin ve anti-enflasyonist etki; kur taahhüdü, kur esnekliği ve para politikasının saygınlığı; kur uyumsuzluğu, devalüasyon riski ve para krizi olasılığı; kur taahhüdü, yoğun sermaye hareketliliği ve para krizi olasılığı; kur taahhüdü, yükümlülüklerin dolarizasyonu ve bankacılık krizi olasılığı; para politikası bağımsızlığı, borç veren son kurum işlevi ve bankacılık krizi olasılığı birbiriyle etkileşim içindedir.

Tablo 1: Kur Rejimlerinin Karşılaştırılması

	Anti-enf etki (nominal çıpa)	Kur taahhüdü (hedefi)	Para politikasının saygınlığı	Kur esnekliği	Para politikası bağımsızlığı	Borç veren son kurum işlevi	Senyoraj gelirleri	Parasal disiplin	Mali disiplin	Saydamlık
Katı Sabit Kur										
Para Birliği	var	var	var	yok	yok	yok	yok	var	gerekli	var
Dolarizasyon	var	var	var	yok	yok	yok	yok	var	gerekli	var
Para Kurulu	var	var	var	yok	yok	yok	yok	var	gerekli	var
Ara Rejimler										
Geleneksel Sabit Çıpa	var	var	var ⁽³⁾	yok	yok	yok	yok	var	gerekli	sınırlı ⁽⁹⁾
Sürünen Parite	var/yok ⁽¹⁾	var	var	sınırlı	sınırlı	sınırlı	sınırlı	sınırlı	gerekli	var
Sürünen Bant	var	var	var	sınırlı	sınırlı	sınırlı	sınırlı	sınırlı	gerekli	var
Sıkı-yönetimli Dalgalı Kur	yok	yok	yok	sınırlı	var	var	var	yok	gerekli değil	yok
Ayarlanabilir Sabit Kur	yok	yok	yok	sınırlı	var	var	var	yok	gerekli değil	yok
Hedef Bölgesi	sınırlı	var	sınırlı	sınırlı	sınırlı	sınırlı	sınırlı	sınırlı	gerekli	var
Yeni Ara Çöz.	sınırlı	var/yok ⁽²⁾	sınırlı	sınırlı/var ⁽⁴⁾	sınırlı/var ⁽⁵⁾	sınırlı/var ⁽⁶⁾	sınırlı/var ⁽⁷⁾	sınırlı/var ⁽⁸⁾	gerekli değil	var
Dalgalı Kur										
Tam Dalgalı Kur	yok	yok	yok	var	var	var	var	yok	yok	var
Yönetimli Dalgalanma	yok	yok	yok	sınırlı	var	var	var	yok	yok	yok

Tablo 1: Kur Rejimlerinin Karşılaştırılması (devamı)

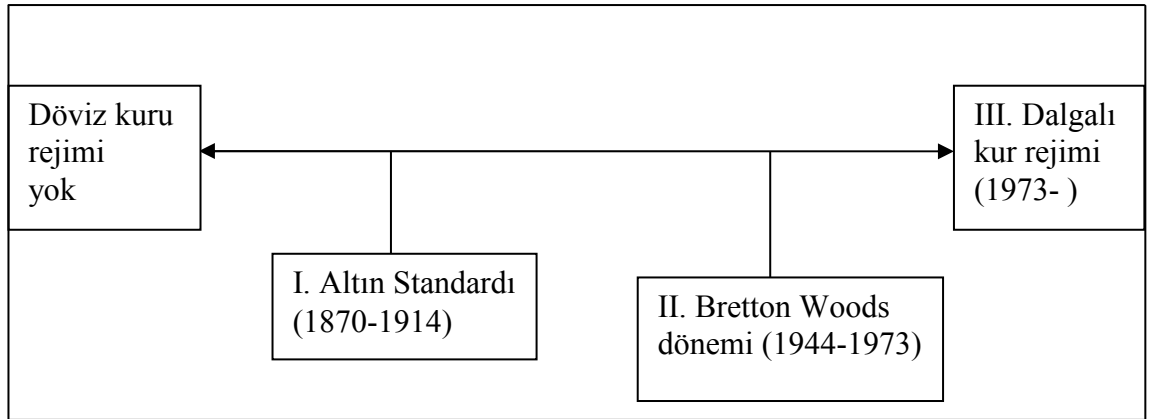
	Kur riski (Kur belirsizliği, kur oynaklığı)	Kur uyumsuzluğu	Devalüasyon riski	Dış şokların etkisi	Yoğun sermaye hareketliliği (Spekülatif baskı)	Para krizi olasılığı ⁽¹⁷⁾	Yükümlülüklerin dolarizasyonu	Bankacılık krizi olasılığı	Optimum uygulama süresi
Katı Sabit Kur									
Para Birliği	yok	olabilir	yok	var	yok	yok	yok	yok	kalıcı
Dolarizasyon	yok	olabilir	yok	var	yok	yok	yok	yok	geçici
Para Kurulu	yok	olabilir	var	var	olabilir	var	var	var	geçici
Ara Rejimler									
Geleneksel Sabit Çıpa	yok ⁽¹⁰⁾	olabilir	var	var ⁽¹⁴⁾	olabilir	var	var	var	geçici
Sürünen Parite	yok	yok ⁽¹¹⁾	yok ⁽¹²⁾	sınırlı	olabilir	var	var	var	geçici
Sürünen Bant	sınırlı	olabilir	var	sınırlı	olabilir	var	var	var	geçici
Sıkı-yönetimli Dalgalı Kur	sınırlı	yok	yok	yok	yok	yok	var	var	geçici
Ayarlanabilir Sabit Kur	sınırlı	olabilir	var	yok	olabilir	var	var	var	geçici
Hedef Bölgesi	sınırlı	olabilir	var	sınırlı	olabilir	var	var	var	geçici
Yeni Ara Çöz.	sınırlı	olabilir	var ⁽¹³⁾	sınırlı ⁽¹⁵⁾	olabilir ⁽¹⁶⁾	var	var	var	geçici/kalıcı ⁽¹⁸⁾
Dalgalı Kur									
Tam Dalgalı Kur	var	yok	yok	yok	yok	yok	yok	yok	kalıcı
Yönetimli Dalgalanma	sınırlı	yok	yok	yok	olabilir	var	yok	yok	geçici ⁽¹⁹⁾

- (1) Geriye-yönelik sürünen parite’de, hedeflenen bir kur düzeyi olmadığı için para politikasının nominal çıpa işlevi kaybolur. İleriye-yönelik sürünen parite’de ise, sürünme oranının güçlü bir taahhüd ile önceden açıklanması durumunda beklentiler ve fiyat davranışları şekillendirilir.
- (2) Kur taahhüdü, sadece BBC kuralı’nda söz konusudur.
- (3) Para sepeti ile karşılaştırıldığında tek para birimine sabitlemede para politikasının saygınlığı daha fazladır.
- (4) Kur esnekliği, BBC kuralı’nda daha azdır.
- (5) Para politikası bağımsızlığı, MFP’da bulunmaktadır.
- (6) Borç veren son kurum işlevi, MFP’da söz konusuyken; BBC kuralı’nda sınırlıdır.
- (7) Senyoraj gelirleri, MFP’da söz konusuyken; BBC kuralı’nda sınırlıdır.
- (8) MFP’da parasal disiplin söz konusu değildir.
- (9) Para sepetini oluşturan para birimlerinin ağırlıklı ortalaması genellikle gizli tutulmaktadır. Buna, “gizli para sepeti” adı verilir. Dolayısıyla, tek para birimine sabitlemeye kıyasla para sepetinde saydamlık daha azdır.
- (10) Kur riski, tek para birimine sabitlemeye göre para sepetinde daha düşüktür.
- (11, 12) Sürünen paritede, sık sık mini devalüasyonlar yapıldığı için kur uyumsuzluğu ve dolayısıyla devalüasyon riski ortaya çıkmamaktadır. Ayrıca, “geriye-yönelik sürünen parite” ya da “pasif sürünen parite”de, reel döviz kurunun aşırı değerlendirilmesi engellenir.
- (13) Devalüasyon riski, özellikle BBC kuralı için geçerlidir.
- (14) Dış şokların etkisi, para sepetinde daha az;
- (15) sınırlı bir para politikası uygulamasına bağlı olarak BBC kuralında daha fazladır.
- (16) “Yumuşak marjlar”, spekülasyon baskıları karşısında esneklik sağlar.
- (17) Resmi kur taahhüdünün bulunduğu ara ara rejimlerde, para krizi olasılığı daha yüksektir. Bunun nedeni, kur hedefinin, aynı zamanda, spekülasyoncuların hedefi olmasıdır. Buna karşılık, katı sabit kur rejimlerinin uygulanmasının amaçlarından biri para krizlerine karşı kırılganlığı azaltmaktır.
- (18) BBC kuralı geçici uygulanırken; MFP, özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde, uzun dönemli uygulanacak bir kur rejimidir.
- (19) Yönetimli dalgalanma, uluslararası rekabet gücünü iyileştirmek ya da döviz rezervi biriktirmek gibi amaç doğrultusunda geçici olarak uygulanabilir.
- Kaynak: Tarafımızca hazırlanmıştır.

1.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMLERİ VE KUR REJİMLERİNİN GELİŞİMİ

Döviz kurları bütün uluslararası para sistemlerinde önemli bir role sahip olmuştur⁴⁷. Bu nedenle, döviz kuru rejimleri ile şekillenen uluslararası para sistemlerini, döviz kurlarının esneklik ve katılık derecesine göre sınıflandırmak olanaklıdır(Chacholiades, 1990: 483). 1870’lerde sabit kur rejimine dayanan “Altın Standardı” dönemi, İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra kısmen kur esnekliğinin sağlandığı ayarlanabilir sabit kur rejimi ile özdeşleşen “Bretton Woods Sistemi”ne dönüşmüştür. 1960 ve 1970’lerde uluslararası sermaye akımlarında hızlı artış ise, dalgalı kur rejimi gereksinimini beraberinde getirmiştir. O halde, küresel döviz kuru rejimlerinde değişiklikler, uluslararası para sistemlerindeki değişmelerde önemli rol oynamıştır. Şekil 6’da görüldüğü gibi, kur rejimleri ile uluslararası para sisteminde değişikliklerinin tarihsel gelişimi, üç dönemde incelenebilir(Makin, 2001: 37-42; Yay, 2003; 16-18). Bunlar, (i) Altın Standardı, (ii) Bretton Woods dönemi ve (iii) Bretton Woods sonrası dönem (dalgalı kur rejimi dönemi)dir.

Şekil 6: Uluslararası Para Sistemleri ve Döviz Kuru Rejimleri



Kaynak: Ünsal, 2005, s. 497-502

⁴⁷Uluslararası para sistemlerinin esas işlevi, ülkeler arasında döviz kuru ve ödeme ilişkilerinin düzenlemek ve üretim ve dağılımın temel ekonomik sürecinin düzgün ve etkin yürümesini sağlamaktır. Bu nedenle, Adam Smith, uluslararası para sistemine “büyük tekerlek ya da büyük çark” adını vermiştir. Arabanın (dünya ekonomisinin) sorunsuz çalışması (sorunsuz işlemesi) için tekerleğin (uluslararası para sisteminin) iyi dönmesi (iyi çalışması) gerekir(Chacholiades, 1990: 484; Seyidoğlu, 2003a: 524; Seyidoğlu, 2003b: 9).

1.2.1. Altın Standardı: 1870-1914

En eski sabit kur rejimi olan ve 1870-1914 döneminde uygulanan Altın Standardı, her ülkenin ulusal parasının değerini saf altın cinsinden tanımladığı ve sermaye denetiminin olmadığı bir uluslararası para sistemidir⁴⁸. Aynı zamanda, mal para standardı olan bu sistemin temel özelliği, ulusal para birimleri arasındaki değişim oranlarının standart birim olan altına bağlandığı sabit kur rejimi olmasıdır⁴⁹. Ulusal para birimlerinin birbirine karşı değeri ise, her iki para biriminin sabit altın paritelerine göre tanımlanmıştır⁵⁰. Amaç, dünya ekonomisindeki parasal genişlemeyi sınırlandırmak ve dünya fiyatlarında istikrar sağlamaktır. Altının, uluslararası ödeme aracı olarak kabul edildiği ve resmi uluslararası rezerv varlık olarak tutulduğu bu dönemde, merkez bankaları, resmi pariteyi korumak amacıyla sınırsız miktarda altının sabit bir fiyattan alım-satımını garanti etmiştir. Altın akımlarının, ulusal para arzı ve fiyat düzeyini etkilemesine izin verilmiştir⁵¹. Yerleşiklerin de, altın ihracat ve ithalatı yapmasında herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır(Chacholiades, 1990: 488-489; Krugman ve Obstfeld, 2000: 538-541; Seyidoğlu, 2003a: 362-363). Altının likiditesi ise, üretilen altın miktarı ve sanayinin altın gereksinimine göre değişmektedir(Uzunoğlu, 2003: 2).

Birinci Dünya Savaşı'na kadar geçen sürede uluslararası parasal ilişkiler ve ekonomik gelişim süreci, "altın çağı"nı yaşamıştır. Uluslararası uzmanlaşmanın gelişmesiyle birlikte dünya ticareti ve yatırımlar hızla artmış, fiyatlarda istikrar sağlanmış ve 1900'lere gelindiğinde Batı Avrupa ve Kuzey Amerika ülkelerinin yanı sıra, çevre ülkelerin de içinde olduğu sermaye, mal ve emek piyasalarını içeren küresel bir ekonomi ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, Altın Standardı, finansal

⁴⁸Altın Standardını uygulayan ülkeler, sermayenin ve ticaretin merkezi olan İngiltere başta olmak üzere başlıca Avrupa ülkeleri idi (İngiltere, Altın Standardı'nı 1821 yılında benimsemiştir.). Az gelişmiş ülkelerin ve özellikle Latin Amerika gibi hammadde üretimi yapan ülkelerin para birimleri 1870-1914 döneminde dalgalanmaya bırakılmıştır(Chacholiades, 1990: 489).

⁴⁹Altın Standardı dönemi boyunca 1 onz altın=\$20.67 olarak belirlenmiştir(Melvin, 2000: 43).

⁵⁰Örneğin, dolar ve mark'ın altın pariteleri sırasıyla 1 \$=1.5046 gr altın, 1 DM=0.3584 gr altın şeklindedir. Dolayısıyla, 1 \$=4.1981 DM (1.5046/0.3584) olarak belirlenmektedir(Uzunoğlu, 2003: 3).

⁵¹Dış açık, altın çıkışı beraberinde getirir. Para arzının azalması ile birlikte fiyatlar düşer ve ihracat yükselir. Böylece, dış açık sorunu giderilmiş olur(Melvin, 2000: 45).

küreselleşmenin ilk dönemi olarak düşünülebilir(Makin, 2001: 37-40; Melvin, 2000: 45; Seyidoğlu, 2003b: 9).

Birinci Dünya Savaşı ile birlikte ortaya çıkan enflasyon (özellikle, Almanya'da) sonucu birçok ülkede, ulusal para birimlerinin altın ile konvertibilitesinde kuşklar ortaya çıkmış ve ülkeler Altın Standardı'ndan uzaklaşarak ulusal paraların konvertibilitesini askıya almıştır. Birinci Dünya Savaşı sırasında altın, değişim oranı olma özelliğini kaybetmiştir(Uzunoğlu, 2003: 3). Altın Standardı uygulayan ülkeler, altın rezervlerini korumak amacıyla altın ihracatına ambargo koymuştur. 1919-1923 döneminde, İngiltere, Fransa ve diğer birçok sömürgeci ülke geçici olarak ulusal para birimlerini dalgalanmaya bırakmıştır. Savaş ve yaşanan altın kıtlığı, uluslararası para sisteminde reform gereksinimini beraberinde getirmiştir. 1922 yılında, "altın kur standardı-gold exchange standard" gündeme gelmiştir. Büyük ülkelerin ulusal paralarının "altın" ile konvertibilitesi devam ederken; küçük ülkelerin para birimleri, "altın kur" ile değiştirilmiştir. Altın kur, Sterlin gibi altın ile konvertibilitesi olan para birimlerini ifade etmektedir. Böylece, küçük ülkelerin para birimleri dolaylı olarak altına bağlanmıştır. 1931 yılında sona eren bu sistem ile dünya altın kullanımı en uygun şekilde gerçekleştirilmiştir. 1931 yılında ise, sterlin bloğu, dolar bloğu ve altın bloğu olmak üzere dünya üç para bloğuna ayrılmıştır(Chacholiades, 1990: 490-491; Krugman ve Obstfeld, 2000: 543; Seyidoğlu, 2003b: 10-11).

Uluslararası ticari mallara konulan yüksek tarifeler, istikrarsız para birimleri, dünya ekonomisinde önemli değişikliklere yol açan Büyük Buhran ve İkinci Dünya Savaşı'nın ortaya çıkışı ile küreselleşme eğilimi tersine dönmüştür(Makin, 2001: 40). 1930'larda ortaya çıkan Büyük Buhran'ın temel nedeni olan uluslararası sermaye akımları, en az düzeye gerilemiş, uluslararası fiyatlar ve faizler arasındaki uyum bozulmuştur. Bu durum, 1940'lara kadar devam etmiştir. 1918-1939 döneminde para politikası ise, enflasyonu beraberinde getiren para basma ile savaşın finansmanı ve ticaret ortağı olan ülkeler arasındaki "rekabetçi değer kaybı" politikası başta olmak üzere, ülke-içi iktisat politikaları amacını gerçekleştirme aracına dönmüştür.

Altın Standardı'nın hızlı büyüme ve fiyat istikrarına yol açması nedeniyle başarılı bir kur rejimi olduğu söylenebilir. Ancak, Altın Standardı'nın bazı sakıncaları bulunmaktadır(Krugman ve Obstfeld, 2000: 515-516; Ocampo, 2005: 7; Ünsal, 2005: 500). Bunlar,

1. İşsizlik ile mücadele kapsamında para politikası kullanımına yönelik kısıtlamalar bulunmaktadır. Bu nedenle, dünya çapında bir durgunluk durumunda, ulusal para birimleri cinsinden altın fiyatlarının yükselmesi pahasına merkez bankalarının para arzını artırma olanağı söz konusu değildir. Bununla birlikte, Altın Standardı'nın sermaye hareketliliğiyle birlikte uygulandığı dikkate alınrsa, olanaksız üçlü hipotezine göre bağımsız para politikası söz konusu değildir⁵².

2. Ulusal para birimlerinin altının değerine bağlanması, sadece altının göreceli fiyatı ve diğer mal ve hizmetlerin fiyatlarının istikrarlı olması durumunda, genel fiyatlar düzeyinde istikrar sağlar.

3. Fiyat esnekliği, yurtiçi finansal riskleri artırmaktadır. Deflasyon ile birlikte aşırı yüksek kısa dönem reel faizler, reel borç yükünde hızlı artışı beraberinde getirmektedir.

4. Merkez bankaları, ulusal para birimlerinin altın fiyatını sabit tutmak ve beklenmeyen ekonomik sorunlar karşısında kullanmak amacıyla altın rezervi bulundurlar. Ancak, ulusal ekonomiler büyüdükçe merkez bankaları uluslararası rezervleri artıramaz. Rezervleri artırmanın yolu, sürekli yeni altın rezervlerini keşfetmektir. Rezervleri artırma çabası ise, para arzında daralmayı beraberinde getirir ve işsizlik ortaya çıkabilir.

5. Parasal daralma dönemleri, kısa dönemde bankaların kredi portföyünde hızlı düşüşe neden olmuştur.

⁵²Olanaksız üçlü hipotezi, "1.3.2. Kur Rejimi Tercihinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımlar" başlığı altında açıklanmaktadır.

6. Altın Standardı'nın, Rusya ve Güney Afrika'da olduğu gibi, büyük ölçekli altın üretimi sağlaması, ülkelere altın satışı yoluyla dünyadaki makroekonomik durumu etkileme olanağı verebilir.

1.2.2. Bretton Woods Dönemi: 1944-1973

Küresel ekonominin yeniden yapılandırılması ve uluslararası para sisteminin yeniden kurulması amacıyla ABD ve İngiltere'nin lideliğinde Temmuz 1944'de Bretton Woods, New Hampshire'da Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı düzenlenmiştir. Bu konferansta, 44 ülke dalgalı döviz kurunun istikrarsızlık kaynağı olduğu ve uluslararası ticarete zarar vereceği düşüncesi ile “ayarlanabilir sabit kur” rejimini benimsemiştir. Bu konferansın temel amacı, istihdamı artıracak, fiyat istikrarını sağlayacak ve uluslararası ticarete kısıtlamalar koymadan ülkelerin dış dengesizliklerini giderecek serbest, istrarlı ve çok yanlı bir uluslararası para sisteminin kurulmasıdır. Bu bağlamda, para birimleri, altın cinsinden sabitlenen dolara bağlanmıştır. Dolayısıyla, para birimleri dolaylı yoldan altına bağlanmıştır. Yani, her ulusal para biriminin “dolar paritesi” nin yanısıra ulusal paraların altın karşılıklarını gösteren “altın paritesi” söz konusudur. 1 onz altın=\$ 35 olduğu sistemde, dolar, “temel para birimi” haline gelmiştir⁵³. Her para birimi için diğer paralar karşısında bir değişim oranı (merkezi kur) belirlenmiş ve para birimleri merkezi kurun etrafında her iki yönde küçük aralıklar (+/- %1) ile dalgalanmaya bırakılmıştır. Başka bir deyişle, ülkelerin ödemeler bilançosunda “temel dengesizlik” durumunda, IMF onayıyla, ulusal para birimleri dolar karşısında devalüe ya da revalüe edilebilmiştir(Krugman ve Obstfeld, 2000: 547-548; Melvin, 2000: 46-47; Seyidoğlu, 2003a: 529; Seyidoğlu, 2003b: 11-12).

Bretton Woods sisteminin en önemli özelliklerine aşağıda yer verilmektedir (Chacholiades, 1990: 492-496; Krugman ve Obstfeld, 2000: 548-571; Ünsal, 2005: 500-501). Bunlar;

⁵³“Temel para birimi” ya da “anahtar para” olan doların ekonomik ve mali işlevleri arasında uluslararası ödeme aracı, uluslararası değer standardı, rezerv aracı ve müdahale aracı yer almaktadır(Seyidoğlu, 2003a: 530).

1. Uluslararası kuruluşlar: Parasal konularda uluslararası danışmanlık ve işbirliği yapacak ve savaş sonrası dönemde uluslararası para sistemini belirleyecek olan kalıcı bir kurumun gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu amaçlar doğrultusunda, Uluslararası Para Fonu (IMF) kurulmuştur.

2. Döviz kuru rejimi: Kısa dönemde sabit olan ve “temel dengesizlik” durumunda ayarlanabilen döviz kurlarına dayanan “ayarlanabilir sabit kur rejimi” benimsenmiştir. Başka bir deyişle, Bretton Woods Sistemi temelde ayarlanabilir sabit kur rejimiyle eşdeğerdir. Ödemeler bilançosunda dengesizlik durumunda, kur ayarlamaları yapılmaktadır. Kısa dönemde döviz kurlarının sabit olması, Bretton Woods Sisteminin Altın Standardı dönemindeki döviz kuru istikrarını sağlamayı hedeflediğini göstermektedir. Ancak, “ayarlanabilir sabit kur rejimi”, Altın Standardı dönemindeki kur istikrarını sağlamakta ve dalgalı kur rejiminin esnekliğini içermekte yetersiz kalmıştır.

3. Bretton Woods Sisteminin en önemli sakıncası, Altın Standardı’nda olduğu gibi bağımsız para politikası olanağının olmamasıdır. Bunun nedeni, sabit kur-sermaye hareketliliği-bağımsız para politikasının bir arada uygulanamamasıdır (olanaksız üçlü hipotezi).

4. Uluslararası Rezervler: Ayarlanabilir sabit kur rejiminin işlevini sorunsuz yerine getirebilmesi amacıyla ülkeler, önemli ölçüde altın ve para cinsinden rezerv tutma gereksinimi duymuştur. Her ülke, rezerv kotasının % 25’ini altına veya dolar gibi altın ile konvertibilitesi olan para birimine, % 75’ini ise kendi para birimine ayırmak zorundadır. Dolar’ın para sistemi içindeki önemli konumu, doları rezerv para konumuna getirmiştir.

5. Para birimlerinin konvertibilitesi: Ekonomik refah ve siyasi uyum için bütün ülkeler, herhangi bir kısıtlamanın olmadığı çok yanlı ticaret ve konvertibilitesi olan para birimlerinin bulunduğu bir sistemi benimsemek zorunda kalmıştır. Avrupa ülkelerinin çoğu 1958 yılına kadar konvertibiliteyi sağlayamazken; ABD doları ve Kanada doları 1945, Japon Yeni ise 1964 yılında konvertibl hale gelmiştir.

6. Asimetrik Etkiler: Bretton Woods sisteminde, doların uluslararası para sisteminde merkezi rolüne (temel para birimi) dayanan iki temel asimetri bulunmaktadır. Birincisi, ulusal para birimlerinin dolara sabitlemesi ve rezervlerin dolar cinsinden tutulması nedeniyle FED'in dünya para arzını belirlemede öncü rolü üstlenmesidir. İkincisi, "temel dengesizlik" adı verilen ödemeler dengesinin açık vermesi durumunda ulusal para birimleri dolar karşısında devalüe edilebilirken, doların diğer para birimleri karşısında devalüe edilememesidir.

1944-1973 döneminde geçerli olan Bretton Woods sistemi, 1944-1958 ve 1959-1973 olmak üzere iki döneme ayrılabilir. ABD'nin yıllık ortalama \$1 milyar olan dış açıkları ile şekillenen ilk dönem, doların, "rezerv para birimi" haline gelmesi ve yaşanan "dolar kıtlığı" nedeniyle dolar standardı'nın altın çağı olarak nitelenmektedir. İkinci dönem ise, doların, artan dış açık yoluyla uluslararası likidite bolluğunun kaynağı haline gelmesi nedeniyle "dolar bolluğu" dönemi olarak adlandırılmaktadır. 1950'li yılların sonlarında Japon ve Avrupa ekonomileri (özellikle Almanya) ödemeler dengesi fazlası verirken, yıllık \$3.5 milyar ile ABD ekonomisinin dış açık vermesinin ardından dolar krizi ortaya çıkmıştır. Avrupa ekonomilerinin dolar rezervlerini altına çevirmeye başlaması (altına hücum) ile altın fiyatlarında dalgalanmalar ortaya çıkmıştır. Para birimlerinin değerlerinde yeniden düzenlemenin gündeme gelmesi ise, Bretton Woods Sistemi'nin sonunu hazırlamıştır. Mart 1973 itibariyle, doların altın ile konvertibilitesinin olmadığına resmen açıklanması ile ayarlanabilir sabit kur rejimi sona ermiştir(Chacholiades, 1990: 495-499; Melvin, 2000: 47-48; Seyidoğlu, 2003a: 531-532).

1.2.3. Bretton Woods Sonrası Dönem: 1973-

Aralık 1971'de imzalanan ve o güne kadar dünya tarihindeki en büyük parasal anlaşma olarak nitelenen Smithsonian Anlaşması ile önde gelen on büyük ülke, üç önemli karar almıştır. Bunlar(Chacholiades, 1990: 500-501; Seyidoğlu, 2003a: 533);

1. 1934 yılından itibaren geçerli olan 1 onz altın= \$ 35 eşitliği sona ermiş ve altının resmi fiyatı \$38'a yükseltilmiştir. Böylece, dolar % 7.89 oranında devalüe edilmiştir. Ayrıca, "altın penceresinin kapatılması" onaylanmış ya da doların altın konvertibilitesi kaldırılmıştır⁵⁴.

2. Aşırı değerli hale gelen dolar karşısında diğer para birimlerinin döviz kurlarında yeni düzenlemeler yapması ile dolar toplam % 12 oranında devalüe edilmiştir.

3. Daha önce +/- % 1 olan kur bandı, +/- % 2.25 olarak genişletilmiştir. Ayrıca, Avrupa Topluluğu'na üye ülkelerin para birimleri birbirlerine sabitlenirken, dolar karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu sisteme, "tünelin içindeki yılan" adı verilmektedir. Başka bir deyişle, para birimlerinin, dar bir bant içinde dalgalanmaya bırakılmasıdır.

1970'li yılların başında uluslararası sermaye, işlem maliyetlerini azaltan ve iktisadi reformlar yapan gelişmekte olan ülkelere yayılmaya başlamıştır. Finansal piyasaların bütünleşmesi ile uluslararası sermaye hareketlerinin hızla artması, döviz kurlarının yönetimini zorlaştırmış ve ayarlanabilir sabit kur rejimini sürdürülemez hale getirmiştir. Haziran 1972'de Pound, dolar karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır. Mart 1973'te ise, diğer temel ulusal para birimleri, sabit kur rejimini terk ederek "yönetimli dalgalanma" olarak nitelendirilen yeni kur rejimine geçmiştir. Yönetimli dalgalanma kur rejimi öncesinde döviz kurları, ödemeler dengesi veya enflasyonu denetlemek amacıyla kullanılan makroekonomik politika aracı olarak görülmektedir. Yönetimli dalgalanma ile birlikte birçok ülkenin uyguladığı kambiyo denetimleri kaldırılmış ve uluslararası döviz piyasası hacminde önemli bir artış meydana gelmiştir. Böylece, yeni kur rejimi, ülkelerin makroekonomik politika uygulamalarını bağımsız duruma getirmiştir. Ayrıca, sabit döviz kurunu korumak amacıyla ithalata aşırı kısıtlamalar koyan bazı ülkelerde, uluslararası ticaret serbestleştirilmiştir.

⁵⁴Şubat 1973 tarihinde dolar % 10 devalüe edilmiş ve 1 onz altın, \$42.2'ye yükseltilmiştir(Seyidoğlu, 2003a: 533-534).

Petrol krizi ve yeni kur rejimine geçiş, fiyat dalgalanmalarına yol açmış ve Mart 1973'te uygulanmaya başlanan günümüz uluslararası para sistemi, beklentilerin aksine, uluslararası dengesizliklere ve keskin para birimi uyumsuzluklarına yol açmıştır. Bu uyumsuzlukların nedeni, 1980'lerin başında meydana gelen şokların daha çok mal piyasası kaynaklı olması ve uygulanan dalgalı kur rejiminin sektörler arasında aynı yararı sağlamamasıdır(Obstfeld, Cooper ve Krugman, 1985: 369-371). Son olarak, günümüz kur rejimleri, 1990'larda yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen finansal krizler ile birlikte daha esnek kur rejimlerine doğru bir eğilim, Avrupa Para Birliği ya da euro alanının genişlemesi, yeni olası parasal birlikler ve Çin'in 2005 yılında BBC kuralına geçmeden önce ulusal para birimini dolara sabitlemesi ile şekillenmektedir. Ancak, günümüzde kurların aşırı ve hızlı değişkenlik göstermesi, optimal kur esnekliği ve uluslararası politikaların uyumu konularının tartışılmasına neden olmaktadır(Eichengreen ve Razo-Garcia, 2006: 395-396; Seyidoğlu, 2003b: 35).

1.3. KUR REJİMİ TERCİHİ

“Bütün ülkeler için geçerli sadece bir kur rejimi olmadığı gibi, bir ülke için sürekli aynı kur rejimini uygulamak en iyi çözüm olmayabilir.” (Frankel, 1999: 2)

Kur rejimi tercihi, en önemli makroekonomik politika kararlarından biri olup makroekonomik politikaların etkinliğini, para ve maliye politikalarının yürütülmesini, yurtdışı finansal sistemin istikrarını, dolayısıyla ekonomik gelişmeyi etkileyebilmektedir. Kur rejimi, uyumlu bir parasal düzenin ve güçlü bir makroekonomik yapının önemli bir parçasıdır. Bu nedenle, makroekonomik politikalar ile uyumlu olmayan bir kur rejimi sürdürülemez niteliktedir. Öte yandan, uygulanan kur rejimi makroekonomik politikalar ile desteklenmelidir. Bununla birlikte, herhangi bir kur rejimi, uygulanan politikalara veya güçlü kurumlara ikame edilemez(Bailliu ve Murray, 2002: 26; Domaç ve Peria, 2000: 25; Fischer, 2001: 5, IMF, 1997: 97).

Optimal kur rejimi tercihi, uluslararası makroiktisatta tartışma konusu olmayı sürdürmektedir. Yinelenen bu tartışmanın iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, sürdürülemez kur rejimlerinin son yıllarda meydana gelen finansal krizlerin nedenlerinden biri olarak geniş ölçüde benimsenmesidir⁵⁵. Buradan hareketle, uluslararası sermaye hareketlerinin hızla arttığı günümüzde “iki kutuplu görüş” olarak adlandırılan ve sadece iki uçta yer alan kur rejimlerinin sürdürülebilir olduğu görüşü önem kazanmaktadır. İkincisi, Avrupa Para Birliği’nin yanı sıra, Ekvator ve El Salvador’da uygulanan dolarizasyon; Hong Kong ve Estonya’da benimsenen para kurulu gibi katı sabit kur rejimlerinin bazı ülkeler için en uygun çözüm olduğu görüşüdür (Bailliu ve Murray, 2002: 17).

Kur rejimi tercihi, bütün ülkeleri ilgilendiren bir konu olmakla birlikte, özellikle yükselen piyasa ekonomileri ile yakından ilgilidir⁵⁶. Bunun nedeni, bazı ülkelerin (küçük veya gelişmemiş) hali hazırda uyguladıkları kur rejiminin alternatifinin olmadığını düşünmeleri ya da bazılarının (gelişmiş ülkeler) kur rejiminde önemli bir değişiklik yapmak istememeleridir (Bailliu ve Murray, 2002: 17). Yükselen piyasa ekonomilerinin kur rejimi tercihi, uluslararası finansal sistemin etkinliği ve istikrarı açısından merkezi bir öneme sahiptir. Öte yandan, kur rejimleri tercihinde değişim ya da kur rejimleri arasında geçiş, en çok yükselen piyasa

⁵⁵ Yazında, kur rejimlerinin tek başına finansal krizlere yol açmadığını belirten birçok çalışma bulunmaktadır. Grauwe ve Grimaldi (2002: 43), bankacılık sektörüne yönelik iyi işleyen bir denetleme sisteminin olmadığı bir ekonomide, hem sabit hem dalgalı kur rejimlerinin bankacılık krizini tetikleyecek öğelere sahip olabileceğini ileri sürmektedirler. Bunun nedeni, döviz piyasası ile bankacılık sektörü arasındaki yakın ilişki nedeniyle ilkinde meydana gelen bir krizin diğerini kolaylıkla etkileyerek ikiz krizlerin oluşmasına yol açabilmesidir. Örneğin, iyi işleyen bir denetleme sistemi, sabit kur rejimine dayanan ERM krizinde ortaya çıkan para krizlerinin bankacılık krizlerine dönüşmesini engellemiştir. Stiglitz (2002: 243), finansal serbestleşme ile birlikte uygulanan yanlış/tutarsız makroekonomik politikalar ve bankalara yönelik kurtarma politikalarının, kur rejimlerinden bağımsız olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki riski arttırdığını ileri sürmektedir. Öte yandan, bu risk, öncelikle finansal serbestleşme ile birlikte artarken, dalgalı kur rejiminde daha fazladır. Benzer şekilde, Haile ve Pozo (2006: 565-566), 35 ülkeyi ve 1974-1998 dönemini kapsayan çalışmalarında, sabit, dalgalı veya ara rejimlerin para krizlerini açıklamakta birbirinden farksız olduğu ve asıl belirleyicilerin para ve maliye politikaları ile krizlerin bulaşma etkisi olduğunu ortaya koymaktadırlar. Ayrıca, iki sınıflandırma arasında, de jure sabit kur rejimleri para krizi olasılığını artırırken, de facto kur rejimlerinin para krizleri üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Bunun nedeni, ilan edilen sabit kur rejiminin fiilen uygulanmaması durumunda saygınlık sorunu ile birlikte spekülasyon riskinin ortaya çıkması ve para krizinin ardından dalgalı kur rejimine geçiş olasılığının yüksek olmasıdır.

⁵⁶ Yükselen piyasa ekonomilerinin ortak özelliği kamu maliyesi, finansal sistem ve para politikasına ilişkin zayıf kurumların varlığı, para ikamesi, yükümlülüklerin dolarizasyonu ve sermaye çıkışlarına karşı kırılabilirlik (Calvo ve Mishkin, 2003: 104).

ekonomilerinde ortaya çıkmaktadır. 1940-2001 döneminde bu ülkelerde yıllık ortalama kur rejimi değişim oranı % 9.7'dir. Bu oran, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için sırasıyla, % 7 ve % 6.1 olarak gerçekleşmiştir(Rogoff ve diğerleri, 2003: 23)⁵⁷.

Gelişmekte olan, yükselen piyasa ve geçiş ekonomilerinde kur rejimi tercihini belirleyen birçok ekonomik öge bulunmaktadır⁵⁸. Bunlar, (i) ülke ekonomisinin büyüklüğü, (ii) enflasyon hedeflemesi gibi bir para politikası stratejisinin uygulanması, (iii) finansal serbestleşme ve finansal bütünleşmeyi gösteren artan sermaye hareketliliği, (iv) “büyük günah hipotezi”nin bir sonucu olarak döviz cinsinden yükümlülüklerin döviz cinsinden varlıkları aşması ile birlikte kur riskinde artış⁵⁹, (v) finansal küreselleşme ile birlikte özel ve kamu sektörlerinin portföylerinde

⁵⁷Kur rejimleri tercihinde değişim birçok bölgesel veya küresel olaylardan etkilenmektedir.

1980'lerdeki borç krizi, Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerinin serbest piyasa ekonomisine dönüşüm süreci, özellikle 1990'ların ikinci yarısından sonra hızla artan yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal krizler ve 1999 yılında parasal birliğe geçiş bu olaylar arasında yer almaktadır.

⁵⁸Meissner ve Oomes (2006: 18), kur rejimi tercihinde güçlü bir süreklilik olduğunu ve bu tercihin bir önceki yıla ilişkin kur rejimi ile yakından ilgili olduğuna işaret etmektedir.

⁵⁹Büyük günah hipotezi, bir ülkenin dış borçlanmada ve uzun vadeli iç borçlanmada ulusal para biriminin kullanılmamasıdır. Bunun nedeni, ülkenin enflasyon geçmişi, devalüasyon ve ülke riski gibi nedenlerden dolayı ulusal para birimi cinsinden varlıklara yatırımın istenmemesidir(Eichengreen ve Hausmann, 1999: 11-12). “Büyük günah hipotezi”nin nedenlerini belirlemeye yönelik yedi yaklaşım bulunmaktadır(Hausmann ve Panizza, 2003: 970-980). Bunlar, (i) kalkınma düzeyi: politikalar ve kurumların kalitesinin yansıtıldığı kişi başına GSYİH ile ulusal para birimi cinsinden borçlanamama arasındaki korelasyona bakılır. (ii) parasal saygınlık: ulusal para birimi cinsinden borçlanamama, para politikası saygınlığının zayıf olduğunun bir belirtisidir. Para politikası saygınlığını ölçmek için enflasyon oranı kullanılır. (iii) kamu maliyesinin sürdürülebilirliği: zayıf bir kamu maliyesinin varlığı durumunda döviz cinsinden kamu borç stokunun büyük olması, ulusal para birimi cinsinden borçlanmayı kısıtlamaktadır. Bunun nedeni, döviz cinsinden kamu borç stoku ne kadar büyükse, enflasyon oranının o kadar büyük olmasıdır. Ulusal para birimi cinsinden borçlanamama ile kamu maliyesi ilişkisini incelemek için kamu borcu/GSYİH ve kamu gelirleri/GSYİH oranları kullanılabilir. (iv) kredi piyasasının eksikliği: ulusal para birimi cinsinden borç verenler, para biriminin değer kaybetmesi ve gecikme riski karşısında alacaklarının yarısını kaybederler. Bu iki beklenti, ulusal para birimi cinsinden borçlanma imkanını ortadan kaldırır. (v) kur rejimi tercihi: sabit kur rejiminde, ulusal para birimi cinsinden faiz oranlarının oynaklığı yüksek olurken; dalgalı kur rejiminde yüksek kur oynaklığı görülmektedir. O halde, riskten kaçınan borçlu ve alacaklı, sabit kur rejiminde döviz cinsinden borçlanmayı tercih ederken; faiz istikrarının hedeflendiği bir ekonomide ulusal para birimi cinsinden borçlanma daha fazla görülmektedir. Özetle, sabit kur rejimi, ulusal para birimi cinsinden borçlanamamanın temel nedenidir. Nitekim, Hausmann vd. (2001: 390), 12 gelişmiş ve 26 gelişmekte olan ülkeyi incelemişler ve dalgalı kur rejimi ile ulusal para birimi cinsinden uluslararası piyasalarda borçlanabilme arasında güçlü bir ilişki bulmuşlardır. (vi) politik İktisat: kamu ve özel borçların önemli bir kısmı yabancıların elinde ise, bu alacakların değerini azaltmaya yönelik bir politik kararlılık söz konusu olabilir. Bu nedenle, yabancı yatırımcılar ulusal para birimi cinsinden borç vermeyi istemezler. (vii) uluslararası ögeler: uluslararası portföyler, birkaç büyük ülkenin para biriminde yoğunlaşmaktadır. Bu ülkeler ekonomik büyüklükleri, gelişmiş finansal piyasaları ve türev piyasaların varlığı nedeniyle kendi para birimleri cinsinden dış borçlanma senetleri ihraç etmektedirler.

bulunan ve ihraç ettiği döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerin miktarı ve çeşidinde hızlı artış, (vi) gelişmekte olan ülkelerde 1960'larda % 30 olan ve 1990'larda % 40'a yükselen ticari açıklık oranında artış, (vii) özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde ihracatın bileşiminin imalat sanayi mallarına doğru hızla değişmesi, ticaret hadlerini daha istikrarlı hale getirirken, döviz kurundaki dalgalanmalara karşı duyarlılığı artırması, (viii) ticari ortakların çeşitliliğinin artmasıyla birlikte tek para birimine sabitleyen ülkelerin, temel para birimleri (Dolar, Yen ve Euro) arasında meydana gelen kur dalgalanmalarından daha fazla etkilenmesi, (ix) son on yılda Mercosur, Asya-5, ASEAN, CEEC-5 ve NAFTA işbirliklerinde görüldüğü gibi bölge-içi ticaretin hızla artmasıyla birlikte iki yanlı reel döviz kurlarındaki dalgalanmaların önem kazanmasıdır(Altay, 2007: 713; Mussa ve diğerleri, 2000: 14-17)⁶⁰.

1.3.1. Kur Rejimi Tercihine Yönelik Temel İktisadi Görüşler

Kur rejimlerinin tarihsel gelişimine bakıldığında sabit kur rejiminin Nurkse (1944), ayarlanabilir sabit kur rejiminin Meade (1951), dalgalı kur rejiminin Friedman (1953), para birliğinin Mundell (1961) ve hedef bölgesinin Williamson (1995) ile başladığı görülmektedir. Altın Standardı, Bretton Woods dönemi ve sonrası olmak üzere uluslararası parasal ve ekonomik koşulların değişmesiyle birlikte kur rejimlerinde de yenilik arayışları ortaya çıkmıştır. Örneğin, Bretton Woods döneminde Nurkse (1944), aşırı tepki dönemlerinde piyasaların psikolojisini bozması (rasyonel olmayan sürü güdüsü durumu) nedeniyle dalgalı kur rejiminin istikrar bozucu olduğunu ileri sürmektedir. Meade (1951) ise, para birimleri arasında ortaya çıkan spekülasyon sermaye akımlarının denetiminin sağlanması amacıyla ayarlanabilir sabit kur rejiminin başarıyla uygulanabileceğini belirtmektedir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejimi istikrar bozucu olabilir. Buna karşılık, Friedman (1953), döviz piyasasında spekülasyonun istikrar sağlayıcı olduğunu belirtmektedir. Bunun nedeni, ekonominin temel göstergelerinden bağımsız olarak döviz ticareti yapan yatırımcıların zarar

⁶⁰*Mercosur*, Arjantin, Brezilya, Paraguay, Uruguay; *ASYA-5*, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland; *ASEAN*, Brunei, Kamboçya, Endonezya, Laos, Malezya, Myanmar, Filipinler, Singapur, Tayland ve Vietnam Vietnam; *CEEC-5*, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Estonya ve Slovenia ve *NAFTA*, Kanada, Meksika ve ABD'den oluşmaktadır.

ederek piyasa dışında kalmasıdır. Başka bir deyişle, para birimi değer kaybederken satılması; değer kazanırken ise satın alınması durumunda spekülasyon istikrar bozucudur. Dolayısıyla, Friedman, piyasa etkinliği varsayımı altında dalgalı kur rejimini desteklemiştir. Daha sonra, Parasalcılar ve Keynesyen iktisat, benzer görüşü paylaşmışlardır. Ortak görüşün nedeni, farklı hedefler doğrultusunda makroekonomik politikaların uygulanmasında dalgalı kur rejiminin özerklik sağlamasıdır(Kenen, 1985: 656-657; Sarno ve Taylor, 2002: 170)⁶¹.

Temel kur rejimlerinin çıkış noktasına ilişkin görüşleri belirttikten sonra kur rejimlerinin gelişimine ilişkin bazı iktisat okullarının görüşlerine yer verilmektedir. Bu görüşler, Keynesyen iktisat, Yeni Cambridge Okulu, Yeni-Keynesyenler ve Parasalcılar olmak üzere temelde dört okul etrafında şekillenmektedir.

Keynesyen iktisatta, döviz kuru makroekonominin merkezindedir ve ticaret hadleri ile özdeşleşmektedir. Yurtiçi fiyatların ve faiz oranlarının sabit olduğu varsayımı altında ulusal para biriminin değer kaybetmesi, ithal malların nispi fiyatını (ihraç malları ve yurtiçi fiyatlar cinsinden) yükseltir. Böylece, hem yurtiçi enflasyon oranı yükselir, hem de ticaret hadleri bozulur. Ancak, yurtiçi mallara olan dünya talebinin artmasıyla birlikte ticaret dengesinde iyileşme meydana gelir. Dolayısıyla, döviz kurları, iç ve dış mallar arasında olmak üzere dünyadaki harcama dağılımının bir belirleyicisidir. Aynı zamanda, döviz kurları, yurtiçi harcamaların bileşimini etkilemekte ve ihracatın belirleyicilerinden biri olmaktadır. Sermaye hareketliliği durumunda ise, uluslararası faiz oranları ile döviz kuru arasında da önemli bir ilişki bulunmaktadır(Dornbush ve diğerleri, 1976: 538-551). Sonuç olarak, döviz kurundaki değişmelerin, özellikle fiyat düzeyi, ödemeler bilançosu ve üretim düzeyini etkilemesi nedeniyle kurların yönetilmesi gerekmektedir. Böylece, kurlarda

⁶¹Buna karşılık, Parasalcılar ve Keynesyen iktisat arasında para birliği açısından herhangi bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bu görüş ayrılığının temeli para birliğinin maliyetlerine dayanmaktadır. Para birliğinin en önemli maliyeti, ortak para birimine bağlı olarak ödemeler bilançosu dengesizliğini gidermek amacıyla döviz kuru ayarlamalarının yapılamamasıdır. Parasalcılarla karşılaştırıldığında Keynesyen iktisada göre para birliğinin maliyetleri daha fazladır. Bunun nedeni, şu şekilde açıklanabilir: Parasalcılar, döviz kurunun ülkeler arasındaki uzun dönemli dengesizlikleri gidermek için etkin bir araç olmadığını düşünürken; Keynesyen iktisat, ücret katılığı nedeniyle döviz kurunu önemli bir araç olarak görmektedirler. Dolayısıyla, Keynesyen iktisat, para birliğinin faydalarının maliyetlerini aşması durumunda birliğe katılmanın daha yararlı olduğunu ileri sürmektedirler(Sarno ve Taylor, 2002: 176).

meydana gelecek ani bir dalgalanmanın üretim düzeyini etkilemesi engellenir(Engin, 2000: 23-27).

1920'lerde İngiltere'de ortaya çıkan işsizliğin ardından Keynes, sabit kur rejimi (altın standardı) ile katı sermaye denetimlerinin birlikte uygulanması durumunda faiz oranlarının düşeceğini ve dolayısıyla istihdamda artış meydana geleceğini ileri sürmüştür⁶². Aksi durumda, katı sermaye denetimleri olmadan sabit kur rejimini benimsemek faiz oranlarının yükselmesine neden olur⁶³. Dolayısıyla, Keynes'in ilgisini çeken temel öge kur rejimlerinden çok işsizlik sorunudur. Öte yandan, bütün fiyatların tam rekabet varsayımı altında belirlendiği görüşüne dayanan Keynesyen iktisatta, dövizin fiyatı, piyasadaki arz ve talebe göre oluşmaktadır. Örneğin, parasal genişleme, yurtiçi faiz oranlarının düşmesine yol açar. Yerli ve yabancı tahvil ikamesi varsayımı altında daha yüksek faiz oranlarının söz konusu olduğu yabancı tahviller ithal edilir. Sermaye hesabı fazlasının azalması ile birlikte döviz kuru yükselir. Bu durum, cari işlemler fazlasının yükselmesine ve dolayısıyla üretim ile istihdamın artmasına yol açar(Aliber, 1975: 369).

Keynesyen iktisada göre dalgalı kur rejimi, ödemeler bilançosunun sürekli dengede olmasına neden olur. Örneğin, ödemeler bilançosu açığı, döviz talebinin döviz arzından fazla olduğu anlamına gelir. Böylece, döviz kuru yükselirken ulusal para birimi değer kaybeder. İhracatın artmasıyla birlikte dolar arzı artar ve ödemeler bilançosu yeniden dengeye gelir. Ödemeler bilançosu açığını düzeltmek amacıyla devalüasyona başvurulması ise, bu açığın kalıcı olarak kapanmasına neden olur. Öte yandan, sabit kur rejiminde ithal malların fiyatlarında ortaya çıkan bir artış (dış şok), yurtiçi enflasyon oranının yükselmesine (ulusal para cinsinden ithal malların fiyatlarında artış oranı kadar), yoğun ithal girdi kullanan sektörlerde istihdamın azalmasına ve ödemeler bilançosunda bozulmaya neden olur(Engin, 2000: 4-28).

⁶²Keynes, 1922 yılında ülkelerin kendi fiyat seviyelerine uygun bir parite etrafında +/- % 5 genişliğinde bir bant uygulamasını önermiştir. Ayrıca, Keynes, döviz kurunda herhangi bir değişim gerekiyorsa, bunun küçük oranlarda sürekli yapılmak yerine bir defada ve önemli miktarda yapılmasını desteklemiştir(Williamson, 2002: 74).

⁶³Sermaye denetimi olmadan uygulanan sabit kur rejiminde meydana gelen sermaye çıkışları, ulusal para biriminin değer kaybetmesine yol açar. Merkez Bankasının kur istikrarı hedefi çerçevesinde döviz kurunun yükselmesinin engellenmesi amacıyla yurtiçi faiz oranları artırılır. Yüksek ve artan faiz oranları, toplam talebi ve dolayısıyla ekonominin genelini olumsuz etkiler.

Buna karşılık, sabit kur rejimi olan Altın Standardı'nda ticaret dengesi otomatik olarak sağlanır⁶⁴. Dış ticaret açığı, altın çıkışına ve dolayısıyla para arzının azalmasına neden olur. Fiaz oranlarının yükselmesiyle birlikte yatırımlar ve toplam talep azalır, stoklar artar ve fiyatlar düşer. Fiyatlardaki düşüşe bağlı olarak ihracatın artması ise, ticaret açığını ortadan kaldırır(Ünsal, 2005: 581).

Yeni Cambridge Okulu, parasal yetki kurumunun kısa dönemde döviz piyasasına doğrudan müdahale etmesi (sabit kur rejimi) gerektiğini belirtmektedir. Böylece, sermaye akımlarının neden olduğu dalgalanmaların etkileri giderilmiş olur. Öte tandan, devalüasyonun uzun dönemde ödemeler bilançosu ve üretim düzeyi üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmamasıyla birlikte tek etki, yükselen ithal malları kanalıyla yurtiçi enflasyonu artırmaktır(Engin, 2000: 51-55).

Yeni-Keynesyenler ve Parasalcılar, ekonomi politikalarını sırasıyla “tam istihdam” ve “fiyat istikrarı”nı sağlamaya yönelik olarak belirlemiştir. Bu iki farklı hedefi gerçekleştirmek için kur politikaları ikinci derece öneme sahip olmakla birlikte, Yeni-Keynesyenler'in sabit kur rejimini desteklerken, parasalcıların dalgalı kur rejimini savundukları (ya da Yeni-Keynesyenler'in dalgalı kur rejimini desteklerken, parasalcıların sabit kur rejimini savundukları) görülmektedir. Kur rejimlerine ilişkin bu görüş zıtlığının nedeni, kur rejimlerinin temelde birbirleriyle çelişen makroekonomik politika hedefleri doğrultusunda uygulanmasıdır. Parasalcıların ve Yeni-Keynesyenler'in, kur politikasının yanı sıra para politikasına bakış açılarının da farklılık gösterdiği bilinmektedir. Parasalcılara göre para arzı son derece önemli bir politika aracıdır ve para politikası, enflasyon oranında değişikliklere yol açmaktadır. Bu değişikliklerin ise, paritedeki sürekli ve sık oranlı değişimler ile giderilmesi gerekmektedir. Para arzı, aynı zamanda, döviz kurundaki değişimleri belirlemekte etkilidir. Dolayısıyla, para arzının dışsallığını savunan Parasalcılar, dalgalı kur rejimini desteklemektedirler. Yeni-Keynesyenler ise, para politikasını dünya fiyat istikrarında meydana gelen bir dengesizliği gidermek

⁶⁴Klasik iktisatçılar da, Altın Standardı'nda dış ticaret dengesinin otomatik olarak sağlandığını belirtmektedirler. Bu dengelenmeyi sağlayan öge, miktar teorisidir. Altın Standardı'nda bir ülkenin ticaret açığı vermesi, altın çıkışıyla birlikte para arzının azalmasına neden olur. Fiyat düzeyinin de aynı oranda düşmesi, ihracatın artmasına ve dolayısıyla ticaret açığının kapanmasına yol açar(Ünsal, 2005: 580).

amacıyla faiz oranlarının kullanılması olarak değerlendirmektedir(Altay, 2007: 704; Engin, 2000: 94; Williamson, 2002: 75). Öte yandan, bu okulların kur rejimlerine yönelik çelişkisi kendi içinde de ortaya çıkmıştır. Örneğin, Yeni-Keynesyenler arasında yer alan Paul Davidson sabit kur rejimini desteklerken; John Smithin ve Thomas Pelley dalgalı kur rejimini savunmuşlardır⁶⁵. Parasalcılar ise, hem altın standardı döneminde hem de iki dünya savaşı arasındaki dönemde sabit pariteleri savunurken, Bretton-Woods döneminde dalgalı kur rejimini desteklemişlerdir. 1980'lere gelindiğinde, yeniden sabit kur rejimi taraftarı olmuşlardır(Vernengo ve Rochon, 2000: 77-80).

Parasalcılar, fiyat istikrarına etkisi doğrultusunda kur rejimlerini savunmuşlardır. Sabit kur rejimini benimsemiş küçük açık ekonomilerde yurtiçi enflasyon denetim altına alınamamaktadır. Bunun nedeni, yurtiçi enflasyon oranının dış enflasyon oranı tarafından belirlenmesidir. Başka bir deyişle, sabit kur rejiminde yurtiçi enflasyon oranını belirleyen temel öge, dünya para arzının büyüme hızı tarafından belirlenen dünya ticaretidir. Dolayısıyla, anti-enflasyonist politika uygulaması, dalgalı kur rejimini gerekli duruma getirmektedir. Dalgalı kur rejiminde yurtiçi enflasyon oranının denetimi ise, yurtiçi kredi genişlemesinin denetim altına alınmasıyla gerçekleştirilmektedir(Engin, 2000: 104-110). Nitekim, Parasalcılar, sabit kur rejiminin yurtiçi kredi genişlemesine yol açarak toplam talebi arttırdığını ileri sürmektedirler. Bu artış, enflasyonist baskı yaratmanın yanı sıra ödemeler dengesinde sorunlara yol açmaktadır. Öte yandan, dalgalı kur rejimiyle birlikte genişletici politikalar benimsemek, ödemeler dengesi sorunları yerine yurtiçi enflasyon sorununa neden olmaktadır. Dolayısıyla, dalgalı kur rejimi, sürdürülebilir yüksek bir reel gelir seviyesi ya da yüksek bir reel gelir artış hızını etkilememektedir. Ancak, para politikalarının yürütülmesi için dalgalı kur rejiminin benimsenmesi gerekli bir önkoşuldur(Laidler, 1981: 16-17). Öte yandan, parasalcılar, sabit kur rejiminde dünya fiyatları ve dolayısıyla ticarete konu olan malların yurtiçi fiyatlarının, para arzından daha etkili olacak yurtiçi düzenlemeler ile denetlenemediğini ileri sürmektedirler. Örneğin, bir defalık bir devalüasyon, ödemeler bilançosunu etkilemez. Devalüasyonun ardından ithal malları fiyatında

⁶⁵Yeni-Keynesyenler'den bazılarının dalgalı kur rejimini savunmalarının temelinde, merkez bankasının faiz oranını kontrol edilebileceği düşüncesi yer almaktadır(Altay, 2007: 704).

artış, yurtiçi enflasyon oranında ve dolayısıyla ihraç mallarının fiyatında bir artışa neden olur. Dolayısıyla, devalüasyon, uzun dönemde ödemeler bilançosu dengesini etkilemez(Engin, 2000: 69-70). Ayrıca, Parasalcılar satın alma gücü paritesinden kısa dönemli sistematik ve sürekli sapmaların dalgalı kur rejiminde daha olası olduğunu belirtmektedirler. Ne var ki, döviz kurunun uzun dönemli dengesini gösteren satın alma gücü paritesi, ülkeler arasındaki ticaret hadlerinin parasal öğelerden bağımsız olduğunu göstermektedir(Laidler, 1981: 17-21).

Friedman (1953), dış enflasyon şoklarından kaçınmak için en iyi çözümün dalgalı kur rejimi olduğunu düşünerek bu kur rejimini savunan ilk iktisatçıdır. Nitekim, 1960'larda ABD'nin genişletici para ve maliye politikaları enflasyona yol açmış ve uygulanan sabit kur rejimi nedeniyle bu enflasyon diğer ülkelere yayılmıştır. Böylece, 1970'lerde makroekonomi politikalarının temel önceliği enflasyonu düşürmek olmuştur. Dolayısıyla, dalgalı kur rejimi, anti-enflasyonist maliye politikaları dolayısıyla mali disiplini beraberinde getirir. Öte yandan, dalgalı kur rejiminde para politikası bağımsızlığı, parasal hedefleme ya da fiyat istikrarı gibi yurtiçi politika hedeflerine ulaşılmasına yol açar. Dış şoklar sadece piyasa güçlerine bağlı olarak nominal döviz kurunun değer kazanmasına ya da değer kaybetmesine yol açar. Ayrıca, dalgalı kur rejiminde sağlanan para arzının denetimiyle yurtiçi enflasyon oranı düşebilir; ve yurtiçi faiz oranlarının oynaklığı daha düşük olur. Öte yandan, Friedman, döviz kurundaki hareketleri etkilemek amacıyla Merkez Bankası müdahalesinin istenen bir durum olmadığını şu şekilde açıklamaktadır: Döviz ticaretinin yapıldığı bir ortamda kurlardaki olası hareketlerin spekülörlere kıyasla resmi kurumlar tarafından daha doğru öngörülmesini beklemek için herhangi bir neden bulunmamaktadır. Dolayısıyla, döviz kurlarının gidişatı ve kur ayarlamalarının zamanlamasını iyileştirmek amacıyla resmi kurumlar tarafından yapılan spekülasyonun, döviz spekülörleri tarafından yapılandır daha başarılı olmasını beklemek için bir neden söz konusu değildir(Makin, 2001: 43-44).

Ayrıca, Friedman, dalgalı kur rejimi altında döviz piyasasında spekülörlerin davranışlarının “istikrar bozucu” olmaktan çok “istikrar sağlayıcı” olduğunu belirtmektedir. Başka bir deyişle, dalgalı kur rejimi, “istikrar sağlayıcı spekülasyon”a

yol açmaktadır. Belirli bir para birimi değer kaybederken, bu para biriminin satılması; değer kazanırken ise, bu para biriminin satın alınması olarak tanımlanan “istikrar bozucu spekülasyon”, spekülörlerin sürekli zarar etmelerine yol açar. Dolayısıyla, bu durum uzun dönemde sürdürülemez. Buna karşılık, “istikrar sağlayıcı spekülasyon”, belirli bir para birimi değer kaybederken, o para biriminin satın alınması; değer kazanırken ise, satılmasıdır. Bu durum karşısında spekülörlerin karlı olması, döviz kurundaki dalgalanmaların daha az olmasına neden olur(Makin, 2001: 43).

Günümüz parasalcıları ise, sabit kur rejiminin mali disipline ve düşük enflasyona yol açtığı yönünde görüş birliği içindedir. Başka bir deyişle, yabancı merkez bankaları fiyat istikrarını taahhüt ederlerse, enflasyonla mücadeleye yönelik genel bir başarı sağlanır. Öte yandan, günümüz parasalcıları, katı sabit kur rejimleri arasında yer alan para kurulu ve dolarizasyonu da savunmuşlardır. Para kurulu, enflasyonist para politikası uygulayan sorumsuz merkez bankalarının yerine geçmektedir(Vernengo ve Rochon, 2000: 78-89).

Belirtilen okullar dışında kur rejimlerine ilişkin sınırlı sayıda görüş bulunmaktadır. Örneğin, David Hume, sabit kur rejiminin varlığı durumunda para politikasının denetiminin bulunmadığını ileri sürmektedir. Sabit kur rejiminde para arzını artırmanın (düşürmenin) maliyeti döviz rezervlerinde düşüştür (artıştır). “Madeni para akım mekanizması” olarak bilinen bu görüş şu şekilde açıklanabilir: Para arzındaki yükselme (düşüş) ile birlikte yurtiçi fiyatlarda göreceli artış (azalma) meydana gelir. Böylece, dış ticaret dengesinde açık (fazla), döviz rezervlerinin azalmasına (yükselmesine) neden olur. D.Hume’ın bu konudaki görüşleri, “ödemeler dengesine parasalcı yaklaşımı” oluşturmaktadır⁶⁶. “Madeni para akım mekanizması”nın bu yeni tanımında, sabit kur rejiminde para politikasının etkisinin olmamasına ilişkin öngöründe bulunabilmek için üç öge son derece önemlidir: (1) döviz kurunun sabit olması durumunda iç ve dış fiyatların eşitliğinin koşulu olan tek fiyat kanunu, (2) reel para balanslarındaki artış oranının reel GSYİH büyüme oranına eşit olmasına ilişkin uzun dönemli para talebi tanımı, (3) para talebindeki artış

⁶⁶Ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım konusuna ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Ünsal (2005: 550-552).

oranının Merkez Bankası'nın net döviz rezervleri ve net yurtiçi kredi hacmindeki değişimlerin ağırlıklandırılmış toplamına eşitliği olan para piyasası denge koşuludur. Sonuç olarak, net yurtiçi kredi hacminin artış oranındaki değişim, para arzının artış oranını etkileyemez. Para arzındaki ve para talebindeki artış oranının eşit olmasını, dolayısıyla parasal GSYİH büyüme oranına eşit olması, sağlamak için sadece döviz rezervlerinde azalmaya meydana gelir(Mendoza, 1997: 807-808).

Klasik iktisatçılar ise, dış ticaretteki dengesizlikleri gidermek için kur değişimlerinin tek başına yeterli olmadığını ileri sürmektedirler. Bununla birlikte, her ülkenin ulusal para birimini revalüe etme isteği bulunmaktadır. Böylece, ithalatın artması ve ihracatın azalması ile birlikte yurtiçi tüketim yükselir. Dolayısıyla, rekabetçi revalüasyonlar, uluslararası bir sorun haline gelmektedir. Buna karşılık, Keynesyenler'de, devalüasyon aynı öneme sahiptir. İstihdamı artırmak ve dış ticaret açığını azaltmak için rekabetçi devalüasyonlar söz konusudur(Lorie ve Sheen, 1982: 850-860). Son olarak, Neo-Klasik Ekol kapsamında Walrasgil dengede, dalgalı kur rejiminde parasal genişleme, ücretler ve fiyatlarda orantılı miktarda bir artışa ve döviz kurunun değer kaybına yol açmaktadır. Böylece, ticaret hadleri etkilenmez. Dolayısıyla, dalgalı kur rejimi, yurtiçi parasal şoklara karşı dış ticaret açısından bir yalıtım sağlar. Sabit kur rejiminde ise, dünya para arzındaki artış miktarına orantılı olarak yurtiçi ve yurtdışı ücretler ve fiyatlar yükselir. Dalgalı kur rejiminde de olduğu gibi ticaret hadleri değişmez. Öte yandan, olumsuz bir arz şoku karşısında işgücü talebi azalır ve böylece reel ücretler ve tam istihdam seviyesi düşer. Bu durumda, dalgalı kur rejiminde, bu ülkenin ulusal para birimi değer kaybeder; yurtiçi fiyatlar yükselir ve ticaret hadleri bozulur (Lorie ve Sheen, 1982: 855).

1.3.2. Kur Rejimi Tercihinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımlar

Kur rejimi tercihinin belirlenmesine yönelik yedi farklı yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar, optimum para alanı kuramı, Olanaksız üçlü hipotezi (makroekonomik politika üçlemi), iki kutuplu görüş hipotezi (köşe çözümü hipotezi), dalgalanma korkusu hipotezi, sabitlenme korkusu hipotezi, politik iktisat ve para krizi yaklaşımıdır(Altay, 2007: 709-713; Markiewicz, 2006: 488).

1.3.2.1. Optimum Para Alanı Kuramı

Mundell (1961) tarafından ortaya atılan ve McKinnon (1963) ve Kenen (1969) tarafından geliştirilen para birliğinin fayda ve maliyetlerinin dengelendiği optimum para alanı (OPA) kuramı, yoğun ticari ve ekonomik ilişkilerin söz konusu olduğu ülkeler arasındaki bir uygulamadır. OPA'nın temel faydası, para birliği kapsamında ortak para biriminin ya da sabit kur rejiminin kullanımıyla birlikte ortaya çıkmasıdır. İşlem maliyetlerinde düşüş, kur ve fiyat değişkenliğinde (belirsizliğinde) azalma ve para politikası saygınlığında artış, OPA'nın faydaları arasında yer almaktadır. Buna karşılık, ödemeler bilançosu dengesini sağlamaya ya da şokların etkisini azaltmaya yönelik olarak kullanılan döviz kuru gibi son derece önemli bir politika aracından vazgeçilmesi, OPA'nın en önemli maliyetidir(Willett, 2001: 5).

OPA'nının temel ölçütü, ekonomik bütünleşme düzeyidir. Ülkeler arasındaki bütünleşme derecesini belirleyen birçok öge bulunmaktadır. Bunlar, ekonominin açıklık derecesi, ekonomik büyüklük, enflasyon oranlarındaki benzerlik, ülkeler arasındaki şokların benzerliği, girdi (emek ve/veya sermaye) hareketliliği, mal çeşitlenmesinin derecesi, ücret ve fiyat esnekliği, mal piyasalarının bütünleşmesinin derecesi, kamu maliyesinin bütünleşme ve reel kur değişkenliğidir(Willett, 2001: 8-9). Öte yandan, OPA, kur rejimi tercihini bölgesel ve ticari özelliklere dayandırmaktadır. Bu bağlamda, ekonomik bütünleşme derecesinin artması, sabit kur rejiminin; azalması ise dalgalı kur rejiminin yararlarını artırmaktadır. Nitekim, sabit kur rejimi, işlem maliyetlerinde düşüşe bağlı olarak, küçük ve dışa açık ülkelerde, para biriminin sabitlendiği ülke ile yoğun ticari ilişkilerin söz konusu olduğu durumda ve daha çok nominal şoklarla karşılaşan ülkelerde daha uygun bir çözümdür(Altay, 2007: 712-723; Levy-Yeyati, Sturzenegger ve Reggio, 2002: 4-5).

Ortak para biriminin kullanılmasının bazı yararları bulunmaktadır(Obstfeld ve Rogoff, 1996: 633-634; Sarno ve Taylor, 2002: 172-174). Bunlar, (i) işlem maliyetlerinde düşüş, (ii) ülkelerde faaliyet gösteren firmaların göreceli fiyatları öngörebilmesi ve ayrıca, muhasebe maliyetlerinde azalma, (iii) reel döviz kurundaki geçici dalgalanmalara (yurtiçi fiyat katılığı varsayımıyla) yol açabilecek parasal

şoklar ve spekülâtif balonlarla karşılaşmama, (iv) reel döviz kurunda keskin sıçramalar karşısında ticaretin korunmasına ilişkin politik baskının azalmasıdır. Öte yandan, ortak para biriminin kullanılmasının sakıncaları ise, birkaç başlık altında toplanabilir: (i) para birliğine üye ülkelerin, ülkeye özgü makroekonomik dengesizlikler karşısında bağımsız para politikasının uygulanamaması, (ii) kamu borç yükünü azaltmak amacıyla enflasyonist politikaların kullanılmaması, (bütçe açıklarının para basılarak finanse edilememesi ve senyoraj gelirlerinden vazgeçmek). (iii) ortak para biriminin basılmasından kaynaklanan senyoraj gelirlerinin üye ülkeler arasında paylaşımına ilişkin sorunların ortaya çıkması, (iv) ulusal para birimlerinden ortak para birimine geçiş sürecinde meydana gelen spekülâtif saldırılardan kaçınamamak, (v) üye ülkelerdeki işgücü piyasasına ilişkin kurumların farklılık göstermesi⁶⁷, (vi) üye ülkelerin büyüme hızlarındaki farklılığın dış dengede sorunlara yol açmasıdır⁶⁸.

1.3.2.2.Olanaksız Üçlü Hipotezi (Makroekonomik Politika Üçlemi)

Uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmiş ülkelerde sabit kur rejimi sürdürülemez niteliktedir. Bu ülkeler, ya tam dalgalı kur ya da katı sabit kur gibi köşe çözümleri tercih etmektedir(Bailliu ve Murray, 2002: 19). Bu tercihlerin temel nedeni, sermaye hareketlerine açık olan ülkelerde sermaye serbestisi, faiz ve döviz kuru üçlüsünün aynı anda denetlenememesidir(Uzunoğlu, 2003: 11). “Olanaksız üçlü”, “makroekonomik politika üçlemi” ya da “üçlü açmaz” olarak adlandırılan makroekonomik politikalar sisteminde, bir ülke eşzamanlı olarak finansal serbestleşme, döviz kuru istikrarı ve para politikası bağımsızlığı (faiz oranlarının denetimi) şeklindeki politika hedeflerini gerçekleştiremez⁶⁹. Söz konusu hedeflerden, sadece ikisine sahip bir politika izlenebilir.

⁶⁷Arz şoklarının ücret ve fiyatlara etkisinin her ülkede farklılık göstermesi ve bu farklılığın kur ayarlamalarıyla giderilememesi, para birliğinin maliyetleri arasında yer almaktadır.

⁶⁸Hızlı-büyüyen ülkelerde ithalat artış hızı, ihracat artış hızını geçmektedir. Dış dengesizliği gidermek amacıyla kur ayarlamaları yapılamadığı için deflasyonist politikaların uygulanması gerekir.

⁶⁹Razin ve Rubinstein (2005: 14), dördüncü politika hedefi öne sürmektedirler. Bu hedef, ekonomiyi sermaye hareketlerinin aniden tersine dönmesine ya da büyük finansal krizlere karşı korumaktır.

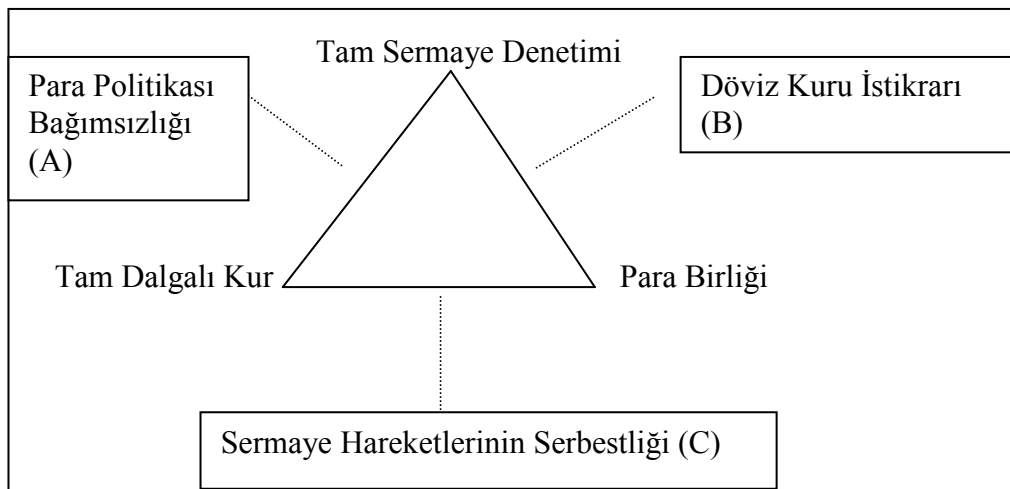
Şekil 7’de görüldüğü gibi, sermaye hareketleri serbestisi, sabit kur rejimi (döviz kuru istikrarı) ve bağımsız (aktif) bir para politikası araçlarına birlikte sahip bir politika izlenememesi üç şekilde açıklanabilir(Joshi, 2003: 15-16; Ünsal, 2005: 712-713);

1. Sermaye hareketleri serbest iken, döviz kuru sabit ise, para politikası ülke içi politika amaçlarını gerçekleştirmek için etkin değildir. Bu durumda, yurtiçi faiz oranlarının belirleyicisi dış faiz oranlarıdır. Özetle, sermaye hareketleri serbest ise, Merkez Bankası hem faiz oranlarını, hem de döviz kurunu denetleyemez (B+C).

2. Dalgalı kur rejiminde sermaye hareketlerinin serbestliği, para politikasının etkinliği ile uyumlu hale gelir. Böylece, ekonomik durgunluk karşısında, parasal genişleme ve ulusal para biriminin değer kaybetmesi gibi rekabet gücünü, üretimi ve istihdamı artırıcı politikalar izlenebilir. Bunun karşılığı ise, döviz kuru istikrarından vazgeçmektir (A+C).

3. Sermaye piyasalarının bütünleşmediği durumda ise, sabit kur rejimi altında bağımsız para politikası uygulanabilir. Sermaye denetimlerinin varlığı ise, faiz oranı-döviz kuru ilişkisinin kopmasına neden olur (A+B).

Şekil 7: Olanaksız Üçlü



Kaynak: Frankel, 1999, s.8

“Olanaksız üçlü hipotezi”nin tarihsel uygulamasına bakıldığında, Altın standardı döneminde ülkelerin bağımsız para politikasından vazgeçtiği görülmektedir. Savaş döneminde ise, faiz ve döviz kuru denetimi serbest sermaye hareketlerine tercih edilmiş veya sabit döviz kurundan vazgeçilerek devalüasyon yapılmıştır. Sermaye hareketliliğinin sınırlı olduğu Bretton Woods sisteminde, faiz ve döviz kuru denetimi ön plandadır. 1970 sonrası uygulanan dalgalı kur rejimi döneminde ise, sermaye hareketliliğinin öncelikli olması sabit döviz kurundan vazgeçildiği anlamına gelmektedir.

Günümüzde hızlı finansal serbestleşme hareketleri, ülkelerin Şekil 7’deki üçgenin alt tarafında (C+A ya da C+B) bulunmasına neden olmaktadır. Finansal derinliğin ve yeniliğin hızlı gelişimi, sermaye denetimlerinin etkinliğini azaltmaktadır. Bu durumda, geleneksel görüş yerini bağımsız para politikası-döviz kuru istikrarı ödünleme ilişkisine bırakmaktadır. Başka bir deyişle, sermaye piyasalarının bütünleşmesi, politika tercihinin sabit veya dalgalı kur rejimi şeklinde yapılmasına neden olmaktadır. Öte yandan, finansal açıklığa sahip bir ekonomide para politikası aracılığıyla döviz kurunda istikrar ve üretim düzeyindeki devresel dalgalanmaların azaltılması eş zamanlı sağlanamamaktadır. Bu nedenle, bu ülkelerde tam dalgalı kur veya katı sabit kur rejimi gibi köşe çözümler tercih edilmektedir. Bunun nedeni, yoğun sermaye hareketlerinin ara rejimleri sürdürülemez hale getirmesidir. Ara rejimlerin tercihinin söz konusu olmaması ise, “iki kutuplu görüş”e işaret etmektedir. Özetle, günümüzde sermaye denetimleri uygun bir çözüm olmayacağı için yoğun sermaye hareketleri ile birlikte ara rejimler sürdürülemez niteliktedir. Dolayısıyla, en etkin tercih, sabit kur rejimi-sermaye serbestisi (B+C) veya dalgalı kur rejimi-sermaye serbestisi (A+C) ikilisinden biridir(Frankel, 1999: 7; Joshi, 2003: 16-18; Markiewicz, 2006: 489)⁷⁰.

⁷⁰Bu kapsamdaki sabit kur rejimi, merkez bankasının “geri dönülemez” şekilde döviz kurunu sabitlemesidir ve senyoraj olanaklarının tamamen kaybolduğu dolarizasyon ile özdeşleşmektedir.

1.3.2.3. İki Kutuplu Görüş Hipotezi (Köşe Çözümü Hipotezi)⁷¹

1990'lı yıllarda meydana gelen finansal krizler ile birlikte kur rejimlerine ilişkin üç görüş ortaya çıkmıştır. Birinci görüş, katı sabit kur ile dalgalı kur rejimleri arasında yer alan ara rejimlerin açık bir şekilde ilan edilmesi ve uzun dönemde çözümün daha esnek kur rejimlerinde olmasıdır. İkinci görüş, kur taahhüdlerinin yeterince katı bir şekilde uygulanmamasının ara rejimlerde sorun yaratmasıdır. Üçüncü ve günümüzde geçerli olan görüş ise, ilk kez Eichengreen (1994) ve Crockett (1994) tarafından ortaya atılan ve Fischer (2001) tarafından geliştirilen “iki kutuplu görüş” ya da “köşe çözümü hipotezi”dir (Frankel, 2003a: 3-4). Avrupa Döviz Kuru Mekanizması krizi (1992-1993) ile birlikte ortaya çıkan ve 1990'lardan itibaren yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen krizlerin ardından önem kazanan bu hipoteze göre, uluslararası sermaye hareketlerine açık olan bir ülkede ara rejimler sürdürülemez niteliktedir. Bu durum şu şekilde açıklanabilir: iç veya dış şoklar karşısında denge döviz kuru, resmi sabit kurdan sapma gösterir. Resmi kurun aşırı değerlendirilmesi durumunda devalüasyondan kaçınmak için faizler yükseltilir. Başlangıçta meydana gelen şokların büyük olması halinde yüksek faizin uzun dönemde sürdürülemeyeceği beklentisi ile ulusal para birimine yönelik spekülasyon baskıları artar. Böylece, devalüasyon kaçınılmaz hale gelir. Bu nedenle, katı sabit kur ya da tam dalgalı kur gibi iki uçta yer alan kur rejimlerinin benimsenmesi en uygun çözümdür (Fischer, 2001: 5-11; Obstfeld ve Rogoff, 1995: 74).

“İki Kutuplu Görüş”e ilk kez dikkat çeken Friedman (1953)' a göre, “geçici uygulanan sabit kur rejimlerinin tercihe bağlı olarak değiştirilmesi (sınırlı esneklik) diğer iki uç kur rejimlerine göre daha kötü bir uygulamadır. Böyle bir kur rejimi ne beklentilerin istikrarlı olmasını, ne de dalgalı kurda olduğu gibi sürekli duyarlılığı sağlamaktadır” (Frankel, 2003a: 15). Öte yandan, bu hipoteze ilişkin yazın, 1870-1914 döneminde geçerli olan ve sermaye hareketleri altında döviz kurlarının istikrarının başarıyla sağlandığı Altın Standardı'na dayanmaktadır. Altın Standardı, Keynes tarafından istikrarlı bir ara rejim ve saygın bir hedef bölgesi olarak nitelendirilmektedir (Eichengreen ve Razo-Garcia, 2006: 397).

⁷¹İki kutuplu görüş hipotezi, “bipolar view”, “hollowing-out”, “missing middle” ya da “vanishing middle” olarak ifade edilmektedir.

Kuramsal temelden yoksun olan “köşe çözümü hipotezi”nde, köşe çözümlerin ara rejimler karşısında üstünlüğü, üç görüş ile açıklanmaktadır. Birincisi, kur istikrarı, para politikası bağımsızlığı ve finansal piyasaların bütünleşmesi gibi üç hedeften sadece ikisine ulaşılabileceğini ortaya koyan “olanaksız üçlü hipotezi”dir. Finansal piyasaların hızla bütünleştiği bir sistemde, diğer iki seçenek arasında tercih yapmak gerekir. İkincisi, kur hedefinin bulunduğu bir ara rejimde, banka ve firmalar döviz kurunda olası bir değer kaybını dikkate almazlar ve dolayısıyla kur riskine karşı korunmamış yükümlülükler potansiyel bir tehlike yaratır. Üçüncüsü ise, ara rejimlerden çıkışın siyasi açıdan zor olmasıdır. Bu nedenle, Meksika, Tayland ve G.Kore’de görüldüğü gibi, ara rejimini terk etmeden önce döviz rezervleri önemli ölçüde azalınca kadar beklenmektedir. Ne var ki, hiçbir faiz oranı ve döviz kuru düzeyi sermaye çıkışının etkisini eş zamanlı olarak azaltamaz ve ekonomik durgunluğu engelleyemez. Bu durumda, ya katı sabit kur rejimleri uygulanmalı veya ara rejimden erken çıkılmalıdır(Frankel, 2003a: 17-19).

Yazında, “köşe çözümü hipotezi”ni destekleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Eichengreen ve Rose (1998: 24-26), bankacılık krizlerinin farklı kur rejimlerine karşı duyarlı olmamakla birlikte, döviz kurlarının istikrarlı olduğu bir ekonomide bankacılık krizi eğiliminin daha az olduğunu ileri sürmektedirler. Benzer şekilde, Calvo ve Reinhart (1999a: 22) dolarizasyon gibi katı sabit kur rejimlerinin özellikle sermaye hesabı kanalıyla ülkeye giren dış şokların sıklığını azalttığını belirtmektedirler. Domaç ve Peria (2000: 5), sabit kur rejiminin özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık krizi olasılığını azaltarak finansal istikrarı güçlendirdiğini ileri sürmektedirler. Bunun nedeni, sabit kurun, uygun olmayan politikalara yönelik eğilimi azaltması, saydamlık ve saygınlık sağlayarak ülkeyi diğer ülkelerdeki krizlerin bulaşıcı etkisinden koruyabilmesidir. Mussa ve diğerleri (2000: 21-22) ise, sadece katı sabit kur rejimini benimseyen yükselen piyasa ekonomilerinin kur rejimlerini sürdürebileceğini ileri sürmektedirler. Ayrıca, uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmiş bir ekonomide sabit kur rejiminin sürdürülebilmesi için iki önkoşul bulunmaktadır. Bunlar, kur taahhüdüne yönelik güçlü bir para politikasının varlığı ve sabit kuru korumak amacıyla ani faiz değişimlerine karşı dayanıklı bir ekonomik ve finansal sistemdir. Öte yandan, Bubula ve Otker-Robe (2003: 5-15), ara

rejimlerin özellikle sermaye piyasalarının açık olduğu gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinde daha fazla para krizi eğiliminde olduğunu ileri sürmektedirler. Ara rejimleri uygulayan gelişmiş, gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinde kriz çıkma olasılığı katı sabit kur rejimlerine göre üç kat daha fazladır. Buna karşılık, yükselen piyasa ekonomilerinde katı sabit kur rejimi, en az dalgalı kur rejimi kadar kriz eğilimindedir. Benzer şekilde, Husain, Mody ve Rogoff (2005: 36-60), ara rejimlerin yükselen piyasa ekonomilerindeki para ve bankacılık krizlerine karşı önemli ölçüde kırılgan olduğunu belirtmektedirler. Ayrıca, uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmemiş ve gelir düzeyi düşük olan gelişmekte olan ülkelerde sabit kur rejimi daha uzun sürelidir. Summers (2000: 8) ise, kriz riskini azaltmak için uygulanacak dört çözümden birinin ara rejimlerden kaçınmak olduğunu ileri sürmektedir. Özellikle uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmiş ekonomilerin, sabit kur veya dalgalı kur rejimi gibi iki köşe çözümden birini uygulamaları gerekmektedir. Son olarak, ara rejimlerin uygulanma süresini ele alan Klein ve Marion (1997: 388-403), 16 Latin Amerika ülkesi ve Jamaika’da 1957-1990 döneminde uygulanmış ara rejimi deneyimini ele almış ve ara rejimi terk etme olasılığının reel döviz kurunda aşırı değerlenme, yetersiz döviz rezervleri ve ekonominin açıklık oranı ile yakından ilgili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ara rejimlerin ortalama süresi 10 aydır ve bunların 1/3’ü sekiz ayda, yarısından fazlası ise ilk yılın sonunda sona ermektedir. Benzer şekilde, Duttagupta ve Otker-Robe (2003: 9-12) ise, 1985-2002 dönemini ve 34 yükselen piyasa, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri kapsayan çalışmalarında ara rejimlerin ortanca (medyan) süresinin 4 çeyrekli dönem olduğunu bulmuştur⁷².

Meksika Krizi (1994-1995), Asya Krizi (1997), Rusya Krizi (1998), Brezilya Krizi (1999) ve son olarak Türkiye Krizi (2001)’nin ara rejimlerin optimum çözüm

⁷² Buna karşılık, yazında ara rejimleri destekleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Williamson (2000: 5-6), bir ülkenin spekülasyon baskılarına karşı daha az kırılgan olan kur rejimlerini tercih etmesi gerektiğini belirtmektedir. Bunu sağlayan kur rejimi ise, temel değişkenler ile uyumlu olan, döviz kurunun aşırı değerlenmesine izin verilmeyen dolayısıyla spekülasyon baskılarına konu olmayan sürünen paritedir. Böylece, temel değişkenlerde sürekli kötüleşmeden kaynaklanan “birinci nesil kriz modelleri” engellenmiş olur. Benzer şekilde, Bird ve Rowlands (2005: 14-15), ara rejimleri uygulayan ülkelerin IMF programlarına daha az gereksinim duyduğu yönünde bulgular elde etmiştir. Bu bulgu, ara rejimlerin bağımsız bir şekilde sürdürülebilirliğinin bir göstergesidir. Dolayısıyla, ara rejimlerin sürdürülebilirliği, sermaye akımlarının denetimine bağlı değildir. İki uçta yer alan kur rejimlerine göre ara rejimler daha verimlidir.

olmadığını göstermesinin ardından, ara rejimleri uygulayan ülke sayısındaki hızlı düşüş ve köşe çözümünü tercih etme eğilimi dikkat çekmektedir⁷³. Bu eğilimin nedeni, 1990-2001 döneminde meydana gelen krizlerin yaklaşık dörtte üçünün, ara rejimlerde ortaya çıkmış olmasıdır. Ara rejimler, katı sabit kur ve dalgalı kur rejiminde krizlerin payı sırasıyla % 72.96, % 7.14 ve % 19.90 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, Tablo 2’de görüldüğü üzere, 2001 yılı bağlamında bütün ülke grupları arasında kur rejimleri tercihinde köşe çözümlerinin benimsendiği görülmektedir. Bu ülkeler arasında en dikkat çekici olanlar gelişmiş ve gelişmiş yükselen piyasa ekonomileridir⁷⁴.

Tablo 2: Köşe Çözümü Uygulamaları (Ülke Grupları İçinde %)

	1990	2001
Bütün ülkeler	31	61
Gelişmiş	26	96
Gelişmekte olan	32	57
Yükselen piyasa	23	66
Gelişmiş yükselen piyasa	24	78
Diğer gelişmekte olan	34	53

Kaynak: Bubula ve Otker-Robe, 2002, s.16

Sonuç olarak, günümüzde geçerli olan geleneksel görüş, ülkelerin iki köşe çözümünden birini tercih etmeleri gerektiği yönündedir. Bunun nedeni, sermaye hareketliliğindeki hızlı artış karşısında, kur riskinin söz konusu olduğu dalgalı kur rejimi ya da güçlü kur taahhüdlerinin bulunduğu katı sabit kur rejimlerine göre ara rejimlerin daha kırılğan olmasıdır. Ara rejimlerde, ulusal para birimine yönelik potansiyel spekülasyon baskısı her zaman daha fazladır. Buna karşılık, köşe çözümler, yeni bir kriz olmama garantisi verememektedir. Dalgalı kur rejiminin çözüm olmamasının nedeni, bu ülkelerin gelişmiş ülkelere göre sahip olduğu yapısal farklılıktır. Bunlar, yüksek kur oynaklığı, yüksek enflasyon geçmişi ve kurların geçiş

⁷³Bu ülkelerde kriz öncesinde kırılğanlık yaratan tek öge kur rejimleri olmamakla birlikte, bu krizlerin ortak nedeni uluslararası finansal piyasaların bütünleştiği bir ortamda bu ülkelerin ara rejimleri koruma çabaları olmuştur(Hefeker, 2000: 159; Hernandez ve Montiel, 2001: 4-6; Tiwari, 2003: 3-4). Öte yandan, bu ülkelerde kırılğanlığa yola açan diğer öğeler şu şekilde özetlenebilir: Rusya’da kamu sektörünün ödeme gücü çekmesi; Brezilya ve Türkiye’de finansal sistemdeki sorunlar; Kore’de zayıf bir finansal sistem ve aşırı borçlu firmalar; Tayland, Malezya ve Endonezya’da aşırı değerli döviz kuru ile finans ve finans-dışı kesimdeki zayıflıklardır (Mussa ve diğerleri, 2000: 21-22).

⁷⁴Geleneksel sabit çıpanın benimsendiği Çin ve Malezya dışında 16 gelişmiş yükselen piyasa ekonomisinin çoğunda dalgalı kur rejimi uygulanmaktadır (ayrıca, bkz. Tablo 7). Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya gibi ülkeler de yakın zaman içinde euro alanına gireceklerdir(Fischer, 2001: 7-8).

etkisinin güçlü olması, ulusal para biriminin değer kaybetmesinin kendi kendini besleyen bir yapıda olması, parasal yetki kurumunun saygınlığının yetersiz olması, sermaye girişlerinin ulusal para biriminin değerlendirilmesine yol açarak kısa dönemde kur istikrarsızlığı orta dönemde ise kur uyumsuzluğunu birlikte getirmesi, kur oynaklığının ticareti ve yatırımları, dolayısıyla reel ekonomiyi etkilemesidir. Öte yandan, 2001 Arjantin ve 2002 Brezilya krizlerinde para kurulunun yoğun spekülasyon saldırılarıyla karşılaşması ile birlikte katı sabit kur rejimlerinin uygun çözüm olmadığı ortaya çıkmıştır. Bunun nedeni ise, birçok gelişmekte olan ülkede döviz kurunun rekabet gücünü etkileyen önemli bir araç olmasıdır. Özellikle, dış açık ve yurtiçi kapasite fazlasının olduğu bir ekonomide devasyasyonların büyümeye önemli katkısı olmaktadır(Rodrik, 2000: 6-9). Dolayısıyla, özellikle yeni ara çözümler arasında yer alan BBC kuralı, kur uyumsuzluğunu engelleyerek şoklar karşısında esneklik sağlarken; bazı köşe çözüm rejimleri, kur uyumsuzluğuna yol açabilmektedir(Bubula ve Otker-Robe, 2003: 4).

1.3.2.4. Dalgalanma Korkusu Hipotezi

“Köşe çözümü hipotezi”ne en etkin şekilde karşı çıkan görüş, Calvo ve Reinhart (2000) tarafından ortaya atılan dalgalanma korkusu hipotezidir. Belirtilen çalışmada, 1970-1999 dönemi için 39 ülkeye ilişkin aylık döviz kuru, döviz rezervleri, parasal taban, faiz oranları, mal fiyatlarının davranışları ve bu dönemde benimsenen 154 döviz kuru rejimi uygulaması incelenmiştir. Elde edilen bulgular, dalgalı kur rejiminin yasal olarak uygulandığı ülkelerin çoğunda gerçekte döviz kuruna doğrudan ya da açık piyasa işlemleri aracılığıyla müdahale edildiğini göstermektedir. Benzer şekilde, 1980’lerde % 15 olan fiili sabit kur rejimleri, 1990’larda % 40’a yükselmiştir(Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005: 1625). “Sabitlenen dalgalı kur” (yasal dalgalı kur-fiili sabit kur) şeklinde ifade edilen bu durum, kur oynaklığının yol açtığı maliyetler sonucu ortaya çıkan “dalgalanma korkusu” olarak nitelenmektedir.

“Dalgalanma korkusu”nun ya da yasal ve fiili kur rejimleri arasında farklılık olmasının birçok nedeni bulunmaktadır(Alesina ve Wagner, 2003: 17; Calvo ve

Reinhart, 2000: 5-9; Tiwari, 2003: 22-23). Bunlar, (i) merkez bankasının borç veren son kurum olma işlevini kısıtlayan para politikasının saygınlığının yetersiz olması, (ii) kurların geçiş etkisinin yüksek olması, (iii) büyük oranlı devalüasyonların (ya da depresiasyonların) ekonomik durgunluğa yol açması, (iv) uluslararası piyasalardaki rekabet gücünün kura dayalı olması, (v) ithalata bağımlılık ve temel madde ihracatçısı düşük gelir grubuna sahip ülke olmak, (vi) yükselen piyasa ekonomilerinde kur oynaklığının kredi piyasası, dış ticaret ve ülkenin kredi derecesini olumsuz etkilemesi ve finansal krizleri tetikleyebilmesi, (vii) döviz kurundaki dalgalanmaların (veya değer kaybının), piyasalar tarafından ekonomi yönetiminin zayıf olduğu şeklinde algılanması, (viii) enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması ve (ix) türev araçların sınırlı olmasıdır⁷⁵. Başka deyişle, “dalgalanma korkusu”, finansal çöküş korkusu ve enflasyon korkusunun yansımasıdır(Calvo, 2000: 7). Dolayısıyla, özellikle yasal olarak dalgalı kur rejimini benimseyen gelişmekte olan ülkelerde gerçekte yoğun müdahalelerin olduğu yönetimli dalgalanma, sürünen parite, sürünen bant ya da sabit kur rejimi uygulanmaktadır(Rogoff ve diğerleri, 2003: 20).

Birçok yükselen piyasa ekonomisinde kısmi dolarizasyon veya en azından yükümlülüklerin dolarizasyonu söz konusudur. Kısmi dolarizasyon ya da ithal hammadde kullanımını ise, döviz kurundaki dalgalanmaları engellemek amacıyla merkez bankasının müdahalesini gerektirir. Dolayısıyla, “dalgalanma korkusu”, en çok, büyük ölçüde dolarize olmuş yükselen piyasa ekonomilerinde görülürken; bu durum yükümlülüklerin dolarizasyonunun daha da artmasına yol açarak çıkışı zor olan bir kısır döngü meydana getirmektedir(Calvo ve Reinhart, 1999b: 15; Rogoff ve diğerleri, 2003: 59). Öte yandan, kurların geçiş etkisinin yüksek olduğu veya enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan birçok yükselen piyasa ekonomisinin dalgalı kur rejimini benimsemesinde isteksiz olması, ulusal para biriminde büyük oranlı bir değer kaybının yurtiçi enflasyon oranında önemli artışı beraberinde

⁷⁵“Kurların geçiş etkisi”, özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kurlarının, dış ticarete konu olan son malların fiyatları, ithal edilen ara malların fiyatları ve enflasyonist bekleyişler kanalıyla doğrudan enflasyonu etkileyebilmektedir. Kurların geçiş etkisi, enflasyon geçmişi, finansal dolarizasyon ve ticarete konu olan malların tüketim içinde önemli payı olan düşük gelir düzeyine sahip ülke özelliği ile açıklanmaktadır.

getirmesi ile açıklanabilir. İthalata bağımlılık da, bu sonucun nedenleri arasında yer almaktadır. Ulusal para biriminde meydana gelen bir değer artışı ise, ihracatı olumsuz etkileyerek uluslararası piyasalarda rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır(Fischer, 2001: 13; Tiwari, 2003: 22-23).

Dalgalı kur rejiminde kur oynaklığının yüksek, faiz ve döviz rezervi oynaklığının düşük olması beklenir. Buna karşılık, dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte para politikası kapsamında kullanılan değişkenler de değişerek döviz rezervleri-faiz oranı yerine nominal döviz kuru-faiz oranı kullanılmaktadır. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde faiz oynaklığının azalması kesin bir sonuç değildir. Nitekim, Calvo ve Reinhart (2000: 2-8), çalışmalarında dalgalı kur rejiminde kur oynaklığının düşük, faiz (reel ve nominal) ve rezerv oynaklığının yüksek olduğu yönünde bulgular elde etmişlerdir. Bunun nedeni, özellikle para politikasının saygınlık sorunu olduğu ülkelerde kur istikrarının nominal çıpa işlevine sahip olmasıdır. Örneğin, Asya ve Latin Amerika krizlerinde, dalgalı kur rejiminin resmi olarak uygulanmasına karşın kur oynaklığını sınırlamak amacıyla sık sık para politikası kullanılmıştır. Ayrıca, Şili, Peru ve Venezuela’da 1998 yılında karşılaşılan yoğun ticaret hadleri şokları karşısında faiz oranları yükseltilmiştir(Eichengreen ve Hausmann, 1999: 13). Türkiye’de Şubat 2001 bağlamında yasal olarak uygulanan dalgalı kur rejimi ise, sıklıkla merkez bankası müdahalelerine konu olmaktadır. Bu müdahalelerin asıl amacı, enflasyon hedeflemesi çıpasını sürdürmektir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde kur oynaklığının düşük tutulmasının iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, yüksek enflasyon geçmiş ve kurların geçiş etkisinin yüksekliğinden kaynaklanan “enflasyon korkusu”dur. Düşük kur oynaklığı, enflasyon oynaklığını ve beklentilerin bozulma riskini azaltmaktadır. İkincisi, kur oynaklığının, banka ve firma bilançolarına etkisinden kaynaklanan “dalgalanma korkusu”dur (Goldfajn ve Olivares, 2001: 15-19).

Gelişmiş ülkelerde dalgalı kur rejimi uygulanmasına karşın, “dalgalanma korkusu”nun olmamasının nedeni, finansal gelişmişlik, ulusal para birimi cinsinden borçlanabilmenin yaygın olması ve türev ürünlerin varlığıdır. Bu özellikler, kur riskinin etkilerini azaltmakta ve dolayısıyla döviz kuru müdahalelerini

gerektirmemektedir. Ayrıca, ekonomik, finansal ve kurumsal gelişmişlik ve uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşme artıkça dalgalı kur rejiminin yararları artmaktadır(Husain, Mody ve Rogoff, 2005: 36, Rogoff ve diğerleri, 2003: 5-26). Yükselen piyasa ekonomilerinde ise, dalgalı kur rejimi başarılı bir şekilde uygulanmamaktadır. Bunun iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, ihracat yapısı nedeniyle kur oynaklığının dış ticaret üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin varlığı ve etkin para politikası için gerekli kurumsal düzenlemelerin olmamasıdır(Edwards, 2001a: 35). İkincisi, bu ülkelerdeki saygınlık eksikliği, uluslararası piyasalara sınırlı giriş, yükümlülüklerin dolarizasyonunun ve kurların geçiş etkisinin yüksek olması, borç sürdürülebilirliği sorunu ve kırılgan bir bankacılık sektörünün varlığıdır(Domaç ve Peria, 2000: 6; Rogoff ve diğerleri, 2003: 5). Özellikle yurtdışı mevduatların daha çok döviz cinsinden olması (para ikamesi), dalgalı kur rejiminin yararlarını ortadan kaldırmaktadır(Chang ve Velasco, 1998: 4). Ayrıca, finansal piyasaların gelişmediği bu ülkelerde dalgalı kur rejimi, artan sermaye hareketlerine bağlı olarak yurtdışı varlıkların reel değerinde aşırı dalgalanmaya ve dolayısıyla finansal istikrarsızlığa neden olmaktadır(Domaç ve Peria, 2000: 27). Özetle, dalgalı kur rejiminin gelişmekte olan ülkelerde bazı uygulama zorlukları bulunmaktadır(Joshi, 2003: 22-23). Bunlar,

1. Gelişmekte olan ülkelerde, dalgalı kur rejimi için gerekli olan finansal altyapı yetersizdir. Finansal piyasaların (özellikle döviz piyasasının) derin olmaması, döviz kurundaki dalgalanmaların boyutunu artırmaktadır. Sığ piyasalar, büyük spekülasyon fonlarının yönlendirmesine konu olmaktadır.

2. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin kırılgan olması, para politikasının esnekliğine önemli sınırlamalar getirmektedir. Ne var ki, bağımsız para politikası, dalgalı kur rejiminin temel yararlarıdır.

3. Finansal saygınlığın yetersizliği nedeniyle uygun piyasa altyapısı oluşmamıştır. Bu nedenle, kısa vadeler dışında vadeli işlem piyasası aracılığıyla döviz kuru riskinden korunmak söz konusu değildir. Başka bir deyişle, yurtdışı tahvil piyasası gelişmediği için ulusal para birimi cinsinden dış borçlanma olanağı bulunmamaktadır. Döviz

kuru riskine karşı korunmamış dış borçlanma ise, kur değişimleri karşısında bilançoların zayıflamasına neden olmaktadır. Öte yandan, bir ekonomide vadeli işlem piyasasının gelişmesi için dalgalı kur rejimi gerekli koşuldur.

4. Enflasyon çıpası için dalgalı kur rejimi önkoşuldur. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi ise, mali üstünlük, arz şoklarının sıklığı ve teknik altyapı yetersizliği nedeniyle sorunlu olmaktadır⁷⁶.

Yazında, dalgalı kur rejimleri ile finansal kırılganlığı ilişkilendiren dolayısıyla “dalgalanma korkusu”nu destekleyen çalışmalar yer almaktadır. McKinnon ve Pill (1999: 23) dalgalı kur rejiminin kur riskine karşı korunmuş dış borçlanmayı birlikte getirmediğini belirtmektedirler. Bu nedenle, döviz cinsinden yükümlülüklerin olduğu ve yurtiçi kredi riskinin denetiminin yetersiz olduğu bir ekonomide uygulanan dalgalı kur rejimi, sabit kur rejiminde olduğu gibi ani spekülasyon saldırıları birlikte getirebilir. Goldfajn ve Olivares (2001: 16) ise, küresel finansal bütünleşmenin tam dalgalı kur rejiminin riskini arttırdığını belirtmektedir. Sermaye piyasalarının bütünleşmesi, ani sermaye çıkışı riskini beraberinde getirmektedir. Bu durumda, ulusal para birimi değer kaybeder ve beklentiler kötüleşir. Mal piyasalarının bütünleşmesi ise, kurların geçiş etkisinin derecesi artırarak kur oynaklığı ile enflasyon oynaklığı ilişkisini ortaya çıkarmaktadır. Sonuç olarak, her iki risk düşük kur oynaklığının tercih edilmesine neden olmaktadır. Arteta (2005: 19-20), dalgalı kur rejiminde mevduatların dolarizasyonunun kredilerin dolarizasyonundan daha fazla olduğunu ve dolayısıyla, para birimi uyumsuzluğunun arttığını ileri sürmektedir. Benzer şekilde, Haile ve Pozo (2006: 554), dalgalı kur rejiminde artan kur oynaklığının risk primini yükselterek para krizlerine karşı kırılganlığı birlikte getirdiğini ileri sürmektedir.

1990’lı yıllarda meydana gelen krizler arasında özellikle Asya krizi, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan ara rejimlerin potansiyel tehlikesini ortaya koymaktadır. 1996 yılının ortalarında itibaren Doların, Yen karşısında değer kazanması ve ulusal fiyatların dış fiyatlardan daha hızlı artması ile birlikte ulusal reel

⁷⁶“Mali üstünlük”, kamu kesimi borçlanmasının finansal piyasalarda özellikle faiz oranları üzerinde baskıya yol açmasıdır.

döviz kurlarında artış meydana gelmiştir(Corden, 2002: 28). Asya krizinin ardından Eylül 1998 itibariyle, Malezya para birimini dolar karşısında sabitlemiş (\$1=RM 3.8) ve sterilize edilmiş döviz piyasası müdahaleleri ile pariteyi korumuştur. Bu uygulama, geleneksel sabit çıpayı yansıtmakla birlikte uzun vadeli bir taahhüdü içermemektedir. Güney Kore, Endonezya, Filipinler ve Tayland ise, resmi olarak tam dalgalı kur rejimini uyguladığını ilan etmiş olsa da; daha esnek kur rejimlerini benimsemiş ve bir kur taahhüdü olmaksızın belirli bir kur düzeyini korumuşlardır. “Kırlı dalgalanma”nın uygulandığı bu ülkelerde temel amaç, aşırı kur değişimlerini engellemeye yönelik müdahalelerde bulunmak ve de jure ile de facto kur rejimlerini uyumlaştırarak kura yönelik gizli bir taahhüdün ortaya çıkmasını engellemektir. Döviz kurunda sınırlı dalgalanma sağlamak, reel döviz kurunun değerlendirilmesini engellemek ve döviz rezervi biriktirmek diğer amaçlar arasında yer almaktadır(Hernandez ve Montiel, 2001: 14-25; Tiwari, 2003: 3)⁷⁷. Sonuç olarak, Asya krizi öncesinde olduğu gibi, kriz sonrasında da bu ülkelerde yasal ve fiili kur rejimleri arasında farklılık bulunmasının en önemli nedeni “dalgalanma korkusu”dur.

Benzer şekilde, Meksika ve Türkiye krizleri de “dalgalanma korkusu”na işaret etmektedir. 1994 Meksika krizinin ardından merkez bankası sermaye hesabına yönelik şokların % 78’inin döviz rezervlerine, % 12’sinin faiz oranına ve % 10’unun döviz kuruna geçişine izin vermiştir. 1994-2001 döneminde Türkiye için bu rakamlar sırasıyla, % 54, % 40 ve % 6 olarak gerçekleşmiştir(Iwata ve Tanner, 2003: 23). Bu görüşü destekler nitelikte, Hausmann vd. (2001: 413), 12 gelişmiş ve 26 gelişmekte olan ülkeyi incelemişler ve dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerin önemli ölçüde döviz rezervine sahip olduğunu belirtmişlerdir. Bu durum, Calvo ve Mishkin (2003) tarafından, “cansimidi ile dalgalanma” olarak adlandırılmaktadır. Tablo 3’te büyük yükselen piyasa ekonomilerinin dalgalı kur rejiminde döviz rezervi biriktirdiği görülmektedir. Bunun dört önemli nedeni bulunmaktadır: (i) para krizi veya sermaye akımlarının aniden tersine dönme olasılığını azaltmak, (ii) yüksek kredi derecelendirmesine yol açarak dış borçlanma maliyetini düşürmek(Hviding vd.,

⁷⁷Dalgalı kur rejiminde döviz rezervi biriktirmenin esas nedeni “büyük günah hipotezi”dir. Böylece, para birimi uyumsuzluğunun sonuçlarına karşı bir korunma sağlanabilir(Hernandez ve Montiel, 2001: 29).

2004; 3), (iii) kamu borçlanması için döviz rezervlerinin teminat işlevine sahip olması, (iv) kurların geçiş etkisinin yüksek olmasıdır(Calvo ve Mishkin, 2003: 112). Öte yandan, döviz rezervleri ve faiz oranlarını kullanarak döviz kurunda aşırı oynaklığa izin verilmemesi, kurların geçiş etkisini kısmen azaltırken; bu durum istikrarsız fiyatlara yol açarak bu ülkelerde tahvil piyasasının gelişmesini engellemektedir (Eichengreen ve Hausmann, 1999: 13-14).

Tablo 3: Cansimidi ile Dalgalanma

	Döviz Rezervi Birikimi (milyar \$)		
	2000	2005	Yasal Kur Rejimi
Çin	165.6	796.0	Yönetimli Dalgalanma
Tayvan	106.7	253.7	Tam Dalgalı Kur
G.Kore	96.2	205.9	Tam Dalgalı Kur
Rusya	24.3	155.7	Yönetimli Dalgalanma
Hindistan	36.8	136.9	Yönetimli Dalgalanma
Singapur	80.4	115.5	Yönetimli Dalgalanma
Malezya	28.6	75.8	Yönetimli Dalgalanma
Brezilya	33.0	54.8	Tam Dalgalı Kur
Tayland	32.5	48.3	Yönetimli Dalgalanma
Türkiye	19.6	41.7	Tam Dalgalı Kur

Kaynak: Dağlaroğlu, 2006, s. 8

Sonuç olarak, “dalgalı kur rejimi ile yaşamayı öğrenmek”, kur dalgalanmalarının oldukça maliyetli olduğu yükselen piyasa ekonomilerinin uygulaması gereken bir politikadır. Başka bir deyişle, dalgalı kur rejimine başarılı bir şekilde geçebilmek için para ve maliye politikalarını güçlendirmek gerekir. Örneğin, para politikası, temel hedefi fiyat istikrarı olan bağımsız bir merkez bankası tarafından yürütülmelidir. Böylece, enflasyon beklentileri şekillenir ve kurların geçiş etkisi engellenir. Benzer şekilde, güçlü bir finansal denetleme sistemi, banka bilançolarındaki para birimi uzumsuzluğunu azaltır. Ayrıca, kur riskine karşı korunmamış döviz pozisyonu riskini azaltmak için ekonomideki karar birimlerinin davranışlarını kur dalgalanmaları karşısında uyarlanmasını öğrenmesi gerekir. Son zamanlarda Şili, Meksika ve Brezilya bunları başaran ülkeler arasında yer almaktadır(Hakura, 2005: 3; Rogoff ve diğerleri, 2003: 52-53). “Dalgalanma korkusu” ile yaşamayı öğrenmek için bir başka çözüm, büyük şoklar karşısında kur oynaklığının düşük, rezerv oynaklığının yüksek; küçük şoklar karşısında ise, kur

oynaklığının yüksek, rezerv oynaklığının düşük olmasını sağlamaktır(Lahiri ve Vegh, 2001: 46).

1.3.2.5. Sabitlenme Korkusu Hipotezi

Güçlü kurumlar, makroekonomik politikaların kur istikrarı ile uyumlu olmasına yol açarken; zayıf kurumlar, zayıf bir ekonomi yönetimi ve dolayısıyla ekonomik istikrarsızlık ile özdeşleşmektedir. Böylece, parasal istikrarsızlık ve kur istikrarsızlığı ortaya çıkar ve sabit kur rejiminin sürdürülmesi zorlaşır(Alesina ve Wagner, 2003: 14-17). Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2005) tarafından ortaya atılan “sabitlenme korkusu” hipotezi, zayıf kurumların varlığına bağlı olarak sabit kur rejimini koruyamama ya da sürdürmemeye korkusudur. Bu nedenle, birçok gelişmekte olan ülke sabit kur rejimini uyguladığını ilan etmiş olsa da, gerçekte yönetimli dalgalanma, sürünen parite/bant ya da dalgalı kur gibi daha esnek kur rejimlerini uygulanmaktadır. Bu durum, “dalgalanan sabit kur” (yasal sabit kur-fiili ara rejimler ya da dalgalı kur) olarak belirtilmektedir. Reinhart ve Rogoff (2004: 40-41), 1970-2001 döneminde bütün ülkelerde uygulanan resmi sabit kur rejiminin % 45’inin gerçekte sınırlı esnek, yönetimli dalgalanma, tam dalgalı kur ya da serbest düşen kur rejimi olduğunu ortaya koymaktadırlar⁷⁸.

Bazı ülkeler sabit kur rejimini ilan etmekten kaçınarak “gizli sabit kur” uygular. Bunun iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, sermaye hareketliliği arttıkça resmi sabit kurun spekülasyon saldırılarına maruz kalmasıdır. Dolayısıyla, para krizlerinin yüksek maliyetleri karşısında parasal yetki kurumu kur taahhüdünden kaçınmaktadır(Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005: 1619-1625). İkincisi, büyük şoklar karşısında büyük kur ayarlamaları yapmak gerekebilir. Kur taahhüdü ise, bu ayarlamaları zorlaştırır(Genber ve Swoboda, 2004: 10-15).

⁷⁸ Açık bir kur rejimi tercihi olmayan “serbest düşen” kur rejimi, yıllık enflasyon oranının % 40’tan fazla olduğu ülkelerde ya da para krizlerinin ardından ilk 6 ay içinde (sabit veya yarı-sabit kur rejimlerinden, yönetimli dalgalanmaya ya da tam dalgalı kur rejimlerine geçiş durumunda) uygulanan kur rejimidir. Bu yeni kur rejiminin önkoşulu, aynı ölçütte önceden ilan edilen bir kur çıpası ya da kur bandının olmamasıdır. Bu kur rejimi, 1974-1990 döneminde bütün kur rejimlerinin % 12’sini, 1991-2001 döneminde ise % 13’ünü oluşturmaktadır. 1990’lı yıllarda geçiş ekonomilerinin % 40’tan fazlası söz konusu kur rejimini uygulamıştır(Reinhart ve Rogoff, 2004: 31-45).

Yazında, “sabitlenme korkusu”nu destekleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Mishkin (1998: 88-93), sabit kurlar ile yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen finansal kriz ilişkisini birkaç neden ile açıklamaktadır. Bunlar, (i) devalüasyonun, finans ve finans-dışı firmaların bilançolarını bozarak finansal sistemin üretken yatırımların fonlanmasının engellenmesine yol açmasıdır⁷⁹. (ii) sabit kurun çökmesiyle birlikte enflasyonun artması ve ardından bilançoların zayıflamasıdır. (iii) sabit kur sermaye girişlerini özendirerek aşırı kredi genişlemesine, dolayısıyla geri dönmeyen kredilere ve banka bilançolarında bozulmaya yol açar. Böylece, üretken yatırımlar finanse edilmemiş olur. Benzer şekilde, Chang ve Velasco (2000: 72-73), katı sabit kur rejiminin parasal yetki kurumunun kredi genişlemesine kısıtlama getirmesi ile birlikte enflasyonun engellendiğini, ancak bankaların istikrarını bozduğunu ileri sürmektedirler. Kırılgan ve mevduat sigortasının yetersiz olduğu bir bankacılık sektörünün varlığı durumunda katı sabit kur rejimleri, kendi kendini besleyen banka hücumlarını birlikte getirmektedir. Rogoff ve diğerleri (2003: 25-36) ve Husain, Mody ve Rogoff (2005: 51), özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen ikiz krizlerin, katı sabit kur rejimlerinde artış gösterdiği ileri sürmektedirler⁸⁰. Son olarak, Razin ve Rubinstein (2005: 13-16), sabit kur rejimine geçişin kriz olasılığını artırması nedeniyle dolarizasyonu azalttığını ileri sürmektedirler. Sabit kur rejimi ve finansal serbestleşme, kriz olasılığı düşük ülkeler için; daha esnek kur rejimleri ise, orta derecede kriz olasılığına sahip ülkeler için yararlıdır.

1.3.2.6. Politik İktisat Yaklaşımı

Katı sabit kur rejimleri, güçlü ve saygın kur taahhüdlerini beraberinde getirmektedir. Ara rejimlerde ise, esneklik derecesi artmakla birlikte kur taahhüdüleri söz konusudur. Buradan hareketle, zayıf hükümet ve siyasi istikrarsızlığın olduğu bir ekonomide dalgalı kur rejimi eğilimi daha güçlüdür. Sabit kur rejimi, açık bir kararlılık ve mali disiplin gerektirmektedir. Dolayısıyla, siyasi istikrarsızlığın olduğu

⁷⁹Yükümlülüklerin döviz cinsinden, varlıkların ise ulusal para cinsinden olması nedeniyle devalüasyon, bilançoların bozulmasına, firma değerinin azalmasına ve dolayısıyla ahlaki tehlike probleminde artışa neden olmaktadır.

⁸⁰İkiz krizler, para kirizi ile bankacılık krizinin eş-anlı meydana gelmesidir. İkiz krizler için bkz. Kaminsky ve Reinhart (1999).

bir ekonomide, sabit kur rejimini korumanın maliyeti, dalgalı kur rejiminden daha fazladır(Bailliu ve Murray, 2002: 20; IMF, 1997: 86).

Kurumsal saygınlığın düşük olduğu, ancak enflasyon ile mücadelenin hedeflendiği bir ekonomide sabit kur rejimi uygulanabilir. Burada önemli olan, kur istikrarını sağlamaya yönelik taahhüde kamuoyunu inandırmaktır. Böylece, enflasyon beklentileri şekillendirilebilir (Levy-Yeyati, Sturzenegger ve Reggio, 2002: 6).

1.3.2.7. Para Krizleri Yaklaşımı

Son yıllarda sermaye hareketliliğindeki hızlı artış, uygun kur rejimi tercihini beraberinde getirmektedir. Böyle bir ortamda, sabit kur rejimi ile makroekonomik politika uyumsuzlukları birleşince spekülative saldırılar kaçınılmaz hale gelmektedir(Hagen ve Zhou, 2002: 7). Para birimine yönelik spekülative saldırılar ise, döviz rezervlerinin ani bir şekilde ve önemli ölçüde azalmasına neden olmaktadır. Böylece, sabit kurun terk edilmesi zorunlu hale gelmektedir. Dolayısıyla, sabit kur rejimini benimseyen bir ülkenin kur rejiminin saygınlığını sağlamak amacıyla önemli ölçüde döviz rezervlerine sahip olması gerekir (Markiewicz, 2006: 489). Öte yandan, para birimi uyumsuzluğu, kur rejimi tercihinde önemli bir öğedir. Döviz cinsinden yükümlülüklerin fazla olduğu bir ekonomide sabit kur rejimi eğilimi daha fazla olmaktadır. Bunun nedeni, ani kur değişimlerinin bilançoları olumsuz etkilemesidir(Levy-Yeyati, Sturzenegger ve Reggio, 2002: 8).

1.3.3. Optimal Kur Rejimi Tercihi

Optimal kur rejimi tercihi, ülke özelliklerine ve zamana göre değişmektedir. Bölgesel ticari bütünleşmeyi arttırmak ve para birliği kurmak ya da enflasyonu düşürmek gibi yapısal değişiklik kararları, sürekli aynı kur rejiminin uygulanmasını engellemektedir. Bazı ülkeler için katı sabit kur ya da tam dalgalı kur gibi köşe çözümler en uygun çözümdür. Ticaret bağlantılarının yoğunluğuna ve ülkeler arasındaki gelir düzeyinin uyumuna bağlı olarak OPA da tercih edilebilir. Öte

yandan, enflasyonu etkin bir şekilde düşürmek için sabit kur rejimi uygun bir çıpadır. Fiyat istikrarı sağlandıktan sonra daha esnek kur rejimlerine geçilebilir. Özellikle yoğun sermaye girişlerine maruz kalan ve ekonominin aşırı ısınma tehlikesinin bulunduğu bir ekonomide bu geçiş daha uygundur. Böylece, ekonomideki baskılar azalır ve dış dengesizliği de içerecek şekilde yurtiçinde gerekli politika ayarlamaları için erken uyarı sağlanır(IMF, 1997: 97).

Bütün ülkeler için ortak bir kur rejiminin olmamasının nedeni, uygun kur rejimi tercihinin ekonominin yapısal özelliklerine göre değişmesidir. Tablo 4'te görüldüğü gibi, sabit kur rejimi, küçük ve dışa açık ekonomilerde, üretim ve ihracat çeşitliliğinin az olduğu, bölgesel ticari yoğunluğun bulunduğu, faktör hareketliliğinin yüksek, temel ticaret ortakları ile farklı enflasyon oranına sahip, ekonomik ve finansal gelişmişliğin yetersiz, döviz rezervlerinin yeterli miktarda ve kurun fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olduğu ülkelerde daha uygundur. Ayrıca, yüksek enflasyona sahip ülkelerde sabit kur rejimi, saydam bir nominal çıpa işlevi sağlayarak döviz kuruna dayalı istikrar programının saygınlığını artırır. Öte yandan, ekonomik ve finansal gelişmişliğe sahip, finansal piyasalarda denetleme ve düzenleme sisteminin iyi işlediği, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmiş büyük ekonomilerin yanı sıra, yurtiçi enflasyon şoklarının söz konusu olduğu, mali disiplini sağlamada sorunların bulunduğu ve döviz rezervlerinin yetersiz olduğu ekonomilerde dalgalı kur rejimi uygulamalarına daha çok rastlanmaktadır. Küçük ve dışa açık ekonomilerde (gelişmiş ve gelişmekte olan) dalgalı kur rejiminin uygun olmamasının en önemli nedeni, fiyatların önemli ölçüde kur değişimlerinden etkilenmesidir (Frankel, 1999: 36-37; Joshi, 2003: 22; Mussa ve diğerleri, 2000: 23).

Tablo 4: Ekonominin Yapısal Özelliklerine Göre Uygun Kur Rejimi Tercihi

Ekonominin Özellikleri	Uygun Döviz Kuru Rejimi
Ekonominin Büyüklüğü	Büyük ekonomiler için dalgalı kur rejimi daha uygundur
Ekonominin Açıklık Derecesi	Açık ekonomiler için dalgalı kur rejimi daha az çekicidir
Çeşitlendirilmiş Üretim/ihracat Yapısı	Çeşitliliği fazla olan ekonomiler için dalgalı kur rejimi daha uygundur
Ticaretin Coğrafi Dağılım	Bir ülke dış ticaretinin önemli bir bölümünü büyük bir ülke/ülke grubu ile gerçekleştiriyorsa, para birimini o ülke para birimine/para sepetine sabitlemesi daha uygundur
Yurtiçi enflasyonun dünya enflasyonundan farkı	Bir ülkenin enflasyon oranı, temel ticaret ortaklarının enflasyon oranından çok farklıysa, daha sık kur ayarlamalarına ihtiyaç duyulur(enflasyon oranı aşırı derecede yüksekse, istikrar programı çerçevesinde uygulanacak sabit döviz kuru, daha fazla politika disiplini ve güven sağlar)
Ekonomik ve Finansal Kalkınma Derecesi	Gelişmiş bir ekonomik ve finansal yapıya sahip ülkelerde dalgalı kur rejimi daha uygundur
Sermaye Hareketliliği ⁸¹	Yoğun sermaye hareketliliği, sabit kur rejiminin sürdürülmesini zorlaştırırken, ayarlanabilir döviz kuru rejimini kolaylaştırır
Dış Şoklar	Ülkenin dışsal parasal şoklara açık olması, dalgalı kur rejimi uygulamasını gerektirir ⁸²
İç Şoklar	Ülkenin içsel parasal ve finansal piyasa kaynaklı şoklara açık olması, sabit kur rejimi uygulamasını gerektirir
Reel Şoklar (Arz-Kaynaklı Şoklar)	Bir ülke iç/dış kaynaklı reel şoklara büyük ölçüde duyarlı ise, dalgalı kur rejimi daha avantajlıdır.
Parasal Yetki Kurumunun Saygınlığı	Enflasyonu düşürmede politika yapıcının saygınlığının az olması, nominal çapa olarak sabit kur rejiminin uygulanmasını daha az çekici yapar
Geçici Yurtiçi Enflasyon Şokları	Dalgalı Kur Rejimi
Sürdürülemez Kamu Maliyesi	Dalgalı Kur Rejimi
Döviz Rezervlerinin Yetersizliği	Dalgalı Kur Rejimi
Döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisi	Bu etkinin yüksek olduğu durumda, geçmişe endekslemenin kırılması ve beklentilerin yönlendirilmesi açısından sabit kur rejimi daha uygundur.

Kaynak: IMF, 1997, s.83; Hagen ve Zhou, 2002, s. 8

⁸¹Sermaye hareketlerine açıklık, finansal sistemin etkinliğini artırır ve politika yapıcılarına disiplin sağlar(Joshi, 2003: 25).

⁸²Olumsuz sermaye hareketleri şoku ya da sermaye kaçışı durumunda, sabit kur rejimi doğru bir tercih değildir. Bu mekanizma şu şekilde açıklanabilir: Sermaye çıkışı, sermaye hesabında meydana gelen açık nedeniyle ödemeler dengesinde açığa neden olur. Döviz talebi fazlası ise, döviz kurunun yükselmesine yol açar. Pariteyi savunmakla yükümlü olan Merkez Bankası, ulusal para karşılığında döviz satar. Döviz rezervleri ve para arzının azalmasıyla birlikte faiz oranları yükselir ve hasıla düzeyi azalır(Ünsal, 2005: 649-650).

Kur rejimleri ile ekonomiye yönelik şoklar arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Para piyasasından kaynaklanan nominal şokların (parasal, finansal şoklar veya LM şokları) daha fazla olması durumunda sabit kur rejimi tercih edilmektedir⁸³. Bunun nedeni, örneğin, para talebinde bir değişim karşısında, para arzının rezervlerdeki değişim aracılığıyla uyum sağlamasıdır. Böylece, reel ekonomi etkilenmemiş olur. Mal piyasasına yönelik yurtiçi reel şoklar karşısında ise, üretimde istikrarı sağlamak için dalgalı kur rejimi tercih edilmektedir(Chang ve Velasco, 2000: 71; Hausmann ve diğerleri, 1999: 7-8; McKibbin ve Sachs, 1986: 18)⁸⁴. Bağımsız bir para politikası, aynı zamanda, nominal katılıklar ve beklenmeyen şoklar karşısında da istikrar sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin daha çok büyük oranlı reel şoklara maruz kalması, bu ülkelerde daha esnek kur rejimlerinin uygulanmasını beraberinde getirmektedir(Calvo ve Mishkin, 2003: 102; Hausmann, Panizza ve Stein, 2001: 388; Obstfeld, Cooper ve Krugman, 1985: 371).

Kur rejimi tercihinin ilişkin öneriler ülke özelliklerine göre değişmekle birlikte genel olarak beş önemli öneri bulunmaktadır(Corden, 2002: 36-37): (i) kur rejimi tek başına kırılganlık nedeni değildir; özel sektörün kısa vadeli borç miktarı daha önemli bir öğedir. (ii) finansal kırılganlığın nedenlerinden biri olan kur riskine karşı korunmamış dış borçlanma, ara rejimlerden kaynaklanmış olabilir. Bunun yanı sıra, dalgalı kur rejiminde ekonomideki olumlu gidiş daha erken sona erebilir. Para sepeti yerine tek bir para birimine sabitlemek ise, ekonomideki olumlu gidişin meydana geldiği dönemde ulusal para biriminde reel anlamda değerlenmeye yol açmaktadır. (iii) para birimine yönelik spekülasyon saldırılarının yoğunlaştığı dönemlerde merkez bankasının sabit kuru koruma çabası, tipik bir ara rejim sorunu olmakla birlikte döviz rezervlerini ve merkez bankasının saygınlığını azaltmaktadır⁸⁵. Dalgalı kur rejiminde ise, ulusal para biriminde gereken değer kaybı aşamalı olarak daha erken ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak, Malezya dışındaki dört Asya ülkesinde olduğu gibi kur

⁸³Parasal veya finansal şoklar, para arzı, likidite tercihi, paranın dolanım hızı veya risk priminde değişiklik, finansal serbestleşmenin etkisi ve spekülasyon saldırıları içermektedir.

⁸⁴Reel şoklar, ticaret hadleri şokları, dış fiyat şokları ve ekonomiye yönelik talebi etkileyen dış şokları içermektedir.

⁸⁵Merkez bankasının belli bir kur seviyesini koruma çabası birkaç sorunu beraberinde getirmektedir. Bunlar, (i) faiz oranlarının geçici olarak çok yüksek düzeylere çıkmasının yarattığı olumsuz etkiler, (ii) kur yükselişinin merkez bankasının zarar etmesi pahasına spekülasyoncuların lehine sonuçlanması ve (iii) kur taahhüdünü yerine getiremeyen bir merkez bankasının saygınlığını kaybetmesidir(Corden, 2002: 29).

istikrarını sağlamaya yönelik müdahalelerin olduğu bir kur rejimini uygulamak, günümüzde yükselen piyasa ekonomileri için doğru çözüm olarak gözükmektedir. (iv) Hong Kong'daki başarılı uygulamaya karşılık para kurulunda, kriz sonrasında ulusal paranın değer kaybetmesine karşın ihracatta artış söz konusu olmamıştır. Bunun nedeni, krizle birlikte para kurulundan çıkışın yurtiçi faiz oranlarını ve dolayısıyla üretici için borçlanma maliyetlerini artırmasıdır. (v) finansal sistemdeki sorunların çok fazla olmadığı Malezya'da uygulanan sermaye denetimi, kriz dönemlerinde diğer ülkelerin kolaylıkla benimseyeceği bir politika değildir. Ancak, Çin'de görüldüğü üzere, etkin denetimlerle ara rejimlerin sürdürülme gücü artırılabilir. Örneğin, bankaların dış borçlanma sınırlarına ilişkin gerekli düzenlemelerin yapılması ve kısa vadeli aşırı sermaye girişlerine yönelik denetimin sağlanması kırılganlığın azalmasında önemli öğelerdir.

Son olarak, özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde varolan kur rejimleri ve finansal kırılganlık ilişkisini önlemeye yönelik iki optimum kur rejimi önerisi ileri sürülebilir. Birincisi, sermaye hareketlerine kapalı gelişmekte olan ekonomilerde ara rejimler bu ülkeler yükselen piyasa ekonomileri grubunda sınıflandırılınca kadar sürdürülebilir niteliktedir. O halde, finansal gelişmişliğe geçiş sırasında yükselen piyasa ekonomileri için en doğru tercih, en esnek ara rejim ile birlikte kısmi sermaye denetimi uygulamaktır. Sermaye kontrolünde dikkat edilecek öğeler ise, sermaye akımının türü (doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, tahvil, banka borçlanması), vadesi, yerleşik ve yerleşik olmayanlara göre dağılımı, sermaye denetimine konu olacak kurumlar (bankalar, finansal ve finans-dışı kurumlar), denetim yöntemi (vergi, miktar kısıtlamalar) ve denetim süresi (geçici, kalıcı veya sürekli) dir(Calvo ve Reinhart, 1999a: 20; Joshi, 2003: 25-28).⁸⁶ İkincisi, banka hücumları ve finansal sistemdeki kırılganlık karşısında, dalgalı kur rejiminin merkez bankasının borç veren son mercii işlevi ile birlikte uygulanmasıdır. Bunun yanı sıra, uluslararası borç veren son mercii işlevine sahip bir kuruma da gereksinim vardır(Chang ve Velasco, 1998:

⁸⁶ Daha çok borç ve kredi akımlarına yönelik olan ve özellikle kısa vadeli banka kredilerini içeren sermaye denetimlerinin amacı, kısa vadeli, yabancı para cinsinden, döviz kuru riskine karşı korunmamış aşırı borçlanmayı engellemektir. Bankaların açık pozisyonları da bu kapsamdadır. Ayrıca, yabancı finansal kurumların piyasadaki toplam ulusal para miktarını azaltacak şekilde yurtiçi piyasadan borçlanmasına da kısıtlama getirilebilir. Öte yandan, gelişmekte olan ülkeler arasında sermaye denetimini başarılı bir şekilde uygulamış ülkeler arasında Şile, Çin, Hindistan, Malezya, Singapur ve Tayvan bulunmaktadır(Joshi, 2003: 26-27).

35). Belirtilen iki optimum kur rejimi önerisinin yanı sıra Chang ve Velasco (2000: 74-75), gelişmekte olan ülkeler için en uygun kur rejiminin “kirli dalgalanma” olduğunu belirtmektedir. Bunun nedeni, tam dalgalı kur rejiminin hiçbir zaman uygulanmasının mümkün olmaması; sabit kur rejiminin ise katı para politikası kısıtlaması ve enflasyon hedeflemesine ters düşmesi ile optimumda uzak bir çözüm olmasıdır.

1.3.4. Kur Rejimlerinin Eğilimi

Bretton-Woods Sistemi'nin sona ermesi ile birlikte İngiltere, Japonya ve bugünkü Euro Alanı gibi gelişmiş ülkeler tam dalgalı kur rejimine geçmiştir. Gelişmekte olan ülkeler ise, doğrudan veya dolaylı müdahaleler ile sabit kur rejimini benimsemişlerdir (McKinnon, 2000: 14-15). 1990'ların başına gelindiğinde ise, genel olarak ara rejimleri uygulayan ülke sayısının fazla olduğu dikkat çekmektedir. Tablo 5'te görüldüğü üzere, 1990 yılında farklı ülke grupları arasında ara rejimleri benimseyen ülkelerin oranı % 60'ların üzerindedir (gelişmiş ülkelerde % 73.91, yükselen piyasa ekonomilerinde % 76.67, gelişmekte olan ülkelerde % 65.71). 2000 sonrası dönemde ise, gelişmiş ülkelerde ara rejim uygulamaları sona ererken (% 4.17), iki uçta yer alan kur rejimlerine doğru bir eğilim (katı sabit kur rejimi % 54.17, dalgalı kur rejimi % 41.67) söz konusudur. Bu eğilim, Avrupa Parasal Birliği başta olmak üzere daha çok katı sabit kur rejimlerine doğru gerçekleşmiştir. Aralık 1999 itibarıyla, euro alanına alınan 10 Avrupa ülkesi para birliği gibi katı sabit kur rejimini benimserken, diğerlerinin dalgalı kur ya da yönetimli dalgalanmayı (Norveç ve Singapur) benimsedikleri bilinmektedir. Sadece Danimarka ve Hong Kong sırasıyla, diğer Avrupa para birimlerine sabitlenen yatay bant ve para kuruluşu uygulamışlardır (Fischer, 2001: 7). Öte yandan, son 15 yıl içinde yükselen piyasa ekonomilerinde ara rejim eğilimi azalmakla birlikte, 2004 yılında bu ülkelerin yaklaşık yarısında (% 40.63) ara rejim uygulanmaktadır. Bu ülkelerde, ara rejimlerden dalgalı kur rejimlerine doğru bir geçiş dikkat çekicidir. Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında ise, ara rejimi tercihinde azalma eğilimi daha zayıftır. Bu ülkelerin yarısından fazlasında (% 54.20) ara rejimler benimsenmektedir. Sonuç olarak,

günümüzde ara rejimler, gelişmiş ülkeler dışında zayıf da olsa tercih edilmeye devam etmektedir⁸⁷.

⁸⁷Yazında, gelecekte ara rejimlerin uygulanmaya devam edeceğini ileri süren birçok çalışma bulunmaktadır. Husain, Mody ve Rogoff (2005: 36) ise, bugün gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinin yaklaşık % 40'ı tarafından uygulanan sabit kur rejiminin, 2020 itibariyle bütün kur rejimlerinin içinde payının % 25 olacağını ve ara rejimlerin ağırlığının artacağını belirtmektedirler. Benzer şekilde, Bailliu ve Murray (2002: 19), Frankel (2003: 20) ve Masson (2001: 585), son on yıla göre daha az olmakla birlikte yükselen piyasa ekonomilerinde fiili ara rejimlerine yönelik bir eğilimin olduğunu ve iki uçta yer alan rejimlerin daha çok gelişmiş ülkeler tarafından uygulandığını ileri sürmektedirler. Bubula ve Otker-Robe (2002: 28) ise, ileriye-yönelik sürünen bant ve sıkı-yönetimli dalgalı kur rejimlerinin son 10 yılda payının arttığını ve bu eğilimin süreceğini belirtmektedirler. Eichengreen ve Razo-Garcia (2006: 403), önümüzdeki 20 yılda bütün ülkelerin % 30'u katı sabit kur rejimi, % 30'u dalgalı kur rejimi ve % 40'ı ara rejimleri uygulayacaklarını ileri sürmektedirler. Ara rejimlerin payında sınırlı bir azalma meydana gelecektir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde, diğer Avrupa ülkelerinin euro alanına dahil olmasıyla birlikte bugün % 42 olan dalgalı kur rejimlerinin payının 2025 itibariyle % 30'a düşeceği, ara rejimlerin ise tercih edilmeyeceği öngörülmektedir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkeler arasında katı sabit kur rejimleri daha önemli hale gelecektir. Yükselen piyasa ekonomilerinde ise, katı sabit kur rejimlerini, sırasıyla ara rejimler ve dalgalı kur rejimleri izleyecektir. Son zamanların tersine, 2025 yılında yükselen piyasa ekonomilerinde dalgalı kur rejimi bugün olduğundan daha az uygulanacaktır. Dolayısıyla, bu ülkelerde ara rejimler dalgalı kur rejimlerinden daha önemli hale gelecektir. Benzer şekilde, Williamson (1998: 60; 2000: 51-56), dalgalı kur rejiminin temel eksikliğinin uzun dönemde kur uyumsuzlukları olduğunu, bu nedenle döviz kurlarının döviz ticareti yapanlara bırakılmayacak kadar önemli olduğunu vurgulamaktadır. Bunun nedeni, döviz piyasasının, genel anlamda varlık piyasasının, rasyonel bekleme yerine sürü güdüsüyle hareket etmesidir. Dolayısıyla, yükselen piyasa ekonomileri için en uygun kur rejimi, yeni ara çözümler arasında yer alan "gözetimli kur bandı"dır. Dalgalı kurların saydamlık içinde yönetilmesi, temel değişkenler ile uyumlu kur beklentilerinin oluşmasını hedeflemektedir. Goldstein (2002: 1) ise, yükselen piyasa ekonomileri için uzun dönemde en uygun tercihin "yönetimli dalgalanma-artı" olduğunu ileri sürmektedir. Bu yeni kur rejimi, yönetimli dalgalanma ile birlikte enflasyon hedeflemesi ve para birimi uyumsuzluğunu azaltmaya yönelik önlemleri içermektedir.

Tablo 5: Kur Rejimlerinin Gelişimi (Ülke Gruplarının Yüzdesi): 1990-2004

	1990	1997	2004
Bütün Ülkeler			
Katı Sabit Kur	15.82	18.48	25.67
Ara Rejimler	68.99	52.72	45.45
Dalgalı Kur	15.19	28.80	28.88
Toplam	100.00	100.00	100.00
Ülke Sayısı	158	184	187
Gelişmiş Ülkeler			
Katı Sabit Kur	0.00	4.17	54.17
Ara Rejimler	73.91	58.33	4.17
Dalgalı Kur	26.09	37.50	41.67
Toplam	100.00	100.00	100.00
Ülke Sayısı	23	24	24
Yükselen Piyasa Eko.			
Katı Sabit Kur	6.67	12.50	12.50
Ara Rejimler	76.67	56.25	40.63
Dalgalı Kur	16.67	31.25	46.88
Toplam	100.00	100.00	100.00
Ülke Sayısı	30	32	32
Gelişmekte Olan Ülkeler			
Katı Sabit Kur	21.90	22.66	23.66
Ara Rejimler	65.71	50.78	54.20
Dalgalı Kur	12.38	26.56	22.14
Toplam	100.00	100.00	100.00
Ülke Sayısı	105	128	131

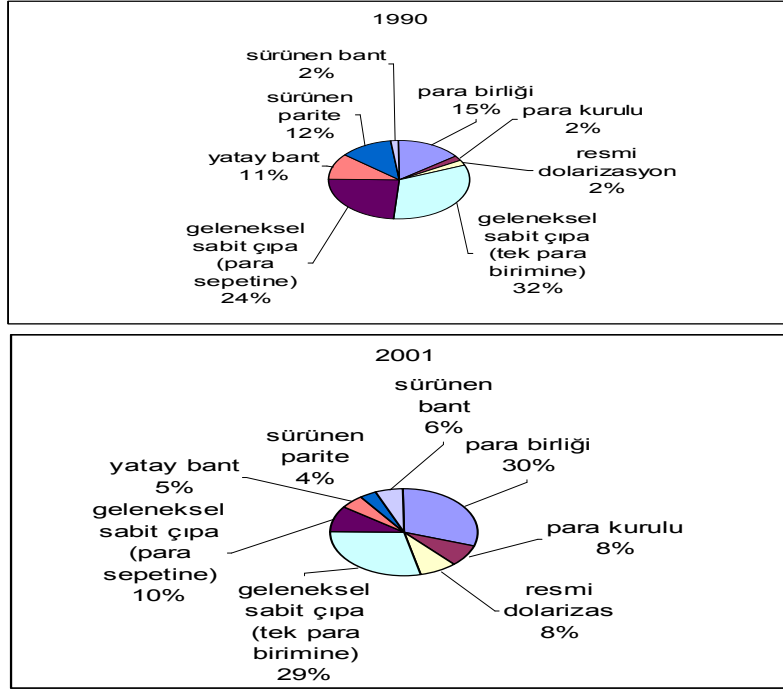
Kaynak: Eichengreen ve Razo-Garcia, 2006, s.401

Başka bir açıdan bakıldığında, Haziran 2001 itibariyle, IMF'e üye ülkelerin % 22'si (40 ülke) tam dalgalı kur rejimi uygularken; bu ülkelerin % 23.8'i yönetimli dalgalanmayı benimsemiştir. Dolayısıyla, IMF'e üye ülkelerin yaklaşık yarısı döviz kurlarının piyasada belirlendiği kur rejimlerini tercih etmektedirler. Bu ülkelerin % 48'i (87 ülke) ise katı sabit kur rejimini uygulamaktadırlar. Sürünen parite/bant rejimini benimseyen sadece 11 ülkenin bulunması, ara rejimlerden uzaklaşıldığını göstermektedir.

Benzer şekilde, IMF'ye üye ülkeler arasında 1990 (127 ülke) ve 2001 (104 ülke) yıllarında uygulanan sert çıpa (katı sabit kur) ve yumuşak çıpa (ara rejimler) rejimlerinin dağılımına bakıldığında, sert çıpa rejimlerinin giderek daha fazla tercih

edildiğine yönelik bir eğilimin olduğu dikkat çekmektedir⁸⁸. Şekil 8’de görüldüğü gibi, 2001 itibariyle sert çıpa rejimlerinin payı iki kattan daha fazla artmıştır.

Şekil 8: Sert Çıpa ve Yumuşak Çıpa Rejimlerinin Gelişimi: 1990 ve 2001



Kaynak: Bubula ve Otker-Robe, 2002, s.18

Kur rejimi tercihinin daha çok yükselen piyasa ekonomileri için önemli olduğu daha önce belirtilmiştir. Bu ülkelerdeki kur rejimi eğilimi, Tablo 6’da verilmektedir. 1992-2002 döneminde bu ülkelerde sabit kurdan ara rejimlere ve ara rejimlerden dalgalı kurlara geçen ülke sayısının yaklaşık olarak aynı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, yükselen piyasa ekonomilerinde daha esnek kur rejimlerine doğru bir eğilim dikkat çekmektedir⁸⁹. Daha esnek kur rejimlerine

⁸⁸Bu görüşü destekler şekilde Mundell (1999: 444), 2010 yılı itibariyle sabit kur rejiminin daha fazla uygulanacağını ileri sürmektedir. Dornbush (2001: 242), Eichengreen ve Razo-Garcia, (2006: 396), Frankel (2003: 14) ise, dünyadaki bağımsız para birimlerinin sayısının azalacağını ve dolar, euro, yen veya Asya’daki bazı para birimlerinin öncülüğünde birkaç bölgesel para bloğunu ortaya çıkabileceğini belirtmektedir.

⁸⁹Nitekim, Fischer (1999: 98), son zamanlarda meydana gelen şiddetli krizlerin, geniş bant içinde sürünen parite dahil olmak üzere daha esnek kur rejimlerine geçişi beraberinde getirdiğini belirtmektedir. Bunun nedeni, dalgalı kur rejiminde kısa dönemli reel kur oynaklığının büyüklüğü ile sabit kur rejiminde finansal kriz olasılığının yüksekliği arasındaki ödünleme ilişkisidir. Benzer şekilde, Fischer (2001: 22), ara rejimlerin krizler karşısında kırılabilir olması ve uzun dönemde sürdürülememesi nedeniyle özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde köşe çözümü eğiliminin devam edeceğini ileri sürmektedir. Orta dönemde, kur rejimlerinin dağılımı daha çok dalgalı kur rejimlerine

gönüllü olarak geçen ve kriz nedeniyle geçen ülke sayısı ise, neredeyse eşit dağılmıştır. Bu eşitliğin bölgeler arasında da geçerli olduğu söylenebilir.

Tablo 6: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Esnek Kur Rejimlerine Geçiş Eğilimi

	Gönüllü geçiş	Kriz nedeniyle geçiş*
Sabit kur rejiminde ara rejimlere geçiş	Çek Cumhuriyeti, 1996; Mısır, 1999; Macaristan, 1994; Hindistan, 1995; Pakistan, 2000	Arjantin, 2001; Filipinler, 1997; Tayland, 1997; Venezüella, 1996
Ara rejimlerden dalgalı kur rejimine geçiş	Şile, 1999; Peru, 1999; Filipinler, 2000; Polonya, 2000; Güney Afrika, 1997	Meksika, 194; Brezilya, 1999; Kolombiya, 1999; Endonezya, 1997; G.Kore, 1997; Türkiye, 2001

*Dolar karşısında en az % 20 değer kaybı, değer kaybının bir önceki yıla göre en az iki kat olması veya bir önceki yılda gerçekleşen değer kaybının % 40'tan az olması durumunda kriz nedeniyle kur rejim değişikliği söz konusudur. Kaynak: Hakura, 2005, s.6

Son olarak, yükselen piyasa ekonomilerinde benimsenen kur rejimleri 2005 itibariyle Tablo 7'de ülke bazında verilmektedir. Bu ülkelerde, genel olarak, yönetimli dalgalanma ve tam dalgalı kur rejimlerinin uygulandığı dikkat çekmektedir. Dalgalı kur rejimi eğilimin artmasının üç temel nedeni bulunmaktadır: (i) ara rejimlerin yarattığı kırılma karşısında tam dalgalı kur rejiminde para birimine yönelik olası şokların üretimde bir şoka dönüşmemesidir (LeClair, 2007: 44-45). (ii) özellikle şoklarla karşılaşma eğilimi fazla olan bu ülkelerde iç ve dış dengenin sağlanması ve sürdürülmesinde döviz kurundaki değişimlerin önemli bir role sahip olmasıdır. (iii) yoğun sermaye hareketleri ile birlikte sabit kur rejiminin sürdürülmesinin son derece maliyetli olmasıdır (Edwards ve Savastano, 1999: 8-10).

doğru gerçekleşirken; uzun dönemde, euro alanı ve dolarize olmuş ekonomilerin işleyişlerine bağlı olarak, bu eğilim dalgalı kur rejiminden katı sabit kur rejimlerine doğru değişebilir.

Tablo 7: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Uygulanan (Fiili) Kur Rejimleri,2005

Afrika	Kur Rejimi	Asya	Kur Rejimi
Fas	Geleneksel sabit çıpa	Çin	Geleneksel sabit çıpa
Nijerya	Katı sabit kur	Hindistan	Yönetimli dalgalanma
Güney Afrika	Tam Dalgalı Kur	Endonezya	Yönetimli dalgalanma
		Kore	Tam Dalgalı Kur
		Malezya	Geleneksel sabit çıpa
		Pakistan	Yönetimli dalgalanma
		Filipinler	Tam Dalgalı Kur
		Sri Lanka	Tam Dalgalı Kur
		Tayvan	-
		Tayland	Yönetimli dalgalanma
Avrupa ve Orta Doğu	Kur Rejimi	Latin Amerika	Kur Rejimi
Bulgaristan	Para kurulu	Arjantin	Yönetimli dalgalanma
Çek Cumhuriyeti	Yönetimli dalgalanma	Brezilya	Tam Dalgalı Kur
Mısır	Yönetimli dalgalanma	Şile	Tam Dalgalı Kur
Yunanistan	Katı sabit kur	Kolombiya	Tam Dalgalı Kur
Macaristan	Kur bandı	Ekvator	Katı sabit kur
İsrail	Tam Dalgalı Kur	Meksika	Tam Dalgalı Kur
Ürdün	Geleneksel sabit çıpa	Panama	Katı sabit kur
Polonya	Tam Dalgalı Kur	Peru	Yönetimli dalgalanma
Katar	Geleneksel sabit çıpa	Venezuela	Geleneksel sabit çıpa
Rusya	Yönetimli dalgalanma		
Türkiye	Tam Dalgalı Kur		

Kaynak: Dağlaroğlu, 2006, s.17

İKİNCİ BÖLÜM

KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI İLİŞKİSİNİN KURAMSAL TEMELLERİ

Kur rejimi tercihi, para ve maliye politikalarının yürütülmesinde etkili olduğu gibi, bazı temel makroekonomik değişkenlerin hareketlerini etkileyerek bir ekonominin uzun dönemdeki eğilimini değiştirebilir. Bu nedenle, uluslararası makroekonomi yazınında, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin düzeyinin ilişkisini ele alan birçok çalışma bulunmaktadır⁹⁰. Buna karşılık, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı yeni bir yazın olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, bu bölümün amacı, alması kur rejimleri altında temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığına ilişkin bu çalışmanın kuramsal temellerini oluşturmaktır.

2.1. KUR REJİMİ YANSIZLIĞI VE OYNAKLIK ÇELİŞKİSİ

1973 yılından itibaren dünyada uygulanmaya başlanan dalgalı kur rejimi ile birlikte döviz kurları başta olmak üzere makroekonomik değişkenlerin oynaklığı artmış ve kur rejimleri ile makroekonomik istikrar arasındaki ilişki, hızla ilgi çeken konulardan biri durumuna gelmiştir. Buradan hareketle, Açık Ekonomi Makroekonomi’inde “uluslararası iktisat çelişkisi” olarak nitelendirilen alması kur rejimlerinde makroekonomik değişkenlerin davranışı, çözülmesi beklenen önemli konulardan biri olmuştur.

Yazında, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenler arasında kesin ve sistematik bir ilişki söz konusu değildir. Bu sonuç, özellikle düşük enflasyonlu ülkelerde ekonominin işleyişinin, döviz kurlarının düzeyinden, oynaklığından ya da kur rejimlerinden bağımsız olduğunu göstermektedir. Özellikle kur uyumsuzluklarını

⁹⁰Örneğin bkz. gelişmekte olan ekonomiler ve geçiş ekonomileri için Edwards ve Savastano (1999); geçiş ekonomileri için Domaç, Peters ve Yuzefovich (2001); 41 gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomisi için Kuttner ve Posen (2001), 60 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için Bailliu, Lafrance ve Perrault (2002); 142 ülke ve 28 Latin Amerika ülkesi için Calderon ve Schmidt-Hebbel (2003); Arjantin ve Meksika için Grandes ve Reisen (2003); 10 Asya ülkesi için Coudert ve Dubert (2004); Merkezi ve Doğu Avrupa ülkeleri için Grauwe ve Schnabl (2004); 153 ülke için Reinhart ve Rogoff (2004), İtalya için Garofalo (2005).

ve kur oynaklığının uluslararası ticarete etkisini inceleyen çalışmalar bu sonucu desteklemektedir. Öte yandan, kur oynaklığının dış ticarete etkisine yönelik herhangi bir görüş birliği bulunmamaktadır(Flood ve Rose, 1999: 660-661; IMF, 1997: 91-97; Rose, 2004: 2-3). Sonuç olarak, kur rejimlerinin makroekonomik değişkenler üzerinde sistematik bir etkisinin olmaması, yazını iki farklı görüşe ayırmıştır. Bunlar, “kur rejimi yansızlığı” (regime-neutrality) ve “oynaklık çelişkisi” (volatility puzzle) dır.

2.1.1. Kur Rejimi Yansızlığı

Sabit ve dalgalı kur rejimleri altında makroekonomik değişkenlerin davranışını karşılaştıran uygulamalı çalışmalar özde iki temel sonuca ulaşmaktadır. Birincisi, reel döviz kurlarının alması kur rejimlerinde değişim göstermesidir. Dalgalı kur rejimine geçiş, reel kur oynaklığını artırmaktadır⁹¹. İkincisi, diğer makroekonomik değişkenlerin alması kur rejimlerinde genellikle herhangi bir değişim göstermemesidir. Dolayısıyla, kur rejimi tercihi, döviz kurunun hareketlerini etkilerken, temel makroekonomik değişkenler üzerinde önemli bir etkiye sahip değildir. Özellikle enflasyonun düşük olduğu ülkelerde geçerli olan bu duruma, “kur rejimi yansızlığı” adı verilmektedir. Kur rejimi yansızlığı ya da kur rejimleri ile temel makroekonomik değişkenler arasında herhangi bir ilişkinin bulunmaması durumunda, kur rejimi tercihinin tek bir makroekonomik sonucu bulunmaktadır. Bu sonuç, tercih edilen kur rejimi kapsamında döviz kurlarının herhangi bir reel etkisinin olmadan sadece döviz ve para piyasasını etkilemesidir. Kur rejimi yansızlığı olmaması durumunda ise, kur rejimi tercihi önemli makroekonomik politika

⁹¹Sabit kur rejiminde, reel döviz kurları daha az değişim göstermektedir. Bu mekanizma şu şekilde açıklanabilir: örneğin, olumsuz reel şoklar, reel ve nominal döviz kurlarında değerlenmeye yol açmaksızın sadece döviz rezervlerinin azalmasına yol açar. Döviz rezervlerinde azalma ise, ödemeler bilançosunda bir kriz ve devalüasyon riskine karşı, ticaret kısıtlamaları ya da sermaye denetimleri olasılığını beraberinde getirir. Öte yandan, yurtiçi malların göreceli fiyatlarında artış beklentisi, bugünkü fiyatları artırır. Döviz rezervlerinin azalmasını engelleyici politikaların uygulanacağı yönündeki beklenti ise, reel döviz kurlarında da istikrara yol açar. Dolayısıyla, reel döviz kurları, sabit kur rejiminde daha az değişim göstermektedir(Stockman, 1988: 2-4).

kararlarından biri durumuna gelmektedir⁹². Buna rağmen, hiçbir kur rejimi, güçlü ve tutarlı makroekonomik politikalara ikame edilemez(Mills ve Wood, 1993: 5)⁹³.

“Kur rejimi yansızlığı”, kuramsal olarak Devereux (1999) ile Obstfeld ve Rogoff (2000)’un çalışmalarına; uygulamalı olarak Baxter ve Stockman (1989) ile Flood ve Rose (1995)un çalışmalarına dayanmaktadır. Genel olarak, parasal dış şoklar karşısında üretim oynaklığı sabit kur rejiminde daha az olsa da⁹⁴; Devereux (1999: 2-19), dış şoklara açık olan çok küçük ülkelerde döviz kurunun esneklik düzeyi ile üretim oynaklığı arasında herhangi bir ilişkinin bulunmadığını ileri sürmektedir⁹⁵. Bunun nedeni, ticarete konu olan malların fiyatlarının en azından kısa dönemde kur değişimlerine duyarlı olmamasıdır. Başka bir deyişle, olumsuz bir dış şok karşısında döviz kurunda meydana gelen artış, üretimde istikrarsızlığa yol açmaz, çünkü kur değişimlerinin toplam talebin bileşimine etkisi çok düşüktür. Öte yandan, *Obstfeld ve Rogoff (2000: 123-128)*, makroekonomik değişkenlerdeki sürekli dalgalanmaları belirleyen temel ögenin ücret katılıklarından kaynaklanan fiyat katılıkları olduğunu belirtmektedirler. Ayrıca, kısa dönemde döviz kurunda değişim, ithal mallarının fiyatına bağlıdır.

⁹²Nitekim, döviz kurundaki dalgalanmalar, para politikasının üretime geçişinde önemli bir kanaldır(Dornbush, 1976: 1162).

⁹³Başarılı bir makroekonomik performansla sahip olan yükselen piyasa ekonomileri incelendiği zaman, kur rejimlerinin fazla önemli olmadığı dikkat çekmektedir. Bunun yerine, kamu maliyesinin istikrarı, finansal istikrar, fiyat istikrarını sağlamak üzere parasal istikrar ve güçlü kurumsal özellikler ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede, sağlam bir bankacılık sektörü ve finansal sistemin düzenlenmesi, bütçe kısıtlamaları ve sürdürülebilir bir para politikası uygulaması gibi kurumsal reformlar son derece önemlidir(Calvo ve Mishkin, 2003: 108-115).

⁹⁴Parasal dış şokların, döviz kurunda değişime yol açarak ithal girdi maliyetlerini etkilemesi sabit kur rejiminde söz konusu değildir. Bunun nedeni, Merkez Bankasının kur taahhüdünün, döviz kurunda ve dolayısıyla üretim maliyetlerinde değişimi engellemesidir. Dolayısıyla, sabit kur rejiminde üretim, daha az değişim gösterir.

⁹⁵Buna karşılık, çok küçük ülkelerde meydana gelen dış kaynaklı parasal daralma karşısında döviz kurunun esneklik düzeyi ile üretim oynaklığı arasında olumlu bir ilişki söz konusudur. Bu mekanizma şu şekilde işlemektedir.: Dış kaynaklı parasal daralma, dalgalı kur rejiminde ulusal para biriminin değer kaybetmesine neden olur. Fiyat katılığı durumunda, reel döviz kuru da değer kaybeder. Böylece, her iki ülkede üretim daralırken (küçük ülkede üretimin daralmasının nedeni, ithal girdi maliyetlerinde artıştır), tüketim ve yatırım sadece yabancı ülkede düşer. Kur etkisine bağlı olarak ulusal ekonomide ihracatın artması nedeniyle tüketim ve yatırım harcamaları düşmez. Yabancı ülkedeki harcamaların azalması ise, iç ve dış mallara olan talebi düşürür. Dolayısıyla, özellikle çok küçük ülkelerde ortaya çıkan dış kaynaklı parasal dengesizlik karşısında üretim oynaklığı dalgalı kur rejiminde daha yüksektir. Tüketim ve yatırım oynaklığı ise dalgalı kur rejiminde daha düşüktür(Devereux, 1999: 15-17).

Baxter ve Stockman (1989), kur rejimleri ile reel makroekonomik değişkenler arasındaki uygulamalı ilişkinin araştırıldığı ilk çalışmadır. 1960-1985 dönemini ve 23 OECD ülkesi ve 21 OECD-dışı ülkeyi ele alan *Baxter ve Stockman (1989: 378-399)*, reel döviz kuru dışında, diğer reel makroekonomik değişkenlerin oynaklıklarının (sanayi üretim oynaklığı, tüketim oynaklığı, ihracat oynaklığı, ithalat oynaklığı ve kamu kesimi tüketim harcamaları oynaklığı) almasıık kur rejimlerinde benzer devresel hareket gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Beklendiği gibi, reel döviz kuru, kur rejimi değişimlerinden en fazla ve doğrudan etkilenen bir değişkendir. Dolayısıyla, reel döviz kuru oynaklığı dışında, “kur rejimi yansızlığı” söz konusudur. Bu sonucun yanı sıra, örnekledeki birçok ülkede, 1973 sonrası uygulanan dalgalı kur rejiminde ihracat, ithalat ve reel döviz kurunun oynaklıklarının arttığı öne sürülmektedirler. Benzer sonuçlara ulaşan *Flood ve Rose (1995: 10-36)*, 1960-1991 yıllarını ve tipik OECD ülkelerini içeren çalışmalarında, nominal iki yanlı döviz kuru (ABD doları cinsinden), sanayi üretimi, M1, tüketici fiyat endeksi ve 3-aylık hazine bonosu faiz oranının davranışını incelemişlerdir. Varlık piyasasına ilişkin temel değişkenler olarak bilinen nominal döviz kuru ve 3-aylık hazine bonosu faiz oranının oynaklıkları, Bretton Woods sonrasında uygulanan dalgalı kur rejiminde daha fazladır. Buna karşılık, geleneksel temel değişkenler olarak adlandırılan sanayi üretimi, M1 ve tüketici fiyat endeksinin oynaklıkları, sabit ve dalgalı kur rejimlerinde önemli ölçüde bir değişiklik göstermemektedir. Dolayısıyla, döviz kuru oynaklığı ile diğer makroekonomik değişkenlerin oynaklığı arasında güçlü bir ödünleme ilişkisi bulunmamaktadır. Bu nedenle, kur oynaklığını azaltmak diğer makroekonomik değişkenlerin istikrarına yol açmamaktadır.

Temel kuramsal ve uygulamalı çalışmaların ardından “kur rejimi yansızlığı”nı inceleyen birçok çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, 1960-1986 dönemini ele alan *Ahmed ve diğerleri (1993: 337-357)*, ABD ana ülke ve Kanada, Fransa, Japonya, İngiltere ve Batı Almanya yabancı ülkeler olmak üzere sabit kur rejimi (1960:1-1973:1) ve dalgalı kur rejimi (1973:2-1986:4) döneminde bazı makroekonomik değişkenlerin davranışını incelemişlerdir. ABD para arzı, yabancı ülkelerin toplam para arzı ve maliye politikası şoklarının oynaklığı dalgalı kur rejimi döneminde önemli ölçüde artmıştır. Buna karşılık, yabancı para arzı şokları ve

göreceli para arzı (para arzı farklılıkları) şoklarının varyansı değişmemektedir. Öte yandan, 1973'te kur rejimi değişikliği ile birlikte belirtilen değişkenlerde yapısal kırılma söz konusu değildir. Başka bir deyişle, ana ülke ile yabancı ülkelerin üretim düzeyi, göreceli fiyat düzeyi ve mali ve parasal değişkenler arasındaki etkileşim sabit ve dalgalı kur rejimlerinde aynıdır. Ayrıca, kısa ve uzun dönemde herhangi bir etkileşim olmadığı gibi değişkenlerin tümünün ortalama artış hızı iki kur rejimi döneminde durağan seyretmektedir. Dolayısıyla, sabit ve dalgalı kur rejimlerinde değişkenlerin davranışı değişmemektedir.

Rose (1995: 2-12), 20 gelişmiş ülkeyi ve 1959-1993 dönemini kapsayan çalışmasında, dalgalı kur rejimine geçiş ve yapılan devalüasyonlar sonrasında 25 farklı makroekonomik değişkenin oynaklığındaki değişimi incelemiştir. Dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte döviz kuru, diğer finansal değişkenler (kısa-dönemli faiz oranları, tahvil faiz oranları, hisse senedi fiyat endeksi), ihracat ve cari dengenin değişkenliği artmıştır. Buna karşılık, reel ve parasal birçok makroekonomik değişkenin ve iş gücüne ilişkin değişkenlerin oynaklığı değişmemiştir. Benzer şekilde, devalüasyon sonrasında, kur oynaklığı artmamakla birlikte sadece birkaç makroekonomik değişkenin oynaklığında yükseliş meydana gelmiştir. Sonuç olarak, dalgalı kur rejimi ve devalüasyonlar, genel olarak, makroekonomik değişkenlerin oynaklığında bir değişime yol açmamaktadır. Bu durum, "kur rejimi yansızlığı"nı göstermektedir. *Quirk (1996: 43-44)*, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kur değişkenliği ile enflasyon ilişkisini 1960-1994 dönemi için ele almaktadır. Her iki ülke grubunda da döviz kurunda meydana gelen büyük değişimler öncesinde enflasyon değişim göstermektedir. Başka bir deyişle, döviz kurunda değişim, enflasyona gecikmeli olarak tepki vermektedir. Böyle bir ilişki, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kur rejimlerinin enflasyonu etkilemediğini göstermektedir.

Williamson, Parikh ve Bailey (1998: 555-567) ise, 1979-1994 dönemi için 15 Avrupa ülkesinde kur oynaklığı ve makroekonomik değişkenlerin oynaklığını incelemişlerdir. Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasında (hedef bölgesi) kur oynaklığı (DM cinsinden döviz kurları) ile makroekonomik değişkenlerin (sanayi üretimi, M3,

sermaye hesabı) oynaklığı arasında zayıf bir ilişki bulunmaktadır. 20 OECD ülkesini ve 1959-1996 dönemini inceleyen *Flood ve Rose (1999: 664-667)*, Bretton-Woods Sistemi'nin çöküşünün ardından dolar cinsinden kur oynaklığının önemli ölçüde arttığını belirtmektedir. Buna karşılık, M1, reel GSYİH ve kısa vadeli faiz oranlarında bir değişim söz konusu değildir.

1974-1999 dönemini ve 154 ülkeyi inceleyen *Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001: 64-67)*, gelişmiş ülkeler için kur rejimleri ile ekonomik başarımlar arasında bir ilişkinin bulunmadığını belirtmektedirler. Buna karşılık, gelişmemiş ülkelerde, en az 5 yıl süre ile uygulanmak koşuluyla sabit kur rejimleri ile düşük enflasyon arasında güçlü bir ilişki söz konusudur. “Uzun sabit” kur rejimleri olarak belirtilen bu kur rejiminin resmen uygulanması, parasal genişlemeyi ve beklentileri şekillendirmektedir. Açıklanan “kısa sabit” kur rejimleri, reel döviz kurlarında daha az dalgalanmaya neden olurken, reel faiz oranlarını olumsuz etkilemektedir. Bunun nedeni, “kısa sabit” kur rejimlerinin enflasyon beklentilerini (dolayısıyla, nominal faiz oranlarını) düşürmesine karşın, gerçek enflasyonu azaltmakta etkili olamamasıdır. Öte yandan, gelişmemiş ülkelerde, “kısa ve uzun sabit” kur rejimleri ile kişi başına büyüme hızı arasında olumsuz bir ilişki bulunmaktadır. Katı sabit kur rejimleri, geleneksel sabit kur rejimlerine göre daha düşük bir enflasyon oranına yol açarken; dalgalı kur rejimine göre daha yavaş büyüme oranlarını beraberinde getirmektedir.

Aristotelous (2001: 88-93), kur rejimlerindeki değişimi denetleyerek, kur oynaklığının İngiltere'nin ABD'ye olan ihracatına etkisini incelemiştir. 1889-1999 dönemini araştıran çalışmada, ne kur oynaklığının, ne de kur rejimlerinin İngiltere'nin ABD'ye olan ihracat hacmini etkilemediği belirtilmektedir. Benzer şekilde, *Lin ve Lee (2002: 8-14)*, benzer makroekonomik özelliklere sahip olan Hong Kong ve Tayvan'da kur rejimi tercihi ile makroekonomik başarımlar (enflasyon ve büyüme) arasında herhangi bir ilişkinin söz konusu olmadığını ileri sürmektedirler. 1975-2000 döneminin ele alındığı çalışmada, her iki ülkede de makroekonomik başarımları belirleyen temel öge petrol şoklarıdır. Dolayısıyla, dalgalı kur rejimine göre

sabit kur rejiminde daha düşük bir enflasyon oranı söz konusu değildir. Öte yandan, Tayvan'da dalgalı kur rejimi döneminde; Hong Kong'da ise sabit kur rejimi döneminde reel GSYİH oynaklığı ortalamadan daha düşüktür. Tayvan'ın ihracatı dalgalı kur rejiminde daha duragandır. Reel kur oynaklığı ve ithalat oynaklığı ise, farklılık göstermemektedir. Dolayısıyla, reel ticaretteki değişkenlik kur rejimine bağlı değildir. Her iki ülkede de dalgalı kur rejiminde GSYİH ve yatırım oynaklığı daha düşüktür.

Singh (2002: 392-394) ise, 1975:2-1996:3 dönemi için ağırlıklandırılmış (ticaret ortaklarının para birimlerinin kullanıldığı) ve 1960:1-1996:3 dönemi için ağırlıklandırılmamış (resmi ve karaborsa) reel döviz kuru serisini kullanarak, Hindistan'da kur oynaklığının kur rejimlerinden bağımsız olduğunu vurgulamaktadır. *Duarte (2003: 891-912)*, dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte İtalya ile Almanya arasındaki reel kur oynaklığının önemli ölçüde arttığını ileri sürmektedir. Reel kur oynaklığı, dalgalı kur rejiminde sabit kur rejimine göre 8 kat daha fazladır. Ancak, diğer değişkenler kur rejimlerine karşı fazla duyarlı olmamakla birlikte üretim, tüketim ve ticaret akımlarının oynaklığı, sabit kur rejimlerinde biraz daha fazladır. Son olarak, *Supaat ve diğerleri (2003: 3-19)*, 1980-2002 döneminde Singapur'da nominal kur oynaklığının temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini inceledikleri çalışmalarında, kur oynaklığı ile faiz oynaklığı arasında zayıf bir ödünleme ilişkisi bulmuşlardır. Ayrıca, kur oynaklığı ile M1, üretim, ihracat ve ithalat oynaklığı arasında zayıf bir ilişki bulunmaktadır. Örneğin, nominal kur oynaklığında % 1'lik artış, 117 ticaret ortağı ile gerçekleşen toplam ticaret hacmini % 0.055 azaltırken; reel ihracat hacmini % 0.012 düşürmektedir⁹⁶. Sonuç olarak, Singapur'da kur oynaklığı ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı arasında zayıf bir ilişki söz konusudur.

⁹⁶Kur belirsizliği, dış ticaretten elde edilecek karlarda belirsizliğe yol açarak ticaret hacmini olumsuz etkilemektedir.

2.1.2. Oynaklık Çelişkisi

Kur rejimlerine yönelik yazında, “kur rejimi yansızlığı” karşısında kur rejimi tercihinin (ya da kur oynaklığının) makroekonomik değişkenlerin davranışını etkileyebileceği belirtilmektedir. Makroekonomik değişkenlerdeki dalgalanmaların temel nedeni kur rejimleri olmamakla birlikte bu etki, özellikle yüksek enflasyona sahip ekonomilerde ya da uzun dönemde dikkat çekmektedir. Kur rejimlerinin makroekonomik başarıma etkisi iki kuramsal görüş ile açıklanmaktadır. Birincisi, bir ekonominin alması kur rejimlerinde iç ve dış reel/nominal şoklara nasıl tepki verdiği, kur rejimi tercihi, şokların yapısına bağlıdır. Uluslararası sermaye hareketlerine açık bir ekonomide uygulanan dalgalı kur rejiminde meydana gelen parasal şoklar (LM şokları), döviz kuru, enflasyon ve üretimde önemli dalgalanmalara yol açmaktadır. Buna karşılık, sabit kur rejiminde, para arzı içseldir ve sermaye girişlerine bağlı olarak belirlenmektedir. Para arzını belirleyen temel öge, para talebindeki değişimdir. Bu nedenle, sabit kur rejiminde meydana gelen parasal şoklar, üretimi ve enflasyonu etkilemez. Kur taahhüdü, parasal şoklarla birlikte ortaya çıkan kurdaki dalgalanmaların, ithal girdi maliyetlerini ve dolayısıyla üretimi ve enflasyonu etkilemesine izin vermez. Sabit kur rejiminde ulusal ekonomi daha çok dış şoklardan etkilenmektedir. İkincisi, kur rejimlerinin dış ticarete etkisidir. Genel görüş, dalgalı kur rejiminde reel ve nominal kur oynaklığının ticareti olumsuz etkilediği yönündedir⁹⁷. Özellikle türev piyasaların bulunmadığı ve dolayısıyla kur riskinden korunma olanağının olmadığı ekonomilerde ve gelir ile harcamaların daha çok döviz cinsinden olduğu (para ikamesi) ekonomilerde bu olumsuz etki daha da artmaktadır (Bailliu ve Murray, 2002: 19; Crosby, 2004: 607-608; Flood ve Rose, 1999: 671). Sonuç olarak, bu iki kuramsal görüş, reel değişkenlerin oynaklığını azaltacak üstün bir kur rejimine yönelik açık bir çözüme ulaşmamaktadır.

⁹⁷ Detaylı bilgi için bkz. Bastourre ve Carrera (2004: 1-2).

2.2. KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI İLİŞKİSİ

Sermaye piyasalarının henüz bütünleşmediği 1980’lerde birçok ülkede dezenflasyon politikaları uygulanmaktaydı. Dış şokların yoğunluğunun az olduğu bu dönemde kur rejimleri, istikrar sağlayan ya da saygınlığı arttıran bir araç olarak görülmekteydi. Günümüzde ise, almasıık kur rejimlerinin dış şokları emme gücü, spekülative saldırılara karşı bir koruyucu olması ve dış ticaret öncelikli olmak üzere makroekonomik başarıma etkisi tartışılmaktadır(Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2001: 63). Uluslararası makroekonomi yazınında yapılan uygulamalı çalışmaların temel amacı ise, reel ekonomi ve finansal piyasalar için en uygun kur rejimini belirlemektir.

Kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlere etkisi incelendiğinde, sabit kur rejiminin enflasyonu düşürdüğü ve büyümeyi olumlu etkilediği görülmektedir (Tablo 8). Buna karşılık, sabit kur rejimi, makroekonomik istikrar için gerekli olmakla birlikte yeterli değildir. Öte yandan, reel dış şoklara karşı ekonomiyi koruyan dalgalı kur rejimi, üretimde meydana gelen dalgalanmaları azaltarak büyümeyi olumlu etkilemektedir(Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2001: 63). Kur oynaklığı ise, her iki kur rejiminde de önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır.

Tablo 8: Sabit ve Dalgalı Kur Rejimlerinin Temel Makroekonomik Özellikleri

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

Kaynak: Rogoff vd., 2003, s.30

Kur rejimleri, enflasyon, büyüme ve döviz kurunun yanı sıra diğer değişkenleri de etkilemektedir. Örneğin, sabit kur rejimi kredi genişlemesine yol açarak tüketim harcamalarında artışa neden olur. Bunun nedeni, kur taahhüdünün, kur belirsizliğini azaltmasıyla birlikte döviz cinsinden borçlanmayı özendirme ve dolayısıyla harcamalarda artışa yol açmasıdır. Öte yandan, döviz rezervlerinin dalgalı kur rejiminde düşük olması beklenir⁹⁸. Ayrıca, para kurulu gibi katı sabit kur rejimleri, devalüasyonun artan maliyetleri nedeniyle güçlü bir bütçe yönetimini ve kamu kurumlarını ve dolayısıyla mali disiplini beraberinde getirir⁹⁹. Bunun nedeni, gevşek bir maliye politikasının, rezervlerin azalmasına ve sabit kur rejiminin çöküşüne yol açmasıdır¹⁰⁰. Aynı zamanda, sabit kur rejiminde şoklar karşısında uyum sağlamak, para politikası yerine maliye politikasının görevi olması nedeniyle sabit kur rejiminin etkinliği için mali disiplinin sağlanması gerekir(Calvo ve Mishkin, 2003: 113; Grimm, 2007: 36-37; IMF, 1997: 97).

Son olarak, almasıık kur rejimlerinde reel ve/veya nominal döviz kuru, büyüme oranı, enflasyon oranı gibi değişkenlerin oynaklıkları farklılık göstermektedir. Çalışmanın amacı kapsamında, kur rejimleri ile kur oynaklığı, büyüme (üretim) oynaklığı, enflasyon oynaklığı, ihracat ve ithalat oynaklığı ve diğer makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisi ayrı ayrı ele alınmaktadır.

2.2.1. Kur Rejimleri ve Kur Oynaklığı

Döviz kuru, bir varlık fiyatıdır. Yeni bilgi akışını ya da finansal piyasalarda ortaya çıkan yeni haberleri yansıttığı için varlık fiyatlarının oynaklığının yüksek olması beklenir. Dolayısıyla, *döviz kurunda değişkenlik ya da döviz kuru oynaklığı*, kısa dönemde döviz kurunda meydana gelen değişimlerin değişkenlik göstermesidir.

⁹⁸Günümüzde dalgalı kur rejimini uygulayan yükselen piyasa ekonomilerinin büyük ölçüde döviz rezervine sahip olduğu görülmektedir. “Can simidi ile dalgalanma” olarak tanımlanan bu durumun iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, döviz rezervlerinin, açık piyasa işlemleri aracılığıyla ihraç edilen kamu borçlanma senetleri için bir güvence oluşturmasıdır. İkincisi, ulusal para birimine yönelik spekülasyon olasılığına karşı hazırlıklı olmaktır(Calvo ve Mishkin, 2003: 112).

⁹⁹Enflasyon ile mücadelenin ön planda olduğu bir ekonomide makroekonomik ve siyasi değişkenlere, kamunun sermaye piyasasına girişine ve kurumların yapısına bağlı olarak dalgalı kur rejimi daha fazla mali disipline neden olabilir(Tornell ve Velasco, 2000: 401-430).

¹⁰⁰Sabit kur rejiminde, bugün yapılan yanlış bir davranışın yarın cezaya neden olacağını ileri sürülmektedir. Dalgalı kur rejiminde ise, bugünkü yanlış davranışın karşılığı anında kendini göstermektedir.

Aynı zamanda, döviz kurunda beklenmeyen hareketlere bağı olarak ortaya çıkan risk olarak da belirtilebilir. Başka bir tanımla, döviz kuru oynaklığı, nominal ve reel döviz kurunun uzun dönemli trendinden farklı olarak kısa dönemde dalgalanma göstermesidir (Frenkel ve Goldstein, 1989: 1; McKenzie, 1999: 71).

Ülkeler arasında malların göreceli fiyatı olan, bir ülkenin rekabet gücünü yansıtan ve dolayısıyla açık ekonomilerde en önemli makroekonomik değişken olarak görülen reel döviz kurlarında meydana gelen ani ve beklenmeyen değişimler, tüketim, yatırım ve ticaret akımları kanalıyla küçük ve açık ekonomilerin uzun-dönemde büyüme başarımını etkileyebilecek güçtedir. Öte yandan, nominal kur oynaklığı, yapısal kırılmalıkları ve risk algılamasını artırarak finansal piyasaların sığ olduğu gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere ortam hazırlayabilmektedir(Devereux, 1997: 774-787; Obstfeld, Cooper ve Krugman, 1985: 429; Ünsal, 2005: 467)¹⁰¹. Dolayısıyla, özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde meydana gelen kur oynaklığı, hem reel ekonomiyi hem de finansal piyasaları etkileyen ve makroekonomik oynaklığın kaynağı olan önemli bir göstergedir¹⁰².

“Döviz kuru oynaklığı”nın makroekonomik analizi, Mundell’in (1961), “optimal para alanı kuramı” ile başlamaktadır. Açık bir ekonomide ortaya çıkan makroekonomik dengesizliklerin reel döviz kurunda ayarlama ile giderilebileceği belirtilmektedir. Bunun için yurtiçi fiyatlarda ya da nominal döviz kurunda ayarlamaya gereksinim vardır. Yurtiçi fiyatlarda ayarlama, hem zaman alıcıdır hem de üretim ve istihdamda önemli dalgaları beraberinde getirebilir. Buna karşılık, nominal kur ayarlaması hem daha hızlı hem de daha çok yeğlenen bir çözümdür. Dolayısıyla, döviz kurunun esneklik düzeyi ile reel GSYİH oynaklığı arasında bir ödünlleme ilişkisi söz konusudur. Başka bir deyişle, kur esnekliği arttıkça (ya da daha

¹⁰¹Reel döviz kurlarının oynaklığı, diğer değişkenlerden daha yüksektir ve daha fazla süreklilik göstermektedir. Örneğin, reel döviz kurları, üretime göre 4 ila 6 kez daha değişkendir. Öte yandan, reel kur oynaklığının değişmesinde temel unsur para birimidir(Devereux, 1997: 792-805).

¹⁰²Kur oynaklığının öneminden hareketle, Asya Kalkınma Bankası dünya ekonomilerindeki riskleri azaltmaya yönelik olarak spekülasyonu caydırıcı ve kur oynaklığını azaltıcı kur rejimlerini önermektedir(Dowling ve Verbiest, 2002: 5).

esnek kur rejimlerine geçildikçe), büyüme oynaklığı ve dolayısıyla makroekonomik dengesizlik azalmaktadır(Devereux, 1999: 2). Mundell'in (1961) çalışması, aynı zamanda, döviz kuru oynaklığı ile kur rejimi ilişkisini inceleyen yazına yol gösterici olmuştur. Yazında, ortak bir görüş birliği bulunmamakla birlikte geleneksel görüş kur oynaklığının sabit kur rejimine göre dalgalı kur rejiminde daha yüksek olduğu yönündedir.

Westerfield (1977: 182-199), 1962:1-1975:7 dönemini ve Kanada, İngiltere, Batı Almanya, İsviçre ve Hollanda'yı kapsayan çalışmasında, dalgalı kur rejiminin sabit kura göre çoğu zaman daha riskli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, dalgalı kur rejiminde anında ve vadeli kurların değişkenliğinin sabit kura göre daha fazla olduğunu belirtmektedir. Öte yandan, döviz kuru ve fiyat serilerini 1956-1979 dönemi ve 38 ülke için inceleyen *Stockman (1983: 147-166)*, Bretton Woods döneminde uygulanan sabit kur rejiminde reel döviz kurlarındaki değişimin daha az olduğunu ileri sürmektedir. Ancak, Bretton Woods sonrasında ABD dolarına sabitlemeye devam eden ülkelerde reel döviz kuru değişkenliğinin dalgalı kur rejimine göre yaklaşık % 40 arttığı belirtilmektedir. 1957-1984 dönemini ve ABD doları cinsinden 16 gelişmiş ülkeye ait iki yanlı reel döviz kurlarını inceleyen *Mussa (1986: 120-132)* ise, reel döviz kuru serilerinin davranışının alması kur rejimlerinde önemli ve sistematik farklılık gösterdiğini belirtmektedir. Çalışmada, kısa dönemli reel kur oynaklıklarının, sabit kur rejimine göre dalgalı kur rejiminde daha fazla olduğu ileri sürülmektedir. Kur rejimleri ve reel döviz kurları ilişkisine ilişkin 3 sonuca ulaşılmıştır. Bunlar, (i) dalgalı kur rejiminde, reel ve nominal döviz kuru dalgalanmalarında kısa dönemde güçlü bir korelasyon bulunmaktadır, (ii) dalgalı kur rejiminde, reel ve nominal döviz kurlarında kısa dönemde meydana gelen değişim önemli ölçüde süreklilik göstermektedir, (iii) sabit kur rejiminde yapılan büyük kur ayarlamaları, reel döviz kurlarında aynı büyüklükte değişime neden olmaktadır. *Trevor ve Donald (1986: 1-2)*, Avustralya'da dalgalı kur rejimi öncesi ve sonrasındaki kur ve faiz oynaklığını incelemişlerdir. Çalışmada, dalgalı kur rejimine geçişle (Aralık 1983) birlikte kur oynaklığının arttığı; buna karşılık, kısa dönemli

faiz oranlarının oynaklığının azaldığı sonucuna ulaşılmıştır¹⁰³. Kısa dönemli faiz oranlarının sabit kur rejiminde daha fazla oynaklık göstermesi ise, faiz oranları ile dalgalı kur rejimi arasında herhangi bir ilişki bulunmadığına işaret etmektedir.

Stockman (1988: 35-42), sabit ve dalgalı kur rejimlerinde denge döviz kuru modeli geliştirerek, reel döviz kurlarının sabit kur rejiminde daha az değişim gösterdiği sonucuna ulaşmıştır. Dalgalı kur rejimlerinde meydana gelen reel döviz kurlarında değişim ise, temelde nominal fiyat katılıkları ile açıklanamamaktadır. Yurtiçi ve yurtdışı fiyatların esnekliklerinin sınırlı olması nedeniyle nominal kur oynaklığı, reel kur oynaklığına yol açmaktadır. Reel döviz kuru dengesini etkileyen temel öge ise, gelişmiş piyasaların olmadığı bir ekonomide keyfi para politikası uygulaması ve ülkeler arasındaki enflasyon farkıdır. Öte yandan, *Frenkel ve Goldstein (1989: 2-6)*, 1973-1988 döneminde temel döviz kurlarının kısa dönemli davranışlarına ilişkin 5 önemli saptamada bulunmaktadır. Bunlar, (i) belirtilen dönemde temel döviz kurlarının oynaklığı Bretton Woods sistemine göre 5 kat daha fazladır. (ii) temel döviz kurlarının kısa dönemli değişkenliğinin zaman içinde azalma eğilimi söz konusu değildir. Kur değişkenliği, yeni kur düzenlemesine geçişteki uyumun bir kanıtıdır. (iii) nominal döviz kurlarının kısa dönemli değişkenliği, ulusal fiyat düzeylerinin değişkenliğine göre önemli ölçüde daha yüksektir. Bu durum, satın alma gücü paritesinden büyük sapmalara yol açar. Bunun nedeni, nominal kur değişkenliğinin reel kur değişkenliğine yansımastır. (iv) birçok döviz kurunda meydana gelen değişim beklenmedik şekilde meydana gelir. (v) döviz piyasası, kur değişimlerinin hem zayıf hem de sapmalı bir öngörümleyicisidir. Başka bir deyişle, döviz piyasasında kur değişimleri doğru öngörülenemeyebilir. Öte yandan, çalışmada, dalgalı kur rejiminde bütün varlık fiyatlarının değişken olduğu; ancak, nominal ve reel döviz kurlarının değişkenliğinin hisse senedi fiyat endeksi, faiz oranları veya ana-mal fiyat endeksi (petrol dışında) değişkenliğinden daha düşük olduğu belirtilmektedir.

¹⁰³Dalgalı kur rejiminde faiz oynaklığının azalmasının nedeni, belirli bir kur hedefini koruma yükümlülüğünün bulunmaması nedeniyle kurdaki dalgalanmaları azaltmak için faiz politikasını kullanmama gereğidir.

Meese (1990: 118-120), 1974-1987 döneminde (Bretton-Woods sonrası dönem) Yen/\$ ve DM/\$ kurlarının, ülkeler arasındaki faiz farklılıklarının dışında, daha yüksek bir standart sapmaya dolayısıyla daha yüksek değişkenliğe sahip olduğunu belirtmektedir. Ayrıca, diğer değişkenler (ABD, Japonya ve Almanya arasındaki faiz farkı, sanayi üretimi, M1 ve fiyatlar) ile karşılaştırıldığı zaman döviz kurlarındaki değişim daha değişkendir. 1960-1992 dönemini inceleyen *Rose (1994a: 22-30)*, 8 gelişmiş ülkeye ait DM cinsinden iki yanlı döviz kurlarının ve faiz oranlarının oynaklıklarının Bretton-Woods sonrasında daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. 1967-1992 dönemini inceleyen *Rose (1994b: 9-25)* ise, çoğu OECD ülkesi olan 22 ülkede resmi kur bandının genişliği ile kur oynaklığı arasında aynı yönlü bir ilişki elde etmiştir. Bant genişliğinin % 2.5'ten % 15'e yükselmesi (Ağustos 1993'te ERM ülkelerinde görüldüğü gibi), kur oynaklığını % 0.64 artırmaktadır.

1978-1994 dönemini ve 90 ülkeyi ele alan *Kent ve Naja (1998: 10-17)*, Bretton-Woods sonrası dönemde iki yanlı ve efektif reel döviz kurlarının kısa dönemde oynaklığının, sırasıyla 12 ve 3 kat daha fazla olarak gerçekleştiğini saptamışlardır. Öte yandan, istikrarlı büyüme ve enflasyon oranlarına sahip olan 27 ülkede, efektif reel döviz kurlarının kısa dönemde oynaklığı sadece 2 kat daha fazladır. *Liang (1998: 8-31)*, 1880-1997 dönemi için yıllık, 1957- 1997 dönemi için aylık verileri kullanarak yaptığı çalışmasında Bretton-Woods sonrası dönemde, 8 Avrupa ülkesinde reel döviz kuru oynaklığının arttığı sonucuna ulaşmıştır.

Akçay, Alper ve Karasulu (1997: 827-834), Türkiye'de para ikamesinin kur oynaklığına etkisini incelemişlerdir. 1987-1996 döneminin incelendiği çalışmaya göre, para ikamesinin yüksek olması TL/\$ kurundaki değişim oranının beklenen değişiminin de yüksek olmasına neden olmaktadır. Başka bir deyişle, yüksek oranda bir para ikamesi, kur oynaklığının ya da kur istikrarsızlığının da yüksek olmasına neden olmaktadır. *Berger, Sturm ve Haan (2000: 7-20)* ise, 1980-1994 dönemi için 65 OECD-dışı ülkedeki kur rejimi tercihini belirleyen öğeleri incelemişlerdir. Öngörülen kur rejimi doğrultusunda dalgalı kur rejimi yerine sabit kur rejimini tercih eden ülkelerin daha yüksek bir kur oynaklığıyla karşılaştığı ortaya çıkmıştır.

Öte yandan, makroekonomik değişkenler ile uyumlu olmayan sabit kur rejimi uygulaması, ani kur oynaklığına yol açmaktadır. Bu durum, özellikle ödemeler bilançosu krizleri sırasında geçerlidir. Bankacılık krizleri esnasında ise, döviz kurunun hareketleri almasıık kur rejimlerinde büyük bir değişiklik göstermemektedir.

Dedola ve Leduc (2001: 409-410), ABD’de ve diğer G-7 ülke ortalamasında Bretton-Woods sonrasında reel ve nominal döviz kuru (dolar cinsinden) oynaklıklarının önemli ölçüde arttığını belirtmektedir. Öte yandan, tüketim, istihdam, para arzı, enflasyon, faiz oranları ve ABD’de yatırım oynaklığı, Bretton-Woods sonrasında artmasına karşın döviz kuru oynaklığındaki artış karşısında daha az dikkat çekicidir. Çalışmaya göre, reel döviz kuru, kur rejimi değişikliğinden en çok etkilenen değişkendir. Dalgalı kur rejiminde reel ve nominal döviz kuru oynaklığı, ABD’deki üretim oynaklığından sırasıyla, 3.2 ve 7.7 kat daha yüksektir. Kur rejimlerinden en çok etkilenen ikinci değişken ise net ihracattır. Dalgalı kur rejiminde net ihracat oynaklığı yaklaşık % 50 yükselmiştir.

Lothian ve McCarthy (2002: 224-243), 1922-1998 dönemi için İrlanda’nın para birimi (punt) ile sterlin, DM ve dolar arasındaki reel döviz kurunun para birliğinde daha az değişken olduğunu belirtmektedirler. Ne var ki, almasıık kur rejimlerinde reel döviz kurlarının davranışlarına ilişkin keskin bir farklılık söz konusu değildir. Öte yandan, punt-sterlin reel döviz kuru, örneklem dönemi sürecince değişkenliğin en az olduğu döviz kurudur. Bunun nedeni, iki ülkenin reel ekonomilerindeki benzerliktir. İngiltere, çoğu zaman, İrlanda’nın en önemli ticaret ortağı olmuştur. Punt-DM reel döviz kurunun değişkenliği ise, bu süre içinde azalmıştır.

1980-1999 dönemini ve 62 ülkeyi (19 OECD ülkesi ve 43 OECD-dışı ülkeler) inceleyen *Carrera ve Vuletin (2002: 6-12)*, döviz kurunun esneklik düzeyi ile nominal döviz kuru oynaklığı arasında aynı yönlü bir ilişki elde etmiştir. Buna karşılık, reel döviz kuru oynaklığı için “kur yansızlığı” söz konusudur. Öte yandan, “de jure” sabit kur ve ara rejimler, daha yüksek reel kur oynaklığına yol açmaktadır.

Beklendiği üzere, kur taahhüdünün korunamaması yüksek kur oynaklığını beraberinde getirmektedir. Benzer şekilde, *Rogoff ve diğerleri (2003: 31-47)* 1970-1999 dönemi için gelişmiş, gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinin içerildiği 158 ülkeyi kapsayan çalışmalarında kur oynaklığının, sabit ve sınırlı esnekliğin olduğu kur rejimlerine göre yönetimli dalgalanma ve tam dalgalı kur rejiminde önemli ölçüde yüksek olduğunu bulmuşlardır. Bu sonuç, aynı zamanda, kısa dönemde reel döviz kurunun nominal döviz kuru ile birlikte hareket ettiğini yansıtmaktadır. Ayrıca, de jure dalgalı kur rejimi, reel döviz kurunun değişkenliğinin fazla olduğu anlamına gelmemektedir. Bunun nedeni, dalgalı kur olarak ilan edilen kur rejimlerinin çoğunlukla sıkı yönetimli dalgalanma olmasıdır.

Crosby ve Otto (2003: 284-294), 9 Asya-Pasifik ülkesinde nominal döviz kurundaki yüzde değişimin standart sapması olarak ölçülen kur oynaklığını incelemişlerdir. Kur oynaklığının en yüksek olduğu ülkeler, aynı zamanda dalgalı kur rejimi uygulayan Avustralya, Filipinler ve Japonya'dır. Bu ülkelerde, hem incelenen tüm dönemde hem de Asya krizi öncesinde kur oynaklıkları oldukça yüksektir. Beklendiği gibi, para kuruluşunu benimseyen Hong Kong, kur oynaklığının en düşük olduğu ülkedir. Yönetimli dalgalanmanın uygulandığı Singapur, G.Kore, Malezya, Tayvan ve Tayland'ta ise, kur oynaklıkları benzerlik göstermektedir. Ayrıca, Asya krizi ile birlikte kur oynaklığının en çok arttığı ülkeler G.Kore, Malezya ve Tayland'tır. Öte yandan, dış faiz oranlarında ani bir değişim karşısında (dış şok), daha esnek kur rejimlerini uygulayan ülkelerde yurtiçi faiz oranları, enflasyon ve reel üretimden önce reel döviz kuru değişim göstermektedir. Buna karşılık, esnekliğin az olduğu kur rejimlerinde benzer dış şok karşısında yurtiçi fiyat değişiminden sonra reel döviz kuru değişmektedir.

1973-1998 dönemini ele alan *Frommel ve Menkhoff (2003: 878-883)*, global döviz piyasasının yaklaşık 2/3'ünü oluşturan 8 döviz kurunun oynaklığını incelemektedirler. Bretton-Woods'un çöküşü ile birlikte ABD doları/Japon yeni, ABD doları/Kanada doları ve DM/Japon yeni oynaklığı artarken; DM/pound oynaklığı azalmaktadır. ABD doları/İsveç Frankı ve ABD doları/Fransız Frankı oynaklığında ise, belirgin bir eğilim söz konusu değildir. Son olarak, ABD

doları/DM ve ABD doları/pound oynaklığında artış eğilimi bulunmaktadır. Genel olarak bakıldığında, dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında temel iki yanlı döviz kurlarının oynaklığı yükselmiştir. Öte yandan, oynaklıkta kırılma tarihleri dikkate alındığında, bulgular farklılık göstermektedir. Örneğin, ABD doları/Japon yeni ve ABD doları/Kanada doları oynaklığında hem tüm dönemde hem de kırılma tarihinden sonra belirgin bir artış gerçekleşmektedir. DM/ Japon yeni oynaklığı ise, daha çok kırılma tarihinin ardından önemli bir artış göstermektedir.

Valachy ve Kocenda (2003: 10-16), en önemli 4 Merkezi ve Doğu Avrupa ülkesi (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya) ile 5 gelişmiş Avrupa ülkesi (Almanya, Hollanda, Belçika, Danimarka ve Fransa) arasında kur oynaklıklarını karşılaştırmaktadır. 1993-2002 döneminin ele alındığı çalışmada, hem sabit hem dalgalı kur rejimlerinin uygulandığı dönemlerde kur oynaklığının, gelişmiş Avrupa ülkelerine kıyasla Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerinde daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan, dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerinde kur oynaklığı artarken; gelişmiş Avrupa ülkelerinde kur oynaklığı azalmıştır. *Sopraseth (2003: 341-345)* ise, Avrupa Para Sistemi (APS) öncesi (1971-1979) ve sonrasında (1987-1998) çeyrekli reel ve nominal döviz kurlarının oynaklığını incelemiştir. 15 Avrupa Birliği ülkesi ile ABD, Kanada ve Japonya'yı kapsayan çalışmada, DM-bazlı reel ve nominal döviz kurlarının oynaklıklarının APS ile birlikte önemli ölçüde azaldığı belirtilmektedir. Aynı durum, ABD doları-bazlı kur oynaklığı için söz konusu değildir. Finlandiya ve İsveç dışındaki ülkelerde ise, nominal kur oynaklığı rejimler arasında farklılık göstermemektedir. Öte yandan, *Benita ve Lauterbach (2004: 9-17)*, 1990-2001 dönemini ve 43 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası müdahalesinin ve ulusal ekonomideki belirsizliklerin kur oynaklığını artırdığı sonucuna ulaşımlardır.

Cermeno ve Sanin (2004: 8-12), 1970-2001 dönemi için G-7 ve 8 Latin Amerika ülkesinde kur rejimleri ile reel döviz kurunda değer kaybının oynaklığı arasındaki ilişkiyi incelemektedirler. Çalışmada, her iki ülke grubu için önemli bir ilişki bulunmuştur. Kur rejimleri sınıflandırması çerçevesinde esnekliğin daha fazla

olduğu kur rejimleri, G-7 ülkeleri için daha yüksek bir reel döviz kuru değeri kaybı oynaklığına neden olmaktadır. Buna karşılık, 8 Latin Amerika ülkesinde bu ilişkinin tersi söz konusudur. Öte yandan, *Crosby (2004: 610–620)*, Hong Kong’da uygulanan para kurulunun reel makroekonomik oynaklığa etkisini 1974-2000 dönemi için incelemiştir. Para kuruluna geçiş ile birlikte reel makroekonomik değişkenlerin (tüketici fiyat endeksi bazlı reel döviz kuru, GSYİH, kamu harcamaları, ihracat, ithalat, ABD faiz oranları, reel petrol fiyatı, ABD, Japonya ve Singapur’un reel GSYİH’sı) oynaklığı genel olarak azalmıştır. Tüketici fiyat endeksi bazlı reel döviz kuru oynaklığı para kuruluna geçiş ile birlikte % 8 düşmüştür.

Fernandez (2004: 68-97), Şili’de 1999:9-2001:7 arasında uygulanan dalgalı kur rejiminde peso/dolar oynaklığını incelemiştir. Çalışmada, dalgalı kur rejimi döneminde kur oynaklığının arttığı, ancak bu artışın beklendiği kadar şiddetli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. 1960-1997 döneminde DM/ABD doları cinsinden çeyrekli reel ve nominal döviz kurlarının oynaklığını inceleyen *Monacelli (2004: 206-210)* ise, her iki döviz kurunun dalgalı kur rejiminde daha yüksek oynaklığa sahip olduğunu ileri sürmektedir.

Togan ve Ersel (2004: 6-21), 1980-2003 dönemi için Türkiye’de uygulanan kur rejimleri ile kur oynaklığı ve döviz rezervi oynaklığını incelemişlerdir. Döviz kurunun esneklik düzeyinin sınırlı olduğu 1980-1982 döneminde kur oynaklığı ve döviz kurunda değişim oynaklığı yüksektir. Ara rejimlerin uygulandığı 1982-1998 döneminin yanı sıra, sürünen paritenin (yarı-para kurulu) benimsendiği 1999-2000 döneminde ise, kur oynaklığı ile birlikte döviz rezervi oynaklığında artış dikkat çekicidir. Ayrıca, 1980-1988 döneminde yapılan devalüasyonlar sırasında döviz rezervi oynaklığı düşüktür. Son olarak, 2001 yılında dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte döviz rezervi oynaklığı artmıştır.

25 yükselen piyasa ekonomisini ve 1992-2003 dönemini ele alan *Hakura (2005: 8-19)*, daha esnek kur rejimlerine doğru “kriz-nedeniyle geçiş” yerine “gönüllü geçiş”in hemen ardından reel ve nominal efektif kur oynaklığının arttığını; ancak zamanla geçiş öncesi düzeye geri dönüldüğünü belirtmektedir. Beklendiği

üzere, “kriz-nedeniyle geçiş” durumunda kur oynaklığında artış, hem daha güçlü hem de daha uzun süreli olmaktadır. Ayrıca, daha esnek kur rejimlerine doğru “gönüllü geçiş”, makroekonomik değişkenlerin istikrarsızlığında bir artışa yol açmamıştır. Büyüme ve reel döviz kurunda aşırı değerlenme, kur rejimi geçişinden fazla etkilenmezken; enflasyonda iyileşme görülmüştür. Öte yandan, 1970-1999 dönemini inceleyen *Husain, Mody ve Rogoff (2005: 48-61)*, “serbest düşen” kur rejiminin daha düşük büyüme ve daha yüksek enflasyon ile kur oynaklığına yol açtığını belirtmektedirler. Serbest düşen kur rejiminin yanı sıra yönetimli dalgalanma da, daha yüksek kur oynaklığına neden olmaktadır. Öte yandan, döviz kurunun esneklik düzeyi arttıkça, reel döviz kurları daha değişken duruma gelmektedir. Dolayısıyla, reel döviz kurları kısa dönemde nominal döviz kurları ile hareket etmektedir. De jure sınıflandırmasındaki daha esnek kur rejimleri, yüksek reel döviz kuru oynaklığına yol açmamaktadır. Bunun nedeni, “dalgalanma korkusu”dur.

Kanas (2005: 262-270), 1921-2002 dönemini dalgalı ve sabit kur rejiminin uygulandığı dönemler olarak ikiye ayırmıştır. Dalgalı kur rejimi, 1921:1-1925:4, 1931:9-1939:8 ve 1973:3- dönemlerinde uygulanırken; sabit kur rejimi (Altın Standardı ve Bretton-Woods), 1925:5-1931:8 ve 1949:10-1972:5 dönemlerinde benimsenmiştir. Çalışmada, ABD ve İngiltere’de reel döviz kuru ve reel faiz oranı farkının dalgalı kur rejiminde yüksek oynaklık; sabit kur rejiminde ise, düşük oynaklık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan, sabit kur rejiminin uygulandığı dönemlerde de, her iki ülkedeki enflasyon ve devalüasyon gibi parasal olaylara bağlı olarak oynaklıkta kısa süreli artışlar meydana gelmiştir. Ayrıca, dalgalı kur rejiminde reel faiz oranı farkının oynaklığı, reel döviz kuru farkı oynaklığı ile birlikte yükselmektedir. Başka bir deyişle, her iki değişkenin oynaklığı birbirine karşı bağımlılık göstermektedir. Son olarak, *Kocenda ve Valachy (2006: 728-749)*, 4 önemli Merkezi ve Doğu Avrupa ülkesinin (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya) para sepeti/sürünen parite rejiminden dalgalı kur rejimine geçişi (sırasıyla, 1997, 2001, 2000 ve 1998’de) ile birlikte bu ülkelerdeki kur oynaklığının artış eğiliminde olduğunu ileri sürmektedirler. Avro cinsinden nominal döviz kurlarının kullanıldığı çalışmada, bir şok karşısında oynaklıkta süreklilik Çek Cumhuriyeti ve Slovakya’da azalırken, Macaristan ve Polonya’da artmıştır. Ayrıca,

dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte Slovakya dışında diğer ülkelerde kur oynaklıkları yakınsamaktadır.

2.2.2. Kur Rejimleri ve Büyüme (Üretim) Oynaklığı

Kuramsal olarak, uygulanan kur rejiminin ulusal para birimi için dışsal bir çıpa sağlayarak enflasyonu denetim altında tutması ve dolayısıyla, uzun dönemli büyümeye herhangi bir etkisinin olmaması gerekir(Coudert ve Dubert, 2004: 8). Ancak, kur rejimlerinin büyüme sürecine etkisinin dört kanaldan gerçekleştiği belirtilmektedir. Bunlar(Dubas, Lee ve Mark, 2005: 15; Edwards ve Magendzo, 2003a: 9; Ghosh ve diğerleri, 1997: 19; Grauwe ve Schnabl, 2004: 13);

1. Saygınlığın yüksek olduğu bir sabit kur rejimi, parasal disiplin ve öngörülebilirlik sağlayarak politikalara ilişkin belirsizlikleri, reel faiz oranlarını ve reel kur oynaklığını azaltır (saygınlık etkisi) ve dolayısıyla makroekonomik istikrara yol açar¹⁰⁴. Düşük sermaye maliyeti, fiziki sermaye birikimini artırarak potansiyel büyüme hızını yükseltir. Öte yandan, reel faiz oranlarının azalmasıyla birlikte tüketim ve yatırım harcamaları artar¹⁰⁵. Ayrıca, istihdam yükselir.

2. Özellikle ortak para birimlerinin (dolayısıyla düşük kur oynaklığının) bulunduğu kur rejimleri, uluslararası ticarete artışı beraberinde getirir. Bu durum, toplam faktör verimliliğini dolayısıyla, sermaye stokunun etkinliği artırır. Bu özellik, içsel büyüme modellerinde vurgulanmaktadır.

3. Kur rejimlerinin büyümeye etkisi, finansal piyasaların gelişme düzeyine bağlıdır. Finansal sistemin döviz şoklarını emememesi ve kur riskine karşı türev ürünlerin

¹⁰⁴1952 yılında David Hume'ın belirttiği gibi sabit kur rejimi, başka ülkenin para politikasını ithal etme yollarından biridir(Mills ve Wood, 1993: 3).

¹⁰⁵Yatırımları özendiren sabit kur rejimi, marginal verimlilik öngörümlemesinde gerçekçi sonuçlar verdiği için firmaların karını ve pazar payını artırır. Gelecekteki kar akımlarının oynaklığının daha az olması, ek bir birim sermayenin marjinal verimliliğinin değerlendirilmesini kolaylaştırır. Buna karşılık, kur oynaklığı, ithal malların maliyeti kanalıyla firma karlarının değişken olmasına ve dolayısıyla yatırımların azalmasına neden olur. İhracat gelirlerinin oynaklığında artış ise, kar beklentilerinin öngörülmesini güçleştirir. Dolayısıyla, kur oynaklığı ya da belirsizliği, yatırım kararlarını olumsuz etkiler(Atella, Atzeni ve Belvisi, 2003: 816-820).

bulunmaması durumunda dalgalı kur rejiminin beraberinde getirdiği kur oynaklığı, reel ekonomi üzerinde olumsuz etkilere yol açar. Bu nedenle, dalgalı kur rejimine geçmeden önce yurtiçi finansal sistemin gelişmiş olması gerekir.

4. Sabit kur rejimi, rekabetçi değer kayıplarını beraberinde getirerek ticaretin dolayısıyla büyümenin olumsuz etkilenmesine neden olabilir. Ticaret ortağı ülkelerden birinin başlattığı devalüasyonu diğerlerinin izlemesi, ülkelerdeki ticaret hacminin ve dolayısıyla büyümenin olumsuz etkilenmesine neden olur.

Dalgalı kur rejimi, olumsuz reel şoklar (verimlilik şokları, ticaret hadleri şokları) ya da dış şoklar karşısında üretimde istikrar sağlar. Örneğin, dış faiz oranlarının yurtiçi faiz oranlarını aşması durumunda sermaye çıkışı ve dolayısıyla, ulusal para biriminde değer kaybı meydana gelir. Yükümlülüklerin dolarizasyonu nedeniyle firma bilançolarındaki öz sermaye azalır. Ancak, kurun yükselmesine bağlı olarak ihracat gelirlerinde artış, öz sermayenin yeniden yükselmesine neden olur. Böylece, dalgalı kur rejiminde meydana gelen kur artışı ekonomik daralmaya yol açmaz. Ancak, spekülasyon baskıları sonucu artan kur oynaklığı, üretim ve istihdamdaki dalgalanmaları büyütebilir (Ghosh ve diğerleri, 1997: 19).

Buna karşılık, sabit kur rejiminde meydana gelen bir şok karşısında merkez bankası dış faiz oranları ile uyumlu olacak şekilde yurtiçi faiz oranlarını yükseltir. Böylece, ulusal para biriminin değer kaybı engellenir. Faiz artışı ise, firmaların öz sermayesini düşürür. Risk priminin artması ile birlikte yatırım harcamaları ve üretim daralır. Dolayısıyla, olumsuz dış şoklar karşısında sabit kur rejiminin yatırım, toplam talep ve üretimi daraltıcı etkisi daha fazladır (Cavallo, 2005: 3). Bu nedenle, sabit kur rejimi daha yüksek üretim oynaklığını beraberinde getirmektedir (Levy-Yeyati ve Sturzeneger, 2003: 1173)¹⁰⁶. Ayrıca, sabit kur rejiminde ortaya çıkan reel kur uyumsuzluğu, ekonomideki fiyat sinyallerini bozarak sektörler arasında etkin kaynak dağılımını engeller. Bununla birlikte, özellikle küçük ve açık ekonomilerde saygınlığın yüksek olduğu sabit kurun makroekonomik istikrarı artırarak ekonomik büyümeyi özendirdiğini ileri süren görüşler de vardır (Grauwe ve Schnabl, 2004: 13).

¹⁰⁶Büyüme ya da üretim oynaklığı, genellikle GSMH büyüme oranının varyansı ile ölçülmektedir.

Kur rejimleri ve büyüme oynaklığı arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Ancak, bu çalışmalar arasında genel bir görüş birliği bulunmamaktadır. 1975-1984 dönemini ele alan *Taylor (1989: 162-177)*, dalgalı kur rejimine geçişin Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve ABD'deki bazı makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini incelemiştir. Üretim (reel GSMH) oynaklığı, Kanada dışındaki ülkelerde dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte daha düşük hale gelmiştir. Ayrıca, dalgalı kur rejiminde meydana gelen bir şokun üretim ve yatırım üzerinde kalıcı etkisi daha düşüktür. Benzer şekilde, *Mills ve Wood (1993: 5-18)* ise, 1855-1990 dönemini ve İngiltere'yi kapsayan çalışmada, Altın Standardı'nın çöküşüyle birlikte üretim serisinin değişkenliğinin yükseldiğini ve 1931 yılının ardından standart sapmanın yaklaşık iki kat arttığını (% 2.87'den % 5.49'a) belirtmektedir. Ancak, 1973 sonrasında üretimde değişkenlik azalmıştır.

Hoffmaister, Roldos ve Wickham (1998: 133-157), 1971-1993 dönemi için 23 Sahra-altı Afrika ülkesi (Sub-Saharan Afrika) arasında Frank bölgesinde (para birliği) yer alan (8 ülke) ve dışında kalan (15 ülke) ülkelerde makroekonomik dalgalanmaların kaynaklarını araştırmaktadırlar. Çalışmada, Frank bölgesi dışında kalan ülkelerde meydana gelen iç şokların üretimde dalgalanmalara yol açtığı belirtilmektedir. Frank bölgesinde yer alan ülkelerde ise, üretim dalgalanmaları ticaret hadlerine ve dünya faiz oranlarına yönelik şoklardan daha fazla etkilenmektedir. Öte yandan, *Ricci (1998: 18-24)*, 1960-1993 dönemi için 18 OECD ülkesinde sanayi üretim oynaklığını incelemiştir. Çalışmada, ülke büyüklüğünde % 100 artışın sanayi üretiminin standart sapmasını Bretton Woods döneminde (1960-1973) % 18; Bretton Woods sonrası dönemde (1973-1993) ise, % 27 azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde büyük ülkelerde üretim oynaklığının daha düşük olduğu görülmüştür.

Basu ve Taylor (1999: 46-53), 15 gelişmiş ülkeyi ve 1870-1998 döneminin tümünü içeren 4 farklı dönemi incelemiştir. Çalışmada, bu dönemler, (i) Altın Standardı (1870-1914), (ii) 1. ve 2. Dünya Savaşı arasındaki dönem (1919-1939), (iii) Bretton Woods dönemi (1945-1971) ve (iv) dalgalı kur rejimi dönemi (1974-1998) olarak ayrılmıştır. Bretton Woods döneminin çöküşünün ardından üretim

oynaklığı azalmıştır. Altın Standardı döneminden 1. ve 2. Dünya Savaş'ına geçişle birlikte oynaklık yaklaşık % 50 yükselmiştir. Bretton Woods döneminde ise, üretim oynaklığı Altın Standardı dönemindeki oynaklıkla benzerlik göstermektedir. Dalgalı kur rejimi dönemine geçiş sonrasında, üretim oynaklığı en az düzeye düşmüştür. Ele alınan 4 dönem arasında, oynaklığın en yüksek olduğu dönem 1. ve 2. Dünya Savaş'ı arasındaki dönemdir. Bu dönemde oynaklık artışının nedeni, 1920 ve 1930'larda uygulanan çeşitli kısıtlamaların uluslararası mal ve sermaye akımlarında ani düşüşe yol açmasıdır. Böylece, üretimdeki riskleri kendi sermaye piyasası aracılığıyla yayma olanağı, ithalata bağımlı olmayan ülke olma eğilimini arttırmıştır. Aynı zamanda oynaklıkların sürekliliğine bakıldığı çalışmada, üretim oynaklığının sürekliliğinin 1. ve 2. Dünya Savaş'ı arasında ve dalgalı kur rejiminde daha yüksek olduğu dikkat çekmektedir.

199 ülkeyi ve 1970-1998 dönemini inceleyen *Edwards ve Magendzo (2001: 3-11)*, dolarizasyonun uygulandığı ekonomilerde kişi başına GSYİH büyüme hızının düşük olmasının temel nedeninin, ticaret hadleri ve sermaye akımı şoklarına karşı uyum gösterilememesi olduğunu belirtmektedirler. GSYİH büyümesinin oynaklık derecesi ile ölçülen makroekonomik istikrarsızlık ise, dolarizasyonun uygulandığı ve uygulanmadığı ülkelerde önemli ölçüde değişmemektedir. Öte yandan, 1970-1998 dönemini ve bu dönemde dolarizasyonu benimseyen 12 ülkeyi inceleyen *Edwards (2001c: 252-255)*, dolarizasyonun uygulandığı ülkelerde GSYİH büyüme oynaklığının daha fazla olduğunu belirtmektedir. Ayrıca, bu ülkelerde, kişi başına GSYİH oranı dolarizasyonun uygulanmadığı ülkelere göre önemli ölçüde düşüktür.

Collard ve Dellas (2002: 573-597), 1970-1990 döneminde Almanya ve Fransa'da uygulanan 3 farklı para politikası rejiminde (dalgalı kur, Avrupa Para Sistemi-APS, Avrupa Para Birliği-APB) makroekonomik değişkenlerin oynaklığının farklılık gösterdiğini ileri sürmektedirler. Almanya ve Fransa'da dalgalı kur rejimine göre APS'de üretim oynaklığı önemli ölçüde daha yüksektir. Öte yandan, APS'den APB'ye geçiş ile birlikte Fransa'da üretim oynaklığı azalmıştır. *Ghosh, Gulde ve Wolf (2002)* ise, 1970-1999 dönemini ve 147 ülkeyi inceleyen çalışmalarında de facto

sınıflandırması kullanıldığında, üretim oynaklığının sabit kur rejiminde daha fazla olduğunu ortaya koymaktadırlar(Genberg, 2005: 285).

1974-1999 dönemini ele alan *Ran (2002: 255-258)*, Hong Kong’da uygulanan dalgalı kur rejiminde, 19 nominal ve reel değişken arasında 12 değişkeninin oynaklığının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak, reel ve nominal GSYİH oynaklığı almasıık kur rejimlerinde önemli bir farklılık göstermemektedir. *Edwards ve Magendzo (2003a: 6-20)*, dolarizasyon ve para birliği gibi ortak para biriminin bulunduğu ülkeler ile ulusal para biriminin var olduğu ekonomilerde kişi başına reel GSYİH büyüme, büyüme oynaklığı ve enflasyonu karşılaştırmışlardır. 52 ülkenin ve 1970-1992 döneminin incelendiği çalışmada, dolarizasyonun uygulandığı ülkelerde büyüme oynaklığı yüksek; büyüme hızı düşüktür. Para birliğinde ise, hem büyüme oynaklığı, hem de büyüme hızı yüksektir. Dolayısıyla, dolarizasyon ve para birliği gibi katı sabit kur rejimlerinde büyüme oynaklığı yüksektir.

1970-1998 dönemini ele alan *Edwards ve Magendzo (2003b: 4-18)*, dolarizasyonu katı olarak uygulayan 20 ülkenin reel ekonomik başarısını incelemişlerdir. 169 ülkenin yer aldığı çalışmada, kişi başına reel GSYİH büyüme hızının bağımsız ulusal para birimine sahip ülkeler (dolarizasyonun uygulanmadığı) ile dolarizasyonun benimsendiği ülkeler arasında önemli bir farklılık göstermediği sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşılık, dolarizasyon daha yüksek bir büyüme oynaklığına yol açmaktadır. Sabit kur rejimi uygulayan ülkeler ile karşılaştırıldığında ise, dolarizasyonun reel ekonomik başarıya olumlu etkisinin daha fazla olmadığı görülmektedir. Her iki kur rejiminde büyüme hızı farklılık göstermemekle birlikte büyüme oynaklığı yine dolarizasyonda daha yüksektir. Bu farklılığın nedeni, sabit kur rejiminde kısa dönemde kısmi para politikası bağımsızlığının bulunması ve dolayısıyla dış şoklara uyumun daha kolay olmasıdır. Son olarak, dolarizasyon, büyüme ile enflasyon arasındaki ödünleme ilişkisini beraberinde getirmektedir. Bu ilişki, düşük enflasyon karşısında yüksek büyüme oynaklığı ve benzer büyüme hızıdır.

Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2003: 1174-1188) ise, 183 ülkede de facto kur rejimleri ile büyüme ve büyüme oynaklığı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1974-2000 dönemini ele alan çalışmada, kur rejimleri üç değişkenin davranışına göre sınıflandırılmıştır. Bunlar, (i) *kur oynaklığı* (ulusal para biriminin sabitlendiği yabancı para biriminin veya para sepetinin aylık ortalama değişim oranı), (ii) *kur değişimlerinin oynaklığı* (nominal döviz kurunda aylık değişim oranının standart sapması), (iii) *döviz rezervlerinde oynaklıktır* (dolar cinsinden döviz rezervlerinin aylık ortalama değişiminin bir önceki aya ilişkin parasal tabanın dolar değerine oranı)¹⁰⁷. Çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde esnekliğin daha az olduğu kur rejimlerinin daha düşük büyüme oranına ve daha yüksek üretim oynaklığına yol açtığı belirtilmektedir. Dolayısıyla, bu ülkelerde döviz kurunun esneklik düzeyi ile üretim oynaklığı arasında zıt yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise, kur rejimlerinin büyüme üzerinde güçlü bir etkisi söz konusu değildir. Ayrıca, hızlı büyüyen ekonomilerin % 40'ı; yavaş büyüyen ekonomilerin ise % 48'i sabit kur rejimi uygulamaktadır. Dolayısıyla, sabit kur rejimi ile büyüme arasında zıt yönlü bir ilişki söz konusudur. Öte yandan, hızlı büyüyen ekonomilerde üretim oynaklığı düşüktür. Ayrıca, finansal dolarizasyonun yaygın olduğu bir ekonomide dalgalı kur rejimine geçiş, kur dalgalanmalarının firma bilançolarına etkisi kanalıyla üretim oynaklığını artırmaktadır.

45 ve 153 olmak üzere iki ayrı ülke grubunu 1974-2000 döneminde ele alan *Bastourre ve Carrera (2004: 5-14)* Bretton Woods sonrası dönemde reel oynaklığın (yıllık kişi başına GSYİH büyüme oranının standart sapması) daha düşük olduğunu ileri sürmektedirler. Ara rejimlerden sonra uygulanan sabit kur rejimlerinde ise, reel oynaklık artmaktadır. Dolayısıyla, döviz kurunun esneklik düzeyi ile reel oynaklık arasında olumsuz bir ilişki bulunmaktadır. Ayrıca, sürekli olarak uygulanan sabit kur rejimi, sürekli uygulanan dalgalı kur rejimine göre daha yüksek reel oynaklığa yol açmaktadır. Sabit kur rejimi ile “sabitlenme korkusu” arasında ise, reel oynaklık açısından herhangi bir farklılık bulunmamaktadır. Öte yandan, de jure sabit kur

¹⁰⁷ Dalgalı kur rejiminde, kur oynaklığı yüksek; döviz rezervlerinde oynaklık ise düşüktür. Buna karşılık, sabit kur rejiminde, kur oynaklığı düşük; döviz rezervlerinde oynaklık ise yüksektir. Ara rejimlerde ise, her üç değişkenin oynaklığının yüksek olması beklenir.

rejimleri, de facto sabit kur rejimlerine göre daha fazla reel oynaklık göstermektedir. Buna karşılık, de facto ara rejimlerde, de jure ara rejimlere göre daha fazla reel oynaklık söz konusudur. De jure ve de facto dalgalı kur rejimlerinde ise, reel oynaklık benzerlik göstermektedir.

28 yükselen piyasa ekonomisini ve 1980-2003 dönemini inceleyen *Bussiere, Fratzscher ve Koeniger (2004: 2-18)*, dalgalı kur rejiminin özel sektör dış borç yapısını kısa-vadeli hale getirdiğini ileri sürmektedirler. Böylece, dış borçta oluşan vade uyumsuzluğu üretim oynaklığını artırmaktadır. Başka bir deyişle, kur belirsizliği, kısa vadeli borçlanmanın payını yükselterek üretimde değişkenliğe yol açmaktadır. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminin üretim oynaklığını arttırması, borçlanmada vade yapısının değişmesi ile gerçekleşmektedir. Öte yandan, *Backus (2005: 67)*, özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde ortalama büyüme oranının, büyüme oynaklığının ve kur rejimlerinin süresinin sabit ve dalgalı kur rejimlerinde benzer olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca, uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmemiş olan (ya da sermaye denetimleri uygulayan) az gelişmiş ülkelerde uygulanan sabit kur rejimi, daha yüksek bir ortalama büyüme oranına, daha düşük büyüme oynaklığına ve kur rejiminin daha uzun süreli uygulanmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, bu ülkelerde sabit kur rejimi, kırılganlık göstermemektedir. 1974-1994 dönemini inceleyen *Bergvall (2005: 429-440)*, İsveç'te para sepetine (veya herhangi bir Avrupa ülkesinin para birimine) ya da ABD dolarına karşı sabitleme durumunda üretim oynaklığının, sırasıyla 1.3 ve 1.6 kat daha fazla olduğunu belirtmiştir.

172 ülkeyi ve 1971-2002 dönemini ele alan *Dubas, Lee ve Mark (2005: 4-20)*, ara rejimlerin ortalama GSYİH büyüme hızının en yüksek olduğu kur rejimleri olduğunu belirtmektedirler. En yüksek ikinci büyüme oranı ise, sabit kur rejiminin etkin şekilde uygulandığı ülkelerde söz konusudur. Buna karşılık, dalgalı kur rejiminin etkin şekilde uygulandığı ülkelerde büyüme hızı en düşük seviyededir. Dalgalı kur rejiminden sabit kur rejimine geçiş ise, kişi başına büyüme hızını % 1.3 yükseltmektedir. Öte yandan, büyüme oynaklığının en düşük olduğu ülkeler, ara rejimlerin etkin olarak uygulandığı sanayileşmemiş ülkelerdir. Sanayileşmiş

ülkelerde ise, kur rejimleri ile büyüme arasında önemli bir ilişki bulunmamaktadır. Son olarak, de jure ve de facto kur rejimleri kapsamında büyüme hızı en yüksekten en düşüğe doğru sıralanmaktadır: (i) de jure dalgalı kur ve de facto sabit kur (dalgalanma korkusu), (ii) de jure sabit kur ve de facto sabit kur, (iii) de jure dalgalı kur ve de facto dalgalı kur, (iv) de jure sabit kur ve de facto dalgalı kur rejimidir. Dolayısıyla, “dalgalanma korkusu”, yüksek büyüme hızını beraberinde getirmektedir. Kurdaki dalgalanmaları azaltmaya yönelik müdahaleler, üretimde kullanılan ithal girdi mallarının maliyetlerinin artmasını engellemektedir. Ayrıca, kur belirsizliğinin azalması, dış ticaretteki kar belirsizliğini de azaltarak ticaret hacminin artmasına neden olmaktadır. Her iki durumda da büyüme hızı olumlu etkilenir.

Son olarak, tam dalgalı kur, iki yanlı sabitleme ve tek yanlı sabitleme olmak üzere 3 kur rejimini karşılaştıran *Collard ve Dellas (2006: 7-23)*, yurtiçi verimlilik şokları karşısında, iki yanlı sabitlemede üretimin daha istikrarlı olduğunu belirtmektedirler. Tam dalgalı kur rejiminde ise, verimlilik şoklarının üretime etkisi daha büyük olmakla birlikte yabancı ülkenin üretimi daha fazla istikrar göstermektedir.

2.2.3. Kur Rejimleri ve Enflasyon Oynaklığı

Yazında, kur rejimlerinden (ya da döviz kurundaki değişimlerden) en fazla etkilenen değişkenlerin döviz kuru, enflasyon oranı ve uluslararası ticaret hacmi olduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte, kur rejimlerinin bu değişkenlere etkisi karşılaştırıldığında, örneğin dalgalı kur rejiminin uluslararası ticaret hacmine göre yurtiçi enflasyon oranına etkisinin daha fazla olduğu görülmektedir (Crockett, 1977: 193). Bu durum şu şekilde açıklanabilir: Döviz kurundaki değişimler, ithal edilen ara ve sermaye mallarının fiyatları aracılığıyla üretim maliyetlerini (kurların geçiş etkisi) ve ayrıca talep düzeyinde değişim kanalıyla fiyatlar genel düzeyini, dolayısıyla yurtiçi enflasyon oranını etkiler. Bu nedenle, yurtiçi enflasyon oranı, kurdaki değişimlere karşı son derece duyarlıdır. Başka bir deyişle, döviz kuru, yurtiçi enflasyonun bir göstergesidir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde ortaya çıkan kur

oynaklığı ya da belirsizliği, enflasyon oynaklığına ya da belirsizliğine ve dolayısıyla “enflasyon korkusu”na yol açar. Ayrıca, para politikası bağımsızlığı, enflasyonun daha yüksek ve daha değişken olmasına neden olabilir. Sonuç olarak, kurdaki dalgalanmaların büyüklüğü ve sıklığına bağlı olarak dalgalı kur rejiminde enflasyon oynaklığı daha fazladır (Crockett, 1977: 191-197; Friedman, 1953: 177-178).

Benzer şekilde, dalgalı kur rejiminin en önemli avantajı olan bağımsız para politikası uygulaması, ticaret hadleri ve faiz oranlarında değişim gibi dış şoklar karşısında uyum sağlamaya yardım eder. Ancak, döviz kurunun esnekliğinde artışın maliyeti, para politikası saygınlığının azalması olarak ortaya çıkmaktadır. Bu durum, yüksek enflasyona yol açabilir(Domaç, Peters ve Yuzefovich, 2001: 13). Dalgalı kur rejiminde para politikasının bağımsızlığı arttıkça enflasyon daha yüksek ve daha değişken olma eğilimindedir.

Sabit kur rejimi ise, düşük ve istikrarlı bir enflasyona yol açmaktadır. Özellikle tutarlı makroekonomik politikalar ile uyumlu bir sabit kur rejimi, önemli bir anti-enflasyonist araçtır¹⁰⁸. Böyle bir sonucun iki önemli nedeni bulunmaktadır. Birincisi, açık kur taahhüdünün aşırı parasal genişlemenin siyasi maliyetlerini artırmasıdır. Böylece, para politikasında disiplin sağlanır. İkincisi ise, saygınlığın yüksek olduğu bir kur çıpasının ulusal para birimine yönelik güveni artmasıyla birlikte para talebinin yükselmesi ve dolayısıyla parasal genişlemenin enflasyonist maliyetlerini azaltmasıdır(Ghosh ve diğerleri, 1997: 6)¹⁰⁹. Dolayısıyla, özellikle zayıf bir kurumsal yapının bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde uygulanan sabit kur rejimi, kur istikrarına yönelik taahhüt ve parasal genişlemenin denetimi aracılığıyla düşük ve istikrarlı bir enflasyona yol açmaktadır. Kur taahhüdü, aynı zamanda, fiyat ve ücret beklentilerini şekillendirmektedir(Grauwe ve Schnabl, 2004: 9). Öte yandan, düşük enflasyona sahip ülkeler de, sabit kur rejimini yeğleyebilir. Bunun nedeni, reel döviz kurunda aşırı değerlenme ve dolayısıyla rekabet gücünde düşüşün söz konusu

¹⁰⁸Katı sabit kur rejimleri arasında yer alan dolarizasyon ve para kurulu, keyfi para politikası uygulamalarının yol açtığı enflasyonu engellemektedir.

¹⁰⁹Domaç, Peters ve Yuzefovich (2001: 35), parasal genişlemenin enflasyona etkisinin en çok ara rejimlerde söz konusu olduğunu ileri sürmektedir.

olmaması ve sabit kur rejiminin sürdürülebilirliğinin artmasıdır(Coudert ve Dubert, 2004: 33).

Sonuç olarak, dalgalı kur rejimi her zaman yüksek ya da değişken bir enflasyon oranını beraberinde getirmeyebilir. Günümüzde dalgalı kur rejimini uygulayan birçok ülke düşük enflasyona sahiptir. Dolayısıyla, hem sabit kur hem de dalgalı kur rejiminde enflasyon hedeflendiği gibi düşük olabilir. Önemli olan, bu kur rejimlerinin uygun makroekonomik politikalarla birlikte yürütülmesidir(IMF, 1997: 87-97).

Yazında kur rejimleri ile enflasyon oynaklığı arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışmalar yer almaktadır. Örneğin, *Ghosh ve diğerleri (1997: 3-24)*, 1960-1990 dönemini ve 140 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, sabit kur rejiminin, daha düşük ve daha az oynak bir enflasyon oranına yol açtığını belirtmektedirler. Bunun nedeni, parasal genişlemenin (parasal disiplin etkisi) ve paranın dolanım hızının (saygınlık etkisi) yavaş olmasıdır. Buna karşılık, kur ayarlamalarının sıklıkla yapıldığı ve mevcut enflasyonun düşük olduğu ülkelerde sabit kur rejiminin anti-enflasyonist etkisi bulunmamaktadır. Tek para birimine sabitleyen ülkelerde ise, enflasyon oynaklığı ortalamanın üzerindedir.

1970-1996 döneminde para kurulunu uygulayan birçok ülkeyi ele alan *Ghosh, Gulde ve Wolf (1998: 7-18)*, para kurulunun enflasyon, büyüme ve mali disipline etkisini incelemiştir. Diğer sabit kur rejimleri ile karşılaştırıldığında para kurulunda enflasyon ortalama 4 puan daha düşüktür. Düşük enflasyonun nedeni ise, parasal genişlemenin denetim altına alınması (disiplin etkisi) ve güven ortamına bağlı olarak ulusal para birimine yönelik talebin artmasıdır (güven etkisi). Sayısal olarak bakıldığında güven etkisi, disiplin etkisinden önemli ölçüde daha büyüktür. Ayrıca, para kurulunda enflasyon oynaklığı da daha düşüktür. Diğer sabit kur rejimleri ile karşılaştırıldığında para kurulunda enflasyona ilişkin standart sapma, 7 ila 10 puan arasında daha azdır. Öte yandan, *IMF (1997: 86-97)*, sabit kur rejimini uygulayan ülkelerde enflasyonun daha düşük; reel döviz kuru ve enflasyon oynaklığının ise daha az olduğunu belirtmektedir. Ancak, iki kur rejimi arasındaki

enflasyondan kaynaklanan fark 1990'larda önemli ölçüde daralmıştır. Sabit ve dalgalı kur rejimini uygulayan ülkelerde medyan enflasyon oranı gittikçe yakınsamaktadır.

1980-1989 dönemini ve 80 gelişmekte olan ülkeyi inceleyen *Bleaney ve Fielding (1999: 8-14)*, sabit kur rejimini uygulayan 52 ülkede ortalama enflasyon % 9.5, dalgalı kur rejimini benimseyen diğer 28 ülkede ise % 23.9 olarak gerçekleştiğini belirtmektedirler. Enflasyona ilişkin standart sapma, dalgalı kur rejiminde 0.1027; sabit kur rejiminde ise, 0.0566'dır. Dolayısıyla, enflasyon oynaklığı dalgalı kur rejiminde daha yüksektir. Bu sonuç, dalgalı kur rejiminde ve CFA frank bölgesi durumlarında daha belirgindir. Dalgalı kur rejimi uygulayan ülkeler ile karşılaştırıldığında CFA ülkelerinde, düşük enflasyona karşın enflasyon oynaklığı yüksektir.

1973-1997 dönemini inceleyen *Kwan ve Lui (1999: 12-18)*, Hong Kong'da GSYİH deflatöründeki azalışın yaklaşık % 70'nin para kurulu ile açıklanabileceğini belirtmektedir. Dalgalı kur (1975-1983) ve para kurulu (1983-1997) dönemlerinde enflasyona ilişkin standart sapma sırasıyla sırasıyla, 1.56 ve 1.18 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, Hong Kong'ta uygulanan para kurulu, enflasyon oynaklığını düşürmüştür. Ayrıca, dalgalı kur rejimi sırasında ortaya çıkan talep şokları, enflasyondaki değişimin önemli bir kısmını açıklamaktadır. Arz şokları ise, enflasyondaki değişimin ise küçük bir kısmını açıklamaktadır. Öte yandan, para kurulu döneminde ortaya çıkan talep şokları, enflasyonda kısa dönemde oynaklığa yol açmaktadır. Arz şoklarının enflasyona etkisi ise, para kurulu döneminde daha azdır. Sonuç olarak, Hong Kong'ta para kuruluyla birlikte sağlanan mali disiplin, enflasyon oynaklığının dalgalı kur rejimine göre daha düşük olmasına neden olmuştur. Ayrıca, dalgalı kur rejimi ile para kurulu dönemlerinin yerleri değiştirildiğinde (önce para kurulu, sonra dalgalı kur), enflasyon oynaklığı daha düşük duruma gelmektedir.

2.2.4. Kur Rejimleri ve İhracat-İthalat Oynaklığı

Yeni açık ekonomi makroekonomi modelleri, nominal döviz kuru değişiminin uluslararası ticaret akımları üzerinde kısa dönemde etkisinin çok az olduğunu ortaya koymaktadır. Bu yeni görüş, geleneksel Keynesci yaklaşım ile ters düşmektedir. Geleneksel Keynesci yaklaşımı, fiyatların yalnızca ihracatçının (üreticinin) para birimi cinsinden sabit olduğunu; bu nedenle, parasal dengesizliklerin uluslararası geçişinde döviz kurunun merkezi bir role sahip olduğunu varsaymaktadır. Örneğin, ulusal para biriminin değer kaybetmesi durumunda ihraç mallarının göreceli fiyatının düşmesi ile birlikte ülkenin ihraç mallarına olan talep artar. Başka bir deyişle, döviz kurunda dalgalanmalar reel döviz kurunda ve ticaret hadlerinde ani ve keskin değişimlere yol açmaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 2000: 118-120). Nitekim, geleneksel ticaret kuramı, kur oynaklığının dış ticareti daralttığını belirtmektedir. Bunun nedeni, riskten-kaçınma varsayımı altında ihracatçıların yaptığı uluslararası işlemlerdeki karların belirsizliğindeki artıştır (Aristotelous, 2001: 89). İhracat gelirlerinin yanı sıra, ithal girdilerin maliyetleri de kur değişimlerinden etkilenmektedir. O halde, dalgalı kur rejiminde ortaya çıkan kur oynaklığı, uluslararası piyasalarda önemli maliyetleri beraberinde getirerek dış ticareti olumsuz etkilemektedir¹¹⁰. Bu nedenle, kur değişim olasılığını engellemek, tarife-dışı engellerin kaldırılmasına benzemektedir (Mills ve Wood, 1993: 4).

Sabit kur rejimi ile karşılaştırıldığı zaman dalgalı kur rejiminin uluslararası ticaret hacmini düşürmesinin iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, dalgalı kur rejiminde reel ve nominal kur oynaklığının artmasıdır. Kur değişkenliğinin (ya da kur belirsizliğinin) ve öngörülemezliğin yüksek olduğu durumda uluslararası ticaret hacmi önemli ölçüde daralır. İkincisi ise, beklenmeyen kur değişimlerinin ticaret engellerinin arttırılmasına yol açabilmesidir. Bu artışın nedeni, kur değişimlerinin istikrar bozucu etkisinin, dış ticaretin temel belirleyicilerine yansımaları engellemektir. Ticaret engelleri ise, uluslararası ticaret hacmini düşürmektedir. Buna

¹¹⁰Nitekim, dalgalı kur rejiminin temel sakıncalarından biri “istikrar bozucu spekülasyon”dur. Para spekülörleri, sık sık piyasada belirlenen kurların denge kurlardan uzaklaşmasına (kur uyumsuzluğu) neden olur. Başka bir deyişle, sistematik spekülatif balonlar yaratarak döviz kurundaki dalgalanmaların boyutunun artmasına yol açarlar. Kur oynaklığının yükselmesi ise, ihracat ve ithalatçıları için belirsizlik ortamı oluşturur (Makin, 2001: 43).

karşılık, dalgalı kur rejiminin ticaret hacmini arttırdığını ile süren görüşler de bulunmaktadır. Bu görüşler iki sava dayanmaktadır. Birincisi, dış ticaret firmalar açısından hisse senedi benzeri bir tercih olarak değerlendirilebilir. Hisse senedinin oynaklığı arttıkça getirisinin de yükseldiği gibi, kur oynaklığı yükseldikçe dış ticaretin de artmasıdır. Başka bir deyişle, ticaretin değeri, kur oynaklığıyla birlikte artabilir. İkincisi, dalgalı kur rejiminde ödemeler dengesinin kur değişimleri ile otomatik olarak sağlanmasıdır. Bu özellik, sabit kur rejiminde bulunmamaktadır(Aristotelous, 2001: 89-90; Frenkel ve Goldstein, 1989: 6).

Genel olarak bakıldığında, döviz kuru ile dış ticaret ilişkisine yönelik yazını 3 ana başlığa ayırmak olanaklıdır. Bunlar, (i) döviz kuru değişimlerinin (kur oynaklığının) dış ticaret hacmine etkisini, (ii) kur rejimlerinin dış ticaret hacmine etkisini ve (iii) kur rejimlerinin ihracat ve/veya ithalat oynaklığı üzerindeki etkisini ele alan çalışmalardır.

İlk olarak, kuramsal yaklaşımlarda, döviz kuru değişimlerinin (kur oynaklığının) dış ticaret hacmine etkisi üzerine herhangi bir görüş birliği bulunmamaktadır. Kuramsal açıdan bakıldığında, Baron (1976) ve Giovanni (1988), kur oynaklığında artışın uluslararası ticaretin düzeyini etkilemeyebileceğini belirtmektedirler. Buna karşılık, Dellas ve Zilberfarb (1993), De Grauwe (1988), Franke (1991), Sercu ve Vanhulle (1992) kur oynaklığında yükselişin uluslararası ticareti arttırabileceğini ileri sürmektedirler. Yüksek kur oynaklığı ve dolayısıyla yüksek risk, daha fazla kar olanaklarını beraberinde getirebileceği için ticaretin artmasına neden olabilir. Öte yandan, kur riskinde artış karşısında gelir akışında meydana gelecek önemli azalmadan kaçınmak amacıyla üreticiler daha fazla ihracat yapar. Böylece, kur riskinde artış ihracat gelirlerinin beklenen marjinal faydasını yükseltir. Ortalama karların kur oynaklığının artan bir fonksiyonu olması durumunda ise, aynı zamanda firmalar riskten kaçınan bir özelliğe sahip değilse, artan kur oynaklığı ticareti arttırabilir. Buna karşılık, kur oynaklığının karların varyansını artırması nedeniyle ihracatçıların riskten kaçınma varsayımı altında kur oynaklığı ihracat hacmini düşürebilir. Dolayısıyla, azalan ihracat ile birlikte kur oynaklığının neden olduğu karların varyansı da azalır.

Benzer şekilde, uygulamalı çalışmalar da, kur oynaklığının dış ticaret hacmine etkisine ilişkin farklı sonuçlar vermektedir. Bununla birlikte, yazında kur oynaklığı ile ticaret hacmi arasında daha çok olumsuz bir ilişki söz konusudur. Örneğin, Arize, Osang ve Slottje (2000), Baak, Al-Mahmood ve Vixathep (2003), Barkoulas, Baum ve Çağlayan (2002), Chowdhury (1993, 2005), Dell'Ariccia (1999), Doroodian (1999), Esquivel ve Larrain (2002), Keenan ve Rodrik (1986), Peree ve Steinherr (1989), Pozo (1992), Siregar ve Rajan (2004) ve Vergil (2002), kur oynaklığı (belirsizliği) ile ticaret hacminin düzeyi (veya değişkenliği) arasında kısa ve/veya uzun dönemde zıt yönlü bir ilişki olduğunu ileri sürmektedirler. Buna karşılık, Asseery ve Peel (1991), Bredin, Fountas ve Murphy (2003), Kasman ve Kasman (2005), Kroner ve Lastrapes (1993) ve McKenzie ve Brooks (1997), kur oynaklığı ile ticaret hacmi arasında kısa ve/veya uzun dönemde aynı yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşan çalışmalar arasında yer almaktadır¹¹¹. Belirtilen çok sayıdaki uygulamalı çalışmalar arasında gelişmekte olan ülkeleri ele alanlar, kur oynaklığı ile ihracat ve ithalat ilişkisinin özellikle küçük ve açık ekonomilerde önemli olduğunu vurgulamaktadır. Bunun nedeni, bu ülkelerde dış ticaretin oldukça önemli olması ve ticaret akımlarının değişkenliğinin bütün ekonomik faaliyetleri etkileyebilmesidir. Bu istikrarsızlık, aynı zamanda, finansal sistemde likidite sıkıntısına yol açarak reel üretimi düşürebilir ve dolayısıyla, enflasyonist baskılara neden olabilir. Ayrıca, bu ülkelerde kur riskinden korunmaya yönelik piyasaların gelişmemiş olması nedeniyle reel efektif döviz kuru oynaklığında artış, kısa ve uzun dönemde ülkenin ihraç mallarına olan talebini olumsuz etkiler.

İkinci olarak, kur rejimlerinin dış ticaret hacmine etkisini ele alan çalışmalar ise, genellikle katı sabit kur rejimlerinin kur riskini sabitleyerek uluslararası iki taraflı ticareti özendirdiğini ileri sürmektedir. İstikrarlı döviz kurları, aynı zamanda, ülkeler arasındaki ekonomik bütünleşmenin sürdürülebilir olması açısından da önemlidir¹¹². Ancak, ülkeler arasında karşılıklı bağımlılık arttıkça, kur hareketleri karşısında ticaret ve yatırım akımlarının kırılganlığı da yükselebilir. Öte yandan, kur

¹¹¹Kur oynaklığı ve dış ticaret hacmine ilişkin kuramsal ve uygulamalı yazın için bkz. Bredin, Fountas ve Murphy (2003), Cote (1994), McKenzie (1999), Siregar ve Rajan (2004).

¹¹²Para birliği ile birlikte artan ticaret, aynı zamanda, ülkeler arasındaki konjonktür dalgalanmalarının benzer olmasına da yol açar(Rose, 2000: 3).

değişkenliğinin yarattığı belirsizlik nedeniyle dalgalı kur rejimi, uluslararası ticareti genellikle azaltmaktadır.

Kur rejimlerinin dış ticaret hacmine etkisini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Örneğin, *Arslan ve Wijnbergen (1993: 129-133)*, 1980-1987 döneminde OECD ülkelerinde yıllık ortalama reel ihracat artışının % 17.5; Türkiye’de ise % 24 olarak gerçekleştiğini belirtmektedirler. Bu sonucun elde edilmesinde en önemli öge, Türk Lirasının sürekli olarak reel değer kaybına izin veren kur politikası ve ticaret reformudur. Kuramsal bir çalışma olan *Bacchetta ve Wincoop (2000: 1095-1106)* ise, sabit kur rejiminin ya da kur istikrarının daha fazla ticareti beraberinde getirmediğini ileri sürmektedirler. Ticaret, dalgalı kur ve sabit kur rejimlerinde farklılık göstermemektedir. Ticaret, daha çok tercihlere ve para politikası kurallarına bağlı olmakla birlikte ticaretin temel belirleyicileri, yurtdışı piyasa ile yurtiçi piyasadaki firma gelirleri ve maliyetlerinin eşit olmasıdır.

180 ülkeyi ve 1970-1995 dönemini ele alan *Frankel ve Rose (2000: 2-18)*, para birliğine üye olmanın ticareti üç kattan daha fazla artırdığını belirtmektedirler. Para birliğinin ekonomik başarıya etkisi, anti-enflasyonist para politikası taahhüdü veya diğer makroekonomik etkilerden çok ticareti arttırmak aracılığıyla gerçekleşmektedir. Başka bir deyişle, para birliğinin, parasal istikrar ve saygınlık aracılığıyla üretimi arttırması söz konusu değildir. Para birliği, ticaret ve ticari açıklık oranı kanalıyla üretimi artırır. Para birliğinin üretime ortalama etkisi ise, % 4 civarındadır. Benzer şekilde, 186 ülkeyi ve 1970-1990 dönemini inceleyen *Rose (2000: 5-19)*, para birliğinin ticaret üzerindeki olumlu etkisinin son derece fazla olduğunu; kur oynaklığının ise, ticareti olumsuz etkilemekle birlikte bu etkinin az olduğunu belirtmektedir. Ortak para birimine sahip iki ülke, iki farklı para birimine göre üç kat (3.35) daha fazla ticaret yapmaktadır. Öte yandan, düşük kur oynaklığı ve para birliğinin ticarete etkisi karşılaştırıldığında, para birliği ticareti daha çok artırır. Para birliğine üye ülkelerde ticaret yıllık % 16 daha hızlı büyümüştür. 143 ülkeyi ve 1980-1990 dönemini ele alan *Rose ve Wincoop (2001: 386-390)* ise, ulusal para biriminin ticaretin önündeki en önemli engellerden biri olduğunu ve bu bağlamda para birliğinin uluslararası ticareti % 250 arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Daha çok

küçük ve az gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan para birliği, ticaret engellerini azaltarak ticareti ve dolayısıyla refahı arttırmaktadır. Bunun nedeni, tek para biriminin değişim aracı ve hesap birimi olarak daha etkin olmasıdır. Öte yandan, para birliğinin ticarete etkisi Avrupa Para Birliği için % 50'nin üzerindedir.

Buna karşılık, kur rejimlerini 6 gruba ayıran *Nilsson ve Nilsson (2000: 340-347)*, daha esnek kur rejimlerinin gelişmekte olan ülkelerin ihracatını arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. 1983-1992 dönemini ve 100 gelişmekte olan ülkeyi ele alan çalışmada, dalgalı kur rejimi ile kıyaslandığında dolara sabitleyen gelişmekte olan ülkelerin ihracatının azaldığı belirtilmektedir. Öte yandan, tam dalgalı kur rejimi ile daha esnek kur rejimlerinin ihracata etkisi önemli bir farklılık göstermemektedir. Başka bir deyişle, iki kur rejimi arasında reel kur uyumsuzluğu ve kur oynaklığı açısından az bir farklılık söz konusudur. 1959-1997 dönemini ele alan *Aristotelous (2002: 1632)*, dalgalı kur rejimine geçişin ABD'nin Kanada, Almanya, Japonya ve İngiltere'ye ihracatına etkisini incelemiştir. Çalışmada iki sonuca ulaşılmıştır: (i) kur oynaklığı, ABD'nin ihracat hacmini kısa ve uzun dönemde önemli ölçüde etkilemektedir. (ii) dalgalı kur rejimine geçiş, ABD'nin Almanya ve Japonya'ya olan ihracat hacmini olumsuz etkilemiştir. Öte yandan, 1950-1992 dönemini inceleyen *Thom ve Walsh (2002: 1122-1123)*, İrlanda ve İngiltere arasında para birliğinin (Anglo-Irish Free Trade Area Agreement) 1979 yılında sona ermesi ile birlikte iki ülke arasındaki ticaretin pek fazla azalmadığını belirtmektedirler. Beklenenin aksine, para birliğinin ticarete etkisi son derece azdır.

217 ülkeyi ve 1948-1997 dönemini ele alan *Glick ve Rose (2002: 1126-1138)*, para birliğine katılmanın karşılıklı ticareti yaklaşık iki kat (% 90) arttırdığını belirtmektedirler. Para birliğinden çıkış ise, ticareti yarıya düşürmektedir. Örneğin, para birliğinden çıkışın ardından geçen 30 yıl sonra ticaret yarıdan fazla düşmektedir. Benzer şekilde, Bretton Woods sonrasında 165 gelişmiş ve gelişmemiş ülke arasındaki ticareti inceleyen *Klein (2002: 6-17)*, ABD dolarının ortak para birimi olduğu bir para birliğinde ticaretin % 65 arttığını belirtmektedir. Gelişmemiş ülkelerde uygulanan dolarizasyon (rezerv paranın ABD doları olması durumunda) ise, ABD ile yapılan ticareti etkilememektedir. Sadece Avustralya dolarını

benimseyen (para birliği veya dolarizasyon kapsamında) gelişmemiş ülkelerin (3 küçük ada ülkesi) Avustralya ile ticareti artmıştır. Ayrıca, “istikrarlı döviz kuru” ile “dolarizasyon”un ticarete etkisi birbirinden farklılık göstermemektedir. Öte yandan, 210 ülkeyi ve 1960-1996 dönemini inceleyen *Rose ve Engel (2002: 1068-1085)*, bağımsız ulusal para birimine sahip ülkelere göre para birliğine üye ülkelerde ticaretin üç kat daha fazla olduğunu ileri sürmektedirler. Bunun nedeni, para birliğine üye ülkelerde kısa dönemli nominal kur oynaklığının sabit olmakla birlikte reel döviz kuru oynaklığının daha düşük olmasıdır.

1970-1997 dönemini ve Amerika, Asya, Afrika ve Avrupa’dan birçok ülkeyi ele alan *Broda ve Romalis (2003: 16-19)* ise, para birliğinin ticareti sanıldığı gibi % 300 değil; sadece % 10-25 arttırdığını ileri sürmektedirler. Sabit kur rejimi ise, farklılaştırılmış malların ticaretini % 6 artırmıştır. Öte yandan, kur oynaklığında % 10 artış, farklılaştırılmış malların ticaretini % 0.7 azaltırken; ticarete % 10 artış, kur oynaklığını % 0.3 düşürmektedir. Karşılıklı ticari ilişkilerin yoğunluğunda % 10 artış ise, kur oynaklığını % 0.3 azaltmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki ihracatçılar kur oynaklığından olumsuz etkilenmezken, gelişmekte olan ülkelerdeki ihracatçılar kur riskinden kaçınmaktadır. Bunun nedeni, reel döviz kuru riskine karşı korunamamaktır. Her iki ülke grubunda ise, ticaret kur oynaklığını azaltmaktadır. Öte yandan, 1900-1998 dönemi için alternatif kur rejimlerinin İngiltere ve ABD arasındaki karşılıklı ihracat hacmine etkisi inceleyen *Fountas ve Aristotelous (2003: 55-63)*, sabit kur rejimi ve yönetimli dalgalanmanın ticarete etkisinin benzer olduğunu belirtmektedirler. Başka bir deyişle, sabit kur ve yönetimli dalgalanma dönemlerinde ihracat hacminde farklılık bulunmamaktadır. Ayrıca, sabit kur rejimine kıyasla dalgalı kur rejimi ticareti daha fazla etkilemektedir. İki ülke arasında karşılıklı ihracat hacminde artış, dalgalı kur rejimi döneminde daha fazladır. Reel kur değişkenliği, kısa dönemde ihracat hacmini olumlu etkilemektedir.

Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi ve 1870-1910 dönemini ele alan *Lopez-Cordova ve Meissner (2003: 344-351)*, sabit kur rejimi olan Altın Standardı’nı uygulayan ülkelerin birbirleriyle % 30 daha fazla ticaret yaptıklarını belirtmektedirler. Aynı zamanda, farklı bir kur rejimi ile karşılaştırıldığında Altın

Standardı'nı benimseyen iki ülke arasındaki ticaret % 62 oranında artmaktadır. Para birliğine üye ülkelerde karşılıklı ticaret ise, 3.3 kat daha fazladır. Ayrıca, 1880-1910 döneminde Altın Standardı'nın uygulanmaması durumunda, dünya ticaretinin yaklaşık % 20 daha az olacağı dikkat çekilmektedir.

186 ülkeyi ve 1974-1997 dönemini ele alan *Lee ve Shin (2004: 4-13)*, para birliğinin en fazla ticaret-yaratıcı etkiye sahip kur rejimi olduğunu belirtmektedirler. Bununla birlikte, sabit kur rejiminde de ticaret artmaktadır. Ancak, kur değişkenliğinin azaldığı sabit kur rejimine göre kur değişkenliğinin tümüyle ortadan kalktığı para birliğinin ticarete etkisi daha fazladır. Benzer şekilde, Doğu Asya ülkelerini ve 1971-1997 dönemini inceleyen *Shin ve Lee (2004: 8-13)*, dalgalı kur rejimini uygulayan ülkeler ile karşılaştırıldığında para birliğinin ticareti % 44 daha fazla arttırdığını ileri sürmektedirler. Para birliği dışındaki katı sabit kur rejimleri ve ara rejimlerde ise, ticaret sırasıyla, % 13 ve % 9 arttırmaktadır. Dolayısıyla, katı sabit kur rejimleri arasında en katı uygulama olan para birliği, en fazla ticaret-yaratıcı etkiye sahiptir. Başka bir deyişle, iki ülke arasındaki kur değişkenliğinin az olması ticaretin artmasına neden olmaktadır.

181 ülkeyi ve 1973-1999 dönemini ele alan *Klein ve Shambaugh (2004: 2-28)*, iki ülke arasında (rezerv ülke ile ulusal para birimini sabitleyen ülke) uygulanan doğrudan sabit kur rejiminin ikili ticareti önemli ölçüde arttırdığını ileri sürmektedirler. Örneğin, gelişmiş bir ülke ile gelişmekte olan bir ülke arasında uygulanan sabit kur rejimi ticareti % 15 artırmıştır. Bu etkinin büyüklüğü ise, parasal birlik veya bölgesel serbest ticaret anlaşmaları ile benzerdir. Buna karşılık, dolaylı olarak uygulanan sabit kur rejimi, ticareti olumlu etkilemekle birlikte kur rejiminin bir parçası olmaz ise ticaret üzerinde önemli bir etkiye yol açmamaktadır. Öte yandan, kur oynaklığında azalmanın ticarete etkisi ile karşılaştırıldığında sabit kur rejiminin ticarete etkisi çok daha fazladır. Son olarak, sabit kur rejiminin bırakılması durumunda, dünya ticaretinin % 11'i (örnekleme yer alan doğrudan sabit kur rejimini uygulayan ülkeler arasındaki ticaretin oranı) % 20 azalmaktadır. Son olarak, *Egert ve Morales-Zumaquero (2005: 7-26)*, 1990-2003 dönemi için Merkezi ve Doğu Avrupa'da yer alan 10 geçiş ekonomisinde kur oynaklığı, kur rejimleri ve ihracat

ilişkinini ele almaktadırlar. Kur oynaklığında doğrudan artış ya da kur rejimi değişikliği nedeniyle artış ile birlikte ihracat azalmaktadır. Bu olumsuz etki gecikme ile ortaya çıkmaktadır. Öte yandan, aynı durum temel ihracat sektörü olan imalat sektörü için de geçerlidir. İmalat sektörü, artan kur oynaklığından olumsuz etkilenmektedir. Sonuç olarak, kur oynaklığının ve kur rejimi değişikliğinin ihracata etkisinin büyüklüğü ve yönü sektörler ve ülkelere göre değişmektedir.

Üçüncü olarak, döviz kuru ile dış ticaret ilişkisine yönelik yazın kapsamında, kur rejimleri ile ihracat ve/veya ithalat oynaklığı yer almaktadır. Ancak, bu konuyu ele alan herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır.

2.2.5. Kur Rejimleri ve Diğer Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığı

Kur (reel ve nominal) oynaklığının yüksek olduğu dalgalı kur rejiminde, faiz oranları ve döviz rezervlerindeki oynaklığın düşük olması kuramsal olarak beklenmektedir¹¹³. Bunun nedeni, belirli bir kur hedefini korumak ya da sabit kur rejimini sürdürmek gibi bir yükümlülüğünün bulunmaması nedeniyle kurdaki dalgalanmaları azaltmak için faiz politikası ve rezerv biriktirme gereksiniminin ortadan kalkmasıdır(Crockett, 1977: 144-195). Buna karşılık, sabit kur rejiminde kur taahhüdünü koruma yükümlülüğü, döviz kurlarının daha az; faiz oranları ve döviz rezervlerinin ise, daha fazla değişmesine neden olur. Ara rejimlerde ise, kur, faiz ve rezervlerdeki değişimin yüksek olması beklenir.

Dalgalı kur rejimi, ulusal para talebinin artmasına yol açmaktadır. Bunun nedeni, kur oynaklığının ya da belirsizliğinin, elde tutulan yabancı para biriminin “optimum değer birikim aracı” olmasını engellemesidir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde YTL mevduatların (dolayısıyla değişkenliğinin) artması; döviz tevdiat hesaplarının (dolayısıyla değişkenliğinin) ise azalması beklenir(Crockett, 1977: 194).

¹¹³Buna karşılık, dalgalı kur rejiminde kur oynaklığının düşük, faiz ve rezerv oynaklığının yüksek olması “dalgalanma korkusu” hipotezi ile açıklanabilir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejimi, rezerv kullanımının tümüyle azalacağı anlamına gelmemektedir(Crockett, 1977: 144). Nitekim, dalgalı kur rejiminde rezerv birikimine, “can simidi ile dalgalanma” adı verilmektedir.

Öte yandan, dalgalı kur rejiminde para politikasının bağımsız olması nedeniyle para arzının (M2) değişkenliğinin de artması beklenir.

Yazında kur rejimleri ile döviz rezervleri, faiz oranı, istihdam ve yabancı sermaye gibi değişkenlerin oynaklığını ilişkilendiren az sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların az sayıda olması, kur rejimlerinin diğer makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisinin henüz tamamlanmamış bir yazın olduğunu göstermektedir. Var olan çalışmalar ayrıntılı olarak aşağıda yer almaktadır.

Kafka (1978: 796-801), 1971-1977 dönemini üç döneme ayırarak (Ocak 1967-Aralık 1970, Ocak 1971-Haziran 1973 ve Temmuz 1973-Haziran 1977), kısa dönemde nominal ve reel kur değişkenliği ile döviz rezervlerindeki değişkenliği incelemiştir. Çalışmada, petrol ihraç etmeyen az gelişmiş ülkeler, uygulanan kur rejimleri çerçevesinde 5 gruba ayrılmıştır: (i) son 10 yılda sürekli olarak dolara sabitleyen ülkeler, (ii) Fransız frankına sabitleyen ülkeler, (iii) döviz kurunu ayarlamaya yönelik bazı göstergelerin kullanıldığı kur rejimleri, (iv) tek para biriminden başka bir para birimine veya para sepetine geçen ülkeler, (v) sterlin ve Güney Afrika rand'ına sabitleyen ülkelerdir. Kısa dönemli ortalama nominal kur oynaklığı, her 3 dönemde bütün ülke gruplarında artmıştır. En yüksek artış, birinci ülke grubunda birinci dönemden ikinci döneme geçişte gerçekleşmiştir. Öte yandan, kısa dönemli reel kur oynaklığı, bütün dönemlerde beşinci ülke grubu dışında yükselmiştir. Aşırı reel kur artışı ise, ikinci ülke grubunda söz konusudur. Son olarak, kısa dönemli döviz rezervi (altın ve SDR) kullanım oynaklığı, birinci ve üçüncü dönemler arasında sadece ikinci ülke grubunda azalırken; diğer ülke gruplarında artmaktadır. En yüksek artış ise, üçüncü ülke grubunda söz konusudur.

Afrika, Asya, Avrupa ve ABD olmak üzere 36 ülkeyi ve 1970-1999 dönemini ele alan *Reinhart (2000: 67-69)*, Bretton Woods sonrası dönemde nominal döviz kuru oynaklığı, döviz rezervi oynaklığı ve nominal faiz oynaklığını incelemektedir¹¹⁴. Dalgalı kur rejiminin (yönetimli dalgalanma) uygulandığı bu

¹¹⁴ Faiz oynaklığının dalgalı kur rejiminde daha az olması beklenmektedir. Dolayısıyla, dalgalı kur rejiminde faiz oranları hem daha kolay tahmin edilebilir, hem de dış şoklardan kaynaklanan faiz oynaklığı azalır (Trevor ve Donald, 1986: 1).

dönemde, örneğin, aylık ABD doları/DM kurunun % 2.5 gibi dar bir bant aralığında hareket etme olasılığı % 59'dur. Bolivia, Kanada ve Hindistan'da ise, % 94-96 arasında değişmektedir. Başka bir ifadeyle, ABD doları/DM kuru ve bu ülkelerdeki döviz kuru değişiminin % 2.5 bant aralığını geçme olasılığı sırasıyla % 40 ve % 5'tir. Dolayısıyla, ABD doları/DM kurunun oynaklığı daha yüksektir. Öte yandan, tam dalgalı kur rejiminde varyansın sıfır olduğu döviz rezervlerinin % 2.5 gibi dar bir bant aralığında hareket etme olasılığı Japonya'da % 74, Meksika'da % 28, Bolivya'da ise % 19'dur. Başka bir ifadeyle, döviz rezervleri değişiminin % 2.5 bant aralığını geçme olasılığı Japonya'da % 26, Meksika'da % 72, Bolivya'da ise % 79'dur. Dolayısıyla, Bolivya döviz rezerv oynaklığının en yüksek olduğu ülkedir. Son olarak, faiz oynaklığının +/- % 0.5 (50 baz puan) aralığında hareket etme olasılığı Japonya'da % 86, Kanada'da % 61, Hindistan'da % 15 ve Meksika'da % 9'dur. Başka bir ifadeyle, faiz oranları değişiminin +/- % 0.5 (50 baz puan) aralığını geçme olasılığı Japonya'da % 14, Kanada'da % 39, Hindistan'da % 85 ve Meksika'da % 91'dir. Dolayısıyla, faiz oynaklığının en yüksek olduğu ülke Meksika'dır¹¹⁵.

Aizenman (1994: 409) ise, reel şokların varlığı durumunda istihdam oynaklığının sabit kur rejiminde daha fazla olduğunu belirtmektedir. Sabit kur rejimi altında uluslararası alanda üretim yapılan bir endüstride, olumlu arz şokları karşısında istihdam artar. Olumsuz arz şokları karşısında ise, istihdam azalır. Bu ayarlama, görece ücretlerde değişime yol açmadığı için sabit kur rejiminde daha kolaydır. Üreticilerin istihdamı verimliliğin daha yüksek olduğu alanlara kaydırması ile birlikte reel şokların varlığı durumunda da beklenen karlılık artmaktadır. Buna karşılık, dalgalı kur rejiminde olumlu arz şokları, döviz kurunun değer kazanması kanalıyla reel ücretlerin artmasına yol açar. Bu durum, şokların istihdama etkisini hafifletir. Olumsuz arz şokları ise, reel ücretleri düşürür. Dolayısıyla, sabit kur rejiminin aksine dalgalı kur rejiminde istihdam daha istikrarlıdır. Dalgalı kur

¹¹⁵ Faiz (reel ve nominal) oynaklığının yüksek olması, iki neden ile açıklanmaktadır. Birincisi, döviz kurundaki dalgalanmaların giderilmesi amacıyla yapılan kur müdahalelerinin yeterli olmadığı ve dolayısıyla, faiz politikasının gerekliliğidir. İkincisi, yüksek faiz oynaklığı önemli bir itibar sorununun olduğunu göstermektedir(Reinhart, 2000: 65).

rejiminde istihdamın verimli alanlara kaydırılmaması ise, beklenen GSMH'nın daha düşük olmasına yol açar.

Son olarak, 1990-2002 dönemini inceleyen *Ibarra (2004: 10-19)*, 1994-1995 krizinden sonra Meksika'da uygulanan dalgalı kur rejimi ile birlikte doğrudan yabancı sermaye dışında kalan yabancı sermaye girişlerinin oynaklığının önemli ölçüde arttığını ileri sürmektedir. Böylece, Meksika için önemli bir dış kaynak olmayan doğrudan yabancı sermaye dışında kalan yabancı sermaye girişleri, makroekonomik istikrarsızlığın potansiyel unsurlarından biri haline gelmiştir. Buna bağlı olarak, toplam tüketim ve yatırımların oynaklığı da artmıştır. Ayrıca, doğrudan yabancı sermaye dışında kalan yabancı sermaye girişlerinde değişimin tüketime etkisi, dalgalı kur rejimi döneminde yoğunlaşmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI ANALİZİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Bu bölüm üç alt başlıktan oluşmaktadır. İlk olarak, Türkiye’de uygulanan kur rejimlerinin tarihsel gelişim süreci ele alınmaktadır. Çalışmanın amacına bağlı olarak özellikle 1980’den günümüze kadar ilan edilen (yasal) kur rejimleri, diğer makroekonomik politikalar ve temel yapısal reformlar çerçevesinde ayrıntılı olarak incelenmektedir. İkinci olarak, çalışmanın uygulama bölümünde kullanılan yöntemler açıklanmaktadır. Son olarak, 1982-2007 dönemi için Türkiye’de yasal ve fiili kur rejimlerinin, makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisinin incelendiği uygulamaya ilişkin bulgulara yer verilmektedir.

3.1. TÜRKİYE’DE UYGULANAN KUR REJİMLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Türkiye’de uygulanan kur rejimlerinin tarihsel gelişim süreci, 1980 öncesi ve sonrası olmak üzere iki döneme ayrılabilir. Sabit kur rejiminin uygulandığı, döviz ticaretinin ve tasarrufunun yasaklandığı 1980 öncesi dönemde dikkat çeken en önemli öge, belirli dönemlerde uygulanan istikrar programları kapsamında en etkin politika aracının devalüasyon olarak belirlenmiş olmasıdır¹¹⁶. 1980 yılı ise, döviz kuru politikalarında temel değişikliğin başlangıcını oluşturmaktadır. 1980 yılından bu yana uygulanan kur politikalarında iki temel özellik dikkat çekmektedir. Birincisi, denetimli kur rejimlerinden dalgalı kur rejimine doğru bir eğilim söz konusudur. İkincisi, bugüne kadar hemen hemen bütün almasıık kur rejimlerinin belirli dönemlerde uygulandığı görülmektedir(Gök, 2006: 67).

1980 yılından itibaren sıkı döviz denetimlerine dayanan sabit kur rejimi uygulamasının sona ermesiyle birlikte 1980’lerin başında, geçiş aşamasının etkisiyle daha az esnek bir kur rejimi olan “sürünen parite” rejimine geçilmiştir. Daha sonra

¹¹⁶1924 yılından günümüze kadar yapılan devalüasyon tarihleri ve kurun değerine ilişkin ayrıntılı inceleme için bkz. Kalaycı (2003: 20).

uzun bir süre (Aralık 1999’a kadar) “yönetimli dalgalanma” rejimi benimsenmiştir. Bu süreçte, finansal istikrar çerçevesinde kur istikrarını sağlamak amacıyla döviz piyasasına müdahaleler yapılmıştır. Öyle ki, ihracatı arttırmak ve kısa süreli yabancı sermaye girişlerini hızlandırmak amacıyla müdahalelerin dozu zaman zaman artarak sırasıyla, eksik ve aşırı değerli kur politikası benimsenmiştir. 1994 yılında müdahalelerin sıklığı nedeniyle kur rejimi, “kirli dalgalanma” şeklini almıştır. 2000 yılına gelindiğinde ise, bir tür sürünen parite olan ve döviz kurunun çıpa olarak kullanıldığı kur rejimi, sadece 14 ay (Aralık 1999-Şubat 2001) gibi kısa bir süre uygulanmış ve Şubat 2001 krizi ile birlikte dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bu dönemde, Merkez Bankası, fiyat istikrarının bir parçası olarak gördüğü kur istikrarı çerçevesinde, döviz kurlarında her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklığı önlemek ve rezerv biriktirmek amacıyla zaman zaman döviz kuruna müdahale etmiştir. Nitekim, karşılaşılan riskler ve uluslararası gelişmelere koşut olarak 2002 yılından bu yana rezerv biriktirme politikası yürütülmüş ve bu süreçte döviz rezervleri artış göstermiştir. Kasım 2000’de 24.4 milyar dolar olan döviz rezervleri, Kasım 2008’de 76 milyar dolara yükselmiştir. Tablo 9’da, 1980 yılından günümüze kadar Türkiye’de yasal kur rejimleri dönemler halinde verilmektedir.

Tablo 9: Türkiye’de Yasal Kur Rejimleri: 1980-2008

1980:01 – 1981:04	Sürünen Parite
1981:05 – 1999:11	Yönetimli Dalgalanma
1999:12 – 2001:02	Sürünen Parite
2001:02 -	Dalgalı Kur

Kaynak: Ağcaer, 2003; Arat, 2003; İnan, 2002; Payaslıoğlu, 2005

3.1.1. 1980 Öncesi Dönem: Sabit Kur Rejimi

Türkiye’de döviz piyasasına ilişkin ilk düzenlenme, Mayıs 1929’da TL’nin hızla değer kaybetmeye başlamasıyla birlikte yapılmıştır¹¹⁷. Bu kapsamda, Aralık 1929’da kısa bir süre için ithalat yasaklanmıştır. Şubat 1930’dan başlayarak her türlü

¹¹⁷Osmanlı Devletinde uygulanan döviz kuru politikaları için bkz.Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım (2003: 3-6).

döviz işlemi denetim altına alınmıştır. TL'yi nominal bir altın paritesine bağlamak amacıyla Ağustos 1930'da 1 sterlin=10.30 TL olarak belirlenmiştir (İngiliz Sterlini çıpası). Öte yandan, sterlin, dolar ve frank bölgelerinden ithalat yapanların ve aynı bölgelere ihracat yapanların serbest piyasada prim ödeyerek döviz alışına ve satışına izin verilmiştir. Bu primli kurlar, belirtilen temel para birimleri karşısında önemli ölçüde değer kaybetmiştir. Öyle ki, 1935-1939 arasında TL'nin değeri, sterlin karşısında % 59, dolar karşısında % 67 azalmıştır. Primli kurlar ile işlem yapanların artması ile birlikte 1939 yılında bu kurlar resmi duruma getirilmiştir. 1938'de resmi kur 1 dolar=126 kuruş olurken, 1943'de 1 dolar=131 kuruş olarak gerçekleşmiştir. 1941 yılında ise, resmi kur ve serbest piyasada oluşan kurlar olmak üzere ikili kur politikasına geçilmiştir. Eylül 1946'da primli kur uygulamalarına son verilmiş ve TL devalüe edilerek 1 dolar=281 kuruş olarak belirlenmiştir. İlk devalüasyonun amacı, hızlı ithalat artışını engellemek ve ihracatı artırmaktır. İkinci devalüasyon ise, istikrar programı kapsamında Ağustos 1958'de yapılmıştır. 1 dolar=2.80 TL'den 1 dolar=9 TL'ye yükseltilmiştir. Yaklaşık % 300 olan bu devalüasyon oranı, "hiper devalüasyon" niteliğindedir(Çetintaş, 2002: 66-70; Kalaycı, 2003: 19).

Planlı döneme geçişle birlikte 1960'lı yıllarda büyüme-odaklı yapının yol açtığı enflasyonist baskı, TL'nin değer kaybetmesine neden olmuştur¹¹⁸. ABD doları etrafında sürünen bant rejimi kapsamında, 1950-1959 döneminde 1TL=0.36 dolar olurken, 1961-1969 döneminde 1TL=0.11 dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, ithalat talebinde artışın yanı sıra artan kredi ve emisyon hacminin toplam talebi artırması, üçüncü devalüasyonu hazırlamıştır. Böylece, Ağustos 1970'de iç fiyatlar ile dış fiyatlar arasındaki dengesizlikleri gidermek amacıyla yapılan devalüasyonun ardından 1 dolar=15 TL olarak belirlenmiştir. 1971 yılında ise, 1 dolar=13.5 TL, "gerçek kur" olarak ilan edilmiştir. Buna karşılık, 1973-1978 döneminde TL dolar karşısında % 12 oranında reel anlamda değer kazanmıştır. İhracatın rekabet gücünün azalması ve 1973 ve 1978 yıllarında yaşanan petrol şokları nedeniyle artan petrol fiyatlarının etkisiyle 1970'lerin sonlarına doğru ödemeler dengesi krizi (1977-1978) meydana gelmiştir. Bu nedenle, Mart 1978'de, dolar kuru 19.25 TL'den 25.00 TL'ye

¹¹⁸Yurtiçi enflasyon oranında artış, ulusal malların fiyatının yükselmesi nedeniyle ihraç mallarına olan talebi azaltırken ithal malları talebinin yükselmesine yol açar. Döviz talebinin artması ise, ulusal para biriminin değer kaybetmesine neden olur.

yükseltilmiştir. 11 Nisan 1979'da ise, sadece geleneksel ürünlerin ihracatında geçerli olacak yeni parite 1 dolar=35 TL olarak açıklanmıştır. Buna karşılık, petrol ve gübre hammaddeleri ithalatı için döviz alış ve satışlarında dolar başına 12.10 TL prim ödenmesi öngörülmüştür(Aşıkoğlu ve Uçtum, 1995: 93; Cıvcir, 1996: 17; Çetintaş, 2002: 70-75).

3.1.2. Ocak 1980-Mayıs 1981 Dönemi: Sürünen Parite

1980-1981 dönemi, 1970'lerin sonlarında ortaya çıkan ödemeler dengesi krizi, üç-haneli enflasyon ve TL'nin reel anlamda değerlenmesi nedeniyle makroekonomik kriz yönetimi olarak nitelenebilir(Aşıkoğlu ve Uçtum, 1995: 96)¹¹⁹. Bu kapsamda, 24 Ocak 1980'de yapısal uyum ve istikrar programı çerçevesinde ihracata dayalı büyüme ve ekonomik serbestleşme hedeflenmiştir¹²⁰. Temel amaç, içe dönük ya da ithal ikameci kalkınma modeline dayanan bir ekonomik yapıdan dışa açık ya da ihracata dönük sanayileşme modeline dayalı bir yapıya geçmektir. Bu program kapsamında öncelikli hedef, dezenflasyon, mali disiplin ve sürdürülebilir büyüme hızına ulaşmaktır. Bu hedeflere ulaşmak amacıyla ele alınan politikalar ise, sıkı para ve maliye politikaları, dış ticaret rejiminin serbestleştirilmesi, ihracatın desteklenmesine yönelik çeşitli özendirme ve sübvansiyonlar, dış borç yönetimine ilişkin politikalar, temel sektörlerdeki kurumsal etkinliğin artırılması, kamu yatırım programlarının verimli hale getirilmesi, kamu kuruluşlarının etkinliğini artırmaya ilişkin reformlar, özel sermaye birikiminin özendirilmesi ve daha gerçekçi ve daha esnek kur politikası olarak sıralanabilir(Cıvcir, 1996: 14-25)¹²¹. Öte yandan, bu program, döviz kuru ve ödemeler sisteminde serbestleşmeyi ve dolayısıyla piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılmasını da hedeflemiştir. Bu çerçevede, asıl amaç, Türk Lirası'nı (TL) konvertibl hale getirmektir(Aşıkoğlu ve Uçtum, 1995: 95). Bu açıdan bakıldığında, 24 Ocak kararları, her ne kadar istikrar programı görünümünde

¹¹⁹1974 yılında % 1.9 olan cari açık, 1977'de % 7.1'e yükselmiştir. Enflasyon oranı ise, 1977 ve 1980'de sırasıyla % 27 ve % 110 olarak gerçekleşmiştir(Cıvcir, 1996: 16-27).

¹²⁰Gelişmekte olan ülkelerde sık sık uygulanan istikrar programları, finansal ve reel kesimde oluşan dengesizlikleri gidermeyi amaçlamaktadır. Ülkeleri istikrar programları uyulamaya yönelten diğer temel nedenler ise, yüksek ve kronik enflasyon ve ödemeler dengesi açığıdır(Yıldırım, 2002: 25).

¹²¹Sıkı para ve maliye politikaları uygulamaları ile birlikte 1980 yılında kredi faiz oranları % 2'den % 5'e yükseltilmiş ve 1979'da % 6 olan bütçe açığı 1980'de % 4'e düşmüştür(Cıvcir, 1996: 23).

ise de, aslında ekonominin yönünü ve ekonomi politikası anlayışını değiştirecek uygulamaları içeren bir düzenlemedir.

Yeni istikrar programının en önemli katkılarından biri, döviz kuru politikalarında temel değişikliğin başlangıcını oluşturmasıdır. Böylece, “daha gerçekçi ve daha esnek” yapıdaki kur rejimine geçilmiştir. Kur rejimi değişikliğinin nedenleri ise, enflasyon farklılığını gidermek, ihracattaki rekabet gücünü iyileştirerek ihracat yoluyla büyümeyi sağlamak ve cari açığı düşürmektir. Başka bir deyişle, 1980 istikrar programı ile kur rejimi, ithal ikameci sanayileşme stratejisinin desteklenmesinden ihracatın artırılması amacına yönelik olarak kullanılmıştır. TL'nin kademeli değer kaybı ihracata dayalı büyüme stratejisinin temel öğelerinden biri olmuştur. Bu kapsamda, Ocak 1980'de yapılan yaklaşık % 50 oranındaki devalüasyonun (1 dolar=47.10 TL'den 70 TL'ye yükseltilmiştir) ardından Mayıs 1981'e kadar geçen sürede küçük ve düzenli kur ayarlamaları yapılmıştır. Bu dönemde yapılan 11 mini devalüasyon, % 1.5-% 5.5 arasında gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, 1970'lerde % 1 dolayında seyreden yıllık ihracat artışı, 1980'lerin ilk yarısında % 80'lere ulaşırken, ithal girdi maliyetlerinde artış ile birlikte sanayi üretimi önemli ölçüde azalmış ve dolayısıyla enflasyon % 60'lara yükselmiştir(Aşıkoğlu ve Uçtum, 1995: 95-98; Cıvcır, 1996: 20-30; Çetintaş, 2002: 74; Taban ve Altıntaş, 2004: 61-62). Özetle, 1980'lerin sonuna kadar uygulanan kur politikası, anti-enflasyonist politika aracı olmak yerine ihracatı artırmak için kullanılmıştır. Ancak, TL'nin sürekli değer kaybı, maliyet enflasyonunu besleyen ve enflasyonu kısır döngüye çeviren bir yapıyı beraberinde getirmiştir(Gökbunar ve Erdoğan, 1995: 56).

1980 yılına kadar uygulanan ve döviz kurlarında seyrek ama büyük oranlı değişikliğin söz konusu olduğu “sabit kur rejimi”nin bırakılarak, “sürünen parite” ya da “hareketli sabit kur” rejimine geçilmesinin iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, uluslararası piyasalarda çapraz kurlardaki dalgalanmaların artmasıdır. İkincisi ise, geçmişte yaşanan önemli cari denge sorunlarını engellemek için döviz kurunun enflasyona paralel götürülme isteği ve dolayısıyla ulusal para biriminin aşırı

değerlenmesinin maliyetlerini engellemektir(Akat, 2004: 57; Taban ve Altıntaş, 2004: 62).

3.1.3. Mayıs 1981-Aralık 1999 Dönemi: Yönetimli Dalgalanma

1 Mayıs 1981'den itibaren merkez bankası nominal döviz kuruna ilişkin günlük kotasyonları ilan etmeye başlamıştır. “Günlük döviz kuru uygulaması”, 29 Aralık 1983'te sona ermiş ve Merkez Bankası, sadece TL'nin dolar cinsinden temel günlük kurunu belirleyip ilan etmeye başlamıştır. Kur etrafındaki dalgalanma marjının fiyat artışları da gözetilerek “aylık devalüasyon oranı”nda olmasına dikkat edilmiştir. Burada, döviz kurunun değer kaybına ilişkin önceden ilan edilen bir kur taahhüdü söz konusu değildir. Bu nedenle, mevcut kur rejimi sürünen parite olarak adlandırılmamaktadır(Aşıkoğlu ve Uçtum, 1995: 98; Taban ve Altıntaş, 2004: 62).

1980-1988 döneminde yurtiçi ve yurtdışı enflasyon farkını dikkate alan gerçekçi bir kur politikası izlenmiştir. Bu dönemde, TL'nin, sürekli olarak yurtiçi enflasyon beklentisi kadar değer kaybetmesine izin verilmiştir. “Enflasyon kadar devalüasyon” ilkesinin benimsenmesi ve 1980'lerin sonlarına kadar süren kur ayarlamalarının hedefi ise, ihracatın hızla artırılmasıdır. Başka bir deyişle, bu dönemde kur politikası ihracatı özendirme politikası gibi kullanılmıştır. Bu amaçla, hem TL'nin reel değer kaybı ile iç talebin kısılması hedeflenmiş, hem de iç talebin kısılmasında ücretlerin ve maaşların mutlak anlamda düşürülmesi ve tarım ürünleri fiyatlarının düşük tutulması önceliğe sahip olmuştur(Berument ve Dinçer, 2004: 2431; Çetintaş, 2002: 75-76)¹²². Nitekim, 1980-1988 döneminde reel döviz kuru yıllık bazda ortalama % 6.11 değer kaybetmiştir. Sonuç olarak, 1985 yılı dışında enflasyon farkının üzerinde gerçekleşen TL'nin dolar karşısında değer kaybı, 1981-1988 döneminde yıllık ihracat artışının % 19.5 olmasına neden olmuştur(Aşıkoğlu, 1995: 70; Cıvcir, 1996: 29). Kur politikasının ihracatın artırılmasında özendirme ögesi olarak kullanılması 1988 yılının son çeyreğine kadar sürmüştür.

¹²²TL'nin değer kaybı, aynı zamanda, daha fazla işçi dövizinin elde edilmesinde önemli bir araç olmuştur(Cıvcir, 1996: 28).

Bu arada, Temmuz 1984’de merkez bankası, günlük açıklanan “gerçek kurun” dövizler için % 6, efektifler için % 8 alt ve üst sınırları geçmemek üzere bankalara alış-satış kurlarını belirleme yetkisi vermiştir. Haziran 1985’de sona eren bu uygulamanın ardından bankalara kendi işlemlerinde döviz ve efektif alış-satış kurlarını serbestçe belirleme olanağı tanınmıştır. Bankaların bu yetkisi, Mart 1986’da daraltılmış ve belirlenecek kurların resmi kurların +/- % 1 aralığında olması ilkesi benimsenmiştir. Öte yandan, Ekim 1986’da yeni bir düzenleme ile bankalara döviz satış kurunu resmi satış kurunu geçmeyecek şekilde, döviz alış kurunu ise serbestçe belirleme yetkisi verilmiştir(Çetintaş, 2002: 74-75). Ağustos 1988’den başlayarak, merkez bankası, günlük döviz kurlarını bankalar, finansal kurumlar ve lisanslı kurumlar ile birlikte belirlemeye başlamıştır. Başka bir deyişle, Merkez Bankası bünyesinde açılan döviz piyasaları ile kurlar piyasa koşulları altında belirlenmeye başlanmıştır. Ancak, Merkez Bankasının kurlar üzerindeki denetimi sürmüştür. 11 Ağustos 1989’da ise, 32 sayılı “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar” ile birlikte sermaye hesabında serbestleşmeye gidilerek, sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamalar kaldırılmış ve kambiyo denetimleri büyük ölçüde azaltılmıştır. Böylece, TL konvertibl duruma gelmiştir. 3 Mart 1990 tarihinden itibaren ise, “tam konvertibilite”ye geçilmiş ve bankalar, özel finans kurumları ve yetkili kurumlar alış-satış kurlarını, Merkez Bankası kurlarından bağımsız olarak serbestçe belirlemeye başlamışlardır. Böylece, 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan dışa açılma ve liberal ekonomiye geçiş süreci, 32 sayılı kararın getirdiği TL’nin konvertibilite kazanması ile tamamlanmıştır. Öte yandan, kur oynaklığında belirgin bir hareketlilik ortaya çıkmıştır. Döviz kurlarının piyasada belirlendiği 1988-1993 ve 1995-1999 dönemlerinde, Merkez Bankası enflasyon oranını gözeterek zaman zaman piyasaya müdahale etmiştir(Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, 2003: 8; Taban ve Altıntaş, 2004: 62-64).

Sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile birlikte ortaya çıkan kısa vadeli sermaye girişleri, artan kamu ve dış ticaret açıklarının finanse edilmesinde önemli bir kolaylık sağlamıştır. Ancak, sermaye girişleri, rezervlerde artışa ve dolayısıyla parasal genişlemeye yol açarak enflasyonist baskılara neden olmuştur(Taban ve Altıntaş, 2004: 64-68). Öte yandan, 1988 yılının sonundan başlayarak kamu

açıklarını finanse etmek amacıyla uygulanan yüksek reel faiz politikası ve döviz kurunun herhangi bir kur taahhüdü olmaksızın gizli bir anti-enflasyonist politika aracı olarak kullanılması ile birlikte ortaya çıkan yoğun sermaye girişleri, TL'nin süregelen (1988 sonuna kadar) değer kaybının yavaşlamasına neden olmuştur(Aşıkoğlu ve Uçtum, 1995: 95-99). Başka bir deyişle, 1980 yapısal uyum ve istikrar programı çerçevesinde rekabet gücünü artırmak amacıyla TL'nin uzun süredir süren reel değer kaybı eğilimi, 1989 yılından başlayarak tersine dönmüştür. 1989 yılında TL'nin reel anlamda % 6 değer kazanması, döviz kurunun eğilimine ilişkin bir kırılmayı göstermektedir. Nitekim, 1990'ların başında döviz kurundaki nominal değer kaybının enflasyon oranının altında seyretmesi, TL'nin ardı ardına iki yıl önemli ölçüde değer kazanmasına neden olmuştur. Yıllık enflasyon oranı % 53 olurken, yıllık dolar/TL kurunun artış oranı % 23 olarak gerçekleşmiştir. 1990'ın ilk yarısında TL yıllık bazda % 25 reel olarak değer kazanmıştır. Böylece, 1980 istikrar programının önceliğinde temel bir değişiklik söz konusu olmuştur. 1988'in ikinci yarısından başlayarak kur politikası, ihracata yönelik endüstrilerin ihracatını artırma ve dolayısıyla büyüme hedefi yerine anti-enflasyon aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır(Aşıkoğlu 1995: 75; Aşıkoğlu ve Uçtum, 1995: 99-100; Çetintaş, 2002: 76).

1993 yılının sonuna gelindiğinde cari açık, sürdürülemez mali denge ve iç borcun çevrilebilirliği sorunu, devalüasyon beklentilerini beraberinde getirmiştir. 1994 yılının başında ise, yüksek kamu açığı ve bunun yüksek faizli iç borçlanma ile finanse edilmesinin uzun dönemde sürdürülemez olmasına bağlı olarak döviz kuru ve faiz oranlarında aşırı dalgalanmalar ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak, yapısal dengesizlikler, Ocak 1994-Nisan 1994 döneminde toplam devalüasyonun nominal anlamda % 173 olmasına neden olmuştur. Aynı dönemde, reel döviz kuru % 64 değer kaybetmiştir(Berument ve Dinçer, 2004: 2431). Ekonominin % 5.5 daralmasına neden olan 1994 para krizi, aşırı yüksek faiz oranları ve aşırı döviz rezervi kaybı gibi kısa vadeli parasal önlemlerle giderilmeye çalışılmıştır¹²³. Ancak, bunların yeterli olmaması nedeniyle 5 Nisan 1994 tarihli yeni bir istikrar programı

¹²³1994 krizinin para krizi olarak nitelenmesinin nedeni, döviz kurunda ani hareketler ve sermaye girişlerinin ani ve keskin bir şekilde tersine dönmesidir(Taban ve Altıntaş, 2004: 64).

uygulanmaya başlanmıştır. 1993'te % 11.2 olan kamu kesimi borçlanma gereksinimi, 1994'te % 8.2'ye düşürülmüş, 1993'te sırasıyla 14.2 ve 6.4 milyar dolar olan dış ticaret açığı ve cari açık, 1994'te 4.2 milyar dolar açık ve 2.6 milyar dolar fazla olarak gerçekleşmiştir. Nisan 1994-Eylül 1995 döneminde reel döviz kuru yaklaşık % 23.5 değer kazanmıştır(Gökbunar ve Erdoğan, 1995: 53; Togan ve Ersel, 2004: 3).

1995 yılında büyüme hızı % 8 olarak gerçekleşmiştir. 1996-1997 döneminde yoğun sermaye girişleri ise, cari açığın finansmanını kolaylaştırmıştır. Merkez Bankasının döviz rezervlerinde artış ve gevşek para politikası ise, yatırımlarda artışa ve dolayısıyla ekonomik büyümeye yol açmıştır. Gevşek para politikasının bir sonucu olarak, enflasyon oranında da yükseliş meydana gelmiştir. Öte yandan, 1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri ile birlikte dış borçlanmada sorunlar ortaya çıkmıştır. Ayrıca, Hazine-Merkez Bankası arasında imzalanan protokol ile 1997'nin ikinci yarısından itibaren bütçe açıklarının parasallaştırılmayacağına ilişkin yeni bir sisteme geçilmiştir(Keyder, 2002: 113-116). Bütün bu gelişmeler karşısında, 1994 sonrası kur politikasının amacı, reel döviz kurunun istikrarını sağlamak olmuştur. Bu doğrultuda, Merkez Bankası, kısa vadeli enflasyon beklentilerine bağlı olarak döviz kurunun değer kaybetmesine izin vermiştir. Bu süreç, Aralık 1999'da uygulamaya başlanan yeni bir istikrar programına kadar devam etmiştir(Berument ve Dinçer, 2004: 2431)

3.1.4. Aralık 1999-Şubat 2001 Dönemi: Sürünen Parite

9 Aralık 1999'da uygulanmaya başlanan "Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı", "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı" ya da "Enflasyon ile Mücadele (Dezenflasyon) Programı"nın temel hedefi, kronik hale gelen enflasyonu 2002 sonu itibariyle tek haneli orana düşürmektir¹²⁴. 2000 yılı için hedeflenen tüketici fiyat endeksi % 20, 2001 ve 2002 için sırasıyla % 12 ve % 7'lik bir artıştır. Bu amaç doğrultusunda "istikrar" ve "yapısal reformlar" olmak üzere iki bölümden

¹²⁴Enflasyonun süreklilik gösterdiği ülkelerde uygulanan istikrar programlarının çoğunda, döviz kuru temel nominal çıpa olarak seçilir. "Döviz kuruna dayalı istikrar programı"ni uygulayan ülkeler arasında Arjantin, Brezilya, Meksika ve İsrail bulunmaktadır. İstikrar programı bu ülkelerde başarılı olmuş, ancak ulusal para birimleri reel anlamda aşırı değer kazanarak reel ekonomi ve döviz kuru hedefinin sürdürülebilirliğini zora sokmuştur(Frankel, 1999: 27).

oluşan bu program üç temel ögeye dayandırılmıştır: (i) kamu finansmanının disipline edilmesi, (ii) döviz sepetinin çıpa olarak kullanılması ve para politikasının yeniden belirlenmesi, (iii) yapısal reformlar, özelleştirme ve gelirler politikası. Programın temel amacı, yapısal reformlar ile desteklenen para, maliye, kur ve gelirler politikaları arasında eşgüdüm sağlayarak enflasyonu kademeli olarak % 10'un altına indirmektir(Çetintaş, 2002: 78; Gök, 2006: 63; Kalaycı, 2003: 6).

Enflasyon ile mücadele programının en önemli ayağı kamu finansmanının disipline edilmesidir. Bu doğrultuda, yüksek enflasyonun temel nedeninin bütçe açıkları olması nedeniyle maliye politikasının güçlendirilmesi ve mali disiplinin sağlanması programın temel taşıdır. Bu kapsamda, faiz dışı bütçe fazlası 7.5 milyar dolar olarak hedeflenmiştir. Ayrıca, 2000 yılında GSMH'nin % 18.5'ini oluşturan KKBG'nin, 2001'de % 10'a düşmesi öngörülmüştür (Gök, 2006: 63; Kalaycı, 2003: 11).

Programın ikinci önemli ayağı döviz kuru ve para politikalarındaki değişikliklerdir. Öncelikle, program özünde enflasyonist beklentileri etkileyerek, geçmiş dönem ile gelecek enflasyon arasındaki bağı (enflasyon ataleti) kopmasını hedeflemektedir. Bu açıdan bakıldığında, enflasyon ile mücadeleye yönelik istikrar programı uygulamaları, enflasyon beklentilerine yön verecek bir nominal çıpanın kullanılmasını gerektirmektedir¹²⁵. Buradan hareketle, programın temel öğelerinden biri, nominal döviz kurunun anti-enflasyonist bir çıpa olarak kullanılmasıdır. Böylece, 1980'den başlayarak uygulanan "enflasyon kadar devalüasyon" ilkesinden "devalüasyon kadar enflasyon" ilkesine geçilmiştir(Kalaycı, 2003: 13-14; Yıldırım, 2002: 25). Bu kapsamda, kur politikasının gelecekteki enflasyona endeksli olması (forward-indexed inflation targets) nedeniyle Merkez Bankası kur sepetini "1 dolar+ 0.77 Avro" olarak ilan etmiştir. Bu kur sepeti, bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük değer kaybının ilan edilmesine dayanmaktadır. Böylece, kur sepetinde oluşacak değer kaybı, enflasyon hedefiyle uyumlu bir biçimde gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. 2000 sonu itibariyle kur sepetinin TL değerindeki yüzde değişim oranı

¹²⁵Nominal çıpa uygulaması, seçilen nominal çıpanın artış hızı enflasyon oranının altında sabit tutulduğunda belli bir süre sonra enflasyon oranının da bu orana yaklaşacağı varsayımına dayanmaktadır(Bahçeci, 1997: 16).

% 20 olarak sabitlenmiştir. Bu oran, aynı zamanda, 2000 yılı tüketici fiyat endeksi bazlı enflasyon hedefidir. Öte yandan, açıklanan kur politikası, iki farklı döneme ait kur rejimini içermektedir. Bunlar(Kalaycı, 2003: 13; Keyder, 2002: 119-120; Taban ve Altıntaş, 2004: 63-65);

1. Ocak 2000-Haziran 2001 dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede kur sepetinin değer kazanma oranı % 20 olacaktır. Bu kur rejimi, “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti” veya “önceden ilan edilen ve kur bandının olmadığı sürünen parite” (pre-announced crawling peg regime without a band) olarak adlandırılmaktadır.

2. Temmuz 2001-Aralık 2002 dönemin kapsayan ikinci 18 aylık sürede, her çeyrekte kur bandının kademeli olarak genişlemesi ile birlikte dalgalı kur rejimine yumuşak geçişin tamamlanmasıdır. Bu kur rejimi, “aşamalı olarak genişleyen bant” veya “önceden ilan edilen ve kur bandının olduğu sürünen parite” (pre-announced crawling peg regime with a band) şeklinde nitelendirilmektedir. Kur bandının merkezi parite etrafında genişliği Temmuz 2001-Aralık 2001 döneminde % 7.5; Ocak 2002-Haziran 2002 döneminde % 15 ve Temmuz 2002-Aralık 2002 döneminde % 22.5 olarak gerçekleşecektir¹²⁶. Bandın dışına çıktığında Merkez Bankası müdahale edecektir.

Program kapsamında para politikalarında bazı değişiklikler öngörülmektedir. Parasal denetimin başarımlı ölçütleri, belirli bir tavan sınırı olduğu “net iç varlıklar” ve belirli bir taban sınırının bulunduğu “net dış varlıklar veya net uluslararası rezervler”den oluşmaktadır. Net iç varlıklar sınırı, 1.2 katrilyon TL olarak belirlenmiştir. Öte yandan, TL'nin döviz alım karşılığında piyasaya verilecek olması nedeniyle aktif bir para politikası söz konusu değildir. Başka bir deyişle, parasal tabanın genişlemesi sadece Merkez Bankasının net dış varlıkları dolayısıyla döviz girişine (rezerv artışına) bağlıdır¹²⁷. Buna bağlı olarak, kısırlaştırma politikası da uygulanmamaktadır. Sonuç olarak, net iç varlıklara bir üst sınır konulması ve

¹²⁶1990-1999 dönemine bakıldığında, kur politikasının enflasyon beklentilerine paralel olarak ayarlandığı görülmektedir(Keyder, 2002: 440). Başka bir ifadeyle, iki dönem arasında uygulanan kur rejimi ve enflasyon beklentileri arasında tam tersi bir neden-sonuç ilişkisi bulunmaktadır.

¹²⁷Dolayısıyla, likidite yaratma mekanizmasının kaynağı, aynı zamanda programın temel zayıflığı olan kısa vadeli sermaye girişleridir.

dolayısıyla Merkez Bankasının bu sınırı aşacak bir kamu finansmanına gidememesi, parasal tabanın sadece net dış varlıklara bağlı olarak değiştirilebilmesi ve sterilizasyon politikasının bulunmaması nedeniyle Merkez Bankasının “yarı-para kurulu” gibi çalıştığı belirtilebilir (Gök, 2006: 63; Keyder, 2002: 438-449; Örnek ve Taş, 2002: 53-54).

Programın son ayağı yapısal reformlar, özelleştirme ve gelirler politikası oluşturmaktadır. Yapısal reformlar çerçevesinde, finansal sistemin yeniden yapılandırılması, kamu bütçe harcamaları, bütçe fonları, vergi sistemi ve kamu kesimi iç borç yönetiminin (iç borç stokunun çevrilmesi ve/veya borçlanmanın sürdürülebilirliği amacıyla) yeniden düzenlenmesi, tarımsal destekleme politikalarına (sübvansiyon ve gelir desteği) ilişkin reformlar, sosyal güvenlik sistemi reformu, hızlandırılmış özelleştirme süreci ve altyapı yatırım alanlarında yapısal reformlar öngörülmektedir(Keyder, 2002: 438-449)¹²⁸. Gelirler politikası ise, kamu sektöründe ileriye dönük endekslemeyi öngörmektedir. Başka bir deyişle, kamu çalışanlarının maaş ve ücretlerinin öngörülen enflasyona göre; özel sektörde ise, fiyat ve ücretlerin piyasa koşullarınca belirlenmesidir.

“Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı”nın uygulanmaya başlamasının ardından enflasyon beklentilerinin önemli ölçüde iyileşmesine bağlı olarak Hazine bonusu faiz oranları düşmüş, yoğun sermaye girişi sağlanmış, faiz dışı fazla hedeflenen düzeyin üzerine çıkmış, kamu borcu/GSYİH oranı düşmüş ve ekonomik büyüme gerçekleşmiştir¹²⁹. Buna karşılık, finansal sistemi kırılgan hale getiren birçok öğenin de varlığı söz konusu olmuştur. Bunlar, aynı zamanda, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizini hazırlayan nedenlerdir. Bu nedenler sekiz başlık altında sıralanabilir(Keyder, 2002: 442-443; Taban ve Altıntaş, 2004: 65);

1. Enflasyon oranının kur artış oranının üzerinde gerçekleşmesi sonucu TL'nin reel olarak değer kazanmasıyla birlikte ortaya çıkan devalüasyon beklentisi (2000 yılı

¹²⁸Yapısal reformlara ilişkin detaylı bilgi için bkz. Kalaycı (2003: 8-9).

¹²⁹1999'in son çeyreğinde % 103 olan Devlet iç borçlanma senetlerinin ortalama bileşik faiz oranları, Kasım 2000 öncesine kadar % 40'a düşmüştür(Gök, 2006: 64).

sonu itibariyle tüketici fiyat endeksindeki artış % 32; dolar ve Avro'daki artış sırasıyla, % 24 ve % 14 civarında gerçekleşmiştir),

2. Aşırı değerli TL, beklenenden daha hızlı büyüme nedeniyle aramalı ve yatırım malı ithalatında yüksek oranda artış ve petrol fiyatlarında ani yükselme sonucunda cari işlemler açığının (9.8 milyar dolar veya % 4.9) kritik eşik değere ulaşması¹³⁰,

3. Finansal sistemde sermaye yeterliliği sorunu,

4. Bankacılık sektöründe açık pozisyon (18 milyar dolar civarında),

5. Para birimi ve vade uyumsuzluğundan kaynaklanan banka bilançolarındaki zayıflıklar ve beraberinde getirdiği kur ve faiz riskinin artması¹³¹,

6. Kamu bankalarının görev zararları nedeniyle para piyasası üzerindeki baskı,

7. Kısa vadeli dış borç/döviz rezervleri oranının çok yüksek olması (% 192 civarında),

8. TL'den kaçış (Dolarizasyon veya para ikamesinin varlığı)¹³².

Sonuç olarak, Kasım 2000'de küçük-ölçekli banka hücumlarının tetiklediği bankacılık krizi ve ardından sermaye girişlerinin birden tersine dönmesi ile birlikte döviz rezervlerinde hızlı bir azalma meydana gelmiştir¹³³. 19 Şubat 2001'e gelindiğinde ise ortaya çıkan siyasi risk, TL'ye karşı çok daha güçlü spekülasyon saldırıları beraberinde getirmiştir. Öyle ki, Merkez Bankası bir günde (19 Şubat)

¹³⁰Ham petrol fiyatı 1999'da 16.5 dolar iken, 2000'de 27 dolara yükselmiştir.

¹³¹Vade ve para birimi uyumsuzlukları, sırasıyla, uzun vadeli verilen kredinin kısa vadeli borçlanma ile karşılanması ve yabancı para birimi cinsinden borçlanıp ulusal para cinsinden kredi verilmesidir.

¹³²DTH/M2Y olarak ölçülen para ikamesi, 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ardından önemli bir yükseliş göstermiştir. 1989'da bu oran, % 19.6 olurken, Şubat 2001 itibariyle % 53.08'e yükselmiştir(Barbaros ve Erol, 2007: 29).

¹³³17 Kasım 2000'de 24.4 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervleri, 1 Aralık 2000'de 18.9 dolara düşmüştür(Gök, 2006: 64).

döviz rezervlerinin yaklaşık 1/3'ünü kaybetmiştir¹³⁴. Gecelik faiz oranları ise, 20 Şubat ve 21 Şubatta sırasıyla % 2000 ve % 4000'e yükselmiştir. 22 Şubat 2001'de TL, % 33 oranında devalüe edilerek 1 dolar=964 bin TL olmuştur. Bir haftalık devalüasyon oranı % 40'a ulaşmıştır. Bütün bunlar karşısında, 22 Şubat 2001 tarihi itibariyle Merkez Bankası dalgalı kur rejimine geçtiğini ilan etmiştir. TL'nin değer kaybı ise, Ekim 2001'e kadar devam etmiştir(Kalaycı, 2003: 19-20; Keyder, 2002: 443; Selçuk, 2005: 296).

3.1.5. Şubat 2001- : Dalgalı Kur

Ekonominin % 9.5 daralmasına neden olan Şubat 2001 krizinin ardından döviz kuru nominal çıpa işlevini kaybetmiş ve dalgalanmaya bırakılmıştır. Bunu izleyerek, 15 Mayıs 2001'de “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar” olarak adlandırılan yeni bir parasal hedefleme rejimi uygulanmaya başlanmıştır. Programın kısa vadede önceliği, ödemeler sistemindeki tıkanıklıkları gidermek ve finansal istikrarı sağlamak olmuştur. Yapısal sorunların önemini vurgulayan programın orta vadede amacı ise, sağlıklı bir bankacılık sektörü oluşturmaktır¹³⁵. Bu kapsamda, öncelikle kamu bankalarının görev zararının giderilmesi, yeniden yapılandırılması ve fon bankalarıyla birlikte iyileştirilmesi öngörülmüştür. Programın orta vadedeki bir diğer amacı, enflasyon hedeflemesine geçilerek fiyat istikrarının sağlanmasıdır¹³⁶. Bu kapsamda, “bankacılık sektörüne ilişkin önlemler” çerçevesinde Merkez Bankası yasasında yapılan değişiklik ile Merkez Bankası özerkleştirilip görev alanı sadece fiyat istikrarını sağlamakla sınırlandırılmıştır. Böylece, Merkez Bankası, sadece ani ve olağanüstü dalgalanmalar karşısında veya aşırı likiditeyi kısırlaştırmak amacıyla döviz kuruna müdahale ilkesini benimsemiştir. Ayrıca, döviz kurunun enflasyonist baskıyı artırdığı

¹³⁴16 Şubat 2001'de 27.9 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervleri, 19 Şubat 2001'de 22.5 milyar dolara düşmüştür. 17 ve 18 Şubat hafta sonuna denk gelmektedir(Gök, 2006: 64-65).

¹³⁵Kasım 2000-Şubat 2001 bankacılık krizlerinin maliyeti GSYİH'nın yaklaşık % 24'üne karşılık gelmektedir.

¹³⁶Enflasyon hedeflemesi rejimi, Merkez Bankasının son hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak belirli bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi/hedef aralığının kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır(Alparlan ve Erdönmez, 2000: 14). Mayıs 2002'den itibaren “örtük enflasyon hedeflemesi”, Ocak 2006'dan itibaren ise “açık enflasyon hedeflemesi” uygulanmaktadır.

durumlarda faiz oranlarının yükseltilmesi öngörülmüştür(Gök, 2006: 65; Keyder, 2002: 445-446).

2001 yılının sonundan başlayarak TL önemli ölçüde değer kazanmaya başlamıştır. Şubat 2001-Eylül 2003 döneminde reel efektif döviz kuru endeksi, % 44 değer kazanmıştır. 2003 yılının ilk üç çeyreğinde ise, özellikle yoğun sermaye girişlerine bağlı olarak TL'nin reel anlamda değer kazanması önemli düzeylere ulaşmıştır(Selçuk, 2004: 694-695).

2002-2006 döneminde ekonomik programın kararlılıkla sürdürülmesi ve enflasyon hedefine yönelik olarak uygulanan tutarlı para politikası ve mali disiplin, programa yönelik güveni artırmıştır. Belirsizliğin azalması ve olumlu beklentilerden kaynaklanan ters para ikamesinin ve olumlu uluslararası konjonktürün etkisiyle döviz kurlarında istikrar meydana gelmiştir. 2002, 2003, 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla % 53.91, % 48.84, % 41.51 ve % 36.47 olarak gerçekleşen para ikamesi, 2006 itibariyle % 33.02'ye gerilemiştir. Eylül 2003-Aralık 2006 döneminde reel efektif döviz kurunda sağlanan istikrar, fiyat istikrarına yol açmıştır(Barbaros ve Erol, 2007: 28-29). 2002 yılında % 30.8 olarak gerçekleşen enflasyon oranı, 2006 yılı itibariyle % 9.6'ya gerilemiştir.

Son olarak, önümüzdeki dönemde, enflasyon hedeflemesi rejimi ve bu rejimin uygulanma koşullarından biri olan dalgalı kur rejiminin sürdürüleceği belirtilmektedir. Bu kapsamda, para politikalarının temel önceliği fiyat istikrarını kalıcı hale getirmektir. Bu hedefe ulaşmak için kullanılan temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Ayrıca, enflasyon ile mücadelenin sürdürülebilir olması için Merkez Bankasının bağımsızlık ilkesine bağlı kalınacaktır. Öte yandan, iç ve dış şokların etkisini azaltmak amacıyla döviz kurunun piyasa koşullarında oluşması sürdürülecektir. Ancak, döviz kurunda aşırı oynaklık karşısında müdahale edilecek ve ılımlı rezerv biriktirme politikası yürütülmeye devam edilecektir. Nitekim, 2002-2006 döneminde 21.9 milyar dolar tutarında döviz alım ihalesi ve 25.5 milyar dolar tutarında döviz alım müdahalesi olmak üzere toplam 44.3 milyar dolar tutarında net döviz alımı yapılmıştır. Büyük bir dışsal şok veya döviz likidite koşullarında

olağanüstü gelişmeler dışında 2007 yılında da döviz alım ihalelerine devam edileceği belirtilmektedir(TCMB, 2006: 8-11). Özetle, kurlarda oluşacak her iki yöndeki aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale ve ılımlı rezerv biriktirme politikası, kuramsal olarak çelişse de, dalgalı kur rejiminin iki temel ögesi olmaya devam edecektir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi doğrultusunda para ve kur politikalarının maliye politikası ile desteklenmesi ve yapısal reformların devam etmesi beklenmektedir.

3.2. KUR REJİMLERİ İLE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI İLİŞKİSİNİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK UYGULAMALI YÖNTEM

Bu alt bölümün temel amacı, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin (reel, finansal ve parasal değişkenler) oynaklığının analizine yönelik uygulamada kullanılacak yöntemleri açıklamaktır. Bu kapsamda, dört aşamalı yöntem ele alınmaktadır. İlk olarak, çalışmada kullanılan değişkenlerin durağanlığının sınanmasına yönelik olarak geleneksel ve kırılmalı birim kök testleri uygulanmaktadır. İkinci olarak, her bir değişken için uygun oynaklık modelinin seçilmesi amacıyla ilgili simetrik (ARCH, GARCH) ve asimetrik (EGARCH, TARARCH) oynaklık modelleri incelenmektedir. Üçüncü aşamada, (koşulsuz) varyansta yapısal kırılma(lar)ın öngörüldüğü yöntem (Yinelenen Birikimli Kareler Toplamı) açıklanmaktadır. Son olarak, farklı kur rejimleri sınıflandırmaları (yasal ve fiili kur rejimleri) kapsamında yer alan kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini açıklamaya yönelik yöntem ele alınmaktadır.

3.2.1. Birim Kök Testleri

Makroekonomik zaman serilerini modellemeye geçmeden önce değişkenlerin bütünleşme derecesini belirlemek amacıyla birim kök testleri ele alınmaktadır. Bu kapsamda, geleneksel birim kök testi olan Augmented Dickey ve Fuller testi (ADF testi) ve yapısal kırılmanın içsel olarak belirlendiği Zivot ve Andrews (1992) testi açıklanmaktadır.

Geleneksel birim kök testi olan ve Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen ADF testinin temel eleştirisi, bu testin birim kök ile birim köke yakın durağanlık sürecini ayırtıramamasıdır. Öte yandan, Peron (1989), yapısal kırılmaların varlığı durumunda geleneksel birim kök testlerinin, serinin bütünleşik olduğunu belirten boş hipotezi reddetmekte başarısız olduğunu göstermiştir.

Olası yapısal kırılmaların (tek kırılma) varlığını göz önüne alan Zivot ve Andrews (1992) testi (ZA testi) ise, şu şekilde belirtilmektedir:

Model C: (hem sabitte hem de eğimde kırılmayı göz önüne alır)

$$y_t = \mu + \beta t + \rho y_{t-1} + \theta DU_t + \gamma DT_t + \sum_{i=1}^k \eta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

1.denklemden,

$$DU_t = \begin{cases} 1, & \text{eger } t > TB \\ 0, & \text{diger} \end{cases}$$

ve

$$DT_t = \begin{cases} t - TB, & \text{eger } t > TB \\ 0, & \text{diger} \end{cases}$$

Burada, DU ve DT , sırasıyla ortalamada ve eğimde kırılmayı gösteren kukla değişkenlerdir. TB , içsel olarak belirlenen kırılma tarihini göstermektedir. Birim kökün varlığını gösteren boş hipotez, $\rho = 1$ ile belirtilmektedir. Test istatistiği, min “ t ” değeri ile gösterilmektedir.

3.2.2. Oynaklık Modellenmesi

Zaman serilerinin oynaklıklarının modellenmesi ve öngörülenmesi finansal ekonometride hızla gelişen kuramsal ve uygulamalı araştırmaların konusu olmaktadır¹³⁷. Serinin standart sapması ya da varyansı ile ölçülen “oynaklık”,

¹³⁷Oynaklık öngörülenmesi, belirli bir finansal varlığın ekonomik ömrü boyunca göstereceği oynaklığın bugünden öngörülmesidir. Buna, “örtük oynaklık (implied volatility)” adı verilmektedir. Bir diğer oynaklık kavramı ise, “tarihsel oynaklık (historical volatility)”tır. Bu oynaklık kavramında,

belirsizlik ve dolayısıyla riskin temel ölçüsüdür. İktisat yazınında oynaklık ile ilgili ilk çalışmalar, “vadeye kalan gün” kavramını ilk kez kullanan Samuelson’a dayanmaktadır. 1960’lı yıllarda Mandelbrot (1963) ve Fama (1965) tarafından spekülatif fiyatlardaki belirsizliğin zaman içinde sabit olmadığı gösterilmiş olmasına karşın modellerde ikinci ya da daha yüksek momentlere (varyans, çarpıklık ve basıklık) yer verilmesi 1980’li yılları bulmuştur(Aydın ve Özcan, 2005: 84)¹³⁸. “Koşullu varyans” ya da “oynaklık”ın modellenmesi ise, 1982 yılında R.Engle ile başlamış ve 1986 yılında T.Bollerslev ile gelişmiştir.

Makroekonomik zaman serilerinin belli bir trend izlemesi nedeniyle, ortalaması ve varyansı sabit değildir; dolayısıyla, seriler durağan değildir. Bir seri ortalamasından ne kadar uzaklaşırsa, varyansı o kadar yüksek olur. Stokastik değişkenin varyansının sabit olduğu duruma “sabit varyans”, sabit olmadığı duruma ise “farklı varyans” denilmektedir. Öte yandan, Klasik Doğrusal Regresyon Modeli’nde, hata teriminin varyansının sabit olduğu varsayılmaktadır. Ancak, pek çok makroekonomik zaman serisinin oynaklık dönemlerine sahip olduğu görülmektedir. Yani, bir zaman serisi, belli bir dönem boyunca aynı seyri izledikten sonra, seride dalgalanma artar ve tekrar eski seyrine döner. Bu tür serilerin uzun dönem varyansı sabit iken, yüksek veya aşırı dalgalanma dönemindeki varyansı değişiyor ise, bu serilere “koşullu farklı varyanslı seriler” denir. “Koşullu farklı varyans” kavramında, koşullu varyans, geçmiş hata terimlerinin fonksiyonu olarak sürekli değişmektedir. Dolayısıyla, “sabit varyans” varsayımı her zaman geçerli değildir(Kutlar, 2000: 105-111; Saltoğlu, 2003: 65).

Özellikle finansal zaman serilerini “sabit varyans” varsayımı ile modellemek gerçekçi olmayacaktır. Örneğin, bir hisse senedinin getirisinin

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

geçmiş dönemlere ilişkin varyansın hesaplanması ile gelecek dönemlere yönelik oynaklık öngörülenmektedir(Brooks, 2002: 441-442).

¹³⁸“Çarpıklık”, serinin ortalaması etrafında dağılımının asimetri ölçüsüdür. “Basıklık” ise, ortalama etrafında dördüncü momentin, ortalama etrafında ikinci momentin karesine bölünmesidir(Westerfield,

1977: 183) ve şu şekilde belirtilmektedir; $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - \bar{x})^2 / [\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - \bar{x})^2]^2$

şeklindeki standart ekonometrik modele göre öngörüldüğü düşünüldüğünde, hata teriminin ortalaması sıfır ve varyansı $[V(\varepsilon_t) = \sigma^2]$ sabit olmaktadır. ($\varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$). Buradan hareketle, Engle (1982) hata terimlerinin koşullu varyanslarının parametrik olarak modellenebileceğini ileri sürmüştür. Bu açıdan bakıldığında, finansal ve makroekonomik zaman serilerinin öngörülenmesinde, yeni bilgi setinin varyans ya da oynaklık üzerindeki etkisi modellenebilmektedir (Saltoğlu, 2003: 27). Başka bir deyişle, koşullu değişen varyans teknikleri kullanılarak serideki dalgalanmaları modellemek olanaklı olmakta ve zaman içinde farklı varyans öngörülünebilmektedir. Çoğu makroekonomik zaman serisinin modellenmesinde bilinen yöntemlerin yeterli olmaması nedeniyle yeni bazı açılımlar içeren modeller önerilmektedir. Bu yöntemler, Engle (1982) tarafından ortaya atılan ve zaman serisinin koşullu varyansının, geçmiş şokların bir fonksiyonu olarak sürekli değiştiği ARCH (Ardışık Bağımlı Koşullu Farklı Varyans) modeline dayanmaktadır (Harris ve Sollis, 2003: 213).

3.2.2.1. ARCH (Ardışık Bağımlı Koşullu Farklı Varyans) Modeli¹³⁹

Engle (1982), İngiltere'nin enflasyon verilerini inceleyerek hata teriminin varyansının sabit olmadığını göstermiştir. İlk defa bir serinin eş-anlı olarak varyans ve ortalamasını modellemeyi ortaya koyan Engle (1982)'ın çalışması "ARCH modeli" olarak finansal ekonometri yazınına girmiştir. Engle (1982), geçmiş dönem hata terimlerinin fonksiyonu olan koşullu varyansın zaman içinde değiştiğini (conditional heteroscedasticity), koşulsuz varyansın ise sabit olduğunu (unconditional homoscedasticity) ileri sürmektedir. Bu çalışmayla başlayan yazının temel özelliği, varyansın sabit olmadığı zaman serilerinde durağanlığı sağlamak için üssel dönüştürme tekniklerine gerek kalmamasıdır (Bollerslev, 1986: 307-308; Harris ve Sollis, 2003: 215)¹⁴⁰.

¹³⁹ARCH modelinin, "Ardışık Bağımlı Koşullu Farklı Varyans" olarak ifade edilmesinin nedeni, finansal zaman serilerinin hem dönemler arası bağımlılık hem de koşullu farklı varyans özelliğini dikkate almasıdır (Aydın ve Özcan, 2005: 84).

¹⁴⁰Üssel dönüştürme tekniklerinden biri olan "üssel ağırlıklı hareketli ortalamalar modeli (exponentially weighted moving average models)", "tarihsel oynaklık" öngörülmesinin genişletilmiş şeklidir. Ancak, bu modelde, güçlü bir oynaklık öngörülmesi yapmak amacıyla son dönemdeki gözlemlerin ağırlığı daha fazladır. Dolayısıyla, oynaklık daha çok son dönemdeki olaylardan

Zaman serilerinde yüksek frekanslılığa bağlı olarak ortaya çıkan “oynaklığın ölçülmesi” gereksinimi doğrusal olmayan ARCH modellerinin kullanımının artmasına neden olmuştur. Alınan gecikme uzunluğuna bağlı olarak ortaya çıkan şoklar, dönemin varyansını ya da gecikme uzunluğunda oynaklığı artırıcı etkide bulunmaktadır. ARCH modeli ile serilerde meydana gelecek şok niteliğindeki bir değişimin (hata teriminin karesi), oynaklık (koşullu varyans) üzerinde yaratacağı etkiyi saptamak olanaklıdır(Patterson, 2000: 708).

Engle (1982) metodolojisini anlayabilmek için ARMA (otoregresif hareketli ortalama) modelinden hareket ederek birinci-derece ardışık bağımlı süreci AR(1) değerlendirmek gerekir(Engle, 1982: 987-989);

$$y_t = \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

3. denklemden, ε_t , varyansı $V(\varepsilon_t) = \sigma^2$ olan beyaz gürültü hata terimidir. y_t nin koşulsuz ortalaması sıfır, koşullu ortalaması γy_{t-1} ’dir. y_t nin koşulsuz varyansı $\sigma^2 / 1 - \gamma^2$, koşullu varyansı ise σ^2 dir. Farklı varyansın, ardışık bağımlı bir süreç olmasının nedeni, y_t nin geçmiş değerlerine bağlı ya da “koşullu” olmasıdır(Patterson, 2000: 711).

Farklı varyansın geleneksel yaklaşımı, varyansı öngören bir x_t dışsal değişkeni ileri sürmektedir. Buna göre, sıfır ortalama ile model $y_t = \varepsilon_t x_{t-1}$ şeklinde yazılabilir. ε_t ’nin varyansı $V(\varepsilon_t) = \sigma^2$, y_t ’nin varyansı $\sigma^2 x_{t-1}^2$ ’dir. Yetersiz gibi görünen bu çözüm, hem koşullu ortalamaların hem de varyansların birlikte zamana göre değişebileceğini göz önünde bulundurmamak yerine, varyansın değişme nedenlerinin bir özelliği olarak algılanır. Belki de bu sorun nedeniyle farklı varyans sorunu zaman serisi analizlerinde çok az rastlanan bir durumdur(Engle, 1982: 988). Bilindiği gibi, “otokorelasyon” zaman serilerinin, “farklı varyans” ise yatay kesit verilerinin sorunu olarak ortaya çıkmaktadır.

Değişen varyansın, y_t nin geçmiş değerlerine bağlı olduğunu aşağıdaki model ile gösterilmektedir(Engle, 1982: 988-989);

etkilenmektedir. Geçmiş gözlemlere gidildikçe belirli bir olayın oynaklık üzerindeki etkisi üssel oranda azalmaktadır(Brooks, 2002: 442).

$$y_t = \varepsilon_t h_t^{1/2} \quad (4)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1}^2 \quad (5)$$

Burada, $V(\varepsilon_t)=1$ 'dir ve h_t , öngörülen hata terimlerinin koşullu varyansıdır. y_{t-1} nin büyük değerler (pozitif veya negatif) alması, y_t nin büyük varyans değerlerine sahip olmasına yol açar. Diyelim ki, y_t enflasyon olsun. Bu durumda ARCH(1) süreci, son dönemdeki yüksek enflasyonun, enflasyonda yüksek varyansa yol açtığını belirtmektedir. Bu örnek, Ardışık Bağımlı Koşullu Farklı Varyans(ARCH) modelidir(Patterson, 2000: 711). ARCH modeli, tam olarak ikili doğrusal model olmasa da, 1'e çok yakındır. Normallik varsayımını ekleyerek, t zamanındaki bilgi seti olan ψ_t 'ye dayanarak doğrudan bir şekilde ifade edilebilir. Koşullu yoğunluklar kullanılarak,

$$y_t / \psi_{t-1} \sim N(0, h_t) \quad (6)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1}^2 \quad (7)$$

elde edilir. Varyans fonksiyonu daha genel olarak şu şekilde ifade edilebilir;

$$h_t = h(y_{t-1}, y_{t-2}, \dots, y_{t-q}, \alpha) \quad (8)$$

Burada, ψ_{t-1} , t-1 dönemindeki bilgi seti; q, ARCH sürecinin derecesi; α ise bilinmeyen parametrelerin vektörüdür.

ARCH regresyon modeli, y_t nin ortalamasının, β bilinmeyen parametreler vektörü ile ψ_{t-1} bilgi setinde yer alan gecikmeli dışsal ve içsel değişkenlerin doğrusal birleşmesi olan $x_t \beta$ olduğu varsayılarak elde edilmektedir.

$$y_t / \psi_{t-1} \sim N(x_t \beta, h_t) \quad (9)$$

$$h_t = h(\varepsilon_{t-1}, \varepsilon_{t-2}, \dots, \varepsilon_{t-q}, \alpha) \quad (10)$$

$$\varepsilon_t = y_t - x_t \beta \quad (11)$$

olmaktadır. Varyans (h) fonksiyonu, bilgi setinde de yer alan x 'in şimdiki ve gecikmeli değerlerini içerecek şekilde genelleştirildiğinde şu biçimde yazılabilir;

$$h_t = h_\varepsilon(\varepsilon_{t-1}, \varepsilon_{t-2}, \dots, \varepsilon_{t-q}, \alpha) h_x(x_t, \dots, x_{t-q}) \quad (12)$$

ARCH modelinin işleyişi ise, aşağıdaki şekilde ele alınabilir. Örneğin, k değişkenli bir regresyon modelini ele alalım (Brooks, 2002: 447);

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + \varepsilon_t \quad (13)$$

13. denklemde, (t-1) döneminde şartlı bilgi elde edilebildiği varsayımı altında hata terimi; $\varepsilon_t \sim N[0, (\alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2)]$ yani ε_t , sıfır ortalama, $(\alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2)$ varyansla normal dağılmaktadır. Hata teriminin sıfır ortalamaya sahip olması klasik en küçük kareler yönteminin varsayımlarından biri iken, hata teriminin t dönemindeki varyansının, (t-1) dönemindeki hata teriminin karesinin bir fonksiyonu olarak ele alınması ARCH modelinin getirdiği bir yeniliktir. Bir başka deyişle, ARCH modelinde koşullu varyans, hata terimlerinin karelerinin gecikmeli değerlerinin fonksiyonu olarak ifade edilmektedir. ε_t^2 'nin, kendi gecikmiş değerlerinin modele katılmasıyla t dönemindeki hata teriminin koşullu varyansı

$$h_t = \sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 \quad (14)$$

şeklinde ifade edilir ve bu süreç, ARCH(1) süreci olarak adlandırılmaktadır. Burada, koşullu varyans, hata teriminin karesinin sadece bir gecikmeli değerine bağlıdır. t-1 döneminde meydana gelen büyük bir şok, t döneminde büyük değerde bir (koşullu) varyansa neden olmaktadır. Bunu genelleştirerek ARCH (q) sürecini şu şekilde ifade edebiliriz.

$$\begin{aligned} Var(\varepsilon_t) = \sigma_t^2 = h_t &= \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \varepsilon_{t-q}^2 \\ &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 \end{aligned} \quad (15)$$

15. denklemde hata teriminin koşullu varyansı (h_t), ε_{t-1}^2 'in gerçekleşen değerine bağlıdır. ε_{t-1}^2 'in gerçekleşen değeri yüksek ise, t dönemindeki koşullu varyans yüksek olacaktır. Başka bir deyişle, denklemde katsayılara bir sınırlama getirilmiştir ve koşullu varyans denklemindeki parametreler kesinlikle negatif olamaz. Çünkü, negatif değere sahip bir koşullu varyans öngörümlemesi anlamsız olur. Bu nedenle, $\alpha_0 > 0$ ve $\alpha_i > 0$ olmaktadır. Sonuç olarak, ARCH(q) modelinde ardışık bağımlı sürecin istikrarı ya da ARCH sürecinin durağanlığının sağlanması için tüm katsayıların sıfırdan büyük ve sabit terim dışında parametrelerin toplamının birden küçük ($0 < \alpha_i < 1$) olması beklenir (Brooks, 2002: 448; Kutlar, 2000: 110-111).

Öngörülen modelin hata teriminde “ARCH etkisi”nin olduğunu test etmek için kurulan hipotez şu şekildedir (Brooks, 2002; 449);

$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_q = 0$$

$$H_1 : \alpha_1 \neq 0 \text{ veya } \alpha_2 \neq 0 \text{ veya } \dots \alpha_q \neq 0$$

$$[H_1 : \text{en az bir } \alpha_i > 0 \quad i=1,2,\dots,q]$$

Bütün α değerlerinin ($\alpha_1, \dots, \alpha_q$) sıfıra eşit olduğu dolayısıyla, hata terimleri arasında korelasyon ilişkisinin bulunmadığını gösteren sıfır hipotezi, ARCH etkisinin bulunmadığını yani, değişen varyansın olmadığını göstermektedir. Bu regresyonun açıklama gücü düşük olacağı için belirlilik katsayısı olan R^2 oldukça düşük çıkacaktır. Öte yandan, bütün α değerleri sıfırdan farklı ise, H_0 hipotezi reddedilir ve ARCH etkisinin bulunduğu dolayısıyla farklı varyansın olduğu sonucuna ulaşılır.

ARCH modeli, doğrusal olmayan bir model olduğu için parametrelerin tahminlenmesinde “en çok olabilirlik (maximum likelihood-ML)” yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntem, ortalama ve varyansı birlikte modelleme olanağı vermektedir. Dolayısıyla, ML yöntemi asimtotik olarak daha üstündür, yani öngörümleyecisi doğrusal olmayan bu yöntem kullanılarak ARCH modelinin hata terimlerine sahip bir doğrusal regresyon modelinin daha etkin öngörümlemeler vereceği kabul edilmektedir (Engle, 1982: 995; Harris ve Sollis, 2003: 225). Bu

öngörümleme yöntemiyle en uygun katsayı değerleri, log-olabilirlik fonksiyonunun maximizasyonu ile bulunur. “ARCH etkisi”nin olup olmadığına, $(p+q)$ serbestlik dereceli χ^2 dağılımına sahip olabilirlik oranı (LR) kullanılarak karar verilir. Çalışmada, $LR = -2(L_R - L_U) \sim \chi^2_{p+q}$ kullanılarak en uygun oynaklık modelleri seçilmiştir(Brooks, 2002: 492)¹⁴¹.

Öngörülen hata terimlerinin ARCH etkisi gösterip göstermediğinin belirlenmesinde kullanılan bir başka yöntem, LM (Lagrange Çarpanı) testidir. LM testinin amacı, hata terimlerinin karelerinin geçmiş değerleri arasında bir ilişki bulunup bulunmadığı test etmektir. TR^2 şeklinde hesaplanan LM test istatistiğini bulmak için, belirlilik katsayısı (R^2) ile gözlem sayısı (T) çarpılır. LM test istatistiğinin ki-kare dağılıma $[\chi^2_q]$ sahip olduğu varsayıldığı için, P-serbestlik dereceli ki-kare dağılımının tablo değeri ile karşılaştırılarak karar verilir. TR^2 değeri p-serbestlik derecesinde tablo değerinden büyük ise, ARCH etkisinin olmadığını gösteren sıfır hipotezi reddedilir ve ARCH etkisinin bulunduğu karar verilir. Öte yandan, TR^2 yeterince düşük ise, ARCH etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılır (Enders, 1995: 148-149; Harris ve Sollis, 2003: 228; Patterson, 2000: 721).

3.2.2.2. GARCH (Genelleştirilmiş ARCH) Modeli

ARCH modelinin uygulamasında, koşullu varyans denkleminde uzun gecikme yapılarının modelde kullanılmasından kaynaklanan bazı sorunlarla karşılaşmaktadır. Bu nedenle, koşullu varyans denklemindeki parametrelere bazı kısıtlar konulmuştur. Bunlardan en belirginini, hata terimi parametrelerinin artı değer alma kısıtının sağlanmasına yöneliktir. Öte yandan, eksi değerdeki varyans parametresi öngörümleyicileri ile ilgili sorunlardan kaçınmak amacıyla sabit gecikme yapısı ileri sürülmüştür. Bu kısıtların sağlanamaması ve eksi değerdeki varyanslı parametre öngörülerine ulaşılması sakıncasını gidermek amacıyla Bollerslev (1986), ARCH modelini genişleterek, hem daha fazla geçmiş bilgiye dayanan hem de daha esnek bir gecikme yapısına sahip olan bir model geliştirmiştir. Söz konusu model,

¹⁴¹ L_R ve L_U , sırasıyla, kısıtlı ve kısıtsız log-olabilirlik değerleridir.

ARCH modeline bir alternatif olmaktan çok ARCH modelinin eksikliklerini gidermeyi amaçladığı için “Genelleştirilmiş ARCH (GARCH)” olarak adlandırılmaktadır(Bollerslev, 1986: 307-308).

ARCH modelinin gecikme uzunluğunun ortaya çıkardığı olumsuzluklar, GARCH modelinin gecikmeleriyle azaldığı için daha etkin sonuçlar vermektedir. GARCH modelinin, ARCH modelinden tek farkı, koşullu varyansın gecikmeli değerinin değişken olarak modele eklenmesidir. Başka bir deyişle, ARCH(p) sürecinde koşullu varyans, sadece geçmiş örneklem varyanslarının doğrusal bir fonksiyonu iken, GARCH(p,q) süreci, gecikmeli koşullu varyansların modele eklenmesine izin vermektedir.

ε_t , kesikli-zaman stokastik süreci ve ψ_t , t zamanı boyunca varolan tüm bilgilerin oluşturduğu bilgi seti olmak üzere; koşullu varyansın, ε_t^2 ve h_t nin gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olduğu GARCH(p,q) süreci, aşağıdaki şekilde belirtilebilir(Bollerslev, 1986: 309-311) ;

$$\varepsilon_t / \psi_{t-1} \sim N(0, h_t)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \varepsilon_{t-q}^2 + \beta_1 h_{t-1} + \dots + \beta_p h_{t-p}$$

ya da

$$= \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{t-j} \quad (16)$$

ya da gecikme operatörünü (L) kullanarak,

$$= \alpha_0 + A(L) \varepsilon_t^2 + B(L) h_t \quad (17)$$

16. denklemden, aşağıda belirtilen yeterli koşullar sağlanmalıdır (Bollerslev's conditions);

$$\begin{aligned}
q)0, \quad p \geq 0 \\
\alpha_0)0, \quad \alpha_i \geq 0 \quad i=1, \dots, q \\
\beta_j \geq 0 \quad j=1, \dots, p
\end{aligned}$$

GARCH(p,q) modelinde p, GARCH terimindeki gecikmeleri; q ise, ARCH terimindeki gecikmeleri belirtmektedir. İyi tanımlanmış bir GARCH(p,q) sürecini elde edebilmek için, koşullu varyans (h_t) denklemindeki parametrelerin artı değerlere sahip olması gerekir. Ayrıca, $\alpha_1 + \beta_1 < 1$ koşulu sağlanmalıdır. Bu koşul, GARCH sürecinde hata teriminin zayıf durağan olduğunu göstermektedir.

GARCH modeli, doğrusal olmayan bir model olduğu için maximum olabilirlik yöntemi ile öngörülmektedir. “GARCH etkisi”nin olup olmadığına ise, Log Olabilirlik Değeri ya da (p+q) serbestlik dereceli χ^2 dağılımına sahip LM test istatistiği (TR^2) kullanılarak karar verilir. Dolayısıyla, log-olabilirlik oranı ya da LM testi, ARCH modelinin yanı sıra, GARCH modelinin test edilmesinde de kullanılmaktadır. ARCH modeli için kurulan hipotez göz önüne alınarak, GARCH(p,q) modeli için kurulacak hipotezler şu şekilde belirtilmektedir;

$$\begin{aligned}
H_0 : \alpha_1 = \dots \alpha_q = \beta_1 = \dots \beta_p = 0 \\
H_1 : \alpha_1 \neq 0 \dots \text{veya} \dots \alpha_q \neq 0, \beta_1 \neq 0 \dots \text{veya} \dots \beta_p \neq 0 \\
[H_1 : \text{en az bir } \alpha_i > 0, \beta_j > 0 \quad i=1,2, \dots, q \text{ ve } j=1,2, \dots, p]
\end{aligned}$$

Sonuç olarak, oynaklık modelinin seçim aşamasında GARCH(p,q) modelinde p ve q'nın düşük değerlere sahip olması, yüksek dereceli ARCH(q) modeline göre tercih edilen bir durumdur. Örneğin, GARCH(1,1) modeli, ARCH(6) modeline tercih edilir(Harris ve Sollis, 2003: 221-231).

3.2.2.3. Asimetrik Koşullu Farklı Varyans Modelleri

ARCH ve GARCH modellerinde varyansın etkisinin simetrik olduğu varsayılmaktadır. Başka bir deyişle, olumlu ya da olumsuz şokların koşullu varyansa

etkisi aynıdır. Bu iki modelde “asimetrik etki” ya da “kaldıraç etkisi (leverage effect)”nin ele alınmamasının nedeni ise, koşullu varyans denkleminde hata teriminin gecikmelerinin karelerinin alınmış olmasıdır(Harris ve Sollis, 2003: 221-233). Buradan hareketle, olumlu ya da olumsuz şokların oynaklık üzerindeki etkisinin ayrıştırıldığı birçok asimetrik koşullu varyans modeli geliştirilmiştir. GARCH modelinin türevleri olarak da belirtilen ve çalışmanın uygulama bölümünde kullanılan bu modellerden bazıları, EGARCH Modeli ve TGARCH (GJR-GARCH) Modeli olarak adlandırılmaktadır¹⁴².

3.2.2.3.1. EGARCH (Üstel GARCH) Modeli

Olumlu dalgalanmalar ya da şoklara (iyi haber) göre olumsuz dalgalanmalar ya da şokların (kötü haber), zaman serilerinin oynaklıkları üzerinde daha fazla etkili olduğu sık sık gözlenmektedir. Bu durum karşısında Nelson (1991), aynı büyüklükteki olumlu ve olumsuz şokların etkilerinin ayrıştırıldığı “EGARCH“ modelini geliştirmiştir. Böylece, oynaklıklardaki asimetrik yapıyı dikkate alan bu model yardımıyla asimetrik etkileri modellemek olanaklı olmaktadır.

ARCH ve GARCH modellerinde oynaklığın sadece “büyüklüğü“ ile ilgilenilmiştir; oynaklığın “işareti“ dikkate alınmamıştır. EGARCH modeli ise, geçmiş dönem hata terimlerinin büyüklüğünün yanı sıra, işaretine bağlı olarak varyansı açıklar. Koşullu varyans ve geçmiş dönem hataları (ε_{t-i}) arasındaki ilişkiyi ortaya koyan bu model, koşullu varyansın eksi bir değer alma olasılığını engellemek amacıyla logaritmik bir fonksiyon olarak ifade edilmektedir. Başka bir deyişle, logaritmasının alınması, EGARCH modelinde parametreler eksi değer olsa da koşullu varyansın her zaman artı değer almasını sağlar. Böylece, parametrelere yönelik kısıtlara gerek kalmamaktadır. EGARCH(p,q) modeli şu şekilde belirtilebilir(Harris ve Sollis, 2003: 234; Nelson, 1991: 350-353; Patterson, 2000: 723);

¹⁴²Belirtilen modeller dışında Integrated GARCH, Fractionally Integrated GARCH, GARCH-in-Mean, Nonlinear Asymmetric GARCH, Vektör GARCH, Asymmetric Power ARCH Modeli gibi birçok oynaklık modeli bulunmaktadır. Çalışmanın uygulama bölümü ile uyumlu olması açısından sadece uygulama bölümünde kullanılan modeller açıklanmaktadır.

$$\ln \sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i^* \left[\frac{|\varepsilon_t|}{|\sigma_{t-i}|} - \mu \right] + \sum_{j=1}^p \beta_j \ln \sigma_{t-j}^2 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \left[\frac{\varepsilon_t}{\sigma_{t-i}} \right] \quad (18)$$

$$\mu = E \left\{ \left[\frac{\varepsilon_t}{\sigma_t} \right] \right\} = \left[\frac{2}{\pi} \right] 0.5 \dots \dots \quad \varepsilon_t \sim N(0,1) \quad (19)$$

18. denklemde, α_i parametresinin eksi bir değer alması ve istatistiksel olarak anlamlı olması, asimetrik etkinin bulunduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle, $\alpha_i < 0$ ise, şokların oynaklığa etkisi asimetriktir. Dolayısıyla, olumlu şoklara göre aynı büyüklükteki olumsuz şoklar, zaman serisinin oynaklığını daha fazla artırmaktadır¹⁴³. Koşullu varyans için şokların sürekliliği ise, β ile belirtilmektedir. Sonuç olarak, EGARCH modeli, şokların ya da yeni bilgi setinin zaman serileri üzerindeki asimetrik etkisini yansıttığı için GARCH modeline göre daha üstündür.

3.2.2.3.2. TARCH (Eşiksel GARCH) Modeli

Glosten, Jaganathan, ve Runkle (1993) ve Zakoian(1994) tarafından geliştirilen TARCH (GJR-GARCH) modeli, EGARCH modelinde olduğu gibi hata terimlerinin varyansındaki asimetrik etkiyi ya da asimetrik şokların zaman serilerinin oynaklıkları üzerindeki etkisini açıklayan bir modeldir. GARCH modelindeki yapıdan tümüyle farklı olan EGARCH modelinde asimetrik etki, bağımlı değişken olan koşullu varyansın logaritmik fonksiyonu kullanılarak belirlenmektedir. Buna karşılık, TARCH modelinde asimetrik etki, başlangıçtaki GARCH modeline kukla değişken eklenmesiyle ortaya konulur. TARCH modeli şu şekilde belirtilmektedir(Harris ve Sollis, 2003: 236-237);

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma_1 \varepsilon_{t-1}^2 I_{t-1} + \beta_1 h_{t-1} \quad (20)$$

¹⁴³Olumsuz şokların, bir serinin oynaklığını daha fazla artırması olarak bilinen “asimetrik etki” ya da “kaldıraç etkisi”nin basit bir sezgisel açıklaması bulunmaktadır: Hisse senedi fiyatlarındaki düşüş, firmaların kaldıraç oranlarının yükselmesine ve dolayısıyla, hisse senetlerinin getirilerinin oynaklığının artmasına yol açar(Fernandez, 2004: 82).

20. denklemdede, $\varepsilon_{t-1} < 0$ ise $I_{t-1} = 1$ 'dir. $\varepsilon_{t-1} > 0$ ise $I_{t-1} = 0$ 'dir.

TARCH modelinde asimetrik etki teriminin (γ) artı değer alması ve istatistiksel olarak anlamlı olması, asimetrik etkinin bulunduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, $\gamma > 0$ ise, olumlu şoklara göre aynı büyüklükteki olumsuz şoklar zaman serisinin oynaklığını daha fazla artırmaktadır.

3.2.3. Koşulsuz Varyansta Yapısal Kırılma ve Oynaklığın Süregenliği

Bu alt bölümde, varyansta yapısal kırılmaların içsel olarak belirlendiği yöntem ele alınmaktadır. Bu yöntem ile amaçlanan, kırılma tarihlerinin ilgili oynaklık modellerine kukla değişken olarak eklenmesiyle birlikte belirli bir şokun makroekonomik zaman serilerinin oynaklığının süregenliğine etkisini öngörmektir. Böylece, hata teriminin varyansında (koşulsuz varyans) meydana gelen içsel kırılmaları dikkate alarak şokların makroekonomik zaman serilerinin oynaklığında süregenliğe yol açıp açmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

“Oynaklığın süregenliği” ya da oynaklığa yönelik şokların süreklilik göstermesi, varolan bilginin bütün zaman dilimleri için koşullu varyansın öngörülenmesinde önemli olması anlamına gelmektedir(Engle ve Bollerslev, 1986: 27). Özellikle döviz kuru oynaklığının süregenlik göstermesi, bütün ekonomiyi etkileyebilir. Yazında, içsel olarak belirlenen kırılma tarihlerinin oynaklık modellerine katılmasıyla birlikte şokların, zaman serilerinin oynaklığının süregenliğine etkisinin azalması beklenmektedir. Oynaklığın süregenliğine ilişkin bulguları ortaya koymak amacıyla bu çalışmada, Malik (2003)'in çalışması temel alınmaktadır.

Zaman serilerinin koşulsuz varyansında ani değişim(ler) ya da kırılma(lar), Inclan ve Tiao (1994) tarafından geliştirilen ICSS (Yinelenen Birikimli Kareler Toplamı, Iterated Cumulated Sum of Squares) algoritması ile öngörülmektedir. Böylece, ekonomik veya siyasal olayların ya da finansal piyasalarda meydana gelen

bir şokun, zaman serilerinin varyansında yol açtığı ani değişimler belirlenebilmektedir.

Gözlem sayısı T ve varyansta toplam değişim (kırılma tarihi) sayısı N_T , σ_j^2 , $j = 0, 1, \dots, N_T$ ve varyansta değişim noktaları $1 < t_1 < \dots < t_{N_T} < T$ olmak üzere σ_t^2 şu şekilde belirtilmektedir (Malik, 2003: 219-220);

$$\sigma_t^2 = \begin{cases} \tau_0^2 & \dots & 1 < t < t_1 \\ \tau_1^2 & \dots & t_1 < t < t_2 \\ \dots & & \\ \tau_{N_T}^2 & \dots & t_{N_T} < t < T \end{cases} \quad (21)$$

Bir oynaklık serisinin içindeki farklı zaman dilimlerinde meydana gelen çoklu değişim ya da kırılma noktalarını (varyansta kırılma) sistematik bir şekilde öngörmek amacıyla hata terimlerinin karelerinin birikimli toplamı kullanılmaktadır. Bu toplam, $C_k = \sum_{t=1}^k \varepsilon_t^2$, $k = 1, 2, \dots, T$, olarak belirtilmektedir. Burada, $\{\varepsilon_t\}$, ortalaması sıfır ve koşulsuz varyansın yukarıdaki denklemde belirtilen σ_t^2 olduğu ilişkisiz şans değişkeni (uncorrelated random variables) serisidir. Hata terimlerinin karelerinin birikimli toplamının merkezi değeri (D_k test istatistiği) ise, şu şekilde hesaplanmaktadır (Inclan ve Tiao, 1994: 913-914);

$$D_k = \frac{C_k}{C_T} - \frac{k}{T}, \quad k = 1, 2, \dots, T \quad \text{ve} \quad D_0 = D_T = 0 \quad (22)$$

Serinin varyansında herhangi bir değişim söz konusu değilse (sabit varyans), 22. denklemde, D_k test istatistiği sifıra yakın bir değer almaktadır. Bu durumda, k 'nin farklı değerlerine karşı çizilen D_k istatistiği yatay bir doğruya benzemektedir. Varyansta ani bir değişimin olması durumunda ise, D_k , sifirdan farklı değerlere doğru yönelmektedir. D_k 'nin grafiği belirli sınırlar içinde dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu sınırlar, sabit koşulsuz varyans varsayımı altında D_k 'nin asimtotik dağılımından elde edilmektedir. Başka bir deyişle, sifır hipotezinin sabit varyans

olduğu durumda D_k 'nın dağılımından elde edilen kritik değerler ile varyanstaki değişim belirlenmektedir. D_k 'nın mutlak değerinin en yüksek olduğu değerin ($\max_k |D_k|$) kritik değerden büyük olması durumunda sıfır hipotezi reddedilir. Yani, varyansta değişim söz konusudur. $\max_k |D_k|$ 'nın ulaşıldığı noktada k 'nın değerinin k^* olduğu varsayılmaktadır. D_k 'nın mutlak değerinin en yüksek olduğu değerin önceden belirlenen sınırları (güven aralığı) aşması durumunda, varyanstaki değişim k^* 'a yakın bir noktada gerçekleşir. k^* , varyanstaki değişimin öngörümleyicisidir. Başka bir deyişle, $\max_k \sqrt{T/2} |D_k|$ 'nın önceden belirlenen sınırların dışında yer alması durumunda, k^* serideki varyans değişiminin zamanını gösterir. $\sqrt{T/2}$, dağılımın standart hale getirilmesi için kullanılmaktadır. Öte yandan, $\max_k \sqrt{T/2} |D_k|$ 'nın asimtotik dağılımının % 95'ini gösteren kritik değer 1.358 olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla, +/- 1.358, D_k 'nın grafiğinin bulunduğu alt ve üst sınırları göstermektedir. D_k 'nın bu sınırların dışına çıkması durumunda varyansta değişim ya da kırılma meydana gelmektedir. Çoklu kırılmanın olması halinde ise, “gizleme etkisi (masking effect)” nedeniyle varyanstaki değişimi belirlemek zordur. Bu durumda, varyanstaki kırılma noktalarının öngörülmesi, seriyi farklı zaman dilimlerine ayırarak olanaklıdır. ICSS algoritması, D_k 'nın farklı zaman dönemlerinde ardışık (ard arda) uygulanması ile çalışmaktadır. Bu farklı dönemler ise, D_k 'nın belirlediği kırılma noktaları ile öngörülmektedir. Örneğin, ilk kırılma noktasına kadar geçen süre birinci dönem olarak belirlenirken, birinci ve ikinci kırılma noktaları arasındaki dönem ikinci dönem olarak belirlenmektedir (Inclan ve Tiao, 1994: 913-916, Malik, 2003: 220).

3.2.4. Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi

Bu alt bölümün amacı, 1980'den günümüze kadar Türkiye'de ilan edilen ve gerçekte uygulanan kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisinin incelenmesinde kullanılan yöntemi ele almaktır. Merkez Bankasının resmi kur taahhüdü ile gerçekte uygulanan kur rejimlerinin ele alınan değişkenlerin oynaklığına etkisini karşılaştırmak amacıyla analizler farklı kur rejimleri

sınıflandırması kapsamında yapılmaktadır. Bu amaçla, her iki sınıflandırma (ilan edilen ve gerçekte uygulanan kur rejimleri) kapsamındaki her bir kur rejimi dönemi için yapısal kırılma(lar) dikkate alınarak oluşturulan oynaklık serilerinin ortalamalarının istatistiksel olarak birbirinden farklı olup olmadığını belirlemek için t-testi kullanılmıştır. Koşulsuz varyansta kırılmanın modele eklendiği yeni oynaklık serilerinin ortalamalarını farklı kur rejimleri dönemlerinde karşılaştırmak daha anlamlı olmaktadır. t-test kapsamında ele alınan hipotezler;

$$H_0 : \mu_{reg1} - \mu_{reg2} = 0$$

$$H_1 : \mu_{reg1} - \mu_{reg2} > 0$$

Sıfır hipotezinin reddedilmesi için t-değerinin t-kritik değerden büyük olması ($t > t_{\alpha, d, f}$) gerekir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi ise, iki oynaklık serisinin farklı kur rejimlerinde birbirinden farklı davranış gösterdiğini ve dolayısıyla bu serilerin kur rejimi değişimlerine karşı duyarlı olduğunu belirtmektedir. Buna karşılık, sıfır hipotezinin reddedilemediği durumda, farklı kur rejimlerinde oynaklık serilerinin ortalamasındaki değişimin aynı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Dolayısıyla, iki oynaklık serisinin ortalamasının istatistiksel olarak birbirinden farklı olmaması, bu serilerin kur rejimi değişimlerine karşı duyarsız olduğunu göstermektedir.

3.3. KUR REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞINA ETKİSİNE YÖNELİK UYGULAMA: 1982-2007

Bu alt bölümün temel amacı, 1980 sonrasında Türkiye’de farklı kur rejimi sınıflandırmaları kapsamındaki kur rejimlerinin (yasal ve fiili kur rejimleri), makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini inceleyen uygulamalı bir çalışma ortaya koymaktır. Böylece, yazında Baxter ve Stockman (1989), Flood ve Rose (1995), Aristotelous (2001) ve Singh (2002) gibi çalışmalar tarafından desteklenen “kur rejimi yansızlığı”nın ya da “oynaklık çelişkisi”nin varlığı incelenmektedir. Yasal ve fiili kur rejimlerinden en çok etkilenen makroekonomik değişkenlerin

oynaklığının belirlenmesi, kur rejimi tercihinin önemine ilişkin parasal yetki kurumuna yol gösterici olmaktadır. Uygulamaya ilişkin bulguların, yasal ve fiili olmak üzere farklı kur rejimleri sınıflandırması kapsamında verilmesinin üç nedeni bulunmaktadır. Birincisi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, “dalgalanma korkusu hipotezi” ve “sabitlenme korkusu hipotezi”ne bağlı olarak resmi kur uygulamaları ile gerçekte uygulanan kur rejimleri arasında farklılıkların söz konusu olmasıdır. İkincisi, Türkiye’de 1980 sonrası dönemde birçok kur rejiminin uygulanmış olması, yasal ve fiili kur rejimlerinde farklılıkların olabileceği beklentisini beraberinde getirmektedir. Son olarak, yapılan karşılaştırmalı analiz, politika önerilerinin daha güçlü olmasına neden olmaktadır.

Yazında, kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisini Türkiye bağlamında inceleyen çalışmalara bakıldığında, bu çalışmaların kur rejimlerini ve makroekonomik değişkenlerin oynaklığını ayrı ayrı ele aldığı ya da kur oynaklığı ile diğer değişkenleri ilişkilendirdiği görülmektedir. Bu çalışmalardan bazıları, kur rejimi tercihi (Altay, 2007; Altay ve Güçlü, 2005), kur oynaklığı (Selçuk, 2004), üretim oynaklığı (Berument ve Paşaoğulları, 2003), faiz oynaklığı (Aydın ve Özcan, 2005), kur oynaklığı ile hisse senedi piyasası oynaklığı ilişkisi (Kasman, 2006; Salman ve Salih, 1999), kur oynaklığı ya da parite oynaklığı ile dış ticaret ilişkisini (Doğanlar, 2002; Kahyaoğlu ve Utkulu, 2006; Kasman ve Kasman, 2005; Vergil, 2002) ele almaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmayla, hem kur rejimleri hem de makroekonomik değişkenlerin oynaklığı birlikte incelenmektedir. Ayrıca, mevcut yazında ayrı ayrı ele alınan makroekonomik değişkenlerin oynaklığı reel, finansal ve parasal değişkenler ayrımı yapılarak bir bütün halinde ele alınmaktadır. Bu bağlamda, var olan yazındaki boşluğun giderilmesi amaçlanmaktadır.

Uygulamalı bölüm, birkaç aşamadan oluşmaktadır. İlk olarak, çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler reel, finansal ve parasal değişkenler ayrımı yapılarak tanımlanmakta ve değişkenlerin durağanlıkları sınanmaktadır. İkinci aşamada, her bir değişken için uygun simetrik ya da asimetrik oynaklık modeli seçilmektedir. Üçüncü aşamada, oynaklık serilerinden elde edilen hata terimlerinin varyansında (koşulsuz varyans) yapısal kırılma(lar) içsel olarak öngörülmekte ve

kırılma tarih(ler)inin önceden belirlenmiş oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte ilgili oynaklık modelinin yapısının değişip değişmediği ve ele alınan makroekonomik değişkenlerin oynaklığının süregelenlik gösterip göstermediği araştırılmaktadır. Son olarak, farklı kur rejimi sınıflandırmaları (yasal ve fiili kur rejimleri) çerçevesinde kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisinin incelendiği uygulamaya ilişkin bulgular ortaya konulmaktadır.

3.3.1. Değişkenlerin Tanımlanması

Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler reel, finansal ve parasal olmak üzere üç grupta toplanmaktadır (Tablo 10)¹⁴⁴. Reel değişkenler, sanayi üretim endeksi, tüfe bazlı enflasyon oranı, ihracat hacmi ve ithalat hacminden oluşmaktadır. Finansal değişkenler, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, bankalar arası para piyasası faiz oranı, toplam YTL mevduat, döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksidir. Parasal değişkenler arasında ise, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi, M2, cari işlemler hesabı, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler, yurtiçine doğrudan yatırım girişleri ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri yer almaktadır. Çalışmada kullanılan aylık veriler, TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'nden ve IMF-International Financial Statistics (IFS)'ten elde edilmiştir. Örneklem, 1982-2007 yıllarını kapsamaktadır.

¹⁴⁴Parasal ve finansal değişkenler arasında kesin bir ayrım söz konusu değildir. Örneğin, nominal döviz kuru, M2 ve döviz rezervleri bazı kaynaklarda finansal değişken olarak belirtilmektedir.

Tablo 10: Çalışmada Kullanılan Değişkenler: 1982-2007

	Tanım	Dönem	Kaynak	
			EVDS	IFS
Reel Değişkenler⁽¹⁾				
süre	Sanayi üretim endeksi ⁽²⁾	1985:01-2007:07		☑
tüfe	Tüfe bazlı enflasyon oranı ⁽³⁾	1982:01-2007:08		☑
İhr	İhracat hacmi	1982:01-2007:05		☑
İth	İthalat hacmi	1982:01-2007:05		☑
Finansal Değişkenler				
mevf	3-ay vadeli mevduat faizi oranı	1982:01-2007:07		☑
paraf	Bankalar arası para piyasası faiz oranı	1986:04-2007:07		☑
ytlm	Toplam YTL mevduat ⁽⁴⁾	1986:01-2007:07	☑	
Dth	Döviz tevdiat hesapları ⁽⁵⁾	1986:01-2007:07	☑	
kredi	Bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ⁽⁶⁾	1986:01-2007:07	☑	
imkb100	Hisse senedi fiyat endeksi, ulusal-100 ⁽⁷⁾	1988:01-2007:10	☑	
Parasal Değişkenler				
nkur	Nominal döviz kuru ⁽⁸⁾	1982:01-2007:10	☑	
rkur	Reel efektif döviz kuru endeksi ⁽⁹⁾	1982:01-2007:09	☑	
m2	M2	1986:01-2007:07	☑	
cari	Cari işlemler hesabı	1991:12-2007:08	☑	
Fin	Finans hesabı ⁽¹⁰⁾	1991:12-2007:08	☑	
Py	Portföy hesabı-yükümlülükler	1991:12-2007:06	☑	
ydy	Yurtiçine doğrudan yatırım girişleri	1991:12-2007:08	☑	
Rez	Merkez Bankası brüt döviz rezervleri	1982:01-2007:08	☑	

⁽¹⁾Reel değişkenler arasında işsizlik oranı, tüketim harcamaları, yatırım harcamaları ve toplam tasarruflar da yer almaktadır. Ancak, Türkiye’de aylık işsizlik oranları Ocak 2005’ten bu yana yayımlandığı ve diğer değişkenlerin aylık bazda bulunamaması nedeniyle bu değişkenler çalışmada kullanılmamaktadır.

⁽²⁾Sanayi üretim endeksinin baz yılı 2000’dir.

⁽³⁾Tüfe (tüketici fiyat endeksi) bazlı enflasyon oranı hesaplanırken kullanılan endeksin baz yılı 2000’dir.

⁽⁴⁾Toplam YTL mevduatı, vadeli ve vadesiz YTL mevduatları toplamından oluşmaktadır.

⁽⁵⁾Döviz tevdiat hesapları, yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatlarından oluşmaktadır.

⁽⁶⁾Bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, Merkez Bankası, mevduat bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları ve katılım bankalarının kredi hacmi toplamından oluşmaktadır.

⁽⁷⁾Hisse senedi fiyat endeksinin kapanış fiyatları alınmıştır.

⁽⁸⁾Nominal döviz kuru YTL dönüşümü yapılmış ABD doları döviz alış kurudur.

⁽⁹⁾Reel efektif döviz kuru endeksi, tüketici fiyat endeksi bazlıdır ve baz yılı 1995’tir.

⁽¹⁰⁾Finans hesabı, yurtiçinde ve yurtdışında doğrudan yatırımlar, portföy hesabı varlık ve yükümlülükler ve diğer yatırımları (varlık ve yükümlülükler) kapsamaktadır.

Kaynak:

<http://www.financial-indicators.org/resources/financing-growth.pdf>, <http://www.fedstats.gov/cgi-bin/imf/imf.cgi#real>,

http://www.cbs.gov.il/indicators/ind_tab14e.shtml,

[http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/macroeconomic_indicators/\\$File/AHLMAKRO200709.xls](http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/macroeconomic_indicators/$File/AHLMAKRO200709.xls),

http://aric.adb.org/macro_indicators.php,

Pill ve Pradhan, 1995, s.9-10

Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo11’de yer almaktadır. “Basıklık” değerinin, 3’ün oldukça üzerinde seyrettiği (aşırı basıklık) değişkenler tüfe bazlı enflasyon oranı ve portföy hesabı-yükümlülüklerdir. Bu bulgu, dağılımın ortalamada aşırı sivrilik gösterdiğini ve bu serilerin leptokurtik dağılım (çokbasık dağılım ya da şişman kuyruk) özelliğine sahip olduğunu belirtmektedir. Öte yandan, serinin ortalaması etrafında dağılımının asimetri ölçüsü olan “çarpıklık”

değerinin eksi değer alması ise, dağılımın uzun sol kuyruğa sahip olduğunu ve serilerdeki büyük olumsuz hareketlerin aynı büyüklükteki olumlu hareketlerle eşleşmediğini göstermektedir. Ele alınan değişkenlerin birçoğunun çarpıklık değerinin eksi olduğu görülmektedir. Ayrıca, Jarque-Bera istatistiği, serilerin normal dağılmadığını ortaya koymaktadır¹⁴⁵.

¹⁴⁵ χ^2_2 dağılan Jarque-Bera istatistiğinin kritik değeri, % 5 'te 5.991, % 10'da 4.605'tir.

Tablo 11: Tanımlayıcı İstatistikler

Reel Değişkenler								
	süre	tüfe	ihr	ith				
Ortalama	4.438	0.033	7.376	7.815				
Ortanca	4.452	0.030	7.363	7.813				
En Büyük	4.983	0.220	9.116	9.605				
En Küçük	3.725	-0.009	5.863	6.410				
Stand.Sapma	0.277	0.024	0.794	0.820				
Çarpıklık	-0.104	1.748	0.236	0.202				
Basıklık	2.311	12.936	2.273	2.102				
Jarque-Bera	5.851	1419.288	9.516	12.300				
Gözlem Say.	271	307	305	305				
Finansal Değişkenler								
	mevf	paraf	ytlm	dth	kredi	imkb100		
Ortalama	3.906	3.869	14.379	13.966	14.459	6.983		
Ortanca	3.921	4.060	14.643	14.575	14.819	7.780		
En Büyük	4.881	5.992	19.101	18.520	19.181	10.939		
En Küçük	2.901	2.583	8.903	7.075	8.949	1.334		
Stand.Sapma	0.429	0.599	3.350	3.721	3.199	2.916		
Çarpıklık	-0.541	-0.231	-0.126	-0.300	-0.190	-0.400		
Basıklık	2.684	3.783	1.536	1.611	1.605	1.794		
Jarque-Bera	16.235	8.808	23.818	24.716	22.566	20.751		
Gözlem Say.	307	256	259	259	259	238		
Parasal Değişkenler								
	nkur	rkur	m2	cari	fin	py	ydy	rez
Ortalama	-3.572	4.773	14.486	-643.730	903.402	317.957	4.506	8.937
Ortanca	-3.301	4.766	14.694	-356	611	165	4.276	8.877
En Büyük	0.504	5.186	19.597	1105	10149	3957	8.790	11.182
En Küçük	-8.873	4.356	8.984	-4099	-6920	-4880	2.397	6.652
Stand.Sapma	3.232	0.175	3.382	1113.127	2013.673	1053.876	1.246	1.348
Çarpıklık	-0.104	0.233	-0.093	-1.165	0.879	-0.329	1.131	-0.187
Basıklık	1.486	2.570	1.581	3.830	6.691	8.619	4.362	1.653
Jarque-Bera	30.161	5.177	22.093	48.190	131.618	249.425	54.914	25.057
Gözlem Say.	310	309	259	189	189	187	189	308

Not: Bütün değişkenlerin logaritması alınmıştır. Ancak, cari, fin ve py serilerinde bulunan eksi değerler nedeniyle bu serilerin logaritması alınmamıştır.

Belirtilen dönemler için serilerin durağanlığını test etmek amacıyla geleneksel ve yapısal kırılmanın dikkate alındığı birim kök testleri uygulanmıştır¹⁴⁶. Tablo 12’de logaritmik serilerin düzey ve birinci farkına uygulanan Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi sonuçları yer almaktadır. Durağanlığın alternatif hipotezde sınırıldığı ADF testinin sonuçlarına göre, sanayi üretim endeksi, tüfe bazlı enflasyon oranı, ihracat hacmi, ithalat hacmi, 3 ay vadeli mevduat faizi oranı, bankalar arası para piyasası faiz oranı, döviz tevdiat hesapları, hisse senedi fiyat endeksi, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi, M2, cari işlemler hesabı, yurtiçine doğrudan yatırım girişleri ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri serilerinin düzey

¹⁴⁶Birim kök testleri, serilerin logaritmasına uygulanmıştır. Ancak, cari işlemler hesabı, finans hesabı ve portföy hesabı-yükümlülükler gibi serilerde bulunan eksi değerler nedeniyle bu serilerin logaritması alınmamıştır.

değerlerine ait hesaplanan ADF test istatistiği kritik değerlerden daha düşüktür. Başka bir deyişle, bu seriler düzey durağan değildir. Serilerin birinci farkında ADF test istatistiğinin kritik değerlerden daha büyük olması ise, bu serilerin birinci dereceden bütünleşik ya da $I(1)$ özelliğine sahip olduğunu göstermektedir. Buna karşılık, finans hesabı ve portföy hesabı-yükümlülükler gibi serilerin düzey ve birinci farkında birim kök söz konusu değildir. Başka bir deyişle, bu seriler $I(0)$ 'dır. Öte yandan, toplam YTL mevduatı ve bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi serilerinin ikinci farkı alınarak boş hipotez reddedilebilmektedir. Dolayısıyla, bu seriler, ikinci dereceden bütünleşik ya da $I(2)$ 'dir.

Tablo 12: Birim Kök Testleri: ADF

	Düzyey		Birinci Fark	
	Trendli	Trendsiz	Trendli	Trendsiz
Reel Değişkenler				
süre	-2.507(12)	-0.643(12)	-5.127(12)*	-5.133(12)*
tüfe	-1.929(12)	-1.417(12)	-11.126(10)*	-8.411(11)*
ihr	-0.843(12)	1.389(12)	-5.815(12)*	-5.690(12)*
ith	-2.757(12)	0.350(12)	-4.506(12)*	-4.455(12)*
Finansal Değişkenler				
mevf	-1.654(4)	-1.339(4)	-8.844(4)*	-9.211(3)*
paraf	-2.215(5)	-1.464(5)	-9.905(4)*	-9.859(4)*
ytlm	-0.737(12)	-1.615(12)	-2.888(12)	-2.529(12)
dth	1.148(3)	-2.697(3)***	-6.885(2)*	-6.114(2)*
kredi	-1.735(12)	-1.164(12)	-2.094(12)	-1.882(12)
imkb100	-1.989(3)	-1.562(5)	-7.133(4)*	-7.025(4)*
Parasal Değişkenler				
nkur	1.554(2)	-1.929(3)	-11.105(0)*	-7.521(2)*
rkur	-2.967(2)	-1.843(2)	-10.307(2)*	-10.206(2)*
m2	-0.888(12)	-1.150(12)	-3.450(12)**	-3.339(12)**
cari	-1.410(12)	-0.128(12)	-4.083(12)*	-3.935(12)*
fin	-4.259(2)*	-3.415(2)**	-7.229(8)*	-9.403(4)*
py	-6.045(3)*	-5.594(3)*	-7.404(11)*	-7.367(11)*
ydy	-1.355(9)	-0.103(9)	-8.105(8)*	-7.907(8)*
rez	-3.103(1)	-0.305(1)	-16.207(0)*	-16.226(0)*

*, **, ***, sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde reddedilen boş hipotezi göstermektedir. Parantez içinde AIC (Akaıke Bilgi Kriteri)'ne göre belirlenmiş optimal gecikme sayısı yer almaktadır. Test istatistikleri MacKinnon (1991) kritik değerleriyle karşılaştırılmıştır.

Olası tek yapısal kırılmanın dikkate alındığı Zivot ve Andrews (1992) testi (ZA) sonuçları Tablo 13'te yer almaktadır¹⁴⁷. ZA testi sonuçlarına göre, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri gibi serilere ait hesaplanan en küçük değerdeki test istatistiği kritik değerden daha büyüktür. Dolayısıyla, bu seriler için boş hipotezin reddedilmesi bu serilerin düzey durağan ya da $I(0)$ olduğunu belirtmektedir. Öte yandan, diğer seriler, $I(1)$ ya da $I(2)$ özelliği göstermektedir. Diğer serilerin bütünleşme derecesini öngörmek amacıyla, bu serilerin birinci farkına ZA testi uygulanmıştır. Sonuç olarak, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve cari işlemler hesabı serilerinin $I(2)$; diğer serilerin ise, $I(1)$ olduğu ortaya çıkmaktadır. Finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler ve yurtiçinde doğrudan yatırımlar gibi finansal sermaye hareketlerine ilişkin serilerde meydana gelen yapısal kırılmaların 2000-2001 krizlerinden birkaç ay önce ya da sonra olması dikkat çekicidir¹⁴⁸.

¹⁴⁷Çalışmada, ZA birim kök testinin hem sabitte hem eğimde kırılmanın göz önüne alındığı C Modeli uygulanmıştır. Ayrıca, çalışmada olası iki kırılmanın söz konusu olduğu Lumsdaine ve Papell (1997) birim kök testi de uygulanmıştır. Elde edilen bulgular, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler, nominal kur, reel kur, bankalararası para piyasası faiz oranı, hisse senedi fiyat endeksi serilerinin $I(0)$; ithalat hacmi ve bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi serilerinin $I(2)$ ve diğerlerinin $I(1)$ olduğu yönündedir. Uygulama bölümünün devamı, ZA birim kök testi sonuçlarına dayanmaktadır.

¹⁴⁸ZA birim kök testinde, birim kök olmayıp sadece kırılmanın olduğunu gösteren alternatif hipotezin reddedilemediği durumda kırılma tarihleri yorumlanmaktadır.

Tablo 13: Kırılmalı Birim Kök Testi: Zivot ve Andrews (1992)

	TB	ρ	θ	γ	β	k
Reel Değişkenler						
süre	2000:11	-0.386 (-4.459)	-0.069 (-3.699)	0.001 (3.766)	0.001 (4.169)	12
tüfe	1994:02	-0.959 (-5.365)	0.016 (3.109)	-0.001 (-4.934)	0.000 (3.191)	12
ihr	1998:10	-0.285 (-3.731)	-0.109 (-3.247)	0.002 (4.215)	0.002 (3.673)	12
ith	2000:11	-0.347 (-5.382)	-0.170 (-4.230)	0.004 (4.741)	0.003 (5.343)	12
Finansal Değişkenler						
mevf	1997:06	-0.132 (-4.703)	0.018 (0.790)	-0.002 (-4.183)	0.001 (3.194)	3
paraf	1998:07	-0.283 (-4.363)	0.028 (0.436)	-0.007 (-3.707)	0.001 (2.084)	5
ytlm	2000:09	-0.030 (-2.724)	-0.002 (-0.156)	-0.001 (-2.880)	0.002 (2.786)	12
dth	2001:01	-0.063 (-3.874)	0.013 (0.930)	-0.003 (-4.201)	0.004 (3.856)	12
kredi	1996:05	-0.054 (-5.073)	0.046 (3.596)	-0.001 (-4.932)	0.003 (5.226)	12
imkb100	1999:01	-0.178 (-5.504)	0.114 (3.078)	-0.005 (-4.855)	0.009 (5.212)	12
Parasal Değişkenler						
nkur	2001:01	-0.022 (-2.925)	0.015 (1.287)	-0.002 (-4.249)	0.001 (3.053)	2
rkur	1985:11	-0.089 (-4.938)	-0.027 (-2.308)	0.000 (0.918)	-0.000 (-0.414)	1
m2	1994:03	-0.03 (-3.084)	0.068 (4.365)	-0.000 (-1.267)	0.001 (2.691)	12
cari	2001:01	-0.481 (-4.335)	550.517 (3.276)	-22.090 (-4.109)	-1.981 (-1.163)	12
fin	2000:08	-0.799* (-11.240)	-1777.290 (-3.932)	57.970 (6.108)	2.673 (0.563)	0
py	2000:07	-0.929* (-7.429)	-713.477 (-2.474)	23.323 (3.718)	0.089 (0.027)	3
ydy	2001:12	-0.953** (-5.137)	-1.891 (-4.895)	0.058 (5.394)	0.009 (2.986)	12
rez	1994:05	-0.099 (-4.200)	0.060 (2.766)	-0.001 (-2.185)	0.002 (3.512)	12

Not: Model C için kritik değerler, 1%, 5% ve 10% düzeyinde sırasıyla -5.57, -5.08 ve -4.82 olarak belirtilmektedir. k , serilerdeki gecikme uzunluğunu göstermektedir. İlgili katsayıların t istatistiği, parantez içinde verilmektedir. *, %1 düzeyinde reddedilen boş hipotezi göstermektedir.

3.3.2. Makroekonomik Oynaklık Modellerinin Öngörülenmesi

Gerekli katsayı koşullarını sağlayan ve en yüksek değerdeki logaritmik olasılık fonksiyonun seçilmesiyle elde edilen makroekonomik oynaklık modelleri Tablo 14’te yer almaktadır. Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenlerin çoğunun simetrik oynaklık modelleriyle açıklandığı görülmektedir. Bu değişkenlerin bazıları ARCH modeliyle, bazıları da GARCH modeliyle açıklanmaktadır. Ancak, birçok değişkenin ARCH modeline uygun olduğu dikkat çekmektedir. Tüfe bazlı enflasyon oranı, ihracat hacmi, ithalat hacmi, bankalar arası para piyasası faiz oranı, toplam YTL mevduat, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, nominal döviz kuru, finans hesabı ve portföy hesabı-yükümlülükler GARCH(1,0) ya da ARCH modeline uygun değişkenler arasında yer almaktadır. Bu değişkenlerin ARCH etkisine sahip olması, oynaklık serilerinin sadece kısa dönemli rassal şoklardan etkilendiğini göstermektedir. Öte yandan, bu değişkenler arasında en güçlü ARCH etkisine sahip olanlar, bankalar arası para piyasası faiz oranı, nominal döviz kuru ve finans hesabıdır(ARCH terimi sırasıyla 0.822, 0.889 ve 0.852). Genel olarak, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklıklarının kısa dönemli rassal şoklardan daha fazla etkilenmesi beklenen bir sonuçtur. Ancak, daha az olmakla birlikte reel değişkenlerin oynaklıklarının da kısa dönemli şoklardan etkilendiği görülmektedir. Dolayısıyla, finansal ve parasal değişkenler öncelikli olmak üzere çoğu makroekonomik değişkenin oynaklığının kısa dönemli şoklardan daha fazla etkilenmesi, genel ekonomik yapının ani şoklara açık olduğunu göstermektedir.

Birçok çalışmada makroekonomik zaman serilerinin çoğunun GARCH(1,1) ile modellendiği görülmektedir. Bunun nedeni, GARCH(1,1) modelinin en basit ve en güçlü simetrik oynaklık modeli olmasıdır. Bu çalışmada ise, sadece döviz tevdiat hesapları, cari işlemler hesabı ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri gibi değişkenler GARCH(1,1) özelliği göstermektedir. Kısa ve uzun dönemli şokların döviz tevdiat hesapları oynaklığına etkisine ilişkin belirgin bir farklılık söz konusu olmamasına karşın (ARCH ve GARCH terimleri sırasıyla, 0.380 ve 0.292); cari işlemler hesabı oynaklığının kısa dönemli şoklardan daha fazla etkilendiği dikkat çekmektedir (ARCH ve GARCH terimleri sırasıyla, 0.485 ve 0.226). Buna karşılık, yurtiçine

doğrudan yatırım girişleri oynaklığı daha çok uzun dönemli şoklardan etkilenmektedir (ARCH ve GARCH terimleri sırasıyla, 0.321 ve 0.660). Öte yandan, yurtiçine doğrudan yatırım girişlerine yönelik şokların kalıcılığının arttığı ($\alpha_1 + \beta_1 = 0.981$) görülmektedir. Hisse senedi fiyat endeksi ise, GARCH(1,2) modeli ile açıklanmaktadır. Bu değişkenin oynaklığının da uzun dönemli şoklardan daha fazla etkilendiği dikkat çekmektedir (ARCH ve GARCH terimleri sırasıyla, 0.158 ve 0.026, 0.803). Ayrıca, hisse senedi fiyat endeksine yönelik şokların kalıcılığı da artmaktadır ($\alpha_1 + \beta_1 = 0.987$). Sonuç olarak, yurtiçine doğrudan yatırım girişleri ve hisse senedi fiyat endeksinin güçlü bir GARCH etkisine sahip olması (GARCH terimleri sırasıyla, 0.660 ve 0.829), bu değişkenlerin oynaklıklarının uzun dönemli şoklardan daha fazla etkilendiğini ortaya koymaktadır. Bu bulgu, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklıklarının kısa dönemli rassal şoklardan daha fazla etkilenmesi yönündeki beklentinin tersine bir sonuçtur. Aynı zamanda, rassal şokların belirtilen değişkenlerin oynaklığına yönelik kalıcı bir etkisi söz konusudur. Dolayısıyla, belirli bir zamanda ortaya çıkan bir şokun, hisse senedi fiyat endeksi ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri oynaklığı üzerindeki etkisi uzun süreli olmaktadır.

Tablo 14'te, aynı zamanda, asimetric oynaklık modelleriyle açıklanan makroekonomik değişkenlerin de yer aldığı görülmektedir. Sanayi üretim endeksi, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, reel efektif döviz kuru endeksi ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri TARARCH(1,1) ya da GJR-GARCH(1,1) modeliyle açıklanırken; M2, EGARCH(1,1) ile modellenmektedir. Genel olarak bakıldığında, Özellikle parasal ve finansal değişkenlerin oynaklığının daha fazla asimetric etki göstermesi ya da olumlu şoklara göre olumsuz şoklardan daha fazla etkilenmesi beklenen bir sonuçtur. Ancak, reel değişken olan sanayi üretim endeksi oynaklığının bu etkiye sahip olması, söz konusu değişkenin oynaklığının iç ya da dış kaynaklı olumsuz şoklara karşı kırılğan bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 14: Öngörülen Makroekonomik Oynaklık Modelleri

	α_0	$\alpha_1^{(1)}$	$\beta_1^{(2a)}$	$\beta_2^{(2b)}$	$(\alpha_1 + \beta_i)$	$\alpha_i^{(3)}$	$\gamma_i^{(4)}$	Log-L	AIC
Reel Değişkenler									
süre	0.001 (0.003)	-0.102 (0.009)	0.708 (0.000)	-	-	-	0.433 (0.001)	303.524	-2.211
tüfe	0.0003 (0.000)	0.219 (0.052)	-	-	-	-	-	750.875	-4.888
ihr	0.015 (0.000)	0.432 (0.000)	-	-	-	-	-	150.720	-0.972
ith	0.017 (0.000)	0.420 (0.000)	-	-	-	-	-	134.474	-0.865
Finansal Değişkenler									
mevf	0.001 (0.000)	0.825 (0.000)	0.375 (0.000)	-	-	-	0.795 (0.002)	428.332	-2.767
paraf	0.027 (0.000)	0.822 (0.000)	-	-	-	-	-	41.103	-0.299
ytlm	0.001 (0.000)	0.263 (0.001)	-	-	-	-	-	467.348	-3.600
dth	0.001 (0.000)	0.380 (0.001)	0.292 (0.029)	-	0.672	-	-	430.479	-3.306
kredi	0.002 (0.000)	0.388 (0.001)	-	-	-	-	-	388.880	-3.003
imkb100	0.000 (0.662)	0.158 (0.001)	0.026 (0.753)	0.803 (0.000)	0.987	-	-	160.093	-1.309
Parasal Değişkenler									
nkur	0.0004 (0.000)	0.889 (0.000)	-	-	-	-	-	614.805	-3.960
rkur	0.0004 (0.000)	0.252 (0.006)	0.020 (0.737)	-	-	-	0.945 (0.000)	658.196	-4.242

Tablo 14: Öngörülen Makroekonomik Oynaklık Modelleri (Devamı)

	α_0	$\alpha_1^{(1)}$	$\beta_1^{(2a)}$	$\beta_2^{(2b)}$	$(\alpha_1 + \beta_i)$	$\alpha_i^{(3)}$	$\gamma_i^{(4)}$	Log-L	AIC
m2	-6.100 (0.000)	1.063 (0.000)	0.121 (0.173)	-	-	-0.320 (0.001)	-	420.973	-3.225
cari	299184.9 (0.002)	0.485 (0.000)	0.226 (0.062)	-	0.711	-	-	-1529.180	16.398
fin	1191578. (0.000)	0.852 (0.000)	-	-	-	-	-	-1661.219	17.611
py	573249.6 (0.000)	0.740 (0.000)	-	-	-	-	-	-1549.145	16.600
ydy	0.060 (0.109)	0.321 (0.013)	0.660 (0.000)	-	0.981	-	-	-264.668	2.843
rez	-7.33E-05 (0.000)	-0.028 (0.001)	0.991 (0.000)	-	-	-	0.075 (0.000)	333.249	-2.138

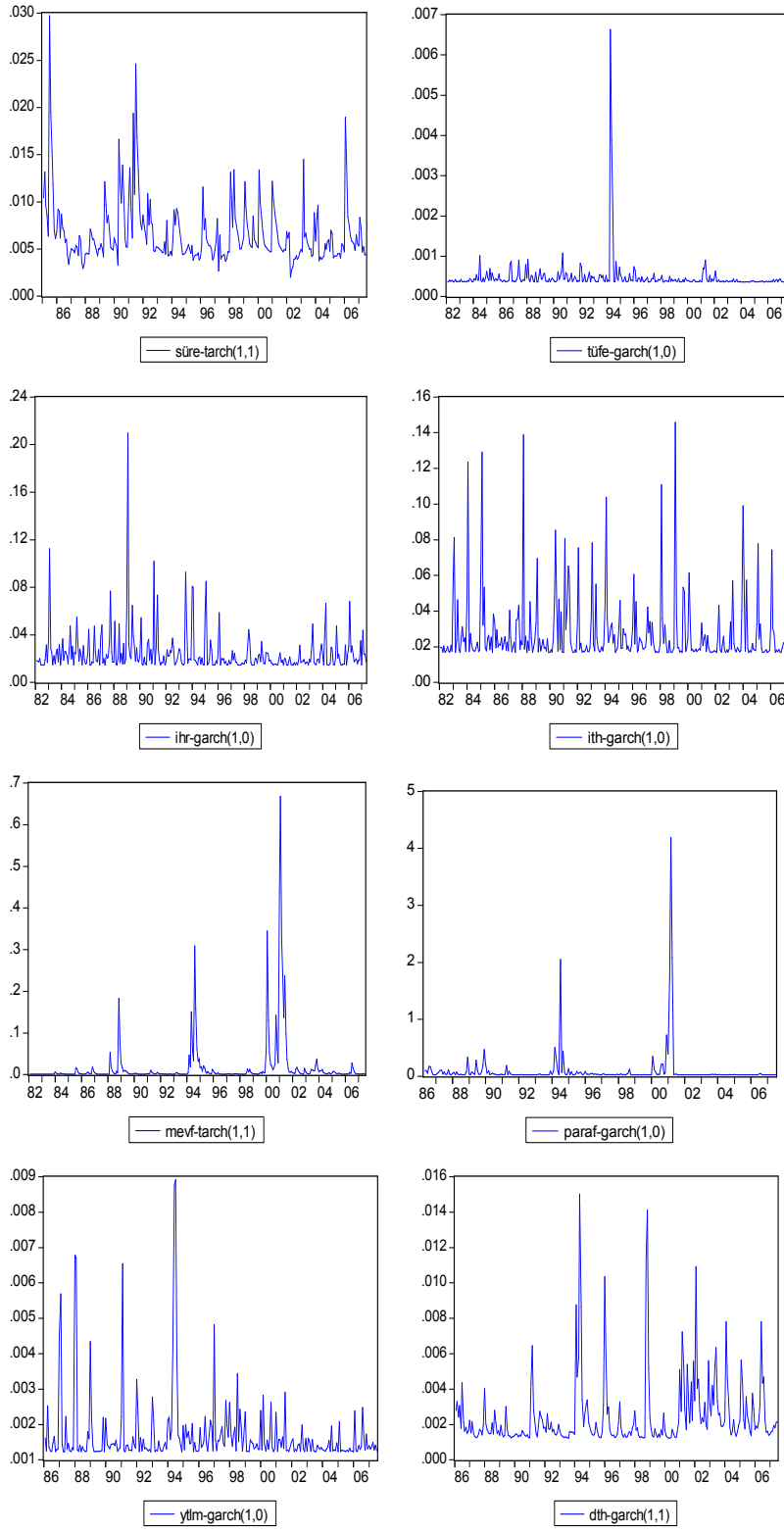
Not: (1), (2a, 2b), (3), (4), sırasıyla ARCH, GARCH, EGARCH ve TARCH ya da GJR-GARCH terimlerini göstermektedir. Ayrıca, ilgili katsayılara ait p-değerleri parantez içinde belirtilmektedir.

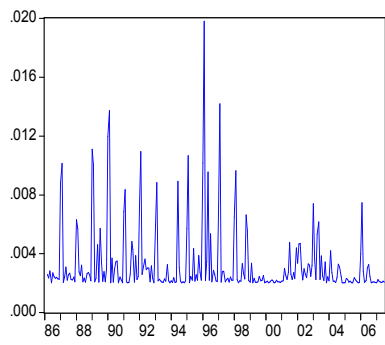
Öngörülen makroekonomik oynaklık modellerine ilişkin koşullu varyansta değişim Şekil 9’da gösterilmektedir. Beklendiği gibi, 1994 ve 2001 krizleri dönemlerinde birçok makroekonomik değişkenin oynaklığında belirgin bir artış söz konusudur. Özellikle, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, bankalar arası para piyasası faiz oranı, döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, nominal döviz kuru ve reel efektif döviz kuru endeksi oynaklığında finansal kriz dönemlerinde önemli artışlar söz konusudur. Kriz dönemlerinde özellikle finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığında artış, beklenen bir sonuçtur. Öte yandan, 1981–1999 döneminde uygulanan yönetimli dalgalanma rejiminde, sanayi üretim endeksi, ihracat hacmi, ithalat hacmi, toplam YTL mevduat, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, hisse senedi fiyat endeksi ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığının yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, özellikle reel ve finansal değişkenlerin oynaklığı Merkez Bankası müdahalelerinden daha fazla etkilenmiştir.

1999–2001 döneminde benimsenen sürünen parite rejiminde ise, sanayi üretim endeksi, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, bankalar arası para piyasası faiz oranı, toplam YTL mevduat, döviz tevdiat hesapları, hisse senedi fiyat endeksi, cari işlemler hesabı, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler, yurtiçine doğrudan yatırım girişleri ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığının yükseldiği görülmektedir. Son olarak, 2001 sonrasında uygulanan dalgalı kur rejiminde, özellikle sanayi üretim endeksi, ihracat hacmi, ithalat hacmi, döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, reel döviz kuru endeksi, cari işlemler hesabı, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri oynaklığında artış söz konusudur.

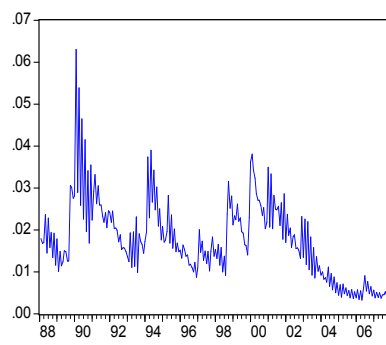
Genel olarak bakıldığında, sanayi üretim endeksi oynaklığının farklı kur rejimlerinde benzer oynaklık göstermesi, söz konusu değişkenin oynaklığının kur rejimlerinden etkilenmediğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, yönetimli dalgalanma rejiminde reel ve finansal değişkenlerin oynaklığında; kur esnekliğinin daha az olduğu sürünen parite rejiminde, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığı; dalgalı kur rejiminde ise, çoğu makroekonomik değişkenin oynaklığında artış dikkat çekmektedir. Başka bir deyişle, döviz kuru müdahaleleri ile hem reel hem de finansal değişkenlerin oynaklığını etkilemek olasıdır. Ayrıca, kur taahhüdü ile birlikte sınırlı müdahalenin söz konusu olduğu bir ara rejim uygulamasının özellikle finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığının etkilenmesi, yazında belirtildiği gibi, ara rejimlerin kırılmağa yol açtığı görüşünü desteklemektedir. Öte yandan, kur belirsizliğinin çoğu makroekonomik değişkenin oynaklığını etkilemesi, kur riskini azaltarak söz konusu değişkenlerin oynaklığının denetim altına alınabileceğini göstermektedir.

Şekil 9: Öngörülen Koşullu Varyans Modellerinde Değişim

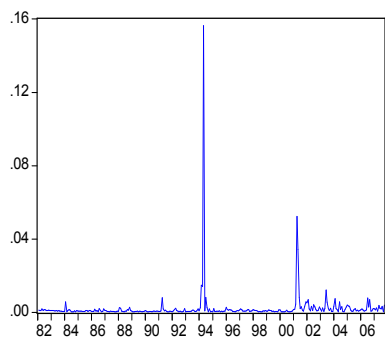




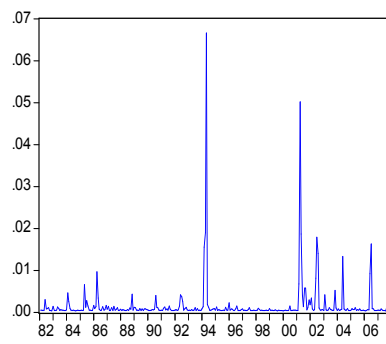
kredi-garch(1,0)



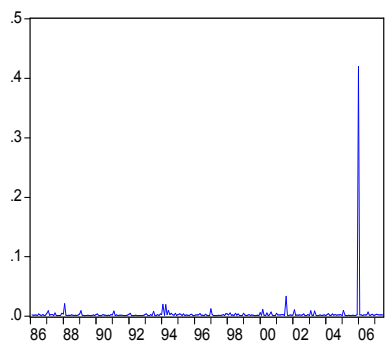
imkb100(1,2)



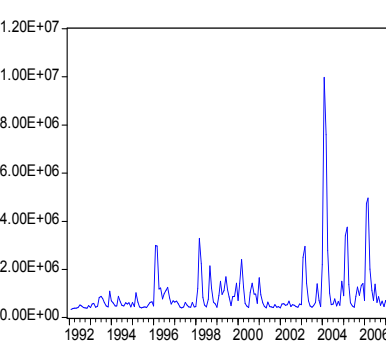
nkur-garch(1,0)



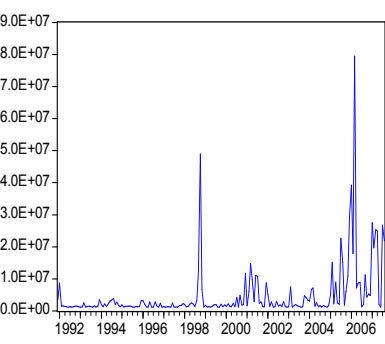
rkur-tarch(1,1)



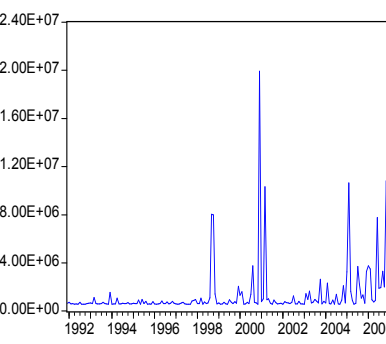
m2-egarch(1,1)



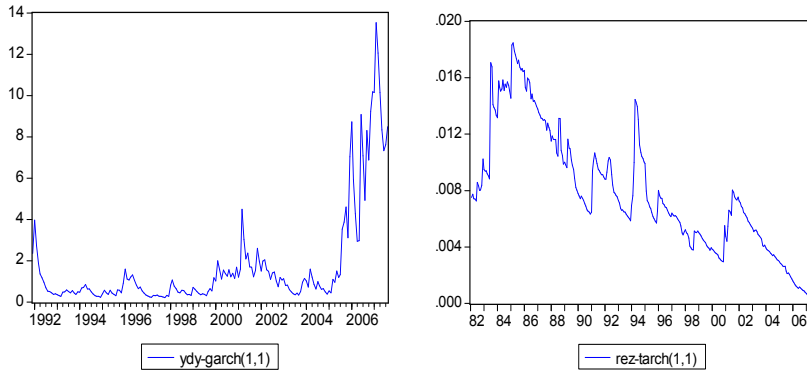
cari-garch(1,1)



fin-garch(1,0)



py-garch(1,0)



3.3.3. Koşulsuz Varyansta Kırılma, Yapısal Kırılmalı Makroekonomik Oynaklık Modellerinin Öngörülenmesi ve Oynaklığın Süregenliği

Öngörülen oynaklık (koşullu varyans) modellerinden elde edilen hata terimlerinin varyansına (koşulsuz varyans) uygulanan ICSS algoritmasıyla makroekonomik zaman serilerinin oynaklığının süregenliğini öngörmek amaçlanmaktadır. Bu yöntem ile belirlenen hata terimlerinin koşulsuz varyansında kırılma tarihleri Tablo 15’te verilmektedir. Elde edilen bulgular, üç temel sonuca dikkat çekmektedir. Bunlar, (i) çalışmada ele alınan dönemde reel değişkenlerin oynaklığı daha az, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığı daha fazla kırılmaya sahiptir. Bu bulgu, beklenen bir sonuçtur. (ii) reel değişkenlerin oynaklığında kırılmalar daha çok finansal kriz dönemlerinde yoğunlaşırken, finansal değişkenlerin oynaklığında kırılmaların genel olarak 1980 ve 1990’lı yıllar boyunca devam ettiği görülmektedir. Parasal değişkenlerin oynaklığında kırılmaların ise, 1990’lı yılların yanı sıra 2001 krizi sonrasında (dalgalı kur rejimi döneminde) da devam ettiği dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığında kırılma sıklıkla ortaya çıkarken, reel değişkenlerin oynaklığında değişim özellikle finansal kriz dönemlerinde meydana gelmektedir. (iii) oynaklıkta en fazla yapısal kırılmanın söz konusu olduğu makroekonomik değişkenler, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı ve bankalar arası para piyasası faiz oranıdır. Bu bulgu, genel olarak faiz oranı oynaklığının iç ya da dış kaynaklı şoklardan oldukça yoğun olarak etkilendiğini göstermektedir.

Tablo 15: Koşulsuz Varyansta Kırılma

	Kırılma tarihi sayısı	Kırılma tarih(ler)i
Reel Değişkenler		
süre	1	1992:09
tüfe	3	1994:02, 1994:05, 2002:01
ihr	2	1995:01, 2003:01
ith	1	2000:02
Finansal Değişkenler		
mevf	15	1983:11, 1986:10, 1986:12, 1988:01, 1988:02, 1988:09, 1988:10, 1991:09, 1993:12, 1994:01, 1994:08, 1995:12, 1998:05, 1999:11, 2001:05
paraf	10	1988:10, 1990:02, 1991:02, 1991:05, 1993:10, 1994:08, 1998:08, 1999:12, 2000:10, 2001:03
yilm	1	1998:12
dth	1	1993:12
kredi	1	1998:01
imkb100	2	2001:11, 2003:03
Parasal Değişkenler		
nkur	4	1993:12, 1994:06, 2001:01, 2001:05
rkur	5	1994:01, 1994:06, 1996:01, 2001:01, 2002:07
m2	6	1989:02, 1993:11, 1995:04, 2001:07, 2005:11, 2005:12
cari	3	1995:12, 2000:12, 2002:12
fin	3	1998:06, 1998:10, 2004:12
py	5	1998:07, 1998:10, 2000:10, 2001:02, 2004:11
ydy	2	1999:07, 2005:06
rez	4	1995:02, 1998:08, 2000:10, 2001:06

Tablo 15’te makroekonomik değişkenlerin oynaklığında kırılmaların genellikle 1994 ve 2001 finansal krizleri öncesi ve sonrası dönemlerde ortaya çıktığı dikkat çekmektedir. Nitekim, reel değişkenlerin oynaklığında kırılmalar daha çok finansal kriz dönemlerinde yoğunlaşmaktadır. Buna karşılık, finansal değişkenlerin oynaklığında kırılmalar, finansal kriz dönemlerinin yanı sıra farklı tarihlerde meydana gelmiştir. Örneğin, bankalar arası para piyasası faiz oranı oynaklığında kırılma 1990’lı yıllar boyunca devam ederken; 3-ay vadeli mevduat faizi oranı oynaklığında kırılmalar, hem 1980’li yıllar hem de 1990’larda ortaya çıkmıştır. Ayrıca, 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinin etkisi, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, bankalar arası para piyasası faiz oranı, toplam YTL mevduat ve bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi oynaklığı üzerinde görülmektedir. Hisse senedi fiyat endeksi oynaklığında kırılmaların 2001 krizi sonrasında meydana gelmesi (2001:11 ve 2003:03) ise, bu dönem yoğunlaşan portföy girişleriyle açıklanabilir. Portföy girişlerinde artış, aynı zamanda hisse senedi fiyat endeksi oynaklığını artırarak kırılmalara yol açmıştır. Elde edilen bu sonuç, aynı zamanda, portföy hesabı-yükümlülükler oynaklığında kırılmalar (2004:11) ile desteklenmektedir.

Parasal değişkenlerin oynaklığında kırılmalara bakıldığı zaman, kırılmaların genellikle 1990'lı yıllarda yoğunlaştığı ve 2001 krizi sonrasında da devam ettiği görülmektedir. Nominal ve reel döviz kuru oynaklığındaki kırılmalardan birinin Ocak 2001'de eşleşmesi, bu serilerin oynaklıklarının beraberce yeni bir eğilime girdiğini göstermektedir. Öte yandan, diğer değişkenlerden farklı olarak M2 oynaklığında kırılmalardan biri (1989:02), finansal serbestleşme döneminin ilk zamanlarında gerçekleşmektedir. Yeni başlayan sermaye girişlerinin ulusal para biriminin aşırı değerlenmesine neden olmasını engellemek amacıyla yapılan döviz alımları karşılığında piyasaya sıklıkla ulusal para sürülmesi, para arzı oynaklığında kırılmaya ya da değişime yol açmış olabilir. Ayrıca, M2 oynaklığındaki diğer kırılmaların 2005 yılında (2005:11 ve 2005:12) meydana gelmesi, bu dönemde Merkez Bankası'nın yoğun döviz alımlarıyla açıklanabilir. Bu dönemde, kur istikrarını sağlamak ve rezerv biriktirmek amacıyla yapılan sık döviz alımları karşılığında piyasaya sürülen ulusal para, para arzı oynaklığında kırılmaya yol açmış olabilir. Ancak, benzer kırılma tarihleri, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığında görülmemektedir. Öte yandan, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi ve tüfe bazlı enflasyon oranı oynaklığındaki kırılma tarihleri benzerlik göstermektedir. Bu benzerlik, enflasyon oranı oynaklığındaki değişimlerin, döviz kuru oynaklığındaki değişimlere karşı duyarlı olduğunu göstermektedir.

Son olarak, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı ve bankalar arası para piyasası faiz oranı oynaklığında çok sayıda kırılmanın meydana gelmesi şu şekilde açıklanabilir. 1980 ve 1990'lı yıllarda 3-ay vadeli mevduat faizi oranı oynaklığının sıklıkla değişim göstermesi, mevduat talebindeki dengesizliklerden kaynaklanabilir. Makroekonomik istikrarsızlığa bağlı olarak mevduatlarda artış ya da azalışların çok sık olması, mevduat faiz oranlarının da sıklıkla değişmesine neden olmuştur. Öte yandan, çok kısa vadeli faiz oranlarının bir göstergesi olan para piyasasındaki faiz oranları oynaklığının sıklıkla değişmesi, bankalar arasındaki kredi arz ve talebindeki dengesizlikleri yansıtmaktadır. Başka bir deyişle, bankaların kaynak birikimlerindeki dengesizlik (fon fazlası ya da fon eksikliği), sıklıkla iç piyasadaki fonlama ve fonlanma maliyetlerine ve dolayısıyla bankalar arası para piyasası faiz oranına yansıtmaktadır. Öte yandan, 2001 krizi sonrasında para piyasası faiz oranı oynaklığında kırılmaların

meydana gelmemesi, sektörün yeniden yapılanması kapsamında bankaların kaynak birikimlerindeki dengesizliğin söz konusu değişkenin oynaklığına yansımalarının azalması ile açıklanabilir. Ayrıca, belirtilen dönemde bankalar arası para piyasası faiz oranı oynaklığında kırılmaların ortaya çıkmaması, bankaların düşük maliyetli dış borçlanma talebinde artıştan da kaynaklanabilir.

ICSS algoritmasıyla belirlenen oynaklık modellerine ilişkin hata terimlerindeki kırılma tarihlerinin yeniden oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte ortaya çıkan yapısal kırılmalı oynaklık modelleri Tablo 16’da gösterilmektedir. Böylece, koşullu varyans denklemindeki katsayı öngörümlemeleri daha güvenilir sonuçlar vermektedir. Ayrıca, makroekonomik değişkenlerin oynaklığında süreklilik ($\alpha + \beta$) olup olmadığı belirlenmektedir.

Tablo 16: Öngörülen Yapısal Kırılmalı Makroekonomik Oynaklık Modelleri

	α_0	$\alpha_1^{(1a)}$	$\alpha_2^{(1b)}$	$\beta_1^{(2)}$	$(\alpha_i + \beta_1)$	$\alpha_i^{(3)}$	$\gamma_i^{(4)}$	Log-L	AIC
Reel Değişkenler									
süre	0.002 (0.010)	-0.035 (0.514)	-	0.423 (0.030)	-	-	0.670 (0.050)	256.439	-2.226
tüfe	0.0005 (0.00)	0.130 (0.191)	-	-	-	-	-	750.334	-4.865
ihr	0.010 (0.004)	0.326 (0.000)	-	0.249 (0.190)	0.575	-	-	148.569	-0.938
ith	0.017 (0.000)	0.389 (0.004)	-	-	-	-	-	99.205	-0.902
Finansal Değişkenler									
mevf	0.007 (0.029)	0.137 (0.247)	0.050 (0.682)	0.469 (0.070)	0.656	-	-	322.553	-1.977
paraf	0.062 (0.065)	0.161 (0.321)	-	0.513 (0.049)	0.674	-	-	-13.726	0.217
ytlm	0.002 (0.000)	0.193 (0.003)	-	-	-	-	-	466.440	-3.585
dth	0.001 (0.000)	0.320 (0.002)	-	0.331 (0.017)	0.651	-	-	430.771	-3.301
kredi	0.002 (0.000)	0.047 (0.411)	-	0.466 (0.000)	0.513	-	-	371.952	-2.856
imkb100	0.007 (0.001)	0.268 (0.006)	-	0.322 (0.031)	0.590	-	-	154.663	-1.255
Parasal Değişkenler									
nkur	2.80E-05 (0.009)	-0.077 (0.007)	-	0.967 (0.000)	-	-	0.101 (0.007)	652.145	-4.163
rkur	0.0004 (0.000)	0.168 (0.042)	-	0.284 (0.033)	-	-	0.236 (0.087)	657.643	-4.205

Tablo 16. Öngörülen Yapısal Kırılmalı Makroekonomik Oynaklık Modelleri (Devamı)

	α_0	$\alpha_1^{(1a)}$	$\alpha_2^{(1b)}$	$\beta_1^{(2)}$	$(\alpha_i + \beta_1)$	$\alpha_i^{(3)}$	$\gamma_i^{(4)}$	Log-L	AIC
m2	-6.502 (0.000)	1.091 (0.000)	-	0.060 (0.616)	-	-0.267 (0.013)	-	426.060	-3.218
cari	148593.5 (n.a)	0.467 (n.a)	-	0.447 (n.a)	0.914	-	-	-1528.409	16.421
fin	1178568. (n.a)	0.852 (n.a)	-	-	-	-	-	-1650.703	17.625
py	574114.4 (n.a.)	0.746 (n.a)	-	-	-	-	-	-1541.252	16.659
ydy	0.803 (0.000)	0.516 (0.000)	-	-	-	-	-	-286.680	3.103
rez	0.003 (0.003)	0.025 (0.515)	-	0.499 (0.001)	-	-	0.172 (0.032)	306.730	-1.940

Not: (1a, 1b), (2), (3), (4), sırasıyla ARCH, GARCH, EGARCH ve TARARCH ya da GJR-GARCH terimlerini göstermektedir. Ayrıca, ilgili katsayılara ait p-değerleri parantez içinde belirtilmektedir.

Yapısal kırılmaların dikkate alındığı oynaklık modellerinden elde edilen bulgular, makroekonomik değişkenlerin çoğunun simetrik oynaklık modelleriyle açıklandığını göstermektedir. Tüfe bazlı enflasyon oranı, ithalat hacmi, toplam YTL mevduat, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri ARCH ya da GARCH(1,0) modeline uygun değişkenler arasında yer almaktadır. Dolayısıyla, bu oynaklık serileri sadece kısa dönemli rassal şoklardan etkilenmektedir. Bu değişkenler arasında en güçlü ARCH etkisine sahip olan ve dolayısıyla kısa dönemli şoklardan en çok etkilenen değişken ise, finans hesabıdır (ARCH terimi 0.852). Bu tür şoklardan parasal değişkenlerin oynaklıklarının daha fazla etkilenmesi beklenen bir sonuçtur.

GARCH(1,1) ile modellenen değişkenler ise, ihracat hacmi, bankalar arası para piyasası faiz oranı, döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, hisse senedi fiyat endeksi ve cari işlemler hesabıdır. Kısa ve uzun dönemli şokların ihracat hacmi, döviz tevdiat hesapları, hisse senedi fiyat endeksi ve cari işlemler hesabı oynaklığına etkisine ilişkin belirgin bir farklılık söz konusu

değildir (ARCH ve GARCH terimleri sırasıyla, 0.326 ve 0.249; 0.320 ve 0.331; 0.268 ve 0.322; 0.467 ve 0.447). Ancak, cari işlemler hesabına yönelik şokların kalıcılığı artmaktadır ($\alpha_1 + \beta_1 = 0.914$). Bankalar arası para piyasası faiz oranı ve bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi oynaklığı ise, uzun dönemli şoklardan daha fazla etkilenmektedir (ARCH ve GARCH terimleri sırasıyla, 0.161 ve 0.513; 0.047 ve 0.466). Başka bir deyişle, bu değişkenler güçlü bir GARCH etkisine sahiptir. Öte yandan, GARCH(2,1) ile modellenen 3-ay vadeli mevduat faizi oranı oynaklığının da uzun dönemli şoklardan daha fazla etkilendiği dikkat çekmektedir (ARCH ve GARCH terimleri sırasıyla, 0.137, 0.050 ve 0.469).

Öngörülen yapısal kırılmalı oynaklık modelleri arasında asimetrik oynaklık modelleri de yer almaktadır. Sanayi üretim endeksi, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri TARARCH(1,1) ya da GJR-GARCH(1,1) modeliyle; M2, EGARCH(1,1) ile açıklanmaktadır. Dolayısıyla, belirtilen değişkenlerin oynaklığı, olumsuz şoklar karşısında daha fazla artış göstermektedir.

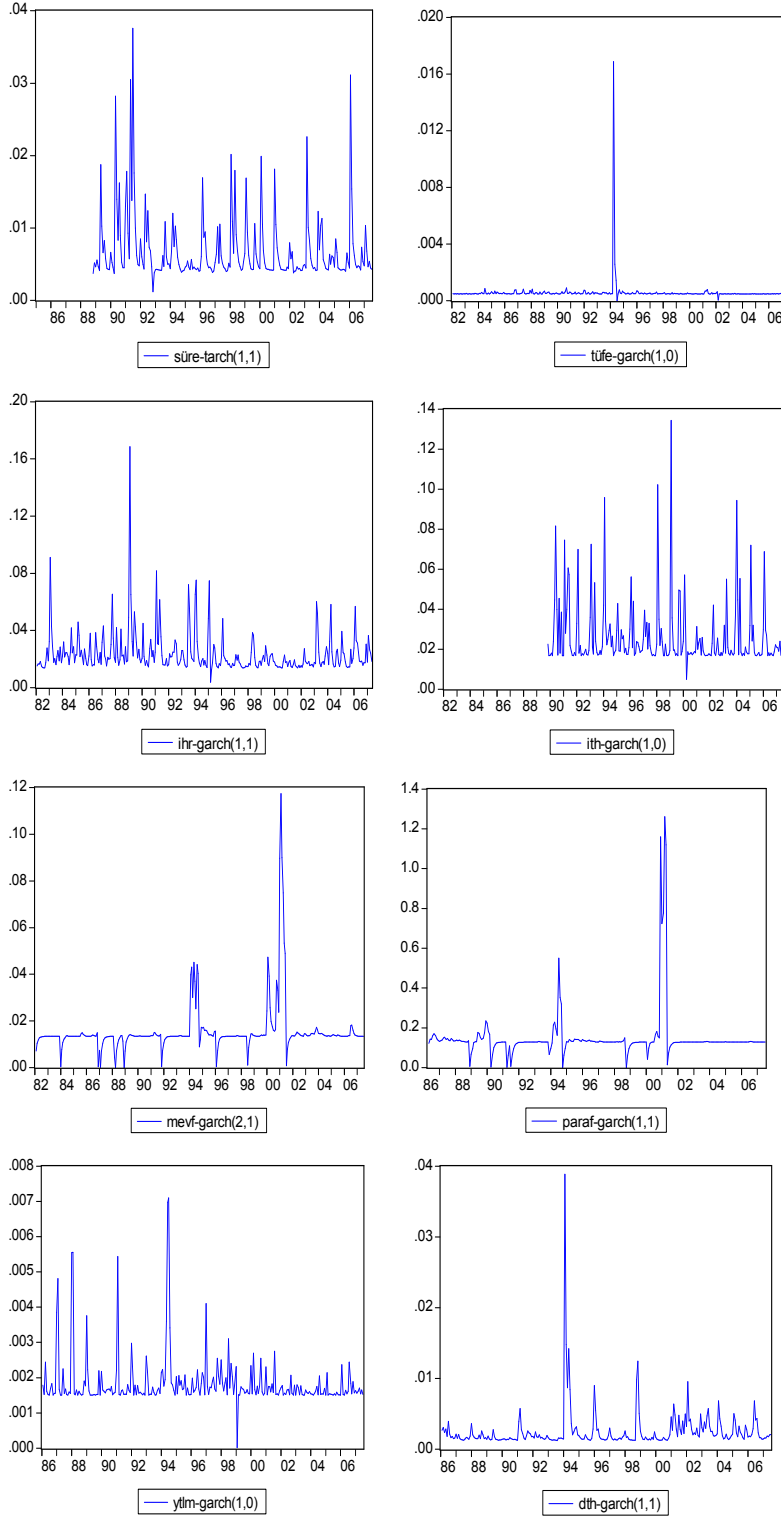
Yapısal kırılmaların oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte makroekonomik değişkenlerin çoğunun simetrik oynaklık modelleriyle açıklanmaya devam ettiği saptanmıştır. Ancak, ARCH ya da GARCH (1,0) ile modellenen değişken sayısı azalırken, GARCH (1,1) özelliği gösteren değişken sayısının arttığı belirlenmiştir (Tablo 14 ve Tablo 16). GARCH (1,0) ile modellenen ihracat hacmi, bankalar arası para piyasası faiz oranı ve bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, yapısal kırılmaların dikkate alınmasıyla birlikte GARCH (1,1) modeline dönüşmüştür. Buna karşılık, hisse senedi fiyat endeksi ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri sırasıyla GARCH (1,2) ve GARCH (1,1) modeliyken, GARCH(1,1) ve GARCH(1,0) özelliği göstermektedir. Öte yandan, TARARCH(1,1) ile modellenen 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, GARCH (2,1) ile modellenmektedir. Buna karşılık, GARCH (1,0) özelliği gösteren nominal döviz kuru, TARARCH(1,1) modeline dönüşmüştür. Son olarak, reel efektif döviz kuru endeksi ve M2 asimetrik oynaklık modeli ile açıklanmaya devam ederken asimetrik etki azalmıştır (asimetrik etki terimi, sırasıyla 0.945'ten 0.236'ya; 0.320'den 0.267'ye düşmüştür). Sanayi üretim

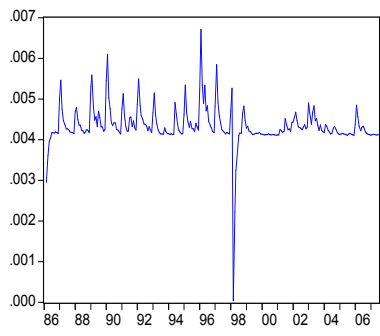
endeksi ve Merkez Bankası brüt döviz rezervlerinde ise, asimetrik etkinin arttığı görülmektedir (asimetrik etki terimi, sırasıyla 0.433'ten 0.670'e; 0.075'ten 0.172'ye yükselmiştir). Genel olarak bakıldığında, yapısal kırılmaların oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte özellikle finansal değişkenlere ilişkin oynaklık modellerinin daha fazla değişim gösterdiği dikkat çekmektedir

Öngörülen yapısal kırılmalı makroekonomik oynaklık modellerine ilişkin koşullu varyansta değişim ya da kayma Şekil 10'da gösterilmektedir. Yapısal kırılmaların dikkate alınmasıyla birlikte oynaklık modellerindeki değişim, önceki modellere (Şekil 9) göre farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıklar, özellikle döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, hisse senedi fiyat endeksi, M2, yurtiçine doğrudan yatırım girişleri ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri için geçerlidir.

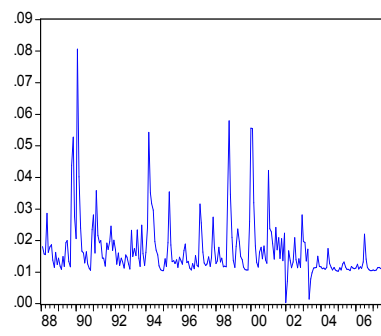
Beklendiği gibi, özellikle 1994 ve/veya 2001 krizleri dönemlerinde birçok makroekonomik değişkenin oynaklığında belirgin bir artış söz konusudur. Özellikle, tüfe bazlı enflasyon oranı, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, bankalar arası para piyasası faiz oranı, döviz tevdiat hesapları, nominal döviz kuru ve reel efektif döviz kuru endeksi, M2 ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığında finansal kriz dönemlerinde önemli artışlar söz konusudur.

Şekil 10: Öngörülen Yapısal Kırılmalı Koşullu Varyans Modellerinde Değişim

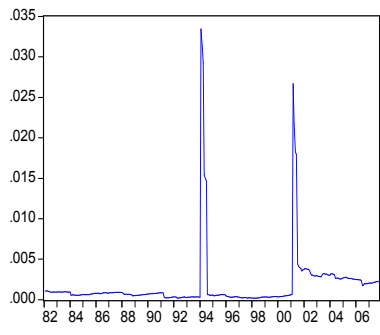




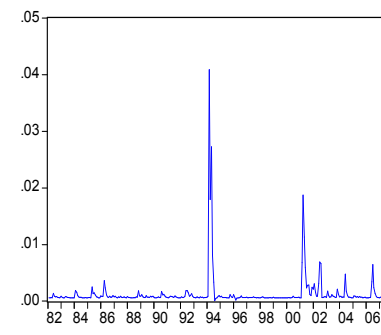
kredi-garch(1,1)



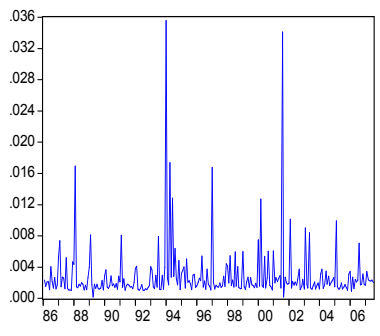
imkb100-garch(1,1)



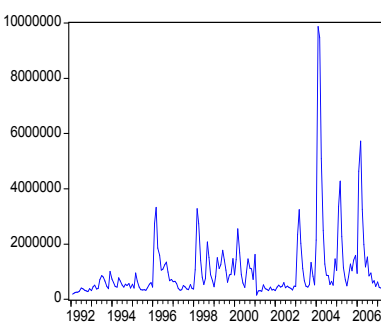
nkur-tarch(1,1)



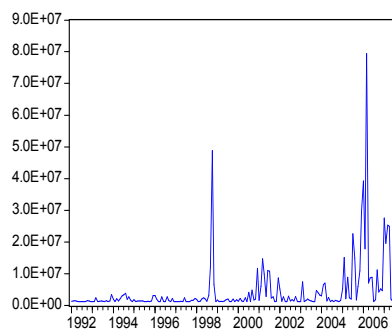
rkur-tarch(1,1)



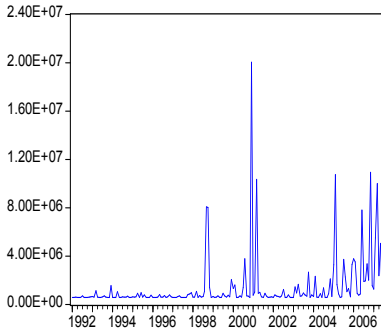
m2-egarch(1,1)



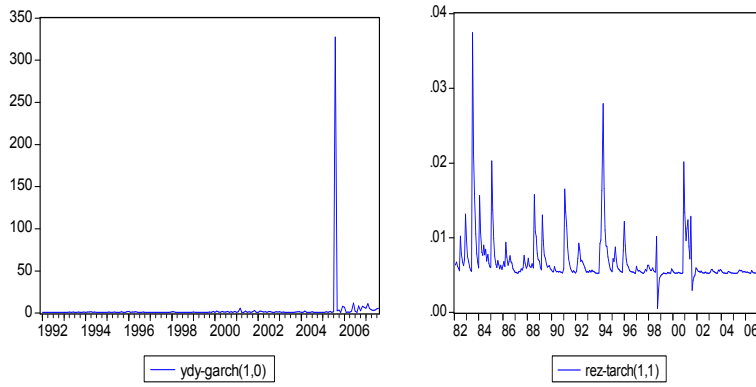
cari-garch(1,1)



fin-garch(1,0)



py-garch(1,0)



Yapısal kırılmaların oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte oynaklığın süregenliğinin önemli ölçüde azalması beklenmektedir. “Oynaklığın süregenliği” ya da oynaklıklara yönelik şokların sürekliliği ($\alpha + \beta$), varolan bilginin bütün zaman dilimleri için koşullu varyansın öngörülenmesinde önemli olması anlamına gelmektedir(Engle ve Bollerslev, 1986: 27). İçsel olarak belirlenen oynaklık serilerindeki yapısal kırılmaların göz ardı edilmesi durumunda, oynaklığın süregenliği olduğundan fazla öngörülmektedir. Elde edilen bulgular, döviz tevdiat hesapları ve özellikle hisse senedi fiyat endeksi oynaklığının süregenliğinin azaldığını ortaya koymaktadır(Tablo 17). Başka bir deyişle, söz konusu finansal değişkenlerin oynaklığına yönelik şokların sürekliliği söz konusu değildir. Dolayısıyla, bu değişkenlerin oynaklığının öngörülenmesinde varolan bilgi bütün zaman dilimlerini etkilememektedir. Buna karşılık, cari işlemler hesabı oynaklığı süregenliği artmaktadır. Dolayısıyla, yapısal kırılmaların dikkate alınmasıyla birlikte cari işlemler hesabı oynaklığının öngörülenmesinde mevcut bilginin etkisi bütün zaman dilimleri için önemlidir. Cari işlemler hesabının iç ve özellikle dış şoklara karşı kırılğan olması ve bu etkinin uzun dönemde devam etmesi politika yapıcılar tarafından dikkate alınması gereken bir bulgudur.

Tablo 17: Yapısal Kırılmasız ve Kırılmalı GARCH Modeli: Oynaklığın Sürengeliği

	Yapısal Kırılmasız Oynaklık Modeli				Yapısal Kırılmalı Oynaklık Modeli			Sürengelikte düşüş (artış)
	α	β_1	β_2	$\alpha + \beta$	α	β	$\alpha + \beta$	
dth	0.380 (0.001)	0.292 (0.029)	-	0.672	0.320 (0.002)	0.331 (0.017)	0.651	0.021 ↓
imkb100	0.158 (0.001)	0.026 (0.753)	0.803 (0.000)	0.987	0.268 (0.006)	0.322 (0.031)	0.590	0.397 ↓
cari	0.485 (0.000)	0.226 (0.062)	-	0.711	0.467 (n.a.)	0.447 (n.a.)	0.914	0.203 ↑

Not: ilgili katsayılara ait p-değerleri parantez içinde belirtilmektedir. Sürengelikte düşüş (artış), varyansta yapısal kırılmaların oynaklık modeline eklenmesinin ardından [$\alpha + \beta$] değerindeki azalışı (yükselişi) göstermektedir.

3.3.4. Kur Rejimlerinin Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığına Etkisi: Analizler ve Bulgular

Yapısal kırılmalı makroekonomik oynaklık modellerinin belirlenmesinin ardından farklı kur rejimlerinde ele alınan değişkenlerin oynaklıklarının ortalamalarının birbirinden farklı olup olmadığı sınınmaktadır. Böylece, kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisi belirlenmekte ve “kur rejimi yansızlığı”nın Türkiye’de geçerli olup olmadığı sınınmaktadır. Karşılaştırmalı bulgular ortaya koymak amacıyla kur rejimleri, “yasal” ve “fiili” sınıflandırma kapsamında verilmektedir¹⁴⁹. Yasal sınıflandırma, Tablo 9’da yer almaktadır. 153 ülkeyi ve 1946-2001 dönemini kapsayan Reinhart ve Rogoff (2002: 100; 2004: 43-46)’un çalışmasına dayanan fiili sınıflandırma ise, Tablo 18’de verilmektedir.¹⁵⁰

¹⁴⁹Kur rejimleri, “yasal (de jure)” ve “fiili (de facto)” olmak üzere iki şekilde sınıflandırılmaktadır. “Yasal” sınıflandırma, Merkez Bankasının ilan ettiği resmi kur taahhüdünü ya da resmi kur ayarlamalarını içermektedir. “Fiili” sınıflandırma ise, gerçekte uygulanan kur rejimlerini kapsamaktadır. “Yasal” ve “fiili” kur rejimleri sınıflandırmaları arasındaki fark, üç temel gerekçeye dayandırılmaktadır (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005: 1605). Bunlar, (i) Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte dalgalı kur rejimini uygulayan ülke sayısında meydana gelen artış, yasal kur taahhütlerine karşın genel eğilime bağlı olarak ülkelerin uygulamada daha esnek kur rejimlerine yönelmesine yol açmıştır. (ii) Ara rejimlerin uygulandığı süre içinde ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi ve sermaye piyasalarının hızla bütünleştiği bir ortamda, söz konusu rejimlerin spekülatif saldırılara açık ve dolayısıyla sürdürülemez olması, herhangi bir ara rejimin resmi olarak benimsenmesine karşın uygulamada diğer kur rejimlerinin özelliklerinin görülmesine neden olabilir. (iii) Birçok ülkenin dalgalı kur rejimi uyguladığını ilan etmesine karşılık “dalgalanma korkusu hipotezi” nedeniyle tam dalgalı kur rejiminin uygulanamayıp döviz kurundaki dalgalanmaları sınırlandırmak amacıyla döviz piyasasına müdahalelerin gerçekleşmesidir.

¹⁵⁰Yazında, “de facto” kur rejimleri sınıflandırmasını ele alan birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları, Bailliu, Lafrance ve Perrault (2002), Bubula ve Otker-Robe (2003), Coudert ve Dubert (2004), Dubas, Lee ve Mark (2005), Frankel (2003), Ghosh ve diğerleri (1997), Kuttner ve

Tablo 18: Türkiye’de Fiili Kur Rejimleri: 1980-2008

Fiili Kur Rejimleri	
1980:01 – 1981:03	Serbest Düşen/ABD Doları Çevresinde Sürünen Bant*
1981:04 – 1984:04	Yönetimli Dalgalanma
1984:05 – 1998:01	Serbest Düşen/Yönetimli Dalgalanma
1998:02 – 1999:01	Serbest Düşen/ Sürünen Bant (DM Etrafında)**
1999:01 – 2001:01	Serbest Düşen/ Sürünen Bant (€ Etrafında)**
2001:02 –	Serbest Düşen/Dalgalı Kur

*Serbest düşen (freely falling), yıllık enflasyon oranının % 40’tan fazla olduğu ülkelerde uygulanan kur rejimidir. Bant aralığı, +/- % 5 şeklindedir. **Bant aralığı, +/- % 5 olarak belirlenmiştir. Kaynak: Reinhart ve Rogoff, 2002, s.100).

Bir oynaklık serisinin ortalamasının iki farklı kur rejiminde aynı olduğunu belirten boş hipotezin reddedilememesi, farklı kur rejimlerinde makroekonomik değişkenlerin oynaklıklarının aynı olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, iki farklı kur rejiminin ele alınan değişken üzerindeki etkisi istatistiksel olarak aynıdır; ve bu değişken, kur rejimi değişimlerine karşı duyarlı değildir. Tablo 19 ve Tablo 20’de, sırasıyla “yasal” ve “fiili” kur rejimleri sınıflandırmasına ilişkin bulgular yer almaktadır. Genel olarak bakıldığında, altı temel bulguya ulaşılmaktadır. Bunlar, (1) “yasal” kur rejimleri, reel ve finansal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir. (2) “fiili” kur rejimleri, parasal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir. (3) “yasal” kur rejimleri değişimlerinden en çok etkilenen değişkenler, ihracat hacmi, ithalat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığıdır. Hem dış ticaretin iki temel göstergesinin oynaklığının hem de temel finansal değişkenlerin oynaklığının resmi kur rejimlerinden etkilenmesi, söz konusu değişkenlerin temel olarak döviz

Posen (2001), Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2005), Reinhart ve Rogoff (2002, 2004), Stone ve Bhundia (2004) olarak sıralanabilir. Bu çalışmalar, döviz kuru esneklik derecesini belirlemek amacıyla genellikle reel/nominal/efektif döviz kuru, döviz rezervleri ve/veya parasal tabandaki mutlak değişimleri ya da oynaklıkları kullanmışlardır. Böylece, “döviz kuru esneklik endeksi” ya da “döviz kuru müdahalesinin derecesi”ni hesaplamışlardır. Bu çalışmada kullanılan Reinhart ve Rogoff (2002: 100, 2004: 43-46)’un çalışmasında ise, alması kur rejimlerinde döviz kurunun esneklik derecesini belirlemek amacıyla, $\varepsilon / P(\varepsilon < \%1)$ olarak ifade edilen “bileşik döviz kuru değişkenliği endeksi” geliştirilmiştir. ε , döviz kurundaki aylık ortalama mutlak yüzde değişimi göstermektedir. $P(\varepsilon < \%1)$ ise, döviz kurundaki küçük değişimlerin olasılığını vermektedir. Bu olasılığın % 80 eşik değerini aşması durumunda, fiili kur rejimi değişmektedir. Reinhart ve Rogoff (2002, 2004) un çalışmasında, veri setinin son tarihi olan Ekim 2001’den bugüne kadar Türkiye’de uygulanan kur rejiminde bir değişiklik olmadığı için, bu çalışmada dalgalı kur rejiminin uygulandığı dönem günümüze kadar uzatılmıştır.

kurundaki değişimlere karşı duyarlılığı ile açıklanabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun rekabet gücünün temel belirleyicileri arasında yer aldığı yazında belirtilmektedir. Dolayısıyla, döviz kuruna yönelik uygulamanın esnek ya da katı olması, rekabet gücü aracılığıyla ihracat ve ithalat hacmi oynaklığını etkilemektedir. Öte yandan, Türkiye’de hisse senedi piyasası ile portföy girişleri arasındaki yakın ilişki birlikte değerlendirildiği zaman döviz kurunun esneklik ve katılık derecesinin (kur rejimlerindeki değişimin) portföy girişlerini etkileyerek hisse senedi fiyat endeksinde dalgalanmalara yol açtığı ileri sürülebilir. Benzer şekilde, kur rejiminde değişim, kredi piyasasındaki dalgalanmaları etkilemektedir. (4) “fiili” kur rejimleri değişimlerinden en çok etkilenen değişkenler, başta Merkez Bankası brüt döviz rezervleri olmak üzere nominal döviz kuru, reel döviz kuru endeksi, ihracat hacmi ve toplam YTL mevduat oynaklığıdır. Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığının özellikle fiili kur rejimlerinden etkilenmesi beklenen bir sonuç olmakla birlikte kur esnekliği ve katılığına bağlı olarak döviz rezervlerinde dalgalanmalar ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, Merkez Bankası fiili ya da piyasada geçerli olan kur rejimlerini denetim altına alarak döviz rezervlerindeki oynaklığı azaltabilir. Döviz rezervlerindeki oynaklığın azalması ise, ekonomideki kırılganlığı azaltan öğelerden biridir. Benzer şekilde, nominal döviz kuru ve reel döviz kuru endeksi gibi temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığının gerçekte uygulanan kur rejimlerinden etkilenmesi beklenen bir sonuçtur. Temel makroekonomik değişken olan reel döviz kurundaki dalgalanmaların diğer reel değişkenler açısından önemi dikkate alındığında Merkez Bankasının kur rejimi aracılığıyla söz konusu dalgalanmaları azaltabileceği ortaya çıkmaktadır. Öte yandan, toplam YTL mevduat oynaklığının fiili kur rejimlerindeki değişime olan duyarlılığı Türkiye’de uzun zaman önemini korumuş olan para ikamesi ile açıklanabilir. Mevduat sahipleri, döviz piyasasındaki dalgalanmaların artış ya da azalışına bağlı olarak Türk Lirası ve döviz mevduatı talebinde değişikliğe gitmiştir. Döviz kurundaki dalgalanmanın arttığı (dolayısıyla fiilen dalgalı kur rejimine geçildiği durumda) durumda, kur riskinin ve dolayısıyla para ikamesinin artmasıyla birlikte YTL mevduat oynaklığının artması beklenmektedir. Bu nedenle, Merkez Bankası uygulanan kur rejimini doğru şekilde tespit ettikten sonra bir ekonominin temel fon kaynağı olan ulusal para cinsinden (YTL) mevduatlardaki dalgalanmaları azaltabilir. (5) hem “yasal” hem “fiili” kur

rejimi değişimlerinden sınırlı da olsa etkilenen değişkenler, ihracat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, hisse senedi fiyat endeksi oynaklığıdır. Çok güçlü bir etki söz konusu olmamakla birlikte bu değişkenlerin oynaklığı, esas olarak döviz kurundaki değişimlerinden kaynaklanmaktadır. (6) hem “yasal” hem “fiili” kur rejimi değişimlerinden hiç etkilenmeyen değişkenler ise, bankalar arası para piyasası faiz oranı, M2, cari işlemler hesabı, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler, yurtiçine doğrudan yatırım girişleri oynaklığıdır. Ne var ki, özellikle faiz oranları (belirli bir kur hedefini korumak amacıyla), M2 (bağımsız para politikasına bağlı olarak) ve portföy yatırımlarının (kur ve dolayısıyla getiri belirsizliğine bağlı olarak) kur rejimlerinden etkilenmesi kuramsal olarak beklenmektedir. Daha çok parasal değişkenlerin hem resmen açıklanan hem de gerçekte uygulanan kur rejimleri değişimlerine duyarlı olmaması, Merkez Bankasının söz konusu değişkenlerin oynaklığını önemli bir makroekonomik politika aracı olan kur politikasıyla etkileyemeyeceğini ortaya koymaktadır.

Tablo 19: Farklı Kur Rejimlerinde Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklıklarının Ortalamasında Değişim: “Yasal” Sınıflandırma

	YD&SP		YD&DK		SP&DK	
	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.
Reel Değişkenler						
süre	0.021*	1.655	1.710	1.653	0.946*	1.662
tüfe	1.667	1.652	1.602*	1.652	-0.237*	1.662
ihr	6.628	1.656	2.094	1.652	-1.990*	1.662
ith	1.823	1.708	1.905	1.653	-0.538*	1.714
Finansal Değişkenler						
mevf	-8.972*	1.652	-3.199*	1.650	2.470	1.753
paraf	-5.224*	1.654	-1.838*	1.651	1.475*	1.746
ytlm	0.856*	1.701	3.825	1.652	1.583*	1.746
dth	1.743	1.667	-1.405*	1.651	-2.605*	1.662
kredi	5.918	1.654	2.204	1.652	-3.443*	1.662
imkb100	-2.259*	1.655	5.157	1.652	3.004	1.761
Parasal Değişkenler						
nkur	2.684	1.652	-4.650*	1.656	-3.041*	1.662
rkur	2.388	1.652	-1.527*	1.653	-1.682*	1.662
m2	-0.760*	1.653	0.006*	1.656	0.752*	1.714
cari	-2.087*	1.659	-2.748*	1.654	-0.419*	1.662
fin	-0.773*	1.697	-4.197*	1.654	-1.597*	1.662
py	-2.812*	1.659	-3.811*	1.654	0.409*	1.753
ydy	-5.889*	1.659	-1.469*	1.654	-0.529*	1.662
rez	0.063*	1.746	5.022	1.650	1.357*	1.753

Not: YD, SP ve DK sırasıyla yönetimli dalgalanma, sürünen parite ve dalgalı kur rejimlerini göstermektedir. Değişkenlere ilişkin t-değerleri ve t-kritik değerleri verilmektedir. *, boş hipotezin % 5 düzeyinde reddedilemediğini belirtmektedir. Ayrıca, oynaklık serilerini büyütme amacıyla seriler (*10,000) şeklinde kullanılmaktadır.

Tablo 19’da, YD, SP ve DK (sırasıyla, yönetimli dalgalanma, sürünen parite ve dalgalı kur rejimleri) olmak üzere üç farklı kur rejiminin söz konusu olduğu “yasal” kur rejimleri sınıflandırmasında, bu kur rejimleri YD-SP, YD-DK ve SP-DK olmak üzere ikili rejimler halinde ayrılmıştır. Bu ayrımın nedeni, oynaklık serilerinin ortalamalarının ikili kur rejimlerinde istatistiksel olarak birbirinden farklı olup olmadığını ortaya koymaktır. Tablo 19’da görüldüğü üzere; (i) YD-SP rejimlerinde, tüfe bazlı enflasyon oranı, ihracat hacmi, ithalat hacmi, döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, nominal döviz kuru ve reel efektif döviz kuru endeksi oynaklığı, (ii) YD-DK rejimlerinde ise, sanayi üretim endeksi, ihracat hacmi, ithalat hacmi, toplam YTL mevduat, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, hisse senedi fiyat endeksi ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığı, (iii) SP-DK rejimlerinde sadece 3-ay vadeli mevduat faizi oranı ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığı ortalamaları birbirinden farklılık göstermektedir. Başka bir deyişle, belirtilen serilerin oynaklığı, ilgili kur rejimi değişimine karşı duyarlıdır. Öte yandan, makroekonomik oynaklık serilerinin “de jure” kur rejimi değişimlerine en az duyarlı olduğu kur rejimlerinin SP-DK olduğu dikkat çekmektedir. Bu duyarlılık ise, sadece finansal değişkenler (3-ay vadeli mevduat faizi oranı ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığı) için söz konusudur. Bütün makroekonomik değişkenler arasında “de jure” kur rejimi değişikliğine karşı en duyarlı olan değişkenler, ihracat hacmi, ithalat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığıdır. Dolayısıyla, diğer makroekonomik değişkenlere göre reel ve finansal değişkenlerin oynaklığını “yasal” kur rejimi değişimlerine karşı daha duyarlı; parasal değişkenlerin oynaklığının ise daha az duyarlı olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, yasal kur rejimleri reel ve finansal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir.

Tablo 20: Farklı Kur Rejimlerinde Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklıklarının Ortalamasında Değişim: “Fili” Sınıflandırma

	YD&(SDYD)		YD&(SDSBM)		YD&(SDSB€)		YD&(SDDK)		(SDYD)&(SDSBM)	
	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.
Reel Değişkenler										
süre	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.756*	1.657
tüfe	-0.639*	1.653	-0.744*	1.740	0.476*	1.678	0.126*	1.660	1.500*	1.654
ihr	-0.569*	1.686	0.847*	1.690	1.868	1.697	0.727*	1.690	1.810	1.729
ith	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.173*	1.659
Finansal Değişkenler										
mevf	-1.449*	1.653	0.042*	1.740	-3.242*	1.676	-1.741*	1.660	1.549*	1.746
paraf	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.457*	1.655
ytlm	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.056*	1.721
dth	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.899*	1.771
kredi	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.036	1.655
imkb100	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.916*	1.657
Parasal Değişkenler										
nkur	-0.506*	1.653	20.676	1.691	17.333	1.680	-3.477*	1.660	3.172	1.654
rkur	-0.750*	1.653	2.337	1.697	2.537	1.699	-1.951*	1.660	2.342	1.654
m2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.082*	1.729
cari	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-3.916*	1.664
fin	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-3.467*	1.663
py	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-4.151*	1.663
ydy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.008*	1.753
rez	2.042	1.701	3.145	1.690	2.451	1.685	3.111	1.703	2.131	1.654

Not: Oynaklık serilerini büyütme amacıyla seriler (*10,000) şeklinde kullanılmaktadır. YD, SDYD, SDSBM, SDSB€, SDDK, sırasıyla yönetimli dalgalanma, serbest düşen/yönetimli dalgalanma, serbest düşen/sürünen bant (DM etrafında), serbest düşen/sürünen bant (€ etrafında) ve serbest düşen/dalgalı kur rejimlerini göstermektedir. Değişkenlere ilişkin t-değerleri ve t-kritik değerleri verilmektedir. *, boş hipotezin % 5 düzeyinde reddedilemediğini belirtmektedir. n.a., belirtilen kur rejimleri döneminde ilgili değişkene ait veri bulunmadığı için t-değerinin hesaplanamadığını göstermektedir.

Tablo 20: Farklı Kur Rejimlerinde Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklıklarının Ortalamasında Değişim: “Fili” Sınıflandırma (Devamı)

	(SDYD)&(SDSB€)		(SDYD)&(SDDK)		(SDSBM)&(SDSB€)		(SDSBM)&(SDDK)		(SDSB€)&(SDDK)	
	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.	t-sta.	t-cri.
Reel Değişkenler										
süre	0.083*	1.684	1.442*	1.653	0.750*	1.691	1.704	1.662	0.949*	1.660
tüfe	1.610*	1.654	1.596*	1.654	1.085*	1.761	0.443*	1.662	-0.082*	1.660
ihr	4.718	1.654	2.291	1.652	0.907*	1.761	-0.346*	1.746	-1.532*	1.660
ith	-0.217*	1.657	1.557*	1.654	-0.042*	1.711	0.623*	1.782	0.875*	1.703
Finansal Değişkenler										
mevf	-4.872*	1.653	-2.600*	1.651	-2.206*	1.691	-1.171*	1.662	1.350*	1.660
paraf	-2.572*	1.654	-1.579*	1.652	-1.213*	1.691	-0.938*	1.662	0.655*	1.694
ytlm	2.025	1.671	3.809	1.654	1.775	1.711	2.462	1.782	0.335*	1.706
dth	2.230	1.654	-1.362*	1.652	1.623*	1.796	0.495*	1.782	-3.843*	1.660
kredi	7.867	1.654	4.136	1.652	-0.948*	1.796	-1.286*	1.796	-3.635*	1.660
imkb100	-0.864*	1.656	4.922	1.653	0.126*	1.691	1.955	1.796	2.710	1.708
Parasal Değişkenler										
nkur	2.719	1.654	-3.900*	1.651	-5.998*	1.708	-2.877*	1.662	-3.882*	1.660
rkur	2.380	1.654	-1.016*	1.652	0.678*	1.705	-1.495*	1.662	-2.144*	1.660
m2	-0.157*	1.654	0.131*	1.655	-0.070*	1.697	0.017*	1.662	0.086*	1.660
cari	-4.366*	1.661	-3.143*	1.655	0.608*	1.761	0.057*	1.662	-0.380*	1.660
fin	-1.968*	1.661	-4.550*	1.655	1.217*	1.796	-0.218*	1.662	-2.347*	1.660
py	-2.325*	1.661	-4.324*	1.655	0.221*	1.697	0.161*	1.663	-0.152*	1.699
ydy	-3.159*	1.661	-1.285*	1.655	-1.511*	1.691	-0.518*	1.662	-0.700*	1.660
rez	1.254*	1.697	4.843	1.651	-1.089*	1.696	-0.724*	1.771	0.769*	1.706

Not: Oynaklık serilerini büyütmek amacıyla seriler (*10,000) şeklinde kullanılmaktadır. SDYD, SDSBM, SB€, DDK, sırasıyla serbest düşen/yönetimli dalgalanma, serbest düşen/sürünen bant DM etrafında), serbest düşen/sürünen bant (€ etrafında) ve serbest düşen/dalgalı kur rejimlerini göstermektedir. Değişkenlere ilişkin t-değerleri ve t-kritik değerleri verilmektedir. *, boş hipotezin % 5 düzeyinde reddedilemediğini belirtmektedir.

Tablo 20’de, YD, SDYD, SDSBM, SDSB€, SDDK (sırasıyla, yönetimli dalgalanma, serbest düşen/yönetimli dalgalanma, serbest düşen/sürünen bant (DM etrafında), serbest düşen/sürünen bant (€ etrafında) ve serbest düşen/dalgali kur rejimlerini) olmak üzere beş farklı kur rejiminin söz konusu olduğu “fili” kur rejimleri sınıflandırmasında, bu kur rejimleri YD-SDYD, YD-SDSBM, YD-SDSB€, YD-SDDK, SDYD-SDSBM, SDYD-SDSB€, SDYD-SDDK, SDSBM-SDSB€, SDSBM-SDDK ve SDSB€-SDDK olmak üzere ikili rejimler halinde ayrılmıştır. Böyle bir ayrımın nedeni, oynaklık serilerinin ortalamalarının ikili kur rejimlerinde istatistiksel olarak aynı olup olmadığını ortaya koymaktır. Tablo 12’de görüldüğü üzere; (i) YD-SDYD kur rejimlerinde, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığı, (ii) YD-SDSBM kur rejimlerinde, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığı, (iii) YD-SDSB€ kur rejimlerinde, ihracat hacmi, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığı, (iv) YD-SDDK kur rejimlerinde, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığı, (v) SDYD-SDSBM kur rejimlerinde, ihracat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığı, (vi) SDYD-SDSB€ kur rejimlerinde, ihracat hacmi, toplam YTL mevduat, döviz tevdiat hesapları, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, nominal döviz kuru ve reel efektif döviz kuru endeksi oynaklığı, (vii) SDYD-SDDK kur rejimlerinde, ihracat hacmi, toplam YTL mevduat, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, hisse senedi fiyat endeksi ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığı, (viii) SDSBM-SDSB€ kur rejimlerinde, toplam YTL mevduat oynaklığı, (iv) SDSBM-SDDK kur rejimlerinde, sanayi üretim endeksi, toplam YTL mevduat ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığı ve (x) SDSB€-SDDK kur rejimlerinde, hisse senedi fiyat endeksi oynaklığı ortalamaları birbirinden farklılık göstermektedir. Başka bir deyişle, belirtilen serilerin oynaklığı, ilgili kur rejimi değişimine karşı duyarlıdır. Öte yandan, makroekonomik oynaklık serilerinin “de facto” kur rejimi değişimlerine en az duyarlı olduğu kur rejimlerinin YD-SDYD, YD-SDDK, SDSBM-SDSB€ ve SDSB€-SDDK olduğu dikkat çekmektedir. Bu duyarlılık ise, özellikle finansal değişkenler (toplam YTL mevduat, hisse senedi fiyat endeksi, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri) için söz konusudur. Bütün

makroekonomik değişkenler arasında “ de facto” kur rejimi değişimlerine karşı en duyarlı olan değişkenler başta Merkez Bankası brüt döviz rezervleri olmak üzere nominal döviz kuru, reel döviz kuru endeksi, ihracat hacmi ve toplam YTL mevduat oynaklığıdır. Başka bir deyişle, gerçekte uygulanan kur rejimleri belirtilen serilerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir. Bu değişkenlerin yanı sıra, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığı da belirli ölçüde uygulanan kur rejimlerinden etkilenmektedir. Dolayısıyla, diğer makroekonomik değişkenlere göre parasal değişkenlerin oynaklığının “fiili” kur rejimi değişimlerine karşı daha duyarlı olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, “fiili” kur rejimleri parasal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir.

Bu çalışmanın uygulama bölümünden elde edilen tüm sonuçları birkaç başlık altında sıralamak mümkündür. Bunlar;

1. Yapısal kırılmalar göz ardı edilerek öngörülen makroekonomik oynaklık modellerinin çoğu simetrik oynaklık modelleriyle (özellikle ARCH modeliyle) açıklanırken, sanayi üretim endeksi, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, reel efektif döviz kuru endeksi, M2 ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri, asimetrik oynaklık modelleriyle belirlenmektedir. Dolayısıyla, belirtilen değişkenlerin oynaklığının asimetrik etkiye sahip olması, olumlu şoklara göre olumsuz şokların oynaklıklarda daha fazla artışa neden olduğunu göstermektedir. Özellikle parasal ve finansal değişkenlerin oynaklığının olumsuz şoklardan daha fazla etkilenmesi beklenen bir sonuçtur. Ancak, reel değişken olan sanayi üretim endeksinin asimetrik etkiye sahip olması beklenmeyen bir bulgudur. Bu sonuç, sanayi üretim endeksi oynaklığının iç ya da dış şoklara karşı kırılma bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir.

2. Yapısal kırılmalar göz ardı edilerek öngörülen simetrik oynaklık modelleri arasında en güçlü ARCH etkisine sahip olan ve dolayısıyla kısa dönemli rassal şoklardan en fazla etkilenen makroekonomik değişkenler, bankalar arası para piyasası faiz oranı, nominal döviz kuru ve finans hesabı oynaklığıdır. özellikle, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklıklarının kısa dönemli rassal şoklardan daha fazla etkilenmesi beklentilerle uyumlu bir sonuçtur. Reel değişkenlerin

oynaklıklarının da daha az olmakla birlikte kısa dönemli şoklardan etkilendiği görülmektedir. Finansal ve parasal değişkenler öncelikli olmak üzere çoğu makroekonomik değişkenin oynaklığının kısa dönemli şoklardan daha fazla etkilenmesi, genel ekonomik yapının ani şoklara açık olduğunu göstermektedir.

3. Yapısal kırılmalar göz ardı edilerek öngörülen simetrik oynaklık modelleri arasında en güçlü GARCH etkisine sahip olan ve dolayısıyla uzun dönemli rassal şoklardan en fazla etkilenen makroekonomik değişkenler, hisse senedi fiyat endeksi oynaklığı ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri oynaklığıdır. Genel olarak, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığının kısa dönemli şoklardan daha fazla etkilenmesi beklenirken, söz konusu iki değişkenin oynaklığının (özellikle hisse senedi fiyat endeksi oynaklığının) uzun dönemli şoklardan daha fazla etkilenmesi beklenmeyen bir sonuçtur. Ayrıca, belirtilen iki değişkenin oynaklığına yönelik şokların kalıcılığı da artmaktadır. Dolayısıyla, belirli bir zamanda ortaya çıkan bir şokun, hisse senedi fiyat endeksi ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri oynaklığı üzerindeki etkisi uzun süreli olmaktadır.

4. 1994 ve 2001 yıllarında meydana gelen finansal kriz dönemlerinde birçok finansal ve parasal değişkenin oynaklığında önemli değişimler ortaya çıkmıştır.

5. Öngörülen makroekonomik oynaklık modellerinden elde edilen hata terimlerinin varyansında (koşulsuz varyans) içsel olarak belirlenen yapısal kırılmalar, üç temel sonuca dikkat çekmektedir. Bunlar, (i) reel değişkenlerin oynaklığı daha az, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığı daha fazla kırılmaya sahiptir. (ii) Reel değişkenlerin oynaklığı daha çok iç şoklardan; finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığı ise, hem iç hem dış şoklardan etkilenmektedir. Reel değişkenlerin oynaklığında kırılmalar daha çok finansal kriz dönemlerinde yoğunlaşırken, finansal değişkenlerin oynaklığında kırılmaların genel olarak 1980 ve 1990'lı yıllar boyunca devam ettiği görülmektedir. Parasal değişkenlerin oynaklığında kırılmaların ise, 1990'lı yılların yanı sıra 2001 krizi sonrasında (dalgalı kur rejimi döneminde) da devam ettiği dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığında kırılma sıklıkla ortaya çıkarken, özellikle finansal kriz dönemleri reel

değişkenlerin oynaklığında değişimi beraberinde getirmektedir. Elde edilen iki temel sonuçtan hareketle, çalışmanın ele alındığı dönemde (1982-2007) meydana gelen iç ve dış şokların yoğunluğunun, finansal serbestleşme ve finansal piyasaların hızla bütünleşmesine bağlı olarak özellikle finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığında çok sayıda yapısal kırılmaya yol açtığı söylenebilir. Bu sonuç, beklentilerle uyumludur. Söz konusu değişkenlerin oynaklığını azaltmak amacıyla makroekonomik politikaların uyumlu olarak yürütülmesi, finansal piyasaları derinleştirmeye yönelik kurumsal reformların yaşama geçirilmesi ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik müdahalelerin zamanlaması gibi politikalar öne çıkmaktadır. Reel ekonomi ve finansal piyasalar arasındaki yakın ilişki dikkate alındığında, finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığını azaltmaya yönelik önlemler dolaylı olarak reel değişkenlerin oynaklığını da olumlu etkileyecektir. Böylece, makroekonomik değişkenlerin oynaklığının azalması, aynı zamanda oynaklıkta yapısal kırılmaların azalmasını da beraberinde getirecektir. (iii) oynaklıkta en fazla yapısal kırılmanın söz konusu olduğu makroekonomik değişkenler, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı ve bankalar arası para piyasası faiz oranıdır. Bu bulgu, genel olarak faiz oranı oynaklığının iç ya da dış kaynaklı şoklardan oldukça yoğun olarak etkilendiğini göstermektedir. Aynı zamanda, elde edilen sonuçlar, hem mevduatlardaki hem de bankalar arası kredi piyasasındaki arz ve talep dengesizliklerini yansıtmaktadır. Söz konusu dengesizlik, her iki faiz oranında oynaklığa yol açmaktadır. Dolayısıyla, makroekonomik ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik önlemler faiz oranlarının özellikle dış şoklardan etkilenme olasılığını azaltarak faiz oranlarının oynaklığında kırılmaların daha az ortaya çıkmasına neden olacaktır. Ayrıca, bankacılık sektörü reformu çerçevesinde mevduat ve bankalar arası kredi piyasasını derinleştirmek diğer önlemler arasında yer almaktadır.

6. Koşulsuz varyansta öngörülen yapısal kırılmaların makroekonomik oynaklık modellerine eklenmesiyle, hem koşullu varyans denklemindeki katsayı öngörümlemelerinin daha güvenilir sonuçlar vermesi, hem de makroekonomik değişkenlerin oynaklığında süregenlik olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmaktadır.

7. Yapısal kırılmaların makroekonomik oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte, makroekonomik değişkenlerin çoğunun simetrik oynaklık modelleriyle öngörülme devam edildiği saptanmıştır. Ancak, GARCH özelliği gösteren değişken sayısının arttığı belirlenmiştir. Başka bir deyişle, oynaklıkta yapısal kırılmaların dikkate alınması, ele alınan değişkenlerin oynaklığının kısa dönemli şokların yanı sıra uzun dönemli şoklardan da etkilendiğini göstermektedir. Öte yandan, asimetrik oynaklık modellerine uygun değişkenler, sanayi üretim endeksi, nominal döviz kuru, reel efektif döviz kuru endeksi, M2 ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleridir. Söz konusu parasal değişkenlerin oynaklığının olumsuz şoklar karşısında daha fazla artış göstermesi (asimetrik etki) beklentilerle uyumludur. Yapısal kırılmaların dikkate alınmasıyla, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı simetrik; nominal döviz kuru asimetrik oynaklık modeline dönüşmektedir. Nominal döviz kurunun asimetrik etkiye sahip olması anlamlı bir sonuçtur. Nitekim, olumlu şoklara göre olumsuz şoklar karşısında söz konusu değişkenin oynaklığının daha fazla etkilendiği gözlemlenmektedir. Dolayısıyla, olumsuz şoklar karşısında öncelikle sanayi üretim endeksi ile temel parasal değişkenlerin oynaklığının etkilendiği dikkate alınarak söz konusu değişkenlerin oynaklığını azaltmaya yönelik olarak önlemler almak gerekir. Örneğin, döviz kurunda büyük ölçüde bir artış (olumsuz şok) ithal gidi bağımlılığı nedeniyle sanayi üretim endeksi oynaklığında önemli bir değişime neden olurken, sektöre anında ucuz kredi sağlayacak bir finansal sistem geliştirmek söz konusu oynaklığı tersine çevirebilir. Bir başka örnek, ani ve yoğun sermaye çıkışlarının para arzı oynaklığı ya da döviz rezervi oynaklığı üzerinde yol açtığı olumsuz etkinin (olumsuz şok), Merkez Bankasının yürüteceği aktif bir para politikası ile söz konusu oynaklıkların anında giderilmesi sağlanabilir. Öte yandan, finansal piyasaların hızla bütünleştiği bir ortamda sıklıkla ortaya çıkan dış şoklara (olumsuz dış şok) karşı nominal döviz kuru ve dolayısıyla reel efektif döviz kuru endeksi oynaklığının kırılabilirliğini en az düzeyde indirmek amacıyla finansal sistemde gerekli reformların yapılması gerekir.

8. Öngörülen yapısal kırılmalı makroekonomik oynaklık modelleri arasında en güçlü ARCH etkisine sahip olan ve dolayısıyla kısa dönemli rassal şoklardan en fazla etkilenen makroekonomik değişken finans hesabı oynaklığıdır. Finans hesabı içinde

yer alan doğrudan yatırım akımları ve özellikle portföy yatırımları oynaklığının kısa dönemli şoklardan etkilenmesi beklenen bir sonuçtur. Ayrıca, yapısal kırılmaların oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte kısa dönemli rassal şoklardan etkilenen değişken sayısında azalma meydana gelmiştir.

9. Öngörülen yapısal kırılmalı makroekonomik oynaklık modelleri arasında en güçlü GARCH etkisine sahip olan ve dolayısıyla uzun dönemli rassal şoklardan en fazla etkilenen makroekonomik değişkenler, 3-ay vadeli mevduat faizi oranı, bankalar arası para piyasası faiz oranı ve bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmidir. Yapısal kırılmaların oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte uzun dönemli rassal şoklardan etkilenen değişkenlerde değişiklik meydana gelmiştir. Ayrıca, cari işlemler hesabı oynaklığına yönelik şokların kalıcılığı da artmaktadır.

10. Yapısal kırılmaların dikkate alınmadığı durumda, kısa dönemli rassal şoklar finansal ve parasal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilerken; yapısal kırılmaların dikkate alınmasıyla birlikte bu tür şokların özellikle parasal değişkenlerin oynaklığı üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu bulgu, her iki oynaklık modelinde de, özellikle parasal değişkenlerin oynaklığının ani şoklara daha açık olduğunu göstermektedir. Öte yandan, yapısal kırılmaların dikkate alınmasıyla birlikte uzun dönemli şoklar, finansal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir.

11. Yapısal kırılmaların dikkate alınmadığı durumda, hisse senedi fiyat endeksi ve yurtiçine doğrudan yatırım girişleri oynaklığına yönelik şokların kalıcılığı artmaktadır. Yapısal kırılmaların dikkate alınmasıyla birlikte sadece cari işlemler hesabı oynaklığına yönelik şokların kalıcılığı artmaktadır. Cari işlemler hesabının iç ve özellikle dış şoklara karşı kırılğan olması ve bu etkinin uzun dönemde devam etmesi politika yapıcılar tarafından dikkate alınması gereken bir bulgudur.

12. “Oynaklığın süregenliği” ya da oynaklıklara yönelik şokların süreklilik göstermesi, var olan bilginin bütün zaman dilimleri için koşullu varyansın öngörülenmesinde önemli olması anlamına gelmektedir. Yapısal kırılmaların

oynaklık modellerine eklenmesiyle birlikte döviz tevdiat hesapları ve özellikle hisse senedi fiyat endeksi oynaklığına yönelik şokların sürekliliği azalmakta; buna karşılık, cari işlemler hesabı oynaklığı süregenliği artmaktadır. Başka bir deyişle, döviz tevdiat hesapları ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığının öngörülenmesinde var olan bilginin etkisi bütün zaman dilimleri için söz konusu olmazken; bu etki cari işlemler hesabı oynaklığının öngörülenmesinde önemli hale gelmektedir. Bu bulgu, cari işlemler hesabı oynaklığının kırılabilirliğini göstermektedir. Cari işlemler hesabı oynaklığına ilişkin bu bulgu, aynı zamanda, bir önceki bulgu (11. bulgu) ile uyumludur.

13. “Yasal” kur rejimleri, reel ve finansal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir. “Yasal” kur rejimleri değişimlerinden en çok etkilenen değişkenler, ihracat hacmi, ithalat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığıdır. Hem dış ticaretin iki temel göstergesinin oynaklığının hem de temel finansal değişkenlerin oynaklığının resmi kur rejimlerinden etkilenmesi, söz konusu değişkenlerin temel olarak döviz kurundaki değişimlere karşı duyarlılığı ile açıklanabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun rekabet gücünün temel belirleyicileri arasında yer aldığı dikkate alındığında, döviz kuruna yönelik uygulamanın esnek ya da katı olması rekabet gücüne etki aracılığıyla ihracat ve ithalat hacmi oynaklığını etkilemektedir. Öte yandan, Türkiye’de hisse senedi piyasası ile portföy girişleri arasındaki yakın ilişki birlikte değerlendirildiği zaman döviz kurunun esneklik ve katılık derecesinin portföy girişlerini etkileyerek hisse senedi fiyat endeksinde dalgalanmalara yol açtığı ileri sürülebilir.

14. “Fiili” kur rejimleri, parasal değişkenlerin oynaklığını daha fazla etkilemektedir. “Fiili” kur rejimleri değişimlerinden en çok etkilenen değişkenler, başta Merkez Bankası brüt döviz rezervleri olmak üzere nominal döviz kuru, reel döviz kuru endeksi, ihracat hacmi ve toplam YTL mevduat oynaklığıdır. Nitekim, reel döviz kuru, yazında, kur rejimi değişimlerinden en fazla ve doğrudan etkilenen değişken olarak belirtilmektedir. Merkez Bankası brüt döviz rezervleri oynaklığının özellikle fiili kur rejimlerinden etkilenmesi beklenen bir sonuç olmakla birlikte kur esnekliği

ve katılığına bağılı olarak döviz rezervlerinde dalgalanmalar ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, Merkez Bankası fiili ya da piyasada geçerli olan kur rejimlerini denetim altına alarak döviz rezervlerindeki oynaklığı azaltabilir. Döviz rezervlerindeki oynaklığın azalması ise, ekonomideki kırılganlığı azaltan öğelerden biridir. Benzer şekilde, nominal döviz kuru ve reel döviz kuru endeksi gibi temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığının gerçekte uygulanan kur rejimlerinden etkilenmesi beklenen bir sonuçtur. Temel makroekonomik değişken olan reel döviz kurundaki dalgalanmaların diğere reel değişkenler açısından önemi dikkate alındığında Merkez Bankasının kur rejimi aracılığıyla söz konusu dalgalanmaları azaltabileceği ortaya çıkmaktadır. Öte yandan, toplam YTL mevduat oynaklığının fiili kur rejimlerindeki değişime olan duyarlılığı Türkiye’de uzun zaman önemini korumuş olan para ikamesi ile açıklanabilir. Mevduat sahipleri, döviz piyasasındaki dalgalanmaların artış ya da azalışına bağılı olarak Türk Lirası ve döviz mevduatı talebinde değişikliğe gitmiştir. Döviz kurundaki dalgalanmanın arttığı (dolayısıyla fiilen dalgalı kur rejimine geçildiği durumda) durumda, kur riskinin ve dolayısıyla para ikamesinin artmasıyla birlikte YTL mevduat oynaklığının artması beklenmektedir. Bu nedenle, Merkez Bankası uygulanan kur rejimini doğru şekilde tespit ettikten sonra bir ekonominin temel fon kaynağı olan ulusal para cinsinden (YTL) mevduatlardaki dalgalanmaları azaltabilir.

15. Hem “yasal” hem “fiili” kur rejimi değişimlerinden sınırlı da olsa etkilenen değişkenler, ihracat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi, hisse senedi fiyat endeksi oynaklığıdır. Çok güçlü bir etki söz konusu olmamakla birlikte bu değişkenlerin oynaklığı, esas olarak döviz kurundaki değişimlerinden kaynaklanmaktadır.

16. Hem “yasal” hem “fiili” kur rejimi değişimlerinden hiç etkilenmeyen değişkenler, bankalar arası para piyasası faiz oranı, M2, cari işlemler hesabı, finans hesabı, portföy hesabı-yükümlülükler, yurtiçine doğrudan yatırım girişleri oynaklığıdır. Ne var ki, özellikle faiz oranları (belirli bir kur hedefini korumak amacıyla), M2 (bağımsız para politikasına bağılı olarak) ve portföy yatırımlarının (kur ve dolayısıyla getiri belirsizliğine bağılı olarak) kur rejimlerinden etkilenmesi

kuramsal olarak beklenmektedir. Daha çok parasal değişkenlerin hem resmi (yasal) hem de gerçekte uygulanan (fili) kur rejimleri değişimlerine duyarlı olmaması, söz konusu değişkenlerin oynaklığının önemli bir makroekonomik politika aracı olan kur politikasıyla etkilenemeyeceğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, söz konusu değişkenlerin oynaklığı kur rejimleri dışındaki makroekonomik politikalardan etkilenmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1973'te Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünün ardından aynı zamanda, günümüz uluslararası para sistemi olan dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte para birimlerinde ortaya çıkan dalgalanmalar ve yükselen piyasa ekonomilerinde son yıllarda meydana gelen finansal krizler, kur rejimi tercihinine yönelik yazının hızla genişlemesine yol açmıştır. Bu çerçevede yapılan geleneksel tartışma, üç temel kur rejimi çerçevesinde şekillenmektedir. Bunlar, ticareti ve yatırımları engelleyen, işlem maliyetini ve kur riskini azaltan ve para politikası için itibarlı bir nominal çıpa işlevine sahip olmakla birlikte ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi ile devalüasyon riskini beraberinde getiren “katı sabit kur rejimleri”; sabit ve dalgalı kur rejimlerinin yararlarının bir arada bulunduğu ya da döviz kurunda kısmi esneklik sağlamasına karşın spekülasyon saldırıları karşısında kırılabilir bir yapıya sahip olan ve itibarı yüksek bir parasal yetki kurumuna gereksinim duyan “ara rejimler”; ve bağımsız para politikasına olanak ve dış şoklara karşı esneklik sağlamakla birlikte kısa ve uzun dönemde kur oynaklığını beraberinde getiren “dalgalı kur rejimi”dir.

Kur rejimlerine ilişkin geleneksel tartışma, farklı sonuçları içeren çalışmaların ortaya konulmasına neden olmuştur. Bazı çalışmalar, ara rejimlerin özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde para krizlerine karşı önemli ölçüde kırılabilir ve dolayısıyla sürdürülemez olduğunu ileri sürerken; ara rejimlerin sabit ve dalgalı kur rejimlerine göre daha verimli ve sürdürülebilir olduğunu belirten çalışmalar da bulunmaktadır. Öte yandan, yazında, kur oynaklığının söz konusu olduğu dalgalı kur rejimleri ile finansal kırılabilirliği ilişkilendiren çalışmalar yer almaktadır. Yazında, sermaye girişlerini özendirilmesi, devalüasyon ve enflasyon riskinin bulunması ve parasal yetki kurumunun işlevlerini kısıtlaması gibi nedenlerle sabit kur rejimleri ile finansal krizleri ilişkilendiren çalışmalar da bulunmaktadır. Bununla birlikte, bazı çalışmalar, sabit kur rejimlerinin saydamlık ve saygınlık sağladığını, dış şokların sıklığını azalttığını, finansal istikrarı güçlendirdiğini ve dolayısıyla sürdürülebilir olduğunu ileri sürmektedir. Ayrıca, hem sabit kur hem de dalgalı kur rejimlerinin finansal kırılabilirliği tetiklediğini belirten çalışmalar da yazında yer almaktadır. Dolayısıyla, yazında optimal kur rejimi tercihinine yönelik bir görüş birliği söz konusu

değildir. Nitekim, söz konusu durum, temel iktisadi görüşler arasında da söz konusu olmuştur. Örneğin, Nurkse ve Meade, dalgalı kur rejiminin istikrar bozucu olduğunu ileri sürerken; Friedman, dalgalı kur rejimi altında döviz piyasasında spekülörlerin davranışlarının istikrar sağlayıcı olduğunu belirtmektedir. Daha sonra, Parasalcılar ve Keynesyen iktisat, benzer görüşü paylaşmışlardır.

Uluslararası makroekonomi yazınında yapılan söz konusu uygulamalı çalışmaların temel amacı, reel ekonomi ve finansal piyasalar için en uygun kur rejimini belirlemektir. Optimal kur rejimi tercihi ise, ülke ekonomilerinin yapısal özelliklerine ve zamana göre değişmektedir. Bölgesel ticari bütünleşmeyi artırmak ve para birliği kurmak ya da enflasyonu düşürmek gibi yapısal değişiklik kararları, sürekli aynı kur rejiminin uygulanmasını engellemektedir. Ayrıca, ekonomik büyüklük, ekonominin dışa açıklık derecesi, yoğun sermaye hareketliliği, iç ve dış kaynaklı reel ve parasal şoklar, parasal yetki kurumunun saygınlığı, kurların geçiş etkisi ve kamu maliyesinin durumu gibi birçok nedene bağlı olarak kur rejimi tercihi değişmektedir. Nitekim, Frankel (1999), bütün ülkeler için tek bir kur rejiminin olmayacağı gibi, tek bir ülke için de, her zaman aynı kur rejiminin uygulanamayacağını belirtmektedir.

En önemli makroekonomik politika kararlarından biri olan kur rejimlerine ilişkin belirsizlik yazında dört gelişmeyi beraberinde getirmiştir. Birincisi, 1990-2001 döneminde meydana gelen krizlerin yaklaşık dörtte üçünün ara rejimlerde ortaya çıkmış olması ve sabit ve dalgalı kur rejimlerinin özellikle finansal gelişmişliğin yetersiz ve para politikası saygınlığının sınırlı olduğu yükselen piyasa ekonomilerinde birçok sorunu beraberinde getirmesi, yeni ara rejim arayışlarına neden olmuştur. Temel ara rejimlerin eksikliklerinden hareketle yeni ara rejimleri, para sepeti-kur bandı-sürünen parite rejimlerinin aşamalı olarak uygulanmasıyla oluşan “BBC kuralı”; özellikle yükselen piyasa ekonomileri için uzun dönemli kur rejimi olan ve enflasyon hedeflemesi ile para birimi uyumsuzluğunu azaltmaya yönelik sıkı önlemlerin bir arada yer aldığı güçlendirilmiş yönetimli dalgalanma olarak belirtilen “yönetimli dalgalanma-artı”; “referans döviz kuru”; “yumuşak marjlar”; “gözetimli kur bandı” ve “temel ihraç ürünü fiyatına sabitleme” olarak

belirtilebilir. İkincisi, uluslararası sermaye hareketlerine açık olan bir ülkede ara rejimlerin sürdürülemez olduğunu savunan “iki kutuplu görüş hipotezi” ya da “köşe çözüm hipotezi”dir. Bu hipotez, sermaye hareketliliğindeki hızlı artış karşısında ulusal para birimine yönelik potansiyel spekülasyon baskıları nedeniyle ara rejimlerin daha kırılgan olmasına dayanmaktadır. Nitekim, 2001 yılı bağlamında bütün ülke grupları arasında ara rejimleri uygulayan ülke sayısındaki hızlı düşüş ve köşe çözümünü tercih etme eğilimi dikkat çekmektedir. Bu ülke grupları arasında sabit ya da dalgalı kur rejimlerini uygulayan ülkeler ve ülke içindeki payları, gelişmiş ülkeler için % 96, gelişmekte olan ülkeler için % 57, yükselen piyasa ekonomileri için % 66, gelişmiş yükselen piyasa ekonomileri için % 78 ve diğer gelişmekte olan ülkeler için % 53 olarak belirtilmektedir. Ayrıca, günümüzde yoğun sermaye hareketleriyle birlikte ara rejimlerin sürdürülmesinin son derece maliyetli olması nedeniyle özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde yönetimli dalgalanma ya da tam dalgalı kur rejimlerine geçiş eğilimi dikkat çekmektedir. Üçüncüsü, “iki kutuplu görüş hipotezi”ne karşı çıkan ve dalgalı kur rejiminin yasal olarak uygulandığı ülkelerin çoğunda gerçekte yoğun müdahalelerin olduğu yönetimli dalgalanma, sürünen parite, sürünen bant ya da sabit kur rejiminin benimsendiğini ileri süren “dalgalanma korkusu hipotezi” dir. “Sabitlenen dalgalı kur” (yasal dalgalı kur-fiili sabit kur) olarak belirtilen bu durum, kur oynaklığının yol açtığı maliyetler sonucunda ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, “dalgalanma korkusu”, esas olarak finansal çöküş korkusu ve enflasyon korkusunun yansımasıdır. Büyük ölçüde dolarize olmuş, uluslararası piyasalardaki rekabet gücünün döviz kuruna dayandığı, kurların geçiş etkisinin yüksek olduğu ve türev araçların sınırlı bulunduğu ekonomilerde görülen bu durum, dalgalı kur rejiminde kur oynaklığının düşük, faiz ve rezerv oynaklığının yüksek olmasına neden olmaktadır. Nitekim, dalgalı kur (ya da yönetimli dalgalanma) rejiminin uygulanmasına karşın birçok ülkenin önemli ölçüde döviz rezervine sahip olması, “cansimidi ile dalgalanma” olarak adlandırılmaktadır. Dördüncü ve son olarak, bir ekonomide zayıf kurumların varlığına bağlı olarak parasal istikrarsızlık, kur istikrarsızlığı ve dolayısıyla ekonomik istikrarsızlığın ortaya çıkmasıyla birlikte sabit kur rejimini koruyamama ya da sürdürmemeye korkusu olarak belirtilen “sabitlenme korkusu hipotezi”dir. Bu nedenle, birçok gelişmekte olan ülke sabit kur rejimini uyguladığını ilan etmiş olsa da, gerçekte yönetimli dalgalanma, sürünen

parite ya da sürünen bant gibi daha esnek kur rejimlerini uygulanmaktadır. Bu durum, “dalgalanan sabit kur” (yasal sabit kur-fiili ara rejimler ya da dalgalı kur) olarak belirtilmektedir.

Sermaye piyasalarının henüz bütünleşmediği ve dolayısıyla dış şokların yoğunluğunun az olduğu 1980’lerde birçok ülkede dezenflasyon politikaları uygulanırken; kur rejimleri, istikrar sağlayan ya da saygınlığı arttıran bir araç olarak görülmekteydi. Günümüzde ise, almaşık kur rejimlerinin, dış şokları emme gücü, spekülatif saldırılara karşı bir koruyucu olması ve dış ticaret öncelikli olmak üzere makroekonomik başarıya etkisi tartışılmaktadır. Kur rejimi tercihinin özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önemi dikkate alındığında, kur rejimi ile oynaklık ilişkisinin politika yapıcılara yol gösterici olacağı açıktır. Bu çerçevede, öncelikle kur rejimleri ile makroekonomik değişkenlerin oynaklığı ilişkisine yönelik beklenen kuramsal ilişkinin incelenmesi gerekmektedir. Yazında, kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin düzeyi (ya da oynaklığı) üzerinde sistematik bir etkisinin bulunmadığı yönünde bir görüş birliği söz konusudur. Bu durum, yazını, “kur rejimi yansızlığı” ve “oynaklık çelişkisi” olmak üzere iki farklı alana ayırmıştır. “Kur rejimi yansızlığı”, kur rejimi tercihinin reel ve nominal döviz kuru dışında temel makroekonomik değişkenler üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını belirtmektedir. Dolayısıyla, kur rejimi tercihi önemli makroekonomik politika kararlarından biri değildir.

“Kur rejimi yansızlığı”na karşılık, yazında, kur rejimi tercihinin (ya da kur oynaklığının) makroekonomik değişkenlerin davranışını etkileyebileceği de ileri sürülmektedir. Bu durum, “Oynaklık çelişkisi” olarak belirtilmektedir. Kuramsal çerçevede, kur rejimlerinden en fazla etkilenmesi beklenen değişkenler, döviz kuru, enflasyon, ihracat ve ithalat (kur belirsizliğinin, fiyat, maliyet ve kar belirsizliğine yol açmasına bağlı olarak) ve Merkez Bankası brüt döviz rezervleri (rezerv biriktirme gereksinimine bağlı olarak)dir. Kur rejimlerinin temelde kur hareketlerindeki sınırlamalardan oluşması dikkate alındığında, döviz kurundaki değişimlere duyarlı olan söz konusu değişkenlerin kur rejimlerinden daha fazla

etkilenmesi beklenen bir sonuçtur. Öte yandan, kur rejimleri ile üretim oynaklığı arasında yazında belirgin bir ilişki söz konusu değildir.

Bu çalışmadan elde edilen bulgulara bakıldığında, ihracat hacmi, ithalat hacmi, bankacılık sektörü yurtiçi toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığının yasal kur rejimlerinden; Merkez Bankası brüt döviz rezervleri, nominal döviz kuru, reel döviz kuru endeksi, ihracat hacmi ve toplam YTL mevduat oynaklığının ise, fiili kur rejimlerinden etkilendiği görülmektedir. Başta nominal döviz kuru ve reel döviz kuru endeksi olmak üzere söz konusu değişkenlerin kur rejimlerinden etkilenmesi beklenen kuramsal bir sonuçtur. Dolayısıyla, elde edilen bu bulgulardan hareketle, ele alınan dönemler için Türkiye’de “yasal kur rejimi yansızlığı” ya da “fiili kur rejimi yansızlığı”ndan söz edilemeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu bulgular, “kur rejimi yansızlığı”nı savunan yazın ile ters düşmekte ve Türkiye bağlamında özellikle temel makroekonomik değişkenlere ilişkin bir “oynaklık çelişkisi”nin varlığını göstermektedir. Başka bir deyişle, kur rejimi tercihi, özellikle temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığını etkilemektedir. Dolayısıyla, kur rejimi tercihi önemli makroekonomik politika kararlarından biridir. Ayrıca, yazında, kur rejimlerinden (ya da döviz kurundaki değişimlerden) en fazla etkilenen değişkenlerin döviz kuru, enflasyon oranı ve uluslararası ticaret hacmi olduğu vurgusu dikkate alındığında, bu çalışma ile elde edilen bulguların varolan yazını desteklediği ifade edilebilir.

Bilindiği üzere, Merkez Bankası’nın kur politikasının belirli amaçları bulunmaktadır. Bunlar, makroekonomik istikrarı sağlamak, enflasyon ataletini kırmak, parasal itibar kazanmak ya da spekülasyon saldırıları ile mücadele etmektir. Çalışmada ortaya konulan bulgular, birçok temel makroekonomik değişkenin oynaklığının, yasal ya da fiili kur rejimleri değişimlerinden etkilendiğini göstermektedir. Dolayısıyla, özellikle nominal döviz kuru, reel döviz kuru endeksi, ihracat hacmi ve ithalat hacmi gibi temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığının kur rejimlerinden etkilenmesi, Merkez Bankası’nın belirli kur rejimlerini kullanarak dış ticaret, döviz rezervleri, enflasyon oranı, sanayi üretimi gibi belirli makroekonomik değişkenlerin oynaklığını doğrudan ya da dolaylı olarak

etkileyebileceğini ortaya koymaktadır. Örneğin, yurtiçi enflasyon oranının döviz kurundaki değişimlere karşı son derece duyarlı olması (“dalgalanma korkusu”, enflasyon korkusunun yansımasıdır) nedeniyle belirli bir kur rejimini tercih etmek, kur oynaklığı ve dolayısıyla enflasyon oynaklığını azaltabilir. Böylece, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan “enflasyon korkusu” ortadan kalkabilir. Benzer şekilde, belirli kur rejimleri aracılığıyla kur değişimlerinden kaynaklanan dış ticaretteki belirsizlikler azaltılabilir. Böylece, kur oynaklığının önemli makroekonomik maliyetlere yol açması engellenebilir.

Makroekonomik değişkenlerin oynaklığının yüksek olması, para ve maliye politikaların uygulanmasında zorluklar yaratmaktadır. Bunun nedenleri, yüksek belirsizlik ortamında politikaların uygulama zorluğu ve olumsuz şoklar karşısında politika araçlarında önemli değişikliklere gereksinim duyulmasıdır. Tüm bu ayrıntılı değerlendirmeler ışığında, özellikle temel makroekonomik değişkenlerin oynaklığını etkilenmesi açısından kur politikasının önemli bir araç olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu değişkenlerin oynaklığını azaltacak kur rejimlerinin uygulanması ile aynı zamanda, para ve maliye politikalarının etkinliği artar. Başka bir deyişle, makroekonomik politikalar ile uyumlu bir resmi kur politikası (yasal kur rejimleri), hem reel sektör için önemli olan ihracat ve ithalat oynaklığını hem de finansal sistem için önemli olan toplam kredi hacmi ve hisse senedi fiyat endeksi oynaklığını doğrudan etkileyebilir. Aynı zamanda, döviz kuru, döviz rezervleri, ihracat ve ulusal para mevduatı oynaklığı, piyasada geçerli olan (fiili kur rejimleri) ve Merkez Bankasının denetiminin bulunduğu kur rejimleri aracılığıyla dolaylı olarak etkilenebilir.

Kur rejimlerinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığına etkisini belirlemeye yönelik bu çalışmanın bulguları, Türkiye bağlamında böyle bir etkinin varlığını açıkça ortaya koymakla birlikte, makroekonomik değişkenlerin oynaklığının açıklanmasında kur rejimi tercihinin tek başına önemli bir etken olamayacağını vurgulamak gerekmektedir. İktisat yazınında belirtildiği gibi, hiçbir kur rejimi güçlü ve uyumlu makroekonomik politikaların yerini alamaz. Dolayısıyla, ülkemiz açısından daha önemli olan belirlenen ulusal ekonomi politikaları ile uyumlu

ve kendi içinde tutarlı makroekonomik politikaların uygulanması, kur rejiminin de bu doğrultuda bir araç olarak kullanılmalıdır. Bununla birlikte, günümüzde küresel ekonomiden bağımsız politikalar uygulamanın ne derece zor olduğu açıktır.

KAYNAKLAR

Ağcaer, A. (2003). *Dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası müdahalelerinin etkinliği: Türkiye üzerine bir çalışma*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. <http://www.tcmb.gov.tr/> (01.08.2007).

Ahmed, S., Ickes, B.W., Wang, P. ve Yoo, B.S. (1993). International business cycles. *The American Economic Review*, 83(3): 335-359.

Aizenman, J. (1994). Monetary and real shocks, productive capacity and exchange rate regimes. *Economica*, 61(244): 407-434.

Akat, A. S. (2004). Dalgalı kur ve para politikası: Bir parasal kural önerisi, *Gülten Kazgan'a Armağan: Türkiye Ekonomisi*. Birinci Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.

Akçay, O.C., Alper, C.E. ve Karasulu, M. (1997). Currency substitution and exchange rate instability: The Turkish case. *European Economic Review*, 41: 827-835.

Alberola, E. ve Molina, L. (2005). What does really discipline fiscal policy in emerging markets? The role and dynamics of exchange rate regimes. *EconWPA, International Finance* No.0507003.

Alesina, A. ve Wagner, A. (2003). Choosing (and renegeing on) exchange rate regimes. *NBER Working Paper* No.9809, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Aliber, R.Z. (1975). Monetary independence under floating exchange rates. *The Journal of Finance*, 30(2): 365-376.

Alparslan, M. ve Erdönmez, P. (2000). Enflasyon hedeflemesi. *Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi*, 35: 14-41.

Altay, N.O. ve Güçlü, M. (2005). The choice of foreign exchange rate regime: Fear of pegging or fear of floating?. *Yapı Kredi Economic Review*, 16(2): 85-97.

Altay, N.O. (2007). Döviz kuru rejimi tercihini belirlemeye yönelik yaklaşımlar. *Ege Akademik Bakış*, 7(2): 699-714.

Arat, K. (2003). *Türkiye’de optimum döviz kuru rejimi seçimi ve döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin incelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, <http://www.tcmb.gov.tr/> (01.08.2007).

Aristotelous, K. (2001). Exchange rate volatility, exchange rate regime and trade volume: Evidence from the UK-US export function. *Economics Letters*, 72: 87-94.

Aristotelous, K. (2002). The impact of the post-1972 floating exchange-rate regime on US exports. *Applied Economics*, 34: 1627-1632.

Arize, A.C., Osang, T. ve Slottje, J.D. (2000). Exchange-rate volatility and foreign trade: Evidence from thirteen LDC’s. *Journal of Business and Economic Statistics*, 18(1): 10-17.

Arslan, İ., ve Wijnbergen, S. (1993). Export incentives, exchange rate policy and export growth in Turkey. *The Review of Economics and Statistics*, 75(1): 128-133.

Arteta, C. (2005). Exchange rate regimes and financial dollarization: Does flexibility reduce currency mismatches in bank intermediation?. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No.738*.

Asseery, A. ve Peel, D.A. (1991). The effects of exchange rate volatility on exports: Some new estimates. *Economics Letters*, 37: 173–177.

Aşıkoğlu, Y. (1995). Strategic issues in exchange rate liberalization: A critical evaluation of the Turkish experienc. *Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization* (ss. 63-87). Birinci Baskı, Capital Markets Board publication No.24, Ankara.

Asıkoglu, Y. ve Uctum, M. (1995). A critical evaluation of exchange rate policy in Turkey, içinde Asıkoglu, Y., (eds.), *Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization* (ss. 89-116). Birinci Baskı, Capital Markets Board publication No.24, Ankara.

Atella, V., Atzeni, G. ve Belvisi, P. (2003). Investment and exchange rate uncertainty. *Journal of Policy Modeling*, 25: 811–824.

Aydın, S. ve Özcan, K.M. (2005). DİBS faiz oranlarında oynaklığın koşullu değişen varyans modeli ile tahmini ve öngörülmesi. *İktisat, İşletme ve Finans*, Mayıs 2005, 83-94.

Baak, S., Al-Mahmood, A. ve Vixathep, S. (2003). Exchange Rate Volatility and Exports from East Asian Countries to Japan and the U.S. *IUJ Research Institute Working Paper 03-2*, International Development Series.

Bacchetta, P. ve Wincoop, E. (2000). Does exchange rate stability increase trade and welfare?. *The American Economic Review*, 90(5): 1093-1109.

Backus, D. (2005). Comment on: Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies. *Journal of Monetary Economics*, 52: 65–68.

Bahçeci, S. (1997). *Ortodoks ve heterodoks istikrar programları: Seçilmiş ülke örnekleri ve 1994 Türkiye deneyimi*, Uzmanlık Tezi, <http://www.dpt.gov.tr/> (10.08.2007).

Bailliu, J. ve Murray, J. (2002). Exchange rate regimes in emerging markets. *Bank of Canada Review*, Winter 2002-2003: 17-27.

Bailliu, J., Lafrance, R. ve Perrault, J. (2002). Does exchange rate policy matter for growth?. *Bank of Canada Working Paper* No.17.

Barbaros, F. ve Erol, E. (2007). Türkiye’de enflasyon hedeflemesi. *İktisat, İşletme ve Finans*, Haziran 2007: 20-44.

Baron, D.P. (1976). Fluctuating exchange rates and the pricing of exports. *Economic Inquiry*, 14: 425–438.

Barkoulas, J., Baum, C.ve Çağlayan, M. (2002). Exchange rate effects on the volume and variability of trade flows. *Journal of International Money and Finance*, 21: 481–496.

Bastourre, D. ve Carrera, J. (2004). Could the exchange rate regime reduce macroeconomic volatility?. *Econometric Society 2004 Latin American Meetings* No.309: 1-29.

Basu, S. ve Taylor, A. (1999). Business Cycles in International Historical Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 13(2): 45-68.

Baxter, M. ve Stockman, A. (1989). Business cycles and exchange rate regime: Some international evidence. *Journal of Monetary Economics*, 23: 377-400.

Benita, G. ve Lauterbach, B. (2004). *Policy factors and exchange rate volatility: Panel data versus a specific country analysis*, <http://faculty.biu.ac.il/~lauteb/wp/4.pdf> (20.05.2007)

Berg, A. ve Borensztein, E. (2000). The pros and cons of full dollarization. *IMF Working Paper*, No.50.

Berg, A.G., Jarvis, C.J., Stone, M.R., Zanello, A. (2003). Re-establishing credible nominal anchors after a financial crisis: A review of recent experience. *IMF Working Paper* No.76.

Berger, H., Sturm, J. ve Haan, J. (2000). An empirical investigation into exchange rate regime choice and exchange rate volatility. *CESifo Working Paper Series* No.263.

Bergvall, A. (2005). Exchange rate regimes and macroeconomic stability: The case of Sweden. *Oxford Economic Papers*, 57: 422–446.

Berument, H. ve Dinçer, N. (2004). The effects of exchange rate risk on economic performance: The Turkish experience. *Applied Economics*, 36: 2429-2441.

Berument H. ve Paşaoğulları M. (2003). Effects of the real exchange rate on output and inflation: Evidence from Turkey. *Developing Economies*, 4: 401-435.

Bird, G. ve Rowlands, D. (2005). Bipolar disorder: Exchange rate regimes, economic crises and the IMF. *University of Surrey Discussion Papers in Economics* No.07.

Bleaney, M. ve Fielding, D. (1999). Exchange rate regimes, inflation and output volatility in developing countries. *Centre for Research in Economic Development and International Trade (CREDIT) Research Paper* No.4.

Bogetic, Z. (2000). Official dollarization: Current experiences and issues. *Cato Journal*, 20(2): 179-213.

Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroscedasticity. *Journal of Econometrics*, 32: 307-327.

Bredin, D., Fountas, S. ve Murphy, E. (2003). An empirical analysis of short-run and long-run Irish export functions: Does exchange rate volatility matter?. *International Review of Applied Economics*, 17(2): 193-208.

Broda, C. ve Romalis, J. (2003). *Identifying the relationship between trade and exchange rate volatility*,
http://faculty.chicagogsb.edu/john.romalis/research/erv_trade.pdf (15.05.2007)

Brooks, C. (2002). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press, UK.

Bubula, A. ve Otker-Robe, I. (2002). The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto policies. *IMF Working Paper* No.155.

Bubula, A. ve Otker-Robe, I. (2003). Are pegged and intermediate exchange rate regimes more crisis prone?. *IMF Working Paper* No.223.

Bubula, A. ve Otker-Robe, I. (2004). The continuing bipolar conundrum. *Finance and Development*, March 2004: 32-35.

Bussiere, M., Fratzscher, M. ve Koeniger, W. (2004). *Exchange-rate regimes and debt-maturity structure*.
http://www.marcelfratzscher.com/BFK_20041015_IMF%20BOOK.pdf (12.04.2007)

Calderon, C. ve Schmidt-Hebbel, K. (2003). Macroeconomic policies and performance in Latin America. *Journal of International Money and Finance*, 22: 895–923.

Calvo, G.A. ve Reinhart, C. (1999a). *When capital flows come to a sudden stop: consequences and policy options*.
<http://www.columbia.edu/~gc2286/ciecpp6.pdf> (20.01.2007)

Calvo, G.A. ve Reinhart, C. (1999b). Capital flow reversals, the exchange rate debate and dollarization. *Finance and Development* , 36(3): 13-15.

Calvo, G.A. ve Reinhart, C.M. (2000). Fear of floating. *NBER Working Paper* No.7993, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Calvo, G.A. (2000). *The case for hard pegs in the brave new world of global finance*. <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn10.pdf> (22.03.2007)

Calvo, G.A. ve Mishkin, F. (2003) The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. *Journal of Economic Perspectives*, 17(4): 99-118.

Carrera, J. ve Vuletin, G. (2002). *The effects of exchange rate regimes on real exchange rate volatility: A dynamic panel data approach*.
<http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/C67.pdf> (04.04.2007)

Cavallo, M. (2005). To float or not to float? Exchange rate regimes and shocks. *FRBSF Economic Letter*, No.2005-01.

Cermeno, R. ve Sanin, M. (2004). Exchange rate arrangements and volatility of real exchange rate depreciation: Panel evidence for the G7 and 8 Latin American countries. *Documento de Trabajo* No. 297, Division de Economia, CIDE , Mexico .

Chacholiades, Miltiades. (1990). *International Economics*. McGRAW-HILL, Singapore.

Chang, R. ve Velasco, A. (1998). Financial fragility and the exchange rate regime. *NBER Working Paper* No.6469, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Chang, R. ve Velasco, A. (2000). Exchange rate policy for developing countries. *American Economic Review*, 90(2): 71-75.

Chowdhury, A. R. (1993). Does exchange rate volatility depress trade flows? Evidence from Error-Correction models. *The Review of Economics and Statistics*, 75(4): 700-706.

Chowdhury, T. (2005). Exchange rate volatility and the United States exports: Evidence from Canada and Japan. *Journal of Japanese International Economics*, 19: 51–71.

Civcir, İ. (1996). *An econometric approach to the analysis of the monetary sector and balance of payments problems in Turkey*, First Edition, Capital Markets Board publication No.38, Ankara.

Collard, F. ve Dellas, H. (2002). Exchange rate systems and macroeconomic stability. *Journal of Monetary Economics*, 49: 571–599.

Collard, F. ve Dellas, H. (2006). Price rigidity and the selection of the exchange rate regime. *Open Economies Review*, 17: 5–26.

Corden, W.M. (2002). Exchange rate regimes for emerging market economies: Lessons from Asia. *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*, 579(1): 26-37.

Corrinne, H. ve McCauley, R.N. (2003). Living with flexible Exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies. *BIS Working Paper* No.130.

Cote, A. (1994). Exchange rate volatility and trade: A survey. *Bank of Canada Working Paper* No.5.

Coudert, V. ve Dubert, M. (2004). Does exchange rate regime explain differences in economic results for Asian countries?. *CEPII, Working Paper* No 2004-05.

Crockett, A. (1977). *International Money: Issues and analysis*, Thomas Nelson Limited, UK.

Crockett, A. (1994) *Monetary policy implications of increased capital flows*. <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/1993/s93crock.pdf> (04.11.2006)

Crosby, M. ve Otto, G. (2003). Persistence of output fluctuations under different exchange rate regimes. *Asian Economic Journal*, 17(3): 281-196.

Crosby, M. (2004). Exchange rate volatility and macroeconomic performance in Hong Kong. *Review of Development Economics*, 8(4): 606–623.

Çetintaş, H. (2002). Türkiye’de devalüasyonlar, *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar*, 39(3): 65-86.

Dağlaroğlu, T. (2006). Inflation targeting in a financially vulnerable economies: The case of Turkey. *Uluslararası Ekonomi Konferansı*, düzenleyen Türkiye Ekonomi Kurumu. Ankara. 11 – 13 Eylül, 2006.

Dedola, L. ve Leduc, S. (2001). Why is the business cycle behaviour of fundamentals alike across exchange rate regimes?. *International Journal of Finance and Economics*, 6: 401–419.

De Grauwe, P. (1988). Exchange rate variability and the slowdown in growth of international trade. *IMF Staff Papers* No. 35: 63–84.

Dellas, H. ve Zilberfarb, B.Z. (1993). Real exchange rate volatility and international trade: A reexamination of the theory. *Southern Economic Journal*, 59 (4): 641–647.

Dell’Ariccia, G. (1999). Exchange rate fluctuations and trade flows: Evidence from the European Union. *IMF Staff Papers*, 46(3): 315-334.

Devereux, M. (1997). Real exchange rates and macroeconomics: Evidence and theory. *The Canadian Journal of Economics*, 30(4a): 773-808.

Devereux, M. (1999). Do fixed exchange rates inhibit macroeconomics adjustments?, *University of British Columbia, Department of Economics Discussion Paper* No. 99-06.

Dickey, D.A. ve Fuller, W.A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74: 427-431.

Doğanlar, M. (2002). Estimating the impact of exchange rate volatility on exports: Evidence from Asian countries. *Applied Economics Letters*, 9: 859-863.

Domaç, İ. ve Peria M.S. (2000). Banking crises and Exchange rate regimes: Is there a link?. *World Bank Policy Research Working Paper* No.2489.

Domaç, İ., Peters, K. ve Yuzefovich, Y. (2001). Does the exchange rate regime affect macroeconomic performans? Evidence from Transition Economies. *The World Bank Policy Research Working Paper* No.2642.

Doroodian, K. (1999). Does exchange rate volatility deter international trade in developing countries?. *Journal of Asian Economics*, 10: 465–474.

Dornbush, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *The Journal of Political Economy*, 84(6): 1161-1176.

Dornbusch, R., Krugman, P., Cooper, R. ve Whitman, M. (1976). Flexible exchange rates in the short run. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1976(3): 537-584.

Dornbush, R. (2001). Fewer monies, better monies. *The American Economic Review*, 91(2): 238-242.

Dowling, J. ve Verbiest, J. (2002). Is volatility built into today's world economy?. *Asian Development Bank, Economics and Research Department (ERD) Policy Brief* No.4.

Duarte, M. (2003). Why don't macroeconomic quantities respond to exchange rate variability?. *Journal of Monetary Economics*, 50(4): 889–913.

Dubas, J., Lee, B. ve Mark, N. (2005). Effective exchange rate classifications and growth. *NBER Working Paper* No.11272, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Duttagupta, R. ve Otker-Robe, I. (2003). Exits form pegged regimes: An empirical analysis, *IMF Working Paper*, No.147.

Dutttagupta, R., Fernandez, G. ve Karacadağ, C. (2004). From fixed to float: Operational aspects of moving toward exchange rate flexibility. *IMF Working Paper* No.126.

Duygulu,A. (1998). Döviz kuru istikrarının ekonomik istikrar açısından değerlendirilmesi. *DEÜ, İİBF Dergisi*, 13(I): 107-118.

Edwards, S. (2001a). Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention. *NBER Working Paper* 8529, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Edwards, S. (2001b). Dollarization and economic performance: An empirical investigation. *NBER Working Paper* No.8274, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Edwards, S. (2001c). Dollarization: Myths and realities. *Journal of Policy Modeling*, 23: 249-265.

Edwards, S. ve Levy Yeyati, E. (2003). Flexible exchange rates as shock absorbers, *NBER Working Paper* 9867, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Edwards, S. ve Magendzo, I. (2001). Dollarization, inflation and growth. *NBER Working Paper* No.8671, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Edwards, S. ve Magendzo, I. (2003a). A currency of one's own? An empirical investigation on dollarization and independent currency unions. *NBER Working Paper* No.9514, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Edwards, S. ve Magendzo, I. (2003b). Strict dollarization and economic performance: An empirical investigation. *NBER Working Paper* No.9820, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Edwards, S. ve Savastano, M.A. (1999). Exchange rates in emerging economies: What do we know? What do we need to know?. *NBER Working Paper* No.7228, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Egert, B. ve Morales-Zumaquero, A. (2005). Exchange rate regimes, foreign exchange volatility and export performance in Central and Eastern Europe: Just another blur project?. *Bank of Finland Institute for Economies in Transition (BOFIT) Discussion Papers* No.8.

Eichengreen, B. (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. Brookings Institution, Washington, DC.

Eichengreen, B. ve Rose, A.K. (1998). Staying afloat when the wind shifts: External factors and emerging-market banking crises. *NBER Working Paper* No.6370, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Eichengreen, B. ve Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. *NBER Working Paper* No.7418, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Eichengreen, B., Hausmann, R. ve Panizza, U. (2003). Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters?. *NBER Working Paper* No.10036, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Eichengreen, B. ve Razo-Garcia, R. (2006). The international monetary system in the last and next 20 years. *Economic Policy*, 21(47): 393-442.

Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series*, John Wiley and Sons, USA.

Engin, N. (2000). *İktisat Politikası: Keynesyen, Yeni Cambridge ve Monetarist makroekonomik modeller*, (çeviri, Keith Cuthbertson), 2.Baskı, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir.

Engle, R. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica*, 50(4). 987-1007.

Engle, R.F. ve Bollerslev, T. (1986). Modelling the persistence of conditional variances. *Econometric Reviews*, 5(1): 1-50.

Esquivel, G. ve Larrain, F. (2002). The impact of G-3 exchange rate volatility on developing countries. *Research papers for the Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs, G-24 Discussion Paper Series* No. 16.

Fama, E.F. (1965). The behaviour of stock market prices. *Journal of Business*, 38: 38-105.

Fernandez, V. (2004). How sensitive is volatility to exchange rate regimes? The case of Chile. *International Finance Review*, 5: 65-97.

Fertekligil, V. ve Özkale, L. (2002). Avrupa Para Birliği ve Türk ekonomisine etkileri. *İTÜ Dergisi/b Sosyal Bilimler*, 1(1): 3-10.

Fischer, S. (1999). On the need for an international lender of last resort. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4): 85-104.

Fischer, S. (2001). Distinguished lecture on economics in government: Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 3-24.

Flood, R.P. ve Rose, A.K. (1995). Fixed exchange rates: A virtuel quest for fundamentals. *Journal of Monetary Economics*, 36(1): 3-37.

Flood, R.P. ve Rose, A.K. (1999). Understanding exchange rate volatility without the contrivance of macroeconomics. *The Economic Journal*, 109(459): 660-672.

Fountas, S. ve Aristotelous, K. (2003) Does the exchange rate regime affect export volume? Evidence from bilateral exports in US-UK trade: 1900-1998. *The Manchester School*, 71(1): 51-64.

Franke, G. (1991). Exchange rate volatility and international trading strategy. *Journal of International Money and Finance*, 10: 292–307.

Frankel, J. ve Goldstein, M. (1989) Exchange rate volatility and misalignment: Evaluating some proposals for reform. *NBER Working Paper* No.2894, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Frankel, J.A. (1999). No single currency is right for all countries or at all times. *NBER Working Paper* No.7338, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Frankel, J. ve Rose, A. (2000). Estimating the effects of currency unions on trade and output. *NBER Working Paper* No.7857, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Frankel, J.A. (2003a) Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies. *NBER Working Paper* No.10032, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Frankel, J. (2003b). A proposed monetary regime for small commodity exporters: Peg the export Price ('PEP'). *International Finance*, 6(1): 61-88.

Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. *Essays in Positive Economics* (ss.157-203). Chicago: University of Chicago press.

Frommel, M. ve Menkhoff, L. (2003). Increasing exchange rate volatility during the recent float. *Applied Financial Economics*, 13: 877–883.

Garofalo, P. (2005). Exchange rate regimes and economic performance: The Italian experience. *Bank of Italy Historical Research Papers* No.10.

Genberg, H.ve Swoboda, A. (2004) Exchange-rate regimes: Does what countries say matter?. *HEI Working Paper* No: 07/2004.

Ghosh, A., Gulde, A., Ostry, J. ve Wolf, H. (1997). Does the nominal exchange rate regime matter?. *NBER Working Paper* No.5874, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Ghosh, A., Gulde, A. ve Wolf, H. (1998). Currency Boards: The ultimate fix?. *IMF Working Paper* No.8.

Ghosh, A., Gulde, A. ve Wolf, H. (2002). *Exchange rate regimes: Choices and consequences*, MIT Press.

Giovanni, A. (1988). Exchange rates and traded goods prices. *Journal of International Economics*, 24: 45-68.

Glick, R. ve Rose, A.K. (2002). Does a currency union affect trade? The time series evidence. *European Economic Review*, 46(6): 1125 – 1151.

Glosten, L.R., Jagannathan, R. ve Runkle, D. (1993). On the Relation Between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks. *Journal of Finance*, 48: 1779-1801.

Goldfajn, I. ve Olivares, G. (2001). Can flexible exchange rates still “work” in financially open economies?. *United Nations Conference on Trade and Development, G-24 Discussion Paper Series No.8*.

Goldstein, M. (2002). Managed floating plus (Chapter 7). *Policy Analyses in International Economics 66* (ss. 43-68). Institute for International Economics, Washington,DC.

http://www.petersoninstitute.org/publications/chapters_preview/342/7iie3365.pdf
(18/05/2007)

Gök, A. (2006). Sabit kur uygulamasının sakıncaları ve Türkiye. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 43(507): 60-69.

Gökbunar, R. ve Erdoğan, Ö. (1995). Türkiye’de 1980 sonrası dönemdemaliye politikalarının para politikalarıyla uyumsuzluğu ve geleceğe dönük beklentiler. *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, 32: 49-60.

Grandes, M. ve Reisen, H. (2003). Exchange rate regimes and macroeconomic performance: Revisiting three major Latin American experiences. *Seminar on Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Economies*, Santiago, Chile, April 24-25, 2003.

Grauwe, P. ve Grimaldi, M. (2002). Exchange rate regimes and financial vulnerability. *EIB Papers*, 7: 33-48.

Grauwe, P. ve Schnabl, G. (2004). Exchange rate regimes and macroeconomic stability in Central and Eastern Europe. <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0404/0404011.pdf> (05.05.2007)

Grimm, O. (2007). Fiscal discipline and stability under currency board systems. *CER-ETH Center of Economic Research at ETH Zurich Working Paper No.66*.

Hagen, J. ve Zhou, J. (2002). The choice of exchange rate regimes: An empirical analysis for Transition Economies. *Centre for European Integration Studies Working Paper B03*.

Haile, F.D. ve Pozo, S. (2006). Exchange rate regimes and currency crises: An evaluation using extreme value theory. *Review of International Economics*, 14(4): 554–570.

Hakura, D.S. (2005). Are emerging market countries learning to float?. *IMF Working Paper No.98*.

Hallet, A. ve Huges, J. (1991). Price Discipline, Output Costs and Exchange Rate Stabilization: Empirical Estimates For The G3 Countries. *Scottish Journal of Political Economy*, 38(4): 305-316.

Harris, R. ve Sollis, R. (2003). *Applied Time Series Modelling and Forecasting*. John Wiley & Sons Inc., USA.

Hausmann, R., Gavin, M., Pages-Serra, C. ve Stein, E. (1999). Financial turmoil and the choice of exchange rate regime. *Inter-American Development Bank Working Paper No.400*.

Hausmann, R., Panizza, U. ve Stein, E. (2001). Why do countries float the way they float?. *Journal of Development Economics*, 66: 387-414.

Hausmann, R. ve Panizza, U. (2003). On the determinants of Original Sin: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22: 957–990.

Hefeker, C. (2000). Sense and nonsense of fixed exchange rates: On theories and crises. *Cato Journal*, 20(2): 159-178.

Hernandez, L. ve Montiel, P. (2001). Post-crisis exchange rate policy in five Asian countries: Filling in the “hollow middle”?. *IMF Working Paper* No.170.

Hoffmaister, A., Roldos, J. ve Wickham, P. (1998). Macroeconomic fluctuations in Sub-Saharan Africa. *IMF Staff Paper* No.45.

Hviding, K., Michael N. ve Luca A.R. (2004). Can higher reserves help reduce Exchange rate volatility. *IMF Working Paper* No.189.

Husain, A.M., Mody, A. ve Rogoff, K.S. (2005). Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies. *Journal of Monetary Economics*, 52: 35–64.

Ibarra, C. (2004). Capital flows, exchange rate regime, and macroeconomic performance in Mexico. *World Institute for Development Economics Research Paper* No. 2004/27

IMF (1997). Exchange rate arrangements and economic performance in developing countries. *World Economic Outlook* (ss. 78-97), Washington, D.C., October 1997.

IMF (2004). *Classification of exchange rate arrangements and monetary policy frameworks*. <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm> (03.03.2007)

Inclan, C. ve Tiao, G. (1994). Use of cumulative sums of squares for retrospective detection of changes of variance. *Journal of American Statistical Association*, 89(427): 913-923.

İnan, E.A. (2002). *Kur rejimi tercihi ve Türkiye*. <http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/Kurrejimleriyle%C3%BCIverileri.doc> (06.06.2007)

Iwata, S. ve Tanner, E. (2003). Pick your poison: The exchange rate regime and capital account volatility in emerging markets. *IMF Working Paper* No.92.

Joshi, V. (2003). Exchange rate regimes: Is there a third way?. *World Economics*, 4(4): 15-36.

Kafka, A. (1978). The new exchange rate regime and the developing countries. *The Journal of Finance*, 33(3): 795-802.

Kahyaoğlu, H. ve Utkulu, U. (2006). Euro-Dolar paritesindeki oynaklığın ihracat üzerine etkisi: Türkiye örneği. *İşletme ve Finans Dergisi*, Mayıs 2006: 114-125.

Kalaycı , İ. (2003). Şubat 2001 krizinin anatomisi: Kur çıpası ve devalüasyon. *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar*, 40(469): 5-25.

Kaminsky, G.L. ve Reinhart, C.M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *The American Economic Review*, 89(3): 473—500.

Kanas, A. (2005). Regime linkages in the US/UK real exchange rate–real interest differential relation. *Journal of International Money and Finance*, 24: 257–274.

Kasman, S. (2006). The relationship between macroeconomic volatility and stock market volatility. *ISE Review*, 32: 1-10.

Kasman, A. ve Kasman, S. (2005). Exchange rate uncertainty in Turkey and its impact on export volume. *METU Studies in Development*, 32: 41-58.

Keenan, P.B. ve Rodrik, D. (1986). Measuring and analyzing the effects of short-term volatility in real exchange rates. *The Review of Economics and Statistics*, 68: 311-315.

Kenen, P. B. (1969). Round Table on Exchange Rate Policy. *American Economic Review*, 59(2): 362-64.

Kenen, P.B. (1985). Macroeconomic theory and policy: How the closed economy was opened?. *Handbook of International Economics 2* (ss. 626-673). Derleyen R.W. Jones ve P.B. Kenen.

Kent, C. ve Naja, R. (1998). Effective exchange rates and irrelevant nominal exchange rates regimes. *Reserve Bank of Australia research discussion paper No.9811*.

Keyder, N. (2002). *Money: Theory, policy and application*. Fifth Edition, Seçkin Yayıncılık, Ankara.

Klein, M.W. ve Marion, N.P. (1997). Explaining the duration of exchange rate pegs. *Journal of Development Economics*, 54(2): 387-404.

Klein, M.W. (2002). Dollarization and trade. *NBER Working Paper No.8879*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Klein, M. ve Shambaugh, J. (2004). Fixed exchange rates and trade. *NBER Working Paper No.10696*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Kocenda, E. ve Valachy, J. (2006). Exchange rate volatility and regime change: A Visegrad comparison. *Journal of Comparative Economics*, 34: 727–753.

Kroner, K.F. ve Lastrapes, W.D. (1993). The impact of exchange rate volatility on international trade: Reduced form estimates using the GARCH-in-mean model. *Journal of International Money and Finance*, 12: 298-318.

Krugman, P. (1991). Target zones and exchange rate dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, 106(3): 669-682.

Krugman, P.ve Obstfeld, M. (2000). *International Economics: Theory and Policy*, Fifth Edition, Addison-Wesley, US.

Kutlar, A. (2000). *Ekonometrik Zaman Serileri: Teori ve Uygulama*, Gazi Kitabevi, Ankara.

Kuttner, K. ve Posen, A. (2001) Beyond bipolar: A three-dimensional assessment of monetary frameworks. *International Journal of Finance and Economics*, 6(4): 369-87.

Kwan, Y.K. ve Lui, F.T. (1999). How well has the currency board performed? Evidence from Hong Kong. *East Asian Bureau of Economic Research Macroeconomics Working Papers* No. 199, 1-35.

Lahiri, A. ve Vegh, C. (2001). Leaving with the fear of floating: An optimal policy perspective. *NBER Working Paper* No.8391, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Laidler, D. (1981). Monetarism: An interpretation and an assessment. *The Economic Journal*, 91(361): 1-28.

LeBaron, B. ve McCulloch, R. (2000). Floating, fixed or super-fixed? Dolarization joins the menu of exchange rate options. *American Economic Review*, 90(2): 32-37.

LeClair, M.S. (2007). Currency regimes and currency crises: What about cocoa money?. *International Financial Markets, Institutions and Money*, 17: 42–57.

Lee, J. ve Shin, K. (2004). *Exchange rate regimes and economic linkages*”, *working paper, Korea University*. <http://www.korea.ac.kr/~jwlee/> (04.08.2007)

Levy-Yeyati, E. ve Sturzenegger, F. (2001). Exchange rate regimes and economic performance. *IMF Staff Paper* No.47: 62–98.

Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. ve Reggio, I., (2002), On the endogeneity of exchange rate regimes, *Universidad Torcuato Di Tella, Business School Working Papers* No.11.

Levy-Yeyati, E. ve Sturzenegger, F. (2003). To float or to fix: Evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *The American Economic Review*, 93(4): 1173-1193.

Levy-Yeyati, E. ve Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. Words. *European Economic Review*, 49: 1603-1635.

Liang, H. (1998). Real exchange rate volatility: Does the nominal exchange rate regime matter?. *IMF working paper* No.147.

Lin, K. ve Lee, H. (2002). The political economy of exchange rate regimes: Evidence from Hong Kong and Taiwan. *Asian Economic Journal*, 16(1): 1-15.

Lopez-Cordova, J.E. ve Meissner, C.M. (2003). Exchange-rate regimes and international trade: Evidence from the Classical Gold Standard era. *American Economic Review*, 93(1): 344-53.

Lorie, H.R. ve Sheen, J.R. (1982). Supply shocks in a two country world with wage and price rigidities. *The Economic Journal*, 92(368): 849-867.

Lothian, J. ve McCarthy, C. (2002). Real exchange-rate behaviour under fixed and floating exchange rate regimes. *The Manchester School*, 70(2): 229-245.

Lumsdaine, R. L. ve Papell, D.H. (1997). Multiple trend breaks and the unit root Hypothesis. *Review of Economics and Statistics*, 79(2): 212-18.

Makin, A.J. (2001). *International Macroeconomics*, Prentice Hall.

Malik, F. (2003). Sudden changes in variance and volatility persistence in foreign exchange markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 13: 217-230.

Mandelbrot, B. (1963). The variation of certain speculative prices. *Journal of Business*, 36: 394-419.

Markiewicz, A. (2006). Choice of exchange rate regime in transition economies: An empirical analysis. *Journal of Comparative Economics*, 34: 484-498.

Masson, P. (2001). Exchange rate regime transitions. *Journal of Development Economics*, 64: 571-586.

McKenzie, M. ve Brooks, R. (1997). The impact of exchange rate volatility on German-US trade flows. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 7: 73-87.

McKenzie, M. (1999). The impact of exchange rate volatility on international trade flows. *Journal of Economic Surveys*, 13(1): 71–106.

McKibbin, W. ve Sachs, J. (1986). Comparing the global performance of alternative exchange arrangements. *NBER Working Paper*, No.2024, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

MacKinnon, J.G. (1991). Critical values for cointegration tests. *Long-run Economic Relationship*, Derleyen Engle, R.F. ve Granger, C.W.J. Oxford, UK:Oxford University Press.

McKinnon, R. I. (1963). Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53: 717-724.

McKinnon, R. ve Pill, H. (1999). *Exchange rate regimes for emerging markets: Moral hazard and international overborrowing*.
<http://www-econ.stanford.edu/faculty/workp/swp99018.pdf> (19.12.2006)

McKinnon, R. (2000). After the crisis, the East Asian dollar standard resurrected: An interpretation of high-frequency exchange-rate pegging. *HKIMR Working Paper* No.04/2001

Meade, J.E. (1951), *The Theory of International Economic Policy . Volume I. The Balance of Payments*, Oxford University Press.

Meese, R. (1990). Currency fluctuations in the post-Bretton Woods era. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1): 117-134.

Meissner, C. ve Oomes, N. (2006). Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice. *World Economy & Finance Research Programme Working Paper* No. 0009

Melvin, Michael. (2000). *International Money and Finance*, Sixth Edition, Addison-Wesley, US.

Mendoza, E.,G. (1997). Comment on short-run independence of monetary policy under pegged exchange rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(4): 807-810.

Mills, T. ve Wood, G. (1993). Does the exchange rate regime affect the economy?. *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*, July/August, 3-20.

Mishkin, F. (1996). Understanding financial crises: A developing country perspective. *NBER Working Paper* No.5600, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Mishkin, F. (1997). Strategies for controlling inflation. *NBER Working Paper* No.6122, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Mishkin, F. (1998). The dangers of exchange rate pegging in emerging market countries, *International Finance*, 1(1): 81-101.

Monacelli, T. (2004). Into the Mussa puzzle: Monetary policy regimes and the real exchange rate in a small open economy, *Journal of International Economics*, 62: 191– 217.

Mundell, Robert A. (1961). A theory of optimum currency areas. *An open economy macroeconomics reader*. Derleyen Uğur, Mehmet (2002) The Cromwell Press, Great Britain.

Mundell, Robert A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible Exchange rates. *An open economy macroeconomics reader*. Derleyen Uğur, Mehmet. 2002. The Cromwell Press, Great Britain.

Mundell, R. (1999). The Euro: How important. *Cato Journal*, 18(3): 441-444.

Mussa, M. (1986). Nominal exchange rate regimes and the behaviour of real exchange rates: Evidence and implications. *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 25: 117-214.

Mussa, M., Mason, P., Swoboda, A., Jadresic, E., Mauro, P. ve Berg, A. (2000). Exchange Rate Arrangements of Developing and Transition Countries. *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy* (3.Bölüm) (ss. 13-35). *IMF Occasional Paper* No.193.

Müslümov, A., Hasanov, M. ve Özyıldırım, C. (2003). Osmanlı Devleti ve Türkiye Cumhuriyetinde uygulanan döviz kuru politikaları. *Döviz kuru sistemleri ve Türkiye’de uygulanan döviz kuru sistemlerinin ekonomiye etkileri* (9. Bölüm), TÜGİAD Bilimsel Eser Yarışması Birincilik Ödülü, İstanbul.

Neal, C. (1996). Does central bank intervention stabilize foreign exchange rates. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, First Quarter, 43-57.

Nelson, D. (1991). Conditional heteroscedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica*, 59(2): 347-370.

Nilsson, K. ve Nilsson, L. (2000). Exchange rate regimes and export performance of developing countries. *World Economy*, 23(3): 331-349.

Nurkse, R. (1944). *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Experience*. League of Nations: Geneva

Obstfeld, M., Cooper, R. ve Krugman, P. (1985). Floating exchange rates: Experience and prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1985(2): 369-464

Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1995). The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 73-96.

Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, MIT press: Cambridge, England.

Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (2000). New Directions for Stochastic Open Economy Models. *Journal of International Economics*, 50: 117-153.

Ocampo Jose A. (2005). A broad view of macroeconomic stability. *DESA (The UN Department of Economic and Social Affairs) Working Paper*, 1: 1-25.

Örnek, İ. ve Taş, S. (2002). Enflasyon ile mücadelede Merkez Bankası'na alternatif bir kurum olarak uygulanan para kurulu sistemi ve sistemin Türkiye'de uygulanabilirliğine yönelik ampirik bir çalışma. *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar*, 39(12): 49-62.

Patterson., K. (2000). *An Introduction to Applied Econometrics-A Time Series Approach*, St.Martin's Press, USA.

Payashioğlu, C. (2005). *A tail index tour across foreign exchange regimes in Turkey*.http://www.ecomod.net/conferences/middle_east_2005/middle_east_2005_papers/919.pdf (09.08.2007)

Peree, E. ve Steinherr, A. (1989). Exchange rate uncertainty and foreign trade, *European Economic Review*, 33: 1241–1264.

Perron, P. (1989). The great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis. *Econometrica*, 57(6): 1361–1401.

Pill, H. ve Pradhan M. (1995). Financial indicators and financial change in Africa and Asia. *IMF Working Paper* No.123.

Pozo, S. (1992). Conditional exchange rate volatility and the volume of international trade: Evidence from the early 1900s. *The Review of Economics and Statistics*, 74(2): 325–329.

Quirk, P. (1996). Exchange rate regimes as inflation anchors. *Finance and Development*, March 1996, 42-45.

Ran, J. (2002). Volatility of fundamental variables under different exchange rate system: A simple test for Hong Kong. *Applied Economics*, 34(2): 253-258.

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

Rebelo, S. (1997). What happens when countries peg their exchange rates? The real side of monetary reforms. *NBER Working Paper*, No.6168, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Rebelo, S. ve Vegh, C. (2006). When is it optimal to abandon a fixed exchange rate?. *NBER Working Paper*, No.12793, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Reinhart, C.M. (2000). The mirage of floating exchange rates. *The American Economic Review*, 90(2): 65-70.

Reinhart, C.M. ve Reinhart, V.R. (2003). Twin fallacies about exchange rate policy in emerging markets. *NBER Working Paper* No.9670, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Reinhart, C.M. ve Rogoff, K.S. (2002). The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation. *NBER Working Paper*, No.8963, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Reinhart, C.M. ve Rogoff, K.S. (2004). The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 99(1): 1-48.

Ricci, L.A. (1998). Uncertainty, flexible exchange rates and agglomeration. *IMF Working Paper* No.9.

Rodrik, D. (2000). *Exchange rate regimes and institutional arrangements in the shadow of capital flows*.

<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Malaysia%20conference%20paper.PDF>(09.09.2006)

Rogoff, K.S. (2001). Why not a global currency?. *The American Economic Review*, 91(2): 243-247.

Rogoff, K.S., Husain, A.M., Mody, A., Brooks, R. ve Oomes, N. (2003). Evolution and performance of exchange rate regimes. *IMF Working Paper* No.243.

Rose, A.K. (1994a). Are exchange rates macroeconomic phenomena?. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, 1: 19-30.

Rose, A.K. (1994b). Exchange rate volatility, monetary policy and capital mobility: Empirical evidence on the holy trinity. *NBER Working Paper* No.4630, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA

Rose, A.K. (1995). After the deluge: Do fixed exchange rates allow intertemporal volatility tradeoffs?. *NBER Working Paper* No.5219, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Rose, A.K. (2000). *One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade*. <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/Grav.pdf> (19.05.2007)

Rose, A.K. ve Wincoop, E. (2001). National money as a barrier to trade: The real case for currency union. *The American Economic Review*, 91(2): 386–390.

Rose, A., K. ve Engel, C. (2002). Currency unions and international integration. *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(4): 1067-1089.

Rose, A.K. (2004). *Exchange rate regimes and stability: Where do we stand?*. <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/Buba2004.pdf> (05.07.2007)

Salman, F. ve Salih, A. (1999). Modelling the volatility in the Central Bank reserves in an emerging market setting. *The Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, 2: 1-35.

Saltoğlu, B. (2003). *A High Frequency Analysis of Financial Risk and Crisis- An Emprical Study on Turkish Financial Management*, Yaylım Yayıncılık, İstanbul.

Sarno, L. ve Taylor, M.P. (2002). *The economics of exchange rates*, Cambridge University Press, UK.

Selçuk, F. (2004). Free float and stochastic volatility: the experience of a small open economy. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 342: 693-700.

Selcuk, F. (2005). The policy challenge with floating exchange rates: Turkey's recent experience. *Open Economies Review*, 16: 295-312.

Sercu, P. ve Van Hulle, C. (1992). Exchange rate volatility, international trade, and the value of exporting firms. *Journal of Banking and Finance*, 16: 155–182.

Seyidoğlu, H. (2003a). *Uluslararası İktisat: Teori, politika ve uygulama*. Geliştirilmiş 15. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul.

Seyidoğlu, H. (2003b). *Uluslararası finans*, Geliştirilmiş 4. Baskı, Güzem Can Yayınları No.19, İstanbul.

Shin, K. ve Lee, J. (2004). *Exchange rate regimes and economic linkages in EastAsia*.<http://econ.korea.ac.kr/prof/jwlee/files/exchange%20in%20east%20asia%2000821.pdf> (09.05.2007)

Singh, T. (2002). On the GARCH estimates of exchange rate volatility in India. *Applied Economics Letters*, 9: 391-395.

Siregar, R. ve Rajan, R. (2004). Impact of exchange rate volatility on Indonesia's trade performance in the 1990s. *Journal of Japanese International Economies*, 18: 218–240.

Sopraseuth, T. (2003). Exchange rate regimes and international business cycles. *Review of Economic Dynamics*, 6: 339–361.

Stiglitz, J.E. (2002). Capital market liberalization and exchange rate regimes: risk without reward. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 579: 219–248.

Stockman, A. (1983). Real exchange rates under alternative nominal exchange rate systems. *Journal of International Money and Finance*, 2: 147–166.

Stockman, A. (1988). Real exchange rate variability under pegged and floating nominal exchange rate systems: An equilibrium theory. *NBER Working Paper* No.2565, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Stone, M. ve Bhundia, A. (2004). A new taxonomy of monetary regimes. *IMF Working Paper* No.191.

Summers, L.H. (2000). International financial crises: Causes, prevention and cures. *American Economic Review*, 90(2): 1-16.

Supaat, S., Jiun, A., Tiong, N. ve Robinson, E. (2003). Investigating the relationship between exchange rate volatility and macroeconomic volatility in singapore. *MAS (Monetary Authority of Singapore) Staff Paper No.25*.

Taban, S. ve Altıntaş, H. (2004). Döviz kuru rejimlerinin enflasyon ve ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ve Türkiye. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 41(486): 55-71.

Taylor, J. (1989). Monetary policy and the stability of macroeconomic relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 4: 161-178.

Taylor, A.L. (2000). A century of purchasing-power parity. *NBER Working Paper No.8012*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası-TCMB (2006). *2007 yılında para ve kur politikası*. <http://www.tcmb.gov.tr/> (18.08.2007)

Tiwari, R. (2003). Post-crisis exchange rate regimes in Southeast Asia: An empirical survey of de-facto policies”, Seminar Paper, University of Hamburg. <http://www.rrz.uni-hamburg.de/RRZ/R.Tiwari/papers/exchange-rate.pdf> (27.09.2006)

Togan, S. ve Ersel, H., (2004). *Foreign exchange regime, the real exchange rate and current account sustainability: The case of Turkey*. Düzenleyen ERF Eleventh Annual Conference, Beirut, Lebanon, 14-16 December, 2004, http://www.erf.org.eg/11conf_Lebanon/Macro/Togan&Ersel.pdf (06.07.2007)

Thom, R. ve Walsh, B. (2002). The effect of a currency union on trade: Lessons from the Irish experience. *European Economic Review*, 46: 1111 – 1123.

Tornell, A. ve Velasco, A. (2000). Fixed versus flexible exchange rates: Which provides more fiscal discipline?. *Journal of Monetary Economics*, 45: 399-436.

Trevor, R. ve Donald, S. (1986). Exchange rate regimes and the volatility of financial prices: The Australian case. *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper* No.8608.

Uzunoğlu, Sadi. (2003). *Para ve Döviz Piyasaları*. Genişletilmiş 2. Basım, Literatür Yayınları, İstanbul.

Ünsal, E.M. (2005). *Uluslararası İktisat: Teori, politika ve açık ekonomi makro iktisadı*. İmaj Yayıncılık, Ankara.

Valachy, J. ve Kocenda, E. (2003). Exchange rate regimes and volatility: Comparison of the snake and visegrad. *CERGE-EI (Center for Economic Research and Graduate Education) Discussion Paper Series* No.104.

Velasco, A. (1996). When are fixed exchange rates really fixed?. *NBER Working Paper* No.5842, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Velasco, A. (2000). Exchange-rate policies for developing countries: What have we learned? What do we still not know?. *United Nations Conference on Trade and Development, G-24 Discussion Paper Series* No.5.

Vergil, H. (2002). Exchange rate volatility in Turkey and its effect on trade flows. *Journal of Economic and Social Research*, 4(1): 83-99.

Vernengo, M. ve Rochon, L. (2000). Exchange rate regimes and capital controls. *Challenge*, 43(6): 76-92.

Westerfield, J.M. (1977). An examination of foreign exchange risk under fixed and floating rate regimes. *Journal of International Economics*, 7(2): 181-200.

Willett, T. (2001). The OCA approach to exchange rate regimes: A perspective on recent developments. *Claremont College Working Papers* No. 2001-04.

Williamson, J. (1993). Exchange rate management. *The Economic Journal*, 103(416): 188-197.

Williamson, J. (1995). What role for currency boards?. *Policy Analyses in International Economics 40*, Institute for International Economics, Washington, DC.

Williamson, J. (1998). Crawling bands or monitoring bands: How to manage exchange rates in a world of capital mobility?. *International Finance*, 1(1): 59-79.

Williamson, G., Parikh, A. ve Bailey, D. (1998). Are exchange rates determined by macroeconomic factors?. *Applied Economics*, 30: 553-567.

Williamson, J. (2000). Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option. *Policy Analyses in International Economics 60*, Institute for International Economics, Washington, DC.

Williamson, J. (2002). The evolution of thought on intermediate exchange rate regimes. *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*, 579: 73-86, <http://ann.sagepub.com/cgi/reprint/579/1/73.pdf> (02.12.2006)

Yay, T. (2003). Gelişmekte olan ülkelerin finansal entegrasyonu üzerine bir değerlendirme. *İktisat Dergisi*, 438: 16-34.

Yıldırım, O. (2002). Kura dayalı istikrar politikasına teorik bir yaklaşım. *İktisat Dergisi*, 421-428: 25-36.

Yıldırım, O. (2003). *Kura dayalı istikrar politikası: Teori ve ülke uygulamaları*. Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, http://www.hazine.gov.tr/arastirma_inceleme/ar_inc_34.pdf (22.11.2006)

Zakoian J.M. (1994). Threshold heteroskedastic models. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 18(5): 931-955.

Zivot, E. ve Andrews, D.W.K. (1992). Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 10(3): 251-70.

DĪĢĒR

<http://www.financial-indicators.org/resources/financing-growth.pdf>(10.09.2007)

<http://www.fedstats.gov/cgi-bin/imf/imf.cgi#real> (12.09.2007)

http://www.cbs.gov.il/indicators/ind_tab14e.shtml (20.09.2007)

[http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/macroeconomic_indicators/\\$File/AHLMAKR
O200709.xls](http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/macroeconomic_indicators/$File/AHLMAKR
O200709.xls) (21.09.2007)

http://aric.adb.org/macro_indicators.php (25.09.2007)