

**TÜRKİYE'DE OPTİMUM DÖVİZ KURU REJİMİ SEÇİMİ VE  
DÖVİZ KURLARINDAN FİYATLARA GEÇİŞ ETKİSİNİN  
İNCELENMESİ**

Kürşad ARAT

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü

Ankara, Temmuz 2003

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....	i
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ.....	v
KISALTMA LİSTESİ.....	vi
EK LİSTESİ.....	vii
ÖZET .....	viii
ABSTRACT.....	x

## BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ.....	1
------------	---

## İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİMLERİ.....	6
2.1.Esnek Döviz Kuru Rejimleri.....	6
2.1.1. Serbest Dalgalanan Döviz Kuru Rejimi.....	7
2.1.2. Yönetilen Dalgalanan Döviz Kuru Rejimi.....	12
2.2. Sabit Döviz Kuru Rejimi.....	15
2.2.1. Resmi Dolarizasyon.....	15
2.2.2. Para Kurulu.....	19

2.2.2.1. Arjantin’de Para Kurulu Uygulamasının Kısa Bir Değerlendirmesi.....	22
2.2.2.2 Arjantin’de Para Kurulu Uygulamasının Bırakılmasından Sonraki Gelişmeler.....	25
2.3. Bölgesel Döviz Alanları.....	27
2.4. Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi.....	32

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYEDE UYGULANAN DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE POLİTİKALARI.	36
3.1. 1923-1994 Döneminde Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri ve Politikaları.	36
3.2. 1994-1999 Döneminde Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri ve Politikaları.	40
3.3. 2000 Yılında Uygulamaya Başlanılan Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı.....	43
3.4. Serbest Dalgalanan Kuru Rejimine Geçiş Sonrasındaki Gelişmeler.....	48
3.4.1. Serbest Dalgalanan Kur Rejimi Sonrasında Merkez Bankası’nın Almış Olduğu Tedbirler.....	48
3.4.1.2 TL Karşılığı Döviz Satım İhaleleri.....	50
3.4.1.3 TL Karşılığı Döviz Alım İhaleleri.....	53
3.4.2. Serbest Dalgalanan Kur Rejimi Sonrasında Diğer Kurumların Döviz Piyasalarına ilişkin Almış Oldukları Tedbirler...	55
3.4.3. Serbest Dalgalanan Kur Rejimine Geçildikten Sonra Döviz Kurundaki Gelişmeler.....	53

### DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

DÖVİZ KURLARINDAN FİYATLARA GEÇİŞ ETKİSİNİN TEORİK TEMELLERİ.....	64
---	----

4.1. Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisi Analizinin Tarihsel Gelişimi....	64
--	----

## BEŞİNCİ BÖLÜM

AMPİRİK ÇALIŞMA.....	73
5.1. Metodoloji: Vektör Otoregresyon Analizi.....	73
5.2. Analizde Kullanılan Veriler.....	74
5.3 Modelin Tahmini ve Sonuçlar.....	76

## ALTINCI BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	81
KAYNAKÇA.....	86
EKLER.....	91

## TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1.	Bölgesel Döviz Alanına Üye Ülkeler İçin Seçilmiş Göstergeler.....	28
Tablo 3.1.	Merkez Bankası Tarafından İhale Yöntemiyle Satılan Döviz Tutarları.....	51
Tablo 3.2.	Merkez Bankası Tarafından İhale Yöntemiyle Satın Alınan Döviz Tutarları.....	53
Tablo 3.3.	Bankacılık Sisteminin Döviz Pozisyonundaki Gelişmeler.....	56
Tablo 5.1.	Birim Kök İstatistikleri.....	76
Tablo 5.2.	Döviz Kurlarından Fiyatlara Kümülatif Geçiş Katsayıları.....	77
Tablo 5.3.	VAR Analizi Sonuçlarına Göre TEFE'nin Varyans Dağılımı.	79

## GRAFİK LİSTESİ

Grafik 2.1.	Avrupa Birliğine Üye Ülkelerin (EU-15) Dış Ticaret Hacimlerinin Avrupa Birliği GSYH'a Oranı.....	29
Grafik 3.1.	Bant Sisteminin ilk 6 Ayında Döviz Kurlarında Öngörülen Hareket.....	45
Grafik 3.2.	2000 Yılında Gerçekleşen Kümülatif TEFE ve Döviz Sepeti Artışı.....	46
Grafik 3.3.	Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri Arasında Para Piyasası ve Devlet İç Borçlanma Senetleri Faizleri.....	47
Grafik 3.4.	TCMB Gösterge Niteliğindeki ABD Doları Döviz Alış Kuru (-) (Eksi) Döviz Satım İhalelerinde Oluşan Ağırlıklı Ortalama Döviz Kuru.....	52
Grafik 3.5.	TCMB 15.30 ABD Doları Döviz Fiksing Kuru (-) (Eksi) Döviz Alım İhalesinde Oluşan Ağırlıklı Ortalama Döviz Kuru.....	54
Grafik 3.6.	TCMB TEFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi.....	59
Grafik 3.7.	TCMB Gösterge Niteliğindeki Döviz Alış Kurunun Birinci Farkının Histogramı.....	60
Grafik 3.8.	TCMB Gösterge Niteliğindeki ABD Doları Döviz Alış Kurundaki Günlük Yüzde Değişim.....	62
Grafik 3.9.	TCMB Gösterge Niteliğindeki ABD Doları Döviz Alış Kurundaki Aylık Dalgalanma.....	63
Grafik 5.1.	VAR ile Hesaplanan Kümülatif Geçiş Katsayıları.....	78

## KISALTMA LİSTESİ

BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DİBS	:Devlet İç Borçlanma Senetleri
GCC	:Gulf Cooperation Council -Körfez İşbirliği Konseyi
GSMH	:Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	:Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	:International Monetary Fund- Uluslararası Para Fonu
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LEBAC	:Letras Del Banco Central-Arjantin Merkez Bankası Tahvili
MEXDER	:Mercado Mexicano de Derivados- Meksika Türev Piyasası
MPF	:Milli Para Fiyatlaması
NİV	:Net İç Varlıklar
NUR	:Net Uluslararası Rezervler
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	:Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMSF	:Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TPKK	:Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
ÜÜF	:Üretici Ülke Fiyatlaması
VAR	:Vector Auto Regression -Vektör Otoregresyon

## EK LİSTESİ

EK 1 Analizde Kullanılan Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	92
EK 2 Analizde Kullanılan Verilerin Grafikleri.....	93
EK 3 Varyans Dağılımları.....	95
EK 4 Etki Tepki Grafikleri.....	99
EK 5 Yapısal VAR Tahmini.....	102
EK 6 VAR Tahmini.....	103
EK 7 VAR Modeli.....	104
EK 8 1994:01 –2001:02 Dönemi VAR Etki Tepki Grafikleri.....	105
EK 9 2001:03 – 2002:12 Dönemi VAR Etki Tepki Grafikleri.....	106



## ÖZET

Son yıllarda, yükselen piyasa ekonomilerinde sıklıkla bankacılık ve döviz krizleri yaşanmaktadır. Sermaye hareketlerinin dünya üzerinde giderek serbestleşmesinden sonra ülkelerin döviz kuru rejimi seçimleri ülkelerin krize eğilimli olup olmaları açısından büyük önem taşımaya başlamıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinde son yıllarda yaşanan krizler, bu ülkelerde makro ekonomik dengesizliklere yol açmış ve bu krizlerin sosyal ve mali maliyetlerinin toplumun her kesimi tarafından ödenmesi sonucunu doğurmuştur. Her ne kadar yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kuru rejimi değişiklikleri genellikle planlı geçişler şeklinde olmayıp krizlerin zorladığı rejim değişiklikleri olsa da, optimum kur rejiminin seçimi ülkelerin krizlere olan kırılganlıklarını azaltabilmeleri açısından önem taşımaktadır.

Esnek kur rejimleri ile sabit kur rejimleri arasında kalan ara rejim uygulayan ülkelerin yaşadığı krizler, bu rejimlerin sürdürülemez olduğu eleştirilerinin getirilmesine neden olmuştur. Bu bağlamda, yükselen piyasa ekonomileri için optimum kur rejimi seçimi hususunda köşe çözüm önerileri oldukça taraftar bulmuştur.

Yükselen piyasa ekonomilerinde optimum kur rejiminin ne olduğu tespit edilirken, dış ticarete açıklık, sermaye hareketleri serbestisi olup olmadığı, döviz yükümlülüklerinin yapısı gibi bir çok kriteri göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Bunlara ek olarak son yıllarda iktisat yazınında bir ülkedeki döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin boyutunun da kur rejimi seçiminde önem taşıdığı vurgulanmaktadır. Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi yüksek olan ülkelerde, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının

başarılı olma şansının yüksek olduğu ampirik çalışmalarda gösterilmiştir. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi uygulayacak ülkelerde geçiş etkisinin azalmış olması gerekliliği gerek teorik gerek ampirik çalışmalarda vurgulanmıştır. Bütün bu teorik ve ampirik çalışmaların bulguları ışığında, döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin enflasyon hedeflemesi uygulamayı amaçlayan Türk ekonomisi üzerinde incelenmesinin önemi ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, bu tez çalışmasında 1994-2002 döneminde aylık veriler kullanılarak ve çeşitli döviz kuru rejim değişikliklerini dikkate alarak döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi ardışık vektör otoregresyon analizi yardımıyla modellenmiştir. Modelin tahmini sonucunda Türkiye'deki geçiş etkisinin gelişmiş ülke ekonomilerine göre yüksek olduğu ve serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten sonra bu etkinin azaldığı bulunmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Kur Rejimi, Yükselen Piyasa Ekonomileri, Geçiş Etkisi

## **ABSTRACT**

Banking and exchange rate crises have been frequently seen in the emerging market economies in the last years. After the capital account liberalization in most of the world, the choice of exchange rate regimes played an important role in determining which countries are crises prone. The crises in emerging market countries caused not only macro economic instabilities in those countries but also caused the fiscal and social cost of those crises to be paid by the whole society. Even though the exchange rate regime changes in emerging market countries are usually not planned ones but rather, changes forced by crises, the choice of optimum exchange rate regime is a key factor for countries to minimize their vulnerability to crises.

The crises in countries that are implementing intermediate exchange rate regimes raised the question whether these regimes are sustainable. In this respect, “corner solution” gained ground in emerging market countries in the quest for choosing optimum exchange rate regime.

A number of criterion, such as openness to foreign trade, the degree of capital account liberalization, the structure of the sovereign liabilities, have to be taken into consideration in determining the optimum exchange rate regime in emerging market economies. In addition to that, the recent economic research stress that, the degree of pass-through from exchange rates to prices, plays an important role in the mentioned above process. It has been stated in empirical studies that if the pass-through from exchange rates to prices is high, the stabilization programs that use exchange rates as nominal anchor has a quite chance of success. On the other hand, it has been stated

in both empirical and theoretic studies that the pass-through effect has to be low(er) if a country plans to adopt inflation targeting framework. In light of these empirical and theoretic studies, we came to the conclusion that investigating the pass-through effect in Turkey which is planning to adopt inflation targeting framework in the near future is very important. Thus, in this piece of work, the pass-through from exchange rates to prices in Turkey has been modeled by using Recursive Vector Auto Regression with monthly data between 1994 and 2002, taken into account the exchange rate regime changes in the mentioned period. The model forecast shows that the pass-through effect in Turkey is high, compared to developing countries, thus the effect has been decreasing after adopting the free floating exchange rate regime.

**Key Words:** Exchange Rate Regime, Emerging Market Economies, Pass-through

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GİRİŞ

Son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerinde sıklıkla bankacılık ve döviz krizleri yaşanmaktadır. 1990'lı yılların başından itibaren Meksika, Güney Doğu Asya, Rusya, Brezilya, Arjantin ve Türkiye'de yaşanan krizler, yükselen piyasa ekonomilerinde optimum kur rejiminin ne olması gerektiği sorusunu gündeme getirmiştir. Döviz kuru rejimleri üç temel kategoriye ayrılmıştır. Her ana kategorinin altında da ise işleyiş biçimlerine göre alt kategoriler bulunmaktadır. Bu üç temel kategori, esnek döviz kuru rejimleri, sabit döviz kuru rejimleri ve bölgesel döviz alanlarıdır. Yükselen piyasa ekonomileri için sabit kur rejiminin uygun olduğunu savunanlar (Wickham Peter, Bleary ve Francesco vb.) ana argümanlarını Calvo ve Reinhart (2000)'in "Dalgalanmadan Korkma" adlı çalışmasına dayandırmışlar ve serbest dalgalanan kur rejimi uyguladıklarını iddia eden ülkelerin, dalgalanmadan korkmalarından dolayı "yönetilen dalgalanan" kur rejimini uyguladıklarını belirtmişlerdir. Bu düşüncede olanlar arasında yer alan Mc Kinnon ve Schnabl (2002), ülkelerin döviz kurlarında dalgalanmayı önlemek için ya yüksek frekanslı ya da düşük frekanslı döviz sabitleme yöntemini kullandıklarını belirtmiştir. Serbest dalgalanan kur rejimini savunan çalışmalar (Caramazza F, Kennen P vb.) ise, Friedman'ın serbest dalgalanan kur rejiminin yaz ve kış saati uygulamasına benzer bir şekilde otomatik ayarlama mekanizması gibi değişen koşullara uyum sağlama özelliğini ön plana çıkartmaktadır. Diğer taraftan, esnek kur rejimleri ile sabit kur rejimleri arasında kalan ara rejimler, bu rejimleri uygulayan ülkelerde son yıllarda

yaşanan krizlerin ardından popülaritelerini yitirmiş görülmektedir. Edwards (2002) ara rejimler yerine ya sabit kur rejiminin ya da serbest dalgalanan kur rejiminin seçilmesi gerektiğini ve sadece bu rejimlerin sürdürülebilir olduğunu belirtmiş, “köşe çözümlerin<sup>1</sup>” ara rejimlere tercih edilmesi gerektiğini ifade etmiştir. Buna karşın Frenkel, Luis ve Schumacher (2000) köşe çözüm önerilerinin çıkış noktasının yükselen piyasa ekonomilerinde çıkan krizler olmadığını, bu önerilerin Avrupa Birliğinde EURO’ya geçilmeden Döviz Kuru Mekanizmasına (Exchange Rate Mechanism) getirilen eleştirilerden kaynaklandığını belirtmiştir. Ayrıca köşe çözüm önerilerinin teorik temelden yoksun olduğu eleştirisinde bulunmuştur.

Bir diğer kur rejimi ise bölgesel döviz alanları rejimidir. Bu rejim dünya üzerinde çok az ülke tarafından uygulanmakta olup, yakın coğrafi alanda yerleşik bağımsız ülkelerin bir araya gelerek ortak bir parayı milli paraları ile değiştirmeleri olarak tanımlanmaktadır. Bölgesel döviz alanlarının en önemlisi EURO Alanıdır. Buna ek olarak Doğu Karayipler Döviz Alanı ve Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği bulunmaktadır. Jadresic (2002) Orta Doğu’da da 1982’den beri bölgesel döviz alanı kurma çalışmasının devam ettiğini belirtmektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kuru rejimi değişiklikleri çoğunlukla bankacılık ve döviz krizlerinin ardından zorunlu yapılan değişiklikler olarak ortaya çıkmıştır. Ülkelerin, kendilerine uygun kur rejimini belirlerken imkansız üçleme teorisi<sup>2</sup> gibi teknik kısıtlarla karşı karşıya kalmakla birlikte, her ülkeye özgü özel durumlar da optimum kur rejiminin tespit edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Ülkelerin dışa açıklık oranları, dış ticaretin GSMH içindeki payı ve eğer bölgesel döviz alanı oluşturulması düşünülüyorsa bölge içi ticaretin toplam ticarete oranı gibi faktörler optimum

---

<sup>1</sup> Köşe Çözümler (Corner Solutions): Bu öneri aynı zamanda biopolar view olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu öneride ara kur rejimlerinin sürdürülemez olduğu ve ülkelerin ya serbest dalgalanan kur rejimine geçmeleri ya da sabit (tam dolarizasyon ya da para kurulu) kur rejimi uygulamaları gerektiği belirtilmektedir.

<sup>2</sup> İmkansız Üçleme (Impossible Trinity): Bu kurala göre bir ülkede, sermaye hesabı liberalizasyonu, bağımsız para politikası ve sabit kur rejimi aynı anda sağlanamaz. Bu üçlüden birinden vazgeçmesi gerekmektedir. Diğer bir ifade ile, bir ülke aynı anda, döviz kuru stabilitesi, parasal bağımsızlık ve finansal entegrasyon amaçlarına ulaşamaz, bir amacından feragat etmesi mecburidir.

kur rejimi seçiminde dikkate alınması gereken kriterler olmaktadır. Kur rejimi tespitinde bir diğer önemli kriter ise ülkelerdeki döviz kurundan fiyatlara geçiş katsayısının büyüklüğüdür. Eğer bir ülkedeki geçiş etkisi yüksek ise, bu ülkede sabit döviz kuru rejiminin uygulanması, geçmişe endekslemenin kırılması ve beklentilerin yönlendirilmesi açısından önem taşımaktadır. Ayrıca, gayri resmi dolarizasyonun yüksek olduğu ülkelerde, geçiş katsayısının da yüksek olduğu görülmüştür (IMF Policy Paper, 2003). Bu nedenle, dolarizasyonun ve geçiş katsayılarının yüksek olduğu bir çok Latin Amerika ülkesinde döviz kurlarının nominal çapa olarak kullanıldığı istikrar programlarına sık rastlanmaktadır.

Son yıllarda iktisat yazınında, bir ülkedeki döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin boyutunun da kur rejimi seçiminde önem taşıdığı vurgulanmaktadır. Ancak, döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini araştıran ilk çalışmaların çıkış noktalarının farklı olduğu görülmektedir. ABD'de enflasyonun 1970'li yıllardan itibaren düşüş kaydetmeye başlaması ancak bunun nedenlerinin klasik philips analizi ile açıklanamaması ve enflasyon düşüşü ile döviz kurunun değer kazanması arasındaki ilişkinin var olup olmadığının araştırılması geçiş etkisi çalışmalarının başlangıcı olmuştur (Mc Carthy, 1999). Son yıllarda ise döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin yeni açık ekonomi makroekonomi çerçevesinde incelendiği görülmektedir (Hunt ve Isard, 2003). Bu güne kadar yapılan çalışmalarda 1980'lerden 1990'lara gelinirken döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin azaldığı ifade edilmektedir.

Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin hesaplanması para otoritelerinin döviz kuru şoklarına nasıl karşılık vermeleri gerektiğini tespit etmeleri açısından da önem taşımaktadır. Eichengreen (2002) döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin boyutu konusunda belirsizlik varsa, geçiş katsayısını olduğundan fazla olduğunu varsaymanın, düşük varsaymaktan daha az zarar vereceğini belirtmektedir. Hampton (2001) ise döviz kurlarındaki şokun fiyatları iki yoldan etkileyeceğini belirtmiştir. İlk olarak

döviz kuru şokunun tüketim sepeti içindeki ithal malların fiyatını etkilediğini ve bunları değiştirdiğini belirtmiştir. İkinci olarak ise dolaylı (ikincil) şekilde ithal edilmeyen malların da fiyatlarını etkileyerek, fiyatlar genel seviyesini etkileyebildiğini belirtmiştir. Hampton, (2001) para otoritelerinin genellikle dolaylı geçiş etkisinin boyutuna bakarak para politikasını sıkılaştırma kararı alıp almamaya karar verdiklerini belirtmiştir.

Mc Carthy (1999), döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisini sanayileşmiş ülkeler için hesaplamıştır. Diğer taraftan, Bhundia (2002) Güney Afrika Cumhuriyeti, Garcia ve Rstrepo (2001) Şilli ve Leigh ve Rossi (2002) Türkiye için döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini hesaplamışlardır. Ancak, Leigh ve Rossi'nin çalışmasında kullanılan petrol fiyatları ve döviz kurları verilerinin, analizin sonuçlarını etkileyebilecek önemli eksiklikleri<sup>3</sup> olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, para otoriteleri döviz kurları şoklarına müdahale edip etmemeye karar verirken, döviz şokunun dolaylı (ikincil) etkilerinin boyutuna bakmaktadır. Türkiye'deki geçiş etkisini hesaplayan bir çok çalışma<sup>4</sup> olmakla birlikte, ikincil geçiş etkisinin boyutunu hesaplayan bir çalışma bulunmamaktadır. Ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksinin döviz kuru şoklarından etkilenme oranı bir bakıma döviz kurlarının ikincil geçiş etkisinin boyutunu göstermektedir.

Bu çalışmanın çıkış noktası yukarıda belirtilen; (i) petrol fiyatlarının belirlenmesindeki eksiklik ve (ii) ikincil geçiş etkisinin analizi olmuştur. Ayrıca, daha önceki çalışmalarda yer almayan TÜFE'nin alt kümeleri olan ticarete konu olan mallar fiyat endeksine (tr) ve ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksine (ntr) geçiş etkisi hesaplanması da amaçlanmıştır. Bu yolla, dolaylı ve doğrudan geçiş etkisinin<sup>5</sup> boyutlarının Türkiye için modellenmesi ve Merkez Bankası'nın döviz şoklarına müdahale edip etmemesi konusunda karar alırken hesaplanan geçiş etkisi bilgisinin kullanılabilmesi sağlanmaya çalışılacaktır. Bir diğer yönden, bu çalışmada geçiş etkisinin analiz dönemi

<sup>3</sup> Uygulama bölümünde detaylı olarak tartışılmıştır.

<sup>4</sup> Bakınız; Berument H. (2002), Leigh ve Rossi (2002) ve T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü'nün Banka içi dağıtım için hazırladığı döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini hesaplayan çalışmalar.



içerisinde ne şekilde değişim kaydettiğinin bulunması ve bu bilginin kur rejimi seçimi açısından karar alıcılara bilgi sağlaması da amaçlanmıştır. Çalışmada Ardışık VAR Metodolojisi kullanılarak, aylık veriler yardımıyla 1994-2002 dönemi için döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi hesaplanmıştır. Modelin tahmini sonucunda etki-tepki (impulse-response), ve varyans ayrıştırma ile döviz kurlarında meydana gelen şokların fiyatlara olan yansımaları bulunmuştur.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde döviz kuru rejimleri tanımlanmakta ve bu rejimlerin avantajları-dezavantajları tartışılmaktadır. Ayrıca, yükselen piyasa ekonomilerine son yıllarda yaşanan krizler sonrasında optimum kur rejiminin ne olduğu konusunda literatürde yer alan görüşler anlatılmıştır. Ayrıca, Arjantin'deki para kurulu rejimi, döviz krizlerinin irdelenmesi açısından bu bölüm altında ayrı bir başlık altında ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Türkiye'de 1923'den günümüze kadar uygulanan döviz kuru rejimleri ve politikaları incelenmiştir. Bu bölümde, vektör otoregresyon analizinde kullanılan 1994 sonrası dönem detaylı olarak incelenmiş ve serbest dalgalanan kur rejimine geçilmesine neden olan sebepler ile 2001 krizi sonrasında Merkez Bankası'nın almış olduğu tedbirler ve döviz kurlarının hareketleri detaylı olarak incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde döviz kurlarından enflasyona geçiş etkisinin teorik temelleri anlatılmıştır.

Çalışmanın beşinci bölümünde ise ve 1994-2002 zaman dilimindeki veriler kullanılarak Ardışık VAR Modeli ile döviz kurlarından TEFE'ye, TÜFE'nin alt kümesi olan ticarete konu olan mallar fiyat endeksine (tr) ve ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksine (ntr) geçiş etkisi hesaplanmıştır.

Son bölüm olan altıncı bölümde değerlendirme, sonuç ve öneriler yer almaktadır.

---

<sup>5</sup> Bu çalışmada ticarete konu olan mallar fiyat endeksi (tr) doğrudan geçiş etkisini, ticarete konu olmayan mallar fiyat

## İKİNCİ BÖLÜM

### DÖVİZ KURU REJİMLERİ

#### 2.1. Esnek Döviz Kuru Rejimleri

Esnek kur rejimleri, kurların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlendiği, merkez bankalarının döviz piyasalarında döviz alım-satımı yaparak kurun seviyesini değiştirmediği rejimler olarak tanımlanmaktadır. Esnek döviz kuru rejimleri (i) serbest dalgalanan kur rejimi ve (ii) yönetilen dalgalanan kur rejimi başlıkları altında incelenecektir. Fiili anlamda merkez bankalarının hiç müdahale etmediği ve tamamıyla arz ve talep koşullarına göre belirlenen dövizler bulunmamakla beraber, tam esnek kur rejimine (serbest dalgalanan kur rejimine) en yakın dövizler olarak, ABD Doları, Japon Yeni ve Euro gösterilmektedir. Calvo ve Reinhart, (2000) “Dalgalanmadan Korkma” adlı çalışmalarında da yukarıda belirtilen dövizleri serbest dalgalanan kur rejimi için gösterge (benchmark) olarak kullanmıştır. Yönetilen dalgalanma da ise, kurlar temelde piyasadaki arz talep koşullarına göre belirlenmekte ancak, merkez bankaları kurun seviyesine ya da dalgalanmasına ilişkin düşüncelerini döviz piyasalarına alım ya da satım yönünde müdahale yaparak ifade etmektedir. Farklı parasal otoritelerin ya da merkez bankalarının kurlara müdahale yöntemleri ve müdahale sıklıkları kurların esnek kur rejiminden sabit kur rejimine kadar geniş bir eksen değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Bu çalışma da tanımlamada kolaylık sağlaması nedeniyle, başka çalışmalarda ara (intermediate) döviz

---

endeksinin (ntr) ise ikincil geçiş etkisini gösterdiği varsayılmaktadır.

kuru rejimleri olarak değerlendirilen kur rejimleri yönetilen dalgalanma kur rejimi altında değerlendirilecektir.

### 2.1.1. Serbest Dalgalanan Döviz Kuru Rejimi

Serbest dalgalanan döviz kuru rejimi; paranın kendisinin nominal çapa olarak kabul edildiği ve merkez bankalarının döviz piyasalarında kura müdahale etmediği bir rejimdir. Serbest dalgalanan kur rejimi hemen hemen tüm endüstrileşmiş büyük ekonomilerde uygulanırken, yükselen piyasa ekonomilerinde de giderek tercih edilen bir rejim olmuştur. Ancak, ülkelerin uyguladıklarını ilan ettikleri *de jure* döviz kuru rejimi ile fiili olarak uyguladıkları *de facto* kur rejimi arasında farklılıklar bulunduğu görülmektedir. Bir çok ülke resmi olarak serbest dalgalanan kur rejimi uyguladığını belirtmesine rağmen uygulamada yönetilen dalgalanma, sürünen pariteler<sup>6</sup> veya sürünen bant<sup>7</sup> sistemlerini uyguladıkları görülmektedir. Bu ise söz konusu ülkelerin kurların aşırı dalgalanmasından korkmalarından kaynaklanmaktadır. Calvo ve Reinhart (2000), dalgalanmadan korkma isimli çalışmasında, *de jure* serbest dalgalanan kur rejimi uyguladığı iddiasında olan bir çok gelişmekte olan ülkede, döviz kurlarındaki dalgalanmanın, tam anlamıyla serbest dalgalanan kur rejimi uygulanan ABD Doları, Alman Markı, Japon Yeni ve Avustralya Dolarındaki dalgalanmadan daha az olduğunu göstermiş, gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundaki dalgalanmanın, benchmark olarak kullanılan ülkelere göre daha az, uluslararası rezervler ve faiz oranlarındaki dalgalanmanın ise daha fazla olduğunu belirtmiştir. Aynı çalışmada gelişmekte olan ülkelerdeki parasal büyüklüklerin de tam anlamıyla serbest dalgalanan kur rejimi uygulayan ülkelere göre daha fazla olduğunu, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının, kurlardaki dalgalanmayı azaltmak için, döviz kuruna (uluslararası rezervleri kullanarak)

<sup>6</sup> Sürünen Parite: Devalüasyon/revalüasyonun belli bir döneme yayılarak ani devalüasyon/revalüasyondan kaçınılmasıdır. Bu sistemde sert devalüasyon/revalüasyon yapılmaktan kaçınılarak, döviz kurunda küçük değişiklikler ile ulusal paranın değeri düşürülmüş/yükseltilmiş olmaktadır.

<sup>7</sup> Sürünen Bant: Sürünen paritede olduğu gibi kurlarda ani değişikliğe gitmeden, önceden belirlenmiş bir artış/azalış oranı çerçevesinde kurlara merkez bankasının müdahalede bulunarak ayarlama yapmasıdır. Ancak sürünen bant sisteminde merkez bankası kur artış oranını belirlediği merkezi paritenin belirli bir bant içerisinde aşağı ya da yukarı

müdahale ettiklerini, faiz oranlarını ve parasal büyüklükleri değiştirdiklerini belirterek söz konusu ülkelerin döviz kurlarındaki dalgalanmayı azaltmak için hem para, hem de döviz piyasalarına müdahalede bulduklarını ifade etmiştir.

Ülkeler, resmi olarak serbest dalgalanan kur rejimi uyguladıklarını ilan ederken, neden yönetilen dalgalanma uygulamaktadırlar? Diğer bir ifade ile neden dalgalanmadan korkmaktadırlar? Bu korkunun temel nedeni olarak para politikası uygulamasının kredibilite eksikliği gösterilmektedir. Kredibilite eksikliğinin, ülkede faiz oranlarının dalgalanma göstermesi ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarının verdiği derecelendirmelerin düşük olması gibi bir kaç şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Kredibilite eksikliği ülkedeki para ikamesini (gayri resmi dolarizasyon) artırıcı etki yapabilmektedir. Ülkede para ikamesinin artması ise merkez bankasının etkin olarak para politikası uygulaması ve son borç verici merci fonksiyonunu yürütmesini zorlaştırmaktadır. Bu durum ise dalgalanmadan korkma olgusunun daha da güçlenmesine neden olmaktadır.

Dalgalanmadan korkulmasının ikinci bir nedeni ise yükselen piyasa ekonomilerinde büyük oranlı ya da beklenmedik devalüasyonlar ile resesyonların birlikte anılmasıdır. Yükselen piyasa ekonomilerinde büyük günah<sup>8</sup> dolayı para ikamesinin ve döviz cinsinden borçlanmaların fazla olması nedeniyle ani ve yüksek oranlı devalüasyonlar sonrasında firmaların borç servisi gerçekleştirmekte güçlük ile karşılaştığı görülmüştür. Yükselen piyasa ekonomilerinde bir çok firmanın kurlardaki ani dalgalanmalar sonucunda iflas ettikleri görülmüştür.

---

dalgalanmasına izin vermektedir. Merkezi kur çevresinde oluşturulan bant ülkenin uyguladığı kur politikası çerçevesinde simetrik olabileceği gibi alt ve üst bantlar için farklı genişlikte de olabilmektedir.

<sup>8</sup> Büyük günah: (The Original Sin): Gelişmekte olan ya da az gelişmiş ülkelerde milli paranın yurtdışından borçlanmak için veya uzun vadeli borçlanmak için kullanılamaması durumudur. Yatırım yapmak isteyen ve uzun vadeli finansmana ihtiyaç duyan firmalar ya kısa vadeli borçlanmak zorunda kalmakta, ya vade uyumsuzluğu (maturity mismatch) riskiyle ya da yurtdışından döviz cinsinden borçlanarak kur uyumsuzluğu (currency mismatch) riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durum ise finans piyasalardaki kırılganlığı arttırmaktadır.

Dalgalanmadan korkulmasının bir diğere nedeni ise, yükselen piyasa ekonomilerinde kurların dalgalanmasının gelişmiş ülkelere göre dış ticarete daha çok zarar vermesidir. Dış ticaretin genellikle ABD Doları cinsinden yapılıyor olması ve yükselen piyasa ekonomilerinde kur riskine karşı koruma sağlayacak enstrümanların yeterli olmamasından dolayı, kur dalgalanmaları hem ihracatçılara hem de ithalatçılara zarar verebilmektedir. Finansal piyasaların yükselen piyasa ekonomilerinde yeterince gelişmemiş olması nedeniyle kur riskine karşı koruma sağlayacak enstrümanlar bulunmamaktadır. Bu ülkelerde vadeli döviz işlemleri piyasaları gelişmemiştir. Bunun temel nedeni ise, söz konusu ülkelerde bankaların vadeli işlem kontratları hazırlarken, vadeli kur hesabında sadece faiz farkının yansıtıldığı vadeli kur primini yeterli bulmamalarıdır. Benzer şekilde vadeli kur hesaplamasında kullanılacak spot kurların da çok dalgalanıyor olması vadeli kur hesabını zorlaştırmakta ve bu piyasaların derinlik kazanmasını engellemektedir. Bir bakıma dalgalanmadan korkma olgusunu önleyecek vadeli işlemler piyasasının etkin işleminin önünde engel teşkil eden unsurların başında kurların dalgalanması yatmaktadır.

Mc Kinnon ve Schnabl (2002) ülkelerin döviz kurundaki dalgalanmaları önlemek için iki tür müdahale yöntemi tercih ettiklerini belirtmiştir. Ülkeler yüksek frekanslı döviz sabitleme (high frequency pegging) ya da düşük frekanslı döviz sabitleme (low frequency pegging) yöntemi kullanmaktadır. Yüksek frekanslı döviz sabitleme de merkez bankaları kurlarda günlük ve haftalık döviz dalgalanmasını ortadan kaldırmayı amaçlarken, düşük frekanslı döviz sabitlemesinde ise aylık ya da üç aylık dönemler içerisindeki döviz kuru dalgalanmasını azaltmayı amaçlamaktadır.

Ülkeler neden yüksek frekanslı döviz sabitleme yoluna gitmektedirler? Aslında cevap basittir. Mecbur oldukları için yapmaktadırlar. Yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kuru riskine karşı duyarlı bir ithalatçı ve ihracatçı sektörününün mevcut olduğunu varsayarsak, bu sektörde

faaliyette bulunan firmalar net döviz cinsinden borçlu iseler, firmalar kendilerini kur riskine karşı korumaya almak için döviz cinsinden vadeli işlem kontratı satın almayı düşüneceklerdir. Ancak, vadeli döviz kontratı satın almada zorlukla karşılaşacaktır. Vadeli döviz satım kontratı satanlar (yabancı yatırımcılar), vadeli işlem kontratı satarken yatırım yapacak likit yerli para cinsinden varlıklar bulunmasını istemektedirler. Ancak, yerli tahvil piyasalarının genellikle derin olmaması nedeniyle vadeli işlem kontratları bu ülkelerde kur riskine karşı koruma sağlamada bir enstrüman olarak kullanılamamaktadır. Bu durumda hükümetler, kur riskine karşı (gayri resmi şekilde) koruma sağlamak için döviz kurundaki dalgalanmayı ortadan kaldırma yolunu denemektedirler. Firmalar ise hükümetlerin sağladığı bu sistem altında kur riskine karşı kendilerini koruyarak işlem gerçekleştirmeyi başarabilmektedir.

Bazı hükümetler yukarıdaki uygulamadan daha da ileri giderek vadeli işlem piyasalarına da müdahalede bulunmuş ve kur riskini azaltmayı denemiştir. 1997'deki Asya Krizinden önce Tayland Merkez Bankası, uluslararası rezervlerinin büyük kısmını vadeli işlem piyasalarına müdahale etmek için kullanmıştır. Buna benzer bir uygulama 1994 krizinden sonra T.C. Merkez Bankası'nca da uygulanmış ve bankalara vadeli döviz kontratları satılmıştır.

Ülkeler dalgalanmadan korkmalarına rağmen neden serbest dalgalanan kur rejimini uygulamaktadırlar ya da diğer kur rejimlerini terkederek bu rejime geçmektedirler? Bir kısım ekonomist bunu, söz konusu ülkelerin başka bir opsiyonlarının bulunmamasına bağlamaktadır. 1990'lı ve 2000'li yıllarda sabit kur rejimi ve para kurulu uygulayan bir çok ülkede döviz kurlarına hücum olması ve söz konusu ülkelerin kur rejimlerini koruyamamaları sonucunda, sabit kur rejimlerinin sürdürülebilirliği gittikçe tartışmalı bir konu haline gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin, serbest dalgalanan kur rejimi uygulamaktan başka alternatiflerinin olmadığı tartışılmaya başlanmıştır.

Serbest dalgalanan kur rejimini savunan bir diğerkesim ise, diğerkur rejimlerin olumsuzluklarını vurgulamak yerine serbest dalgalanan kur rejiminin yararlarını vurgulamışlardır. Serbest dalgalanan kur rejimini diğerkur rejimlerine üstünlüğünü en basit şekliyle açıklayan ise Friedman olmuştur. Friedman, serbest dalgalanan kur rejimini “yaz saati-kış saati uygulamasına” benzetmiştir. Yaz saati uygulaması ile saatlerin ayarlanmasının, herkesin işlerinin saatlerini ayarlamalarını koordine etmekten daha kolay olduğunu belirten Friedman (Grenville, 2000), döviz kurlarının değişen koşullara karşı kendisini ayarlaması ile ekonominin genelinde otomatik bir ayarlama sürecinin kendiliğinden gerçekleşeceğini vurgulamıştır.

Serbest dalgalanan kur rejimlerinin, dövize hücum olduğunda kur rejimini değiştirmeden direnme opsiyonu sağladığı belirtilmektedir. Sabit kur rejimlerinde, yönetilen dalgalanma rejimlerinde ya da para kurulu uygulamalarında, dövize bir saldırı olduğunda, mevcut rejimlerin sürdürülemediği ve serbest dalgalanan kur rejimine zorunlu geçişlerin olduğu görülmüştür. Ancak, Venezüella<sup>9</sup> örneğine kadar, serbest dalgalanan kur rejimi uygularken, dövize hücum sonrasında bu rejimi değiştiren bir ülke örneğine rastlanmamıştır.

Serbest dalgalanan kur rejimlerinin nasıl işleyeceği hususundaki görüşler de yıllar içerisinde değişim göstermiştir. İlk başlarda, serbest dalgalanan kur rejimi altında kurların çok fazla dalgalanma göstermeyeceği ve ülkenin ekonomik temellerini yansıtacağı düşünülmekteydi. Diğer bir ifade ile, ülkenin ekonomik gücünün diğer ülkeye (ülkelere) göre kuvvetlenmesi durumunda döviz kurunun da artış kaydedeceği beklentisi bulunmaktaydı. Esnek kur rejimleri altında kurların ekonomik temeller değişmediği sürece sabit kalacağı, rassal sapmaların sadece spekülörlerin davranışlarıyla

---

<sup>9</sup> Venezüella'da 2002'nin Aralık ayında başlayan genel grev sonrasında, ülkenin petrol üretiminin dolayısıyla gelirlerinin azalması sonucu ülkede uygulanmakta olan kur bantı sistemi ( $\pm$  yüzde 7.5) terkedilerek, para birimi Bolivar serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Ancak, ülkedeki grevlerin 2002 yılı boyunca devam etmesi sonucu, serbest dalgalanan kur rejimi altındaki Bolivarın Merkez Bankası'nın yoğun şekilde satış müdahalesine rağmen değer kaybettiği görülmüştür. Grevin başlamasından 1 yıl sonra 5 Şubat 2003'de serbest dalgalanan kur rejimi terkedilerek sabit kur rejimine geçildiği ilan edilmiştir. Döviz kurları %17 oranında revalüe edilerek sabitlenmiş ve eşzamanlı olarak sermaye kontrolleri getirilmiştir.

sınırlı kalacağı düşünölmekteydi. Ancak, (son 30 yıl içerisinde) serbest dalgalanan kur rejimi uygulamasına bakıldığında, ekonomik temellerin kısa ve orta vadede döviz kurlarındaki değışimleri açıklayamadığı görölmüştür (Grenville, 2000). Yine aynı şekilde, sabit kur rejiminden serbest dalgalanan kur rejimine geçildiğinde döviz kurlarında yüksek dalgalanma olduğu, nominal döviz kurları ve reel faiz oranları arasındaki korelasyonun yüksek olduğu ve döviz kurlarının, ekonomik temellerde belirgin değışiklik olmamasına rağmen uzun vadede büyük değışiklikler gösterebildiği (1980'li yıllarda DEM/\$ kurunun %90 değer kazanması gibi) tespit edilmiştir (Greinville, 2000).

### **2.1.2. Yönetilen Dalgalanan Döviz Kuru Rejimleri**

Yönetilen dalgalanan döviz kuru rejimleri serbest dalgalanan kur rejimi ile sabit kur rejimi dışında kalan diğer tüm rejimleri içermektedir. Ara kur rejimleri olarak da adlandırılan bu kur rejimlerinin bir kısmı serbest dalgalanan kur rejiminin özelliklerini taşıırken bir kısmı da sabit kur rejiminin özelliklerini taşımaktadır. Aslında yönetilen dalgalanan kur rejimleri geniş bir yelpazede yer alan bir çok kur rejimini içermektedir. Bu rejimlerden bir kısmı, belirgin özelliklerini ön plana çıkartarak ayrı isimler almışlarken, bir kısmıda özel olarak sınıflandırılmamış ancak ara kur rejimi olarak nitelendirilmişlerdir. Bu bağlamda, yönetilen dalgalanan kur rejimleri, resmi bir kur hedefi olmadan ancak döviz kurunun de fakto olarak piyasalar yerine hükümet tarafından belirlendiği rejimler olarak tanımlanmaktadır. Para otoritelerinin kurlara müdahalesi arttıkça rejim, sabit kur rejimine yaklaşmakta, kurlara müdahale azaldıkça serbest dalgalanan kur rejimine yaklaşılmaktadır.

Farklı ülke uygulamalarından dolayı, yönetilen dalgalanan kur rejimlerini temel kalıplara ayırmak pek mümkün olmasa da, yönetilen dalgalanan kur rejimleri altında bazı alt rejimler tanımlanmıştır. Bu rejimlere verilen bir diğer isim ise sabit ancak ayarlanabilir kur rejimleridir (Corden, 2002). Sürünen pariteler bu kalıp rejimlerden birisidir. Bu rejimde devalüasyon/revalüasyon belli bir döneme yayılarak ani



devalüasyondan/revalüasyondan kaçınılmaya çalışılmaktadır. Böylece, döviz kurunda küçük değişiklikler ile ulusal paranın değerinin düşürülmesi/yükseltilmesi sağlanmaktadır. Merkez bankasının sürünen pariteyi sağlayabilmek için döviz piyasalarına sıklıkla müdahale etmesi gerekmektedir. Sürünen pariteler aktif ve pasif olarak kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Aktif sürünen pariteler, döviz kuruna dayalı stabilizasyon programları olarak da tanımlanmaktadır. Bir çok Latin Amerika ülkesinde de uygulanan bu rejimde, döviz kuru artış oranı günlük ya da aylık olarak ilan edilmekte ve artış oranı merkez bankasınca kontrol edilmektedir. Uygulamada başlangıçta döviz kuru artış oranı genellikle enflasyon oranının altında tespit edilmekte, işçi ücreti artış oranları ve ticarete konu olmayan malların fiyatındaki artışın kur artış oranını aşağı çekeceği düşünülmektedir. Bu rejimde fiyatlardaki ayarlamaların döviz kurundaki artış oranını yakalaması, programın kredibilitesine ve işçi ücretlerindeki endeksleme derecesine bağlıdır. Bu sistem uygulanırken, parasal ve mali disiplinin sağlanması mecburidir. Aksi takdirde büyüyen cari işlemler açıkları kur sisteminin devamına imkan vermemektedir. Ancak aktif sürünen parite uygulayan bir çok Latin Amerika ülkesinde ve Türkiye’de de, stabilizasyon programlarının krizle sona erdiği görülmüştür.

Pasif sürünen parite rejiminde ise nominal döviz kurlarında, geçmiş veya o tarihteki enflasyon oranlarındaki artışları telafi edecek şekilde ayarlama yapılmaktadır. Diğer bir ifade ile reel kurların sabit tutulmaya çalışılmasıdır. Bu rejimde ileriye yönelik önceden ilan edilmiş bir kur artış tablosu bulunmamaktadır. Uygulamada genellikle tahmin edilen aylık enflasyon oranına göre kur artış oranı tespit edilmektedir. Eğer enflasyon tahmin edilenin üstünde gerçekleşirse, aradaki fark takip edilen aylarda telafi edilebilmektedir. Aktif sürünen paritede, döviz kurları nominal çapa olarak kullanılıp, döviz kurlarının enflasyonu indirmesi amaçlanırken kurlarda reel değerlenme olması kaçınılmazdır. Aktif sürünen paritede döviz kurlarının açtığı yoldan işçi ücretleri ve para politikasının devam etmesi beklenmektedir.

Bu durumun tersine pasif sürünen paritede ise, (döviz kurları) parasal genişlemenin ve işçi ücretlerinin açtığı yolu takip etmektedir. Bu bağlamda döviz kurlarının diğer değişkenleri etkilemesi konusunda aktif ya da pasif olması sürünen paritenin niteliğini tespit etmektedir. Pasif sürünen paritelerde, reel kurlar genellikle (bazen belirli bir gecikme ile) sabit tutulmasına rağmen negatif şoklar ile karşılaşılması söz konusu olabilmektedir. Sürünen pariteyi ilk uygulayan, Brezilya ve Kolombiya'da buna benzer negatif şoklar görülmüştür.

Yönetilen dalgalanma rejimini savunanların temel argümanı, reel kurların dengesizliğinin (misalignment) maliyetinin, para politikalarını oluştururken döviz kurlarını artık "residual" kabul etmenin sağladığı yarardan daha fazla olduğudur. Williamson (1983) döviz kurlarındaki dalgalanmadan kaynaklanan fiyatlardaki belirsizlik durumunun, dış ticareti ve diğer uluslararası işlemleri azaltıcı etki yarattığını belirtilmektedir. Gelişmiş ülkelerde döviz kurlarındaki dalgalanmanın ticaret üzerine etkisi gelişmekte olan ülkelere göre daha az olmakla birlikte, vadeli işlem piyasaları, döviz kurundaki dalgalanmalara karşı koruma sağlaması açısından yukarıdaki belirsizliğin ortadan kaldırılması açısından önem taşımaktadır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde vadeli işlem piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, yönetilen dalgalanan kur rejimlerin, serbest dalgalanan kur rejimine karşı tercih edilmesinin başlıca nedeni olmaktadır.

Reel döviz kurunun dengesizleşmesi ise ülke ekonomilerine çeşitli maliyetler yüklemektedir. Bu maliyetlerin başında ülkedeki tüketim miktarında dalgalanma yaratması gelmektedir. Örnek olarak, bir ülkede, döviz kurları reel olarak değerlendirildiği bir dönemde sabit kur rejimi uygulamaya devam edildiğini varsayarsak, ülkede, kurların reel olarak değerlendirildiği, ihraç malları talebinin azaldığı ve ithalatın arttığı bir dönemde, tam istihdam seviyesinin korunabilmesi için ülkenin ticarete konu olmayan mallara talebi arttırması gerekecektir. Ancak, ikame etkisinden dolayı nihai tüketicilerin ticarete konu olan mallara talebi göreceli olarak daha fazla arttırdığı bir dönemde, ticarete

konu olmayan mallara talebi arttırmak, tüketimin uzun vadede sürdürülemez bir seviyeye çıkarılması sonucunu doğuracaktır. Diğer taraftan, yukarıda belirtilen reel kurların aşırı değerlenmesi durumunda, dış ticaret açığı ve cari işlemler açığı kaçınılmaz olacaktır ve ülke ister istemez bir kur ayarlamasına (devalüasyona) sürüklenecektir. Ödemeler dengesindeki açığın kapatılması için tüketim seviyesinin kısılması mecburi hale gelecektir. Bu durumda ise tüketim seviyelerinde yüksek miktarda dalgalanma meydana gelecektir. Benzer şekilde, tüketim seviyesindeki dalgalanmanın yanısıra, üretim sektöründe değişen talep koşulları çerçevesinde (daha uzun vadede) üretim tercihlerini ayarlamak zorunda kalacaktır. Bu ayarlamaların maliyeti yüksektir ve reel kur seviyesinin dengesizleşmesinin ortaya çıkardığı toplam maliyetleri arttırıcı bir unsur olarak görülmektedir.

## **2.2. Sabit Döviz Kuru Rejimi**

Sabit döviz kuru rejimleri milli paranın tamamen ortadan kaldırıldığı ve yerine uluslararası piyasalarda kabul gören dövizlerin ülkenin resmi parası kabul edildiği *resmi dolarizasyondan*, döviz kuru paritesinin belirli bir oranda sabitlenmesi şeklini alan geniş bir yelpazede uygulanan bir dizi rejim olarak sınıflandırılmaktadır. Aynı şekilde, döviz kurunun belirli bir oranda sabitlenmediği ancak, artış oranının belirlendiği veya sabitlendiği sistemlerde, yine sabit kur rejimi sistemleri içerisinde değerlendirilmektedir. Bunlara ek olarak, *para kurulu* da yerli paranın sabit bir kur üzerinden parasal tabanı karşılama taahhüdü içermesinden dolayı sabit kur rejimi içerisinde değerlendirilmektedir. Bu bölümde sabit kur rejimi (i) resmi dolararizasyon (ii) para kurulu ana başlıkları altında incelenecektir.

### **2.2.1. Resmi Dolarizasyon**

Ülkelerin milli paralarını tedavülden kaldırarak diğer bir ülkenin parasını resmi para olarak kullanmaya başlaması resmi dolarizasyon olarak adlandırılmaktadır. Bu rejim altında ülkeler bağımsız para politikası uygulama imkanlarını tamamen yitirmektedirler. Merkez bankaları, başka bir ülkenin

parasını basamayacakları için, para politikasını bağımsız bir şekilde uygulama imkanını yitirmektedirler. Para politikası uygulamasında kurala bağlı-ihiyari para politikası uygulaması tartışmalarında resmi dolarizasyon; ihiyari para politikası uygulamasının tamamen imkansız olduğu bir sistem olarak değerlendirilmektedir (Berg, 2001). Resmi dolarizasyonun bir diğer kaçınılmaz sonucu ise hükümetlerin senyoraj gelirlerinden feragat etmeleri sonucunu doğurmasıdır. Senyoraj geliri kaybı resmi dolarizasyonu seçen ülkede iki aşamalı gerçekleşmektedir. İlk aşamada resmi dolarizasyona geçildiğinde ülkenin milli parasının değiştirilmesi aşamasında, milli para stoku kadar dönüşüm sırasında karşılaştığı maliyettir. Tabii ki burada paranın dönüşüm oranının ne olacağı maliyetin boyutunu doğrudan belirlemektedir. İkinci aşamada ise, para otoritesinin ileride elde edeceği senyoraj gelirlerinden feragat etmesi sonucu ortaya çıkan kayıptır.

Eğer hükümetler resmi dolarizasyon sonrasında senyoraj gelirlerini yitiriyorlarsa neden bu sistemi seçmektedirler? Bir ülkede döviz krizleri sıklıkla oluyorsa, döviz krizlerinin ülkeye yüklediği maliyetin senyoraj gelirleri kaybindan daha büyük olduğu noktada söz konusu rejimin seçimi daha yararlı görülmektedir. Ancak bu rejimin seçilmesini zorlaştıran en önemli unsur, ülkelerin kur rejimi değişikliği yaparken politik desteğin zayıf olmasıdır. Bir ülkenin milli parasından vazgeçme kararına toplumun çeşitli kesimlerinin direnç gösterdiği görülmektedir. Bu bağlamda resmi dolarizasyonun sağladığı avantajları ve içerdiği dezavantajları irdelemek önem kazanmaktadır.

Resmi dolarizasyonun sağladığı en önemli avantaj ülkedeki kur riskini ortadan kaldırmasıdır. Kur riskinin ortadan kalkması ise ülke içindeki faiz ve yurtdışı tahvil faizleri arasındaki farkı aşağı çekmektedir. Ancak resmi dolarizasyonu kabul eden ülkedeki faiz oranlarının milli para olarak kabul edilen (Amerikan Doları,Euro) ülkelerin seviyesine düşmesi mümkün olmamaktadır. Bu rejim altında kur riskinin ortadan kalkmasına rağmen kredi riskinin devam ediyor olması nedeniyle, ülkedeki faiz oranları paranın bağlandığı ülkeden daha yüksek olmaktadır. Bu risk aslında göz ardı

edilmeyecek kadar önemli bir risktir. Kredi riskinden dolayı ülkeden sermaye kaçıışı dahi gerçekleşebilmektedir. Ülkede sermaye kaçıışı başladığında milli merkez bankasının para basamamasından dolayı son borç verici merci (Lender of Last Resort) olarak sisteme likidite sağlayamaması ülkeyi sistematik risklere karşı çok kırılgan hale getirmektedir. Ancak, bankacılık sisteminin tamamı değilde bir kaç bankanın likidite sıkıntısına düşmesi durumunda, merkez bankasının sermaye kaçıışlarına karşı önlem alabilme imkanı bulunmaktadır. Bu bağlamda, resmi dolarizasyon uygulayan ülkeler, sistematik kriz içermeyen, bankalara özgü likidite krizlerinin en az hasarla atlatılması için sigorta sistemlerini bu kur rejimine entegre etmişlerdir.

Resmi dolarizasyonun sağladığı ikinci bir avantaj ise ülkeye mali disiplin getirmesi olarak görülmektedir. Ülkede merkez bankasının para basma yetkisinin elinden alınması mali açıkların para basılarak finanse edilmesi imkanın ortadan kaldırmaktadır. Ancak hükümetlerin dış borç finansmanına yönelmeleri kamu açıklarının resmi dolararizasyon altında da artmasına neden olabilmektedir. Bu bağlamda tam dolarizasyon uygulayan Panama'da 1995'den beri kamu borcunun Gayrisafi Milli Hasılanın %100'ü oranında seyretmesi, mali disiplinin sağlanmadığını göstermektedir. Resmi dolarizasyon altında maliye politikası uygulamasında karşılaşılabilen bir diğer sorun ise, kamu gelirleri ile giderleri arasındaki belirsizlikten kaynaklanan dönemsel farklılıkların, kamunun likidite yönetimini güçleştirmesidir. Ekvator'da kamunun toplam gelirlerinin % 30'unu petrol gelirleri oluşturmaktadır. Uluslararası petrol piyasasında petrolün ABD Doları olarak tespit edilen varil fiyatının değişmesi, parasını ABD Doları ile değiştiren Ekvator'da kamu gelirlerinin dalgalanması sonucunu doğurmaktadır. Bunun tersine kamu giderlerinin büyük kısmının maaş ödemeleri gibi dalgalanma göstermeyen kalemlerden oluşması, kamunun finansman dengesini sağlamasını zorlaştırmaktadır (BIS Policy Paper, 2002).

Resmi dolararizasyonun ülkelere sağladığı bir diğer yarar ise işlem maliyetlerini azaltmasıdır. Bu ülkelerde kambiyo giderleri azalmaktadır.

Ayrıca, resmi dolarizasyon kur riskine karşı kullanılan enstrümanların (opsiyon, futures. vb) kullanımını gereksiz kılacağı için yatırım maliyetlerini de azaltmaktadır. Bunlara ek olarak, işlem maliyetlerinin düşmesi ve para basımından kaynaklan enflasyonist baskıların ortadan kalkması ile finansal sistemin güçlenmesini sağlamaktadır. Güçlenmiş bir finansal sistemin ise sürdürülebilir büyüme ve dünya ekonomilerine entegrasyon açısından uygun ortamın sağlanmasında önemli rol oynaması beklenmektedir.

Resmi dolarizasyonun ülkelere sağladığı avantajların yanısıra dezavantajları da bulunmaktadır. Tam dolarizasyon senyoraj geliri kaybına neden olmasının yanısıra, ülkeleri dış ticaret açıkları ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Milli para olarak kabul edilen ülkenin ihracat ve ithalat yapısının farklı olması nedeniyle Dolar/Euro, Dolar/Yen gibi paritelerde ortaya çıkabilecek dalgalanmalar söz konusu ülkelerin dış ticaret açıklarının artmasına neden olabilmektedir. Örneğin, Amerikan Dolarını milli para olarak kabul eden bir ülkenin ihracatının büyük kısmı Avrupa'ya ise; Dolar'ın Euro karşısında değer kazanması ülkenin ihraç mallarının Avrupa'da daha pahalı hale gelmesine dolayısıyla rekabet kaybına yol açacaktır. Söz konusu ülke fiyat avantajını korumak için üretim maliyetlerini aşağıya çekme mecburiyetinde kalacaktır.

Resmi dolarizasyon altında merkez bankaları bağımsız para politikası uygulayamadıklarından, talepte ortaya çıkabilecek dalgalanmalara karşı tedbir almaları mümkün olamamaktadır. Ayrıca bu rejimi uygulayan ülkedeki faizler kredi riski hariç tutulduğunda ana ülkedeki ile aynı olması gerektiğinden, faizlerin arttırılması veya düşürülmesi söz konusu değildir.

Yukarıda da belirtildiği üzere resmi dolarizasyon rejimini bu güne kadar Ekvator, Panama ve El Salvador gibi dışa açık, küçük ekonomiler uygulamaktadırlar. Bu ülkelerin tamamı milli paralarını Amerikan Doları ile değiştirmişlerdir. Söz konusu ülkeler senyoraj geliri kaybına rağmen muhtemel döviz krizlerinin olumsuz etkilerine maruz kalmamak için resmi

dolarizasyona geçmişlerdir. Resmi dolarizasyonun bir diğer, belki de en önemli yararı ise enflasyonu kontrol etmeyi sağlamasıdır. Resmi dolarizasyonun bu özelliği, hiper enflasyonun sık görüldüğü Latin Amerika'da bu rejimi en önemli bir tercih nedeni yapmıştır. Ancak bu rejimi kabul eden ülkeler para ve döviz kuru politikası uygulamalarından vazgeçerken, ekonominin diğer alanlarındaki esneklikleri arttırarak (fiyat ve işgücü piyasası esneklikleri gibi) telafi edemezlerse ve ayrıca dış kaynaklara erişimleri sınırlı ise resmi dolarizasyon, ülkeleri borçlarını ödeyememe riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir.

### **2.2.2. Para Kurulu**

Para kurulu açık bir taahhüt altında yerli paranın belirlenmiş yabancı bir paraya karşı sabit bir kur üzerinden değişimini sağlayan kurum olarak tanımlanmaktadır. Bu sistemde yerli paranın sabit kur üzerinden endekslediği paraya "rezerv para" adı verilmektedir. Ancak burada rezerv para olarak kabul edilecek paranın uluslararası piyasalarda genel kabul görmüş tam konvertibl para olması gerekmektedir. Bu bağlamda günümüz para kurullarında genellikle ABD Doları ve Euro'nun rezerv para olarak kullanıldığı görülmektedir.

Uygulamada iki çeşit para kurulu vardır. Birincisi; ortodoks para kurulları denilen, son borç verici (lender of last resort) bir kurumun sistemde olmadığı, 100% karşılığın olduğu ve ihtiyari para politikası uygulamasının mümkün olmadığı sistemlerdir. Diğer para kurulları ise esnek para kurulları olarak adlandırılan, merkez bankasının işlevlerinin bazılarını devam ettirdiği, en son borç verici fonksiyonunun devam ettiği, %100 karşılık sistemine esneklik getirilen ve sınırlı da olsa ihtiyari para politikası uygulanabilen sistemler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Para kurulunun temel özelliklerinin başında tam konvertibilite kavramı yer almaktadır. Para kurulunda tam konvertibilite; ulusal paranın belirlenmiş sabit parite üzerinden, talep edilmesi durumunda sınırlamaya tabi olmaksızın

rezerv paraya dönüştürülmesidir. Para kurulu sisteminde, tam konvertibilite geçerli olmakla birlikte, para kurulları bankalardaki mevduatların konvertibilitesini garanti etmemektedir. Diğer bir ifadeyle, %100 karşılık oranı genellikle parasal taban için geçerli olmakta, geniş tanımlı parasal büyüklükleri (M1, M2...) kapsamamaktadır. Bu nedenle, para kurulunda ticari bankalar kendi mevduat pozisyonlarına göre belirli bir karşılık sistemi oluşturmak zorundadırlar. Ticari bankalar da bu sistemde rezerv para bulundurabilmektedirler. Arjantin’de olduğu gibi bankalardan para çekilip rezerv paraya hücum başladığı zaman bankaların zor durumda kalmaması açısından bu tedbir önem taşımaktadır.

Para kurulunda rastlanan bir diğer özellik ise milli paranın rezerv paraya sabit orandan dönüşümünün anayasal bir düzenleme ile garanti altına alınmış olmasıdır. Bu bağlamda uygulanan sabit kur rejiminde değişiklik yapılmayacağı konusunda topluma bir taahhüt verilmiş ve (enflasyon ve diğer) bunun beklentilerin şekillendirilmesinde önemli rol oynaması sağlanmıştır. Milli paradan rezerv paraya dönüşüm oranı her zaman 1:1 olma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu dönüşüm oranı Arjantin ve Burnei Sultanlığında 1:1 iken, Estonya’da 1:8, Hong Kong’da ise 1:7 dir (Akyüz, 1999). Para Kurulu sisteminde %100 karşılık mekanizmasına hangi parasal büyüklüklerin dahil edileceği önem taşımaktadır. İlk para kurullarında referans alınan büyüklük dolaşımdaki banknotlar olarak kullanılmıştır. Ancak, daha sonraki para kurullarında, bankacılık sistemi güçlü olmadığı için bankalara ya munzam karşılık sorumluluğu getirilmiş ya da para kuruluna bankalararası takas işlemlerini yürütme sorumluluğu verilmiştir. Söz konusu durum para kurulunun yükümlülüklerine ticari bankaların mevduatlarının da eklenmesi sonucunu doğurmuştur. Ülke örneklerine bakılacak olunursa; Hong Kong’daki para kurulu uygulamasında Kambiyo Fonu (Para Kurulu), bankalararası takas işlemlerine karışmadığından, bankaların fonda mevduat bulundurma yükümlülükleri bulunmamaktadır. Bu nedenle de Hong Kong da yükümlülükler kapsamında sadece dolaşımdaki para yer almaktadır. Öte



yandan Estonya ve Letonya da ise para kurulları sadece dolaşımdaki para değil, bankaların kurula yatırdığı mevduatlar karşılığında da rezerv para bulundurma yükümlülüğü bulunmaktadır. Burada karşılık kapsamının genişlemesi para kurulunun kredibilitesini artırıcı rol oynamaktadır. Ancak, karşılık oranlarının para arzı büyüklüklerine kadar artırılması için ülkenin uluslararası rezervlerinin çok yüksek olması gerekmektedir.

Para kurulunu diğer rejimlerden ayıran bir diğer özellik ise senyoraj gelirinin sadece faizden sağlanmasıdır. Para kurulu sisteminde para arzı döviz karşılığında gerçekleştirildiği için, devletin para basma tekeli karşılıksız para basarak kullanması ve buradan senyoraj geliri elde etmesi mümkün değildir. Esasında para kurullarının para arzı karşılığında elde ettikleri rezervlerin tamamını nakit olarak tuttıkları düşünülürse, para kurulunun senyoraj geliri rezerv para olarak kullandığı döviz basan ülkeye aktardığı söylenebilir. Ancak, uygulamada para kurulları, elde ettikleri rezervin bir kısmını rezerv paraya endekli tahvillere bağlamaktadırlar. Bu bağlamda, söz konusu rezervlerden para kurulu faiz kazancı elde etmektedir. İşte bu söz konusu gelirler para kurulunda senyoraj geliri olarak adlandırılmaktadır. Para kurullarında elde edilen senyoraj gelirleri, karşılık oranının %100'ün altında olması durumunda, karşılık oranını tamamlamak için para kuruluna bırakılırken, söz konusu oran belirli bir seviyeyi geçince ya hükümete senyoraj geliri olarak aktarılmakta ya da para politikasının belirli fonksiyonlarının (sınırlı son borç verici mercii gibi) yerine getirilmesinde kullanılmaktadır.

Para kurulu uygulamasının sağladığı avantajların başında parasal ve mali disiplinin sağlanması gelmektedir. Para kuruluna geçiş ile birlikte para arzı otomatik bir mekanizmaya bağlanmaktadır. Böylelikle ihtiyari para politikası uygulama imkanı tamamen ortadan kalkmaktadır. Ayrıca, döviz kurunun sabitleştirilmesi ve para arzının sadece yabancı varlıklara karşılık değiştirilmesi gibi düzenlemeler parasal disiplinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Ancak, parasal disiplinin sağlanmasında para kurulunun tek

başına yeterli olmadığı görülmektedir. Parasal disiplinin sağlanabilmesi için mali disiplinin de sağlanması gerekmektedir. Aslında para kurulunda, para kurulu devlete ve yerel yönetimlere borç veremediği için bütçe açıklarını finanse etmesi mümkün görülmemektedir. Ancak uygulamada para kurullarının mali disiplini sağlayamadığı görülmüştür. Arjantin’de yerel yönetimlerin mali disiplinden uzaklaşmaları, kamu borcunun çevrilmesini imkansızlaştıran faktörlerin başında gelmiştir (Edwards, 2002). Bu bağlamda Arjantin’in para kurulu altında geçirdiği 11 yılın kısa bir değerlendirmesini yapmak para kurulunun sağladığı avantajları ve problemleri anlamamız açısından önem taşımaktadır.

#### **2.2.2.1. Arjantin’de Para Kurulu Uygulamasının Kısa Bir Değerlendirmesi**

Arjantin’de 1991 yılında konvertibilite kanununun kabul edilmesi ile para kurulu uygulamasına geçilmiştir. Arjantin’de, Para Kuruluna geçilirken sermaye piyasaları Amerika Birleşik Devletlerine entegre olmuş iken, dış ticaretinin ABD’ye entegre olmadığı görülmektedir. Bu nedenle Arjantin ekonomisinin asimetrik şoklara karşı çok kırılgan olduğu değerlendirmeleri yapılmıştır. Arjantin’de, konvertibilite planına geçmeden uzun yıllar devam eden makroekonomik dengesizlikler ile monetize edilmiş yüksek kamu borcu bulunmaktadır. Bu dengesizlikler, bir çok stabilizasyon programının başarısız olmasına ve yüksek enflasyona sebep olmuştur. Reel döviz kurundaki ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalardan dolayı büyüme oranları da yüksek oranda dalgalanma göstermiş, ayrıca, 1975-1991 döneminde kişi başına düşen GSMH her yıl düşüş kaydetmiştir (Corden, 2002).

Konvertibilite Planının kabul edildiği ay olan Şubat 1991’de Arjantin’de aylık enflasyon %27 iken yıllık enflasyon %1660 düzeyinde bulunmaktadır. Para kuruluna geçildikten sonra enflasyon 1994 yılında %4 seviyesine inmiş ve 1991-1994 döneminde yıllık ortalama büyüme %9 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda Para Kurulu’nun kredibilitesi

dünya çapında artmış kronik ve yüksek enflasyonla mücadele eden bir çok ülke için para kurulunun en optimum çözüm olduğuna dair görüşler bildirilmeye başlanmıştır. Arjantin’de para kurulunun ilk yıllarındaki başarısının sebebinin sadece sabit kur rejimi olmadığı konusunda görüş birliği bulunmaktadır. Arjantin, söz konusu dönemde, bir çok yapısal reformu da gerçekleştirmeyi başarmıştır. Ancak, para kurulu uygulamasında 1995’den sonra bazı problemlerin ortaya çıktığı görülmüştür. 1995’den itibaren ortaya çıkan dışsal şoklar (Meksika, Güney Doğu Asya, Rusya ve Brezilya krizleri) ve ardından Merkusor<sup>10</sup> içinde yer alan ve Arjantin’le yüksek dış ticaret hacmi olan Brezilya’da Real’in serbest dalgalanmaya bırakılması ve hızlı değer kaybı Arjantin’i olumsuz etkilemiştir. Ayrıca sabit kur rejimi altında enflasyon kontrol altına alınmasına rağmen ücret enflasyonun tam kontrol altına alınamaması, Arjantin’in uluslararası rekabet gücünün daha da bozulmasına neden olmuştur.

Para kurulunun en önemli özelliği mali açıkların monetizasyonuna izin vermemesidir. Standart para kurulu uygulamalarında para tabanının döviz rezervleriyle 1:1 oranında değiştirilmesi söz konusuysen Arjantin uygulamasında bunun tam bir yükümlülük olmadığı görülmektedir. Döviz rezervlerindeki artış Konvertibilite Planında belirtilen minimum seviyenin üstüne çıkması durumunda, fazla miktar sterilize edilerek para arzını arttırmama imkanı bulunmaktaydı. Benzer şekilde rezervlerdeki azalışı da sınırlı olarak sterilize etme imkanı bulunmaktaydı. Bu nedenle, Arjantin’deki para kurulu uygulaması ortodoks bir para kurulu olarak görülmemektedir. İşte bu nedendir ki Edwards (2002) Arjantin krizinden sonra para kurulu sistemini savunanların, aslında Arjantin’deki uygulamanın para kurulu olmadığını sadece para kurulu taklidi olduğunu iddia ettiklerini belirtmiştir.

Para kurulu bölümünde belirtildiği üzere standart para kurullarına getirilen bir diğer eleştiride, para kurullarının “son borç verici mercii” fonksiyonunu ifa edememeleridir. Aslında, bu eleştirinin Arjantin için pek de

---

<sup>10</sup> Merkusor: 1991 yılında Arjantin, Brezilya, Paraguay ve Uruguay arasında oluşturulan gümrük birliği.

geçerli olmadığı görülmektedir. Arjantin'deki bankacılık kesiminin yabancı yatırımcılara açılmasından sonra, ülkedeki bankaların %64'ü yabancı banka haline dönüşmüştür (Corden, 2002). Yabancı bankaların ana merkezlerinin, krizden önce, Arjantin'deki bankalara “son borç verici mercii” gibi kaynak sağlayabildikleri görülmektedir. Buna ek olarak,yine krizden önce Arjantin'deki bazı yabancı bankalar bir araya gelerek, bankaların acil likidite imkanları için bir “acil repo imkanı” (contingent repo facility) oluşturmuşlardır. Söz konusu imkanın yönetimi ise para kuruluna bırakılmıştır. Bu fonun kaynağının yurtdışından borçlanarak sağlandığı ve yine bir “son borç verici mercii” fonksiyonuna benzer bir görev ifa ettiği anlaşılmaktadır. Bu bağlamda Arjantin para kuruluna getirilen tam anlamıyla bir para kurulu olmadığı eleştirilerin dayanaksız olmadığı görülmektedir.

Para kurulu boyunca Arjantin'de yüksek oranda dolarizasyon olduğu görülmüştür. Konvertibilite Planı ile 1 Peso:1 ABD Doları ilan edilmesinden sonra bankaların hem varlıklarının hem de yükümlülüklerinin büyük kısmının ABD Doları cinsinden olduğu görülmüştür. Benzer şekilde 2001 yılının sonlarına doğru kamu borcunun %80'inin de ABD Doları cinsinden olduğu görülmektedir.

Arjantin'de 1999'dan itibaren büyük oranda yerel yönetimlerden kaynaklanmış olan kamu maliyesindeki bozulma, para kurulunun sürdürülmesini güçleştiren unsurların başında gelmiştir. Kamu maliyesi, açık ile karşılaştığında bunu ya tahvil ihraç ederek ya da yurt dışından borçlanarak finanse etme yoluna gitmiştir. 2000 yılında kamu borcunun sürdürülemeyeceği tartışmalarından sonra IMF'den yeni kaynak sağlanmış ve para kuruluna devam edilmiştir. Ancak 2001 yılının ortalarına gelindiğinde, 4 yıldan beri devam eden resesyona birlikte borç dinamikleri gündemi meşgul etmeye devam etmiştir. Arjantin içinde ve dışında bazı ekonomistler kısmi konsolidasyon ve Konvertibilite Planına devam etmeyi önerirken, bir kısmı, yüksek bir değişim oranından resmi dolarizasyona geçilmesini diğer bir kısmı ise devalüasyon yapılmasını önermiştir. Konvertibilite Planının

yaratıcısı olan ekonomi bakanı Cavallo ise kamu maliyesini yeniden yapılandırarak para kurulu ile devam edilmesi kararını almıştır. Ancak, bu kararların hemen ardından, bankacılık kesiminden hızlı şekilde mevduat çekilmeye başlanması ile mevduatların dondurulması kararı alınmıştır. Sokak isyanlarının başlamasından sonra De La Rúa hükümeti istifa etmiştir. Yerine gelen hükümet ise Peso'yu devalüe ettikten sonra, kamu borcunu konsolide etmiş ve ABD Doları cinsinden borçlar farklı kurlardan Peso'ya dönüştürmüştür. Cavallo döneminde alınan mevduat dondurma kararı daha da kuvvetlendirilmiştir.

#### **2.2.2.2. Arjantin'de Para Kurulu Uygulamasının Bırakılmasından Sonraki Gelişmeler**

Para kurulu uygulamasından vazgeçildikten sonra 1:1 olan Peso ABD Dolar paritesi 2 hafta içinde 1:3 seviyesine çıkmıştır. Aslında, kriz öncesinde yapılan değerlendirmelerde kurlardaki reel değerlenme oranı %30-45 aralığında olduğu belirtilmesine rağmen döviz kurları beklenenden daha fazla değer yitirmiştir. Arjantin'de de facto dolarizasyonun fazla olması nedeniyle, döviz kurunun yüksek oranda değer yitirmesi hem devletin hem de özel sektörün yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olmuştur. Mevduatların dondurulmasından sonra ödeme sistemini yeniden çalıştırmaya başlamak oldukça zaman almıştır. Mevduat çekilişleri, para kurulunun terkedilmesinden sonrada devam etmiştir. Arjantin eski Merkez Bankası Başkanı Mario I. Blejer krizden sonraki bir konuşmasında, Arjantin'deki mevduat çekilişlerini "*Arjantin de mevduat çekilişi ani bir kaçış (bank run) değil uzun süren bir çekiliş sürecidir (bank walk)*" şeklinde açıklamıştır.

Blejer (2002), Arjantin krizini eş zamanlı gerçekleşen döviz ve bankacılık krizi olarak nitelendirmiştir. Döviz krizini, para kurulu ve mevcut yatırım tasarruf dengesi ile kamu maliyesinin durumu arasındaki uyumsuzluklara bağlamıştır. Bankacılık krizinde ise büyük ölçüde kur belirsizliğinin rol oynadığını belirtmekle beraber, ülke riskinin artış

kaydetmesine ve kamu kesiminin bütçeyi dengeleyemeyerek bankacılık sistemini suiistimal etmesine bağlamıştır.

Arjantin para kurulunu terk ettikten sonra, son borç verici mercii fonksiyonunu kazanmasıyla bir ikileme ile karşı karşıya kalmıştır. Bankalardan mevduat çekilişinin devam ettiği ve güven unsurunun tamamen ortadan kalktığı bir dönemde, bankalara likidite sağlayıp sağlamama konusunda ikileme düşmüştür. Merkez Bankası bankacılık sistemine istediği tüm likiditeyi sağlaması durumunda, hiperenflasyon ve hiperdevalüasyon riskiyle karşı karşıya kalmaktan korkmuş, diğer taraftan bankalara likidite verilmemesi durumunda ise bankacılık sisteminde onarılması imkansız zarar yaratma riski ile karşı karşıya kalacağını düşünmüştür. Merkez Bankası'nın karşılaştığı bir diğer problem ise para politikası uygulamak için kullanabileceği para piyasası ve borç enstrümanının bulunmamasıdır. Arjantin Merkez Bankası, yukarıda açıklanan ikileme konu olan tercihlerden birini seçmemiş ve orta bir çözüm stratejisi geliştirmiştir. Bankacılık sistemine sınırlı olarak likidite sağlamış ve sistemin ayakta kalmasını sağlamış, diğer taraftan, Merkez Bankası Lebac<sup>11</sup> ile sistemdeki fazla Peso likiditesini sterilize etmeye başlamış ve dövizle olan yönelişi hem yüksek Lebac faizleri hem de döviz satarak engellemeye çalışmıştır. Blejer, uygulanan para politikasının başarılı olması insanın doğasında bulunan açgözlülüğün panikten büyük olması özelliğine bağlamıştır.

---

<sup>11</sup> Arjantin Merkez Bankası krizden sonra açık piyasa işlemlerinde kullanabileceği enstrüman bulunmamasından dolayı, kendisine ait kısa vadeli kağıt çıkartmaya başlamıştır. İlk olarak 7, 14 ve 28 günlük vadelerde çıkarılan Lebac'larda faiz oranları başlangıçta %140'lar seviyesindedir. Merkez Bankası söz konusu kağıtların vadesini uzatarak faizini düşürmeyi başarmıştır. Ekim 2002'de Lebac'ların vadesi 180 gün ve faizi %40 seviyelerindedir.

### 2.3. Bölgesel Döviz Alanları

Bölgesel döviz alanları yakın coğrafi alanda yerleşik bağımsız ülkelerin bir araya gelerek ortak bir parayı milli paraları ile değiştirmeleri olarak tanımlanmaktadır. Uygulaması çok yaygın olmayan bir rejimdir. Bu rejimin dünyadaki en önemli örneği Avrupa'daki Euro Alanıdır. Buna ek olarak Afrika'da oluşturulan Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği (CFA Frankı) ve Doğu Karayipler Döviz Alanı (East Carabean Dolar) bölgesel döviz alanlarının diğer örnekleridir.

Ayrıca Orta Doğu'da 1982'den beri bir bölgesel döviz alanı kurulması üzerine çalışmalar devam etmektedir (Jadresic, 2002). 1982'de kurulan Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirliklerinin oluşturduğu Körfez İşbirliği Konseyi (GCC), daha ileri giden bir entegrasyonun parçası olarak bölgesel döviz alanı kurulması kararını almışlardır. Bunlara ek olarak Mc Kinnon ve Schnabl, (2002) Doğu Asya'da bölgesel döviz alanına benzer bir Dolar alanı kurulmasının yararlı olacağını belirtmiş ve bu rejimin IMF'in Doğu Asya krizinden sonra bu ülkelere önerdiği serbest dalgalanan kur rejiminden daha fazla yarar sağlamasını beklediğini belirtmiştir.

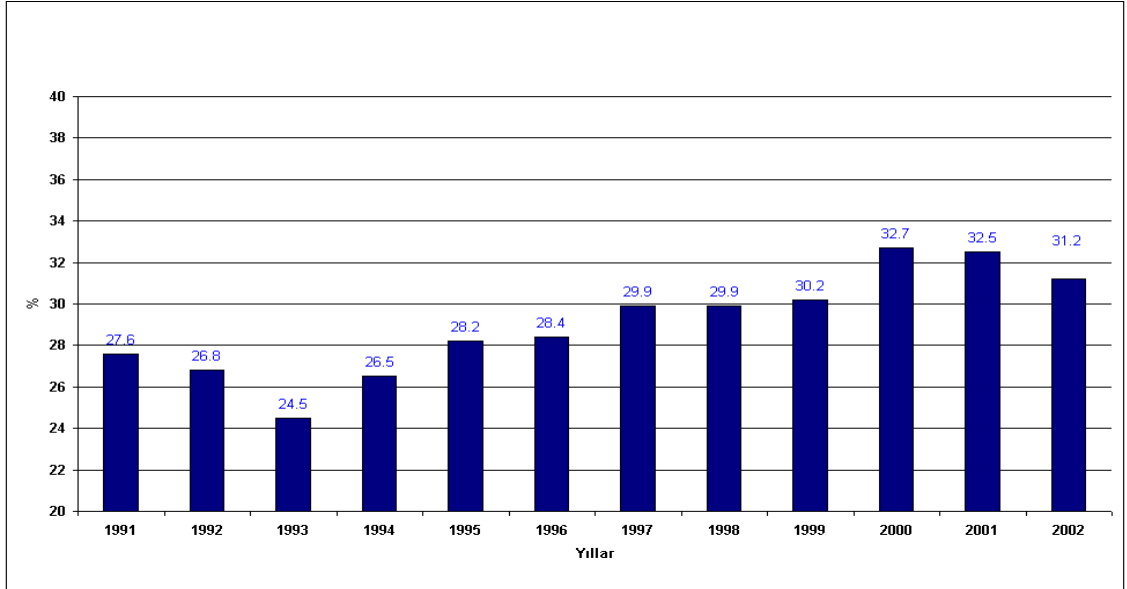
**Tablo 2.1. BÖLGESEL DÖVİZ ALANINA ÜYE ÜLKELER İÇİN SEÇİLMİŞ GÖSTERGELER**

	2000 Yılı Nüfusu (bin)	2000 Reel GSYH (milyar \$)	Kullanılan Döviz
Benin	6,272	6	CFA Franc
Burkina Faso	11,274	11	CFA Franc
Cameroon	14,876	24	CFA Franc
Central African Republic	3,717	4	CFA Franc
Chad	7,694	7	CFA Franc
Cote'd Ivory	16,013	24	CFA Franc
Gabon	1,230	7	CFA Franc
Gine	457	3	CFA Franc
Ginea-Bissau	1,199	1	CFA Franc
Kongo Cumhuriyeti	3,018	2	CFA Franc
Mali	10,840	8	CFA Franc
Nijerya	10,832	8	CFA Franc
Senegal	9,530	14	CFA Franc
Togo	4,527	6	CFA Franc
Angulia	12	<1	EC Dolar
Antigua & Barbuda	68	1	EC Dolar
Dominik Cumhuriyeti	73	1	EC Dolar
Grenada	98	1	EC Dolar
Montserrat	13	<1	EC Dolar
St Kitts & Nevis	41	<1	EC Dolar
St Lucia	156	1	EC Dolar
St Vincent & Grenadies	115	1	EC Dolar
Almanya	82,150	2,047	Euro
Avusturya	8,110	214	Euro
Belçika	10,252	282	Euro
Finlandiya	5,177	127	Euro
Fransa	58,892	1,438	Euro
Hollanda	15,919	412	Euro
İrlanda	3,794	97	Euro
İspanya	39,465	760	Euro
İtalya	57,690	1,354	Euro
Lüksemburg	438	20	Euro
Portekiz	10,008	170	Euro
Yunanistan	10,560	178	Euro
Kaynak: BIS			

Bölgesel döviz alanının kurulmasını özendirecek önemli unsurların başında bölge içi ticaret hacminin yüksek olması yatmaktadır. Bölge içinde yüksek olan ticaretin, tek para biriminin kullanılmaya başlanılmasından sonra farklı dövizler ile işlem yapılması maliyetinin ortadan kalkması ile daha da artması öngörülmüştür.



Avrupa Birliği'nde Euro'ya geçilmeden önce de yüksek olan bölge içi dış ticaret hacmi, 1999 yılında Euro'ya geçilmesinden sonra da artış kaydetmeye devam etmiştir (bakınız Grafik2.1.). Bölge içi ticaretin 1999 yılından öncede yüksek olmasının sebebi Avrupa'da parasal birlikten önce ortak gümrük politikasının uygulanmasından kaynaklanmaktadır. Benzer şekilde, Körfez İşbirliği Konseyi lkelerinin toplam dış ticaretinin bölge GSYH'na oranı 1995 yılında sadece %5.5 dir (Jadresic, 2002). Bu bağlamda Avrupa'da parasal birliğin yanısıra ekonomik entegrasyonun sağlanmış olması bölge içi ticaretin toplam ticarete önemli paya sahip olmasına neden olmaktadır.



**Grafik 2.1. Avrupa Birliğine ye ülkelerin (EU-15) Dış Ticaret Hacimlerinin Avrupa Birliği GSYH'a Oranı (1991-2002)**  
Kaynak: Eurostat

Bölgesel para alanının en önemli unsuru, ortak para politikasını yürütecek bir bölgesel para otoritesinin kurulmasıdır. Kurulacak olan bölgesel para otoritesi bölge içindeki herhangi bir hükümetin etkisi altında olmamalı bağımsız para politikası uygulayabilmelidir. Ayrıca, bağımsızlığın teminat altına alınabilmesi için mali açıkların para basarak finansmanına sınırlama getirilmesi gereklidir. Bu bağlamda bölgesel döviz alanlarında ülkeleri

bağlayan mali sınırlamaların olduğu görülmektedir. Bu sınırlamalar ile, sadece mali açıkların monetizasyonunu önlemenin yeterli olacağını düşünenler bulunduğu gibi, bütçe açıklarına ve toplam kamu borcuna sınırlama getirilmesini gerekli bulanlar da bulunmaktadır. Mali açıkların monetizasyonu kriterini yeterli bulanlar, mali açığı çok olan ülkelerin yüksek borç servisi ile karşı karşıya kalacaklarını ve derecelendirme puanlarının düşeceğini, bu durumun diğer ülkelere yayılmasının söz konusu olmayacağını belirtmektedirler. Öte yandan, mali açıklara oransal sınırlama getirmeyi önerenler ise, bölgesel para alanında bir ülkenin yaşadığı mali sıkıntıların diğer ülkeleri de olumsuz etkileyeceğini savunmaktadırlar. Ayrıca bu görüşü savunanlar, yüksek mali açıkların merkez bankaları üzerinde enflasyon riski bulunmasına rağmen, faiz indirmesi konusunda baskı kurulmasına neden olabileceğini belirtmektedirler.

Bölgesel döviz alanlarının en büyüğü olan Euro alanında da mali sınırlamalar bulunmaktadır. Avrupa Parasal Birliği'ne üye ülkelerin imzaladığı "Stabilite ve Büyüme Paketi" ile üye ülkeler bütçe açıklarının Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın %3'ünü geçmemesi gerektiği şartını kabul etmişlerdir. Ayrıca, Avrupa Parasal Birliğine üye olma şartı olarak toplam kamu borcu oranının GSYH'nın %60'ını aşmama şartı getirilmiştir. Bu iki uygulama ile Avrupa'da hem borca hem de açığa oransal sınırlama getirilmiştir.

Bölgesel döviz alanları oluşturulurken göz önünde bulundurulacak bir diğer husus ise, birliğe girmeden katılımcı ülkelere makroekonomik performans kriterlerinin getirilip getirilmemesi hususudur. Avrupa Birliği'nde buna benzer uyum kriterleri getirilmiştir. Bu uygulamanın önemi ise, ülkelerin bölgesel döviz alanına dahil olduğu andan itibaren dışsal ve içsel şoklara karşı daha dirençli olmalarının istenmesindedir. Aynı makroekonomik gelişmişlik düzeyinde olan ülkelerin hem ortak para politikası uygulamasının daha kolay olacağı hem de daha az ekonomik problemle karşı karşıya kalacakları düşünülmektedir.

Bölgesel döviz alanında, ülkelerin tek başlarına kur politikasını değiştirerek dış ticaret şoklarına karşılık verme imkanı ortadan kaldırılmaktadır. Örneğin, bölgesel döviz alanına üye bir ülke *idiosyncratic şoka* (ülkeye özgü şok) maruz kalırsa ve reel döviz kurunda ayarlama yapması gerekirse, bu rejim altında nominal kurda ayarlama yapamayacaktır. Ülke rekabet gücünü koruyabilmek için nominal ücretleri ve fiyatları aşağı çekmek zorunda kalacaktır. Buna hipotetik bir örnek verecek olursak, Türkiye, Avrupa Para Birliği'ne üye olmuş olsaydı, Irak Savaşının turizm gelirlerini olumsuz etkilemesi sonrasında, turizm sektöründeki rekabet gücünü arttırabilmek (ya da koruyabilmek) için döviz kurunda ayarlama yapamayacağı için ya konaklama fiyatlarını ya da turizm hizmetindeki işgücü ücretlerini aşağı çekmek zorunda kalırdı. Bu tür bir tedbirin alınması ise söz konusu ülkelerde resesyon riski doğurabilmektedir. Benzer şekilde bölgesel döviz alanına üye ülkelerin birinde çıkabilecek finansal krizin, bölgenin tamamına yayılma riski bulunmaktadır. Bu bağlamda, parasal birliğe üye olacak olan ülkelerin aynı gelişmişlik düzeyinde olması, ekonomik temellerinin birbirine benzer olması, bölgesel döviz alanı uygulamasının başarılı olmasında önemli rol oynamaktadır.

Bölgesel döviz alanı kurulurken karar verilecek bir diğer husus ise ortak paranın uluslararası dövizler karşısında dalgalanması ya da sabitlenmesidir. Uygulamada sadece Euro uluslararası dövizler karşısında dalgalanmaktadır. Doğu Karayipler Döviz Alanı ve Batı Afrika Döviz Alanlarında ise sabit kur uygulanmaktadır. Euro'nun diğer uluslararası dövizler karşısında dalgalanmasının yararı ise, Avrupa ile dünyanın diğer alanları arasındaki dönemsel üretim dalgalanmaları durumunda Avrupa ülkelerine esneklik sağlayabilmesidir. Ancak kuvvetli bir finans sistemi ve iyi yönetilen bir para otoritesinin olmadığı bölgesel döviz alanı uygulamalarının zorlukları bulunmaktadır. Jadresic (2002) Körfez İşbirliği Konseyi ülkelerinin bir bölgesel döviz alanı kurdukları zaman sabit kur uygulamaları gerektiğini belirtmiştir. Üye ülkelerin makroekonomik gelişmişlik düzeyi düşük olan bir

bölgesel döviz alanında, ortak para uluslararası dövizlere karşı dalgalanmaya bırakılırsa döviz kurlarındaki dalgalanma enflasyonda da dalgalanma yaratma riski yaratmaktadır.

#### **2.4. Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi**

Son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan finansal krizler, bu ülkeler için optimum kur rejiminin ne olduğu tartışmalarını gündeme taşımıştır. 1997 Güney Doğu Asya krizinden önce Asya'da Hong Kong, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland sabit kur rejimi uygulamaktayken, krizden sonra sabit kur rejimine Çin ve Hong Kong dışında devam edebilen olmamıştır. Bir çok ekonomist ve hatta IMF Asya krizinden sonra ara kur rejimlerinin sürdürülemez olduğunu belirtmiştir. Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomilerinin ara rejimleri terk etmesi gerektiği ve köşe çözümleri tercih etmeleri gerektiği görüşü ağırlık kazanmıştır. Aslında köşe çözüm önerisi tartışmaları yükselen piyasa ekonomilerindeki krizlerden önce 1992-93 yıllarında, Avrupa da parasal birliğe geçilmesinden önce uygulanmakta olan bant sistemine getirilen eleştiriler sonrasında çıkmıştır. Köşe çözüm önerilerinin teorik temeli ise imkansız üçleme kuralına dayandırılmaktadır. Finansal piyasaların birbirine entegre olduğu dünyamızda ülkelerin tek alternatifi, kur durağanlığı ve bağımsız para politikası uygulamasının birinden vazgeçmeleri olacaktır. Frenkel, Luis ve Schumacher (2000) ise imkansız üçleme kuralının, ülkelerin her ikisinden de vazgeçemeyeceği ya da her ikisini de kısmi olarak sağlamasına engel teşkil etmediğini savunmaktadır. Diğer bir ifade ile ülkelerin, kısmi kur durağanlığı ile kısmi para politikasında bağımsızlığı aynı anda gerçekleştirebileceklerini belirtmişlerdir. Bu bağlamda. Frenkel, Luis ve Schumacher (2000) ara rejimlerin sürdürülemez olduğunu söyleminin doğru olmadığını ve köşe çözüm önerilerinin teorik temelden yoksun bir öneri olduğunu ifade etmektedirler. Ayrıca köşe kur rejimlerini tanımlarken, bu rejimler için *sürdürülebilir* yerine *gerçekliği kanıtlanabilir* sıfatını kullanmayı tercih etmişlerdir. Sabit kur rejiminin ve serbest dalgalanan kur rejiminin piyasa

oyuncuları tarafından rahatlıkla gerçekliğinin kanıtlanabileceğini, bunun ise rejimin kredibilitesini arttırıcı bir unsur olacağını belirtmişlerdir. Halkın sabit döviz kuru altında döviz kurunun bir önceki gün ile aynı olduğunu görmesinin, rejimin kanıtlanabilirliği açısından yeterli olduğunu diğer taraftan da serbest dalgalanan kur rejimi altında, uluslararası rezervlere bakılarak, merkez bankasının döviz kuruna müdahale edip etmediğinin tespit edilebileceğini belirtmişlerdir.

Köşe çözüm önerilerinin geçerliliğini tartışmalı hale getiren bir diğer gelişme ise Arjantin'deki kriz sonrasında para kurulunun terk edilmesi olmuştur. Arjantin'de para kurulunun başarısız olmasından sonra bir kısım ekonomist, "köşelerin" birinin de alternatif olmaktan çıktığını tek alternatifin serbest dalgalanan kur rejimi olduğunu belirtmiştir. Diğer yandan sabit kur rejimini savunanlar ise Arjantin krizinden sonra dahi sabit kur rejimini savunmaya devam etmişlerdir. Edwards'a (2002) göre Arjantin krizinden sonra sabit kur rejimini savunanlar üç argüman öne sürmüşlerdir. İlk grupta yer alanlar, aslında Arjantin'in tam anlamıyla bir sabit kur uygulamadığını, para kurulu uygular gibi davrandığını belirtmişler, ikinci gruptakiler ise, köşe çözüm olarak para kurulunun kabul edilmemesi gerektiğini, gerçek tam sabit kur rejiminin resmi dolarizasyon olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca, sadece resmi dolarizasyonda kur riskinin ortadan kalktığını belirtmişlerdir. Son olarak da, yükselen piyasa ekonomilerinin, dalgalanmadan korkma olgusundan dolayı serbest dalgalanan kur rejimini seçemeyeceklerini ve tek alternatiflerinin resmi dolarizasyon olduğu belirtmektedirler.

Grenville (2000) ise yükselen piyasa ekonomileri için tek bir uygun rejim olmadığını, uygun rejimin ülkeler arasında ya da zamanın farklı kesitleri içerisinde farklılık gösterebileceğini belirtmiştir. Yukarıdaki bölümde detaylı olarak tartışıldığı üzere her rejimin artılarının yanısıra eksi yönleri de bulunmaktadır. Ayrıca bir ülkede başarısız bulunan kur rejiminin bir başka ülkede başarıyla uygulanabildiği görülmektedir. Örneğin, para kurulu rejimini uygulayan Arjantin başarısız olmasına karşın, Asya Krizi sırasında dahi Hong

Kong, para kurulunu başarıyla devam ettirmiş ve halen sürdürmektedir. Benzer şekilde, serbest dalgalanan kur rejiminin dövize hücum olduğunda diğer rejimlerden farklı olarak rejimi değiştirmeden direnme opsiyonu verdiği argümanı Venezüella<sup>12</sup> sonrasında geçerliliğini yitirmiştir.

Bleaney ve Francisco (2002) ise bir ülke için optimum kur rejiminin ülkenin kayıp fonksiyonunu minimize eden kur rejimi olacağını belirtmişlerdir. Ancak, her ülke için kayıp fonksiyonunun tespit edilmesinde farklılıklar bulunduğunu belirtmiştir. Ülkeler, kayıp fonksiyonlarını tanımlarken, enflasyon ve reel döviz kurlarındaki dalgalanmayı engellemeyi ya da enflasyonu düşürmeyi amaçlayabilmektedirler.

Döviz kuru rejimlerine ilişkin değerlendirmelerin büyük çoğunluğu yaşanan krizlerden çıkarılan dersler çerçevesinde yapılmaktadır. Latin Amerika'da Arjantin ve Brezilya'nın sabit kur rejimi uygulayarak (hiper) enflasyonu düşürmesindeki başarısından sonra, popüleritesi artan sabit kur rejimlerinin, yaşanan krizlerden sonra, yerini serbest dalgalanan kur rejimlerine bıraktıkları görülmektedir. Ancak, unutulmaması gereken, yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin sebebinin tek bir faktöre (kur rejimine) indirgemenin yanlış olacağıdır. Kriz yaşayan ülkelerde döviz kuru rejiminin yanısıra bir çok yapısal probleminde olduğu gözardı edilmemelidir. Blejer (2002) bu nedenle Arjantin krizini, hem döviz hem bankacılık krizi olarak tanımlamıştır. Benzer şekilde Mc Kinnon ve Schnabl, (2002) Asya krizini değerlendirirken, finans kesiminin yanlış risk algılamasının krizde etken olduğunu belirtmiştir.

---

<sup>12</sup> Venezüella'da genel Grevin başlamasından 1 yıl sonra 5 Şubat 2003'de serbest dalgalanan kur rejimi terk edilerek sabit kur rejimine geçildiği ilan edilmiştir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde dalgalanmadan korkma olgusunun etkin olduğu açıkça görölmektedir. Döviz kurlarındaki volatilité ve reel kurların dengesizleşmesi problemi bir çok ülkeyi rahatsız etmektedir. Özellikle ekonomisinde dış ticaret önemli rol oynamayan, kurların piyasa mekanizması içerisinde belirlenmesi konusunda yeterli deneyimi olmayan, piyasalarının büyüklüğüne nazaran daha büyük ve dalgalı sermaye hareketlerine maruz kalan ülkelerde, kurlardaki volatilité ve reel kurlardaki dengesizleşme problemi, ülkeleri de facto yönetilen dalgalanma rejimine doğru sürüklemektedir. Calvo ve Reinhart (2000) bu olguyu ampirik olarak da destekler sonuçlara ulaşmışlardır. Serbest dalgalanan kur rejiminin zorluğunu gören bazı ekonomistler ise yükselen piyasa ekonomileri için yeni kur rejimi-para politikası önerileri sunmuşlardır. Goldstein (2002) bu bağlamda Managed Float-Plus<sup>13</sup>ı önermiştir.

---

<sup>13</sup> Managed Float Plus: Morris Goldstein tarafından Ekim 2002 tarihinde Central Bank Governors' Club Meeting'de yükselen piyasa ekonomilerine uygulaması için önerdiği yeni bir kur rejimidir. Serbest dalgalanan kur rejimi özellikleri taşıyan, yönetilen dalgalanan kur rejimi ile birlikte enflasyon hedeflemesinin uygulanmasını içeren bir rejim önerisidir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE POLİTİKALARI

#### 3.1. 1923-1994 Döneminde Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri ve Politikaları

Cumhuriyet'in ilk yıllarından günümüze kadar yürütülen kur rejimleri ve politika uygulamaları ana hatlarıyla incelendiğinde, uzun süre devam eden sabit kur rejimlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Cumhuriyet kurulduktan 1950 yılına kadar referans para olarak İngiliz Sterlini kullanılmış, bu tarihten sonra ABD Doları referans para olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1923-1929 döneminde altın, döviz ve menkul kıymetler borsasının oldukça aktif olduğu görülmektedir. Bu dönemde döviz çek ve senetleri borsada işlem görmektedir. Bu dönem, serbest döviz kuru uygulaması özelliklerini yansıtmaktadır. Söz konusu dönemde TL Sterlin'e bağlı olarak dalgalanmaya bırakılmış, her çeşit kambiyo serbestliği sağlanmıştır. Ancak, 1929 yılındaki büyük buhran ile birlikte TL'nin Sterlin karşısında hızla değer kaybettiği görülmüş, Mart 1929'da 1 Sterlin=0.888 kuruş iken, Aralık 1929'da 1 Sterlin=1.125 kuruşa yükseltilmiştir. Türkiye'de 1929 krizinden sonra liberal ekonomi görüşü yavaş yavaş terkedilmiştir.

Döviz piyasalarının doğrudan denetlenmesi amacıyla 25.02.1930'da 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu (TPKK) yürürlüğe konmuştur. Döviz piyasasının denetimi için alınan bu tedbirler, ülke para politikasını yürütecek "Merkez Bankası"nın bulunmaması nedeniyle tam başarılı olamamıştır. Bu nedenle 11.06.1930'da T.C Merkez Bankası



kurulmuştur. Aynı şekilde 1933'de "Ödünç Para Verme İşleri Kanunu" yürürlüğe konmuş, bu kanunla serbest faiz uygulaması kaldırılarak TL'nin konvertibilitesine de son verilmiştir. Bu dönemden itibaren Türkiye'de sabit kur rejimi uygulanmaya başlanmış ve oldukça uzun zaman aralıklarıyla kurların devalüe edildiği görülmüştür. Bu bağlamda ilk devalüasyon 7 Eylül 1946'da gerçekleştirilmiş ve TL'nin dolar karşısında değeri % 53.6 dolayında düşürülmüş ve 1 ABD Doları =1.30 TL iken 2.80 TL'ye yükseltilmiştir. Söz konusu devalüasyon, II. Dünya Savaşı sonrası dönemin koşullarına ve yeni ekonomi politikalarına uyum sağlanmasına yönelik olarak yapılmıştır. Bu devalüasyonu daha sonraki devalüasyonlardan ayıran en önemli fark, devalüasyonun döviz sıkıntısının olmadığı bir ortamda yapılmış olmasıdır. Bu devalüasyondaki temel amaç ithalat artışını sınırlı tutmak ve sınırlı ihraç mallarının dolar cinsinden fiyatını düşürmektir. Bunlara ek olarak hükümetin, biriktirdiği altın ve dövizin değerini yükselterek iç borçların gerçek değerini düşürmek eğiliminde olması ve IMF'ye üyelik sonucu devalüasyon yetkisinin kısıtlanacak olması bu devalüasyon kararında etkili olmuştur.

Türkiye 19.02.1947'de IMF ve Dünya Bankasına üye olmuş ve ayarlanabilir sabit döviz kuru politikası uygulamaya başlamıştır. Dış ödemelerin 1953'ten itibaren sorun haline gelmeye başlamasıyla hükümet yeni önlemler almak zorunda kalmıştır. 1956'da turist ve benzeri dövizlerde 2.80 olan TL'nin ABD Doları karşısındaki paritesi 5.25-5.5 olarak yeniden tespit edilmiştir. Kambiyo denetiminin arttırılması, dış ticaret dengesinde olumlu gelişmeler sağlayamadığı gibi, sabit tutulan resmi döviz kurları ile karaborsa döviz kurları arasındaki fark büyümüş, karaborsa fiyatları 20 TL'ye kadar çıkmıştır. Bu ise dışarıya sermaye kaçışını hızlandırmış, kaçakçılığı arttırmış ve enflasyon oranını yükseltmiştir. 4 Ağustos 1958'de 1 ABD Doları =9 TL olacak şekilde devalüe edilmiştir. Benzer şekilde 10 Ağustos 1970 tarihli TPKK Hakkında 18 sayılı Karar ile yeni kur ayarlanmasına gidilmiş ve 1 ABD Doları = 15 TL olarak saptanmıştır. Bu devalüasyonun amacı olarak da ithalat talebini kısmak, ihraç mallarımızın dış piyasalardaki rekabet gücünü

yükseltmek olduğu belirtilmiştir. Ayrıca devalüasyonun o zamana kadar bir kısmı, resmi yollarla yurda girmeyen turizm gelirlerini ve işçi dövizlerini artırıcı yönde etkileyeceği beklentisi de söz konusu kararı almada önemli rol oynamıştır. Bu tarihten sonra kur ayarlamalarının daha sıklıkla yapıldığı görölmektedir.

1974'de kur sisteminde yeni uygulamaya geçilmesi, sık devalüasyonların temel nedenini oluşturmuştur. 1974'de uluslararası kambiyo kurları arasında gerekli uyumun sağlanması için IMF tarafından konulan kurallara uygun tedbirler alınmıştır. IMF'in hazırladığı yöntemeye göre, ülkelerin kendi paraları ile diğer üyelerin paraları arasındaki kurlarda herhangi iki alış veya iki satış kuru arasında en çok % 2'lik fark olması gerektiği belirtilmiştir. Böylelikle, herhangi bir yabancı paranın uluslararası piyasada değer kazanması ya da kaybetmesi sonucu öteki yabancı paraların kurlarına göre % 2'yi aşan fark meydana geldiğinde kurlar ayarlandığı için, 1974 yılında çeşitli tarihlerde bazı dövizlerin TL karşılığında kurları ayarlanmıştır. Kurlar 1976'da üç kez , 1977'de de 2 kez 1978'de 3 kez, 1979'da da 3 kez kur ayarlamasına gidilmiştir.

Türkiye'de 24 Ocak 1980'de alınan ekonomik tedbirler paketine kadar döviz kuru 1 ABD Doları= 26.50 TL olarak devam etmiş ve bu tarihte kur rejiminde değişikliğe gidilerek sürünen parite rejimine geçilmiş ve 1 ABD Dolarının değeri 70 TL'ye yükseltilmiştir. Bu tarihten itibaren kurlardaki ayarlamalarının daha sıklıkla yapılmaya başlandığı görölmektedir. Uluslararası piyasalar ve para piyasalarındaki gelişmeler göz önüne alınarak 1980 yılı içerisinde kurlar 16 defa değiştirilmiştir. 1 Mayıs 1981'e kadar 6 kur ayarlaması daha yapılmış, sözkonusu tarihe kadar çoklu kur uygulaması sürdürölmüştür.

1 Mayıs 1981'den itibaren tek kur uygulamasına geçilmiş, döviz kurları Merkez Bankası tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlanmıştır. Uluslararası piyasalar ve para piyasasındaki gelişmelere göre 1981'de 164

kez, 1982'de 245 kez, 1983'te 246 kez kurlar değiştirilmiştir. Diğer bir ifadeyle kurlar her iç günü yeniden tespit edilmiştir.

29 Aralık 1983'te yürürlüğe giren TPKK Hakkında 28 sayılı Karar ve bu kararı bütünüleştiren 7 Temmuz 1984'te yürürlüğe giren TPKK Hakkında 30 sayılı Karar'la Türkiye'de uygulanmakta olan kambiyo rejimi önemli ölçüde liberalize edilmiştir. Ticari bankalara kambiyo işlemlerinde Merkez Bankası'nın ilan ettiği kurların dışında bir kur uygulayabilme olanağı sağlanmıştır. Ayrıca, dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de Türk parasıyla tahsilat ve ödemelerde bulunmaları serbest bırakılmıştır. Türkiye'deki kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları, söz konusu dövizleri bankalarda açacakları döviz hesaplarında tutmaları, bu hesapları efektif olarak kullanmak dahil her türlü tasarrufta bulunabilmeleri ve Türkiye'de yapacakları işler nedeniyle dışarıda yerleşik kişilerden döviz kabul etmeleri de serbest bırakılmıştır. Bu karar, aslında Türkiye'de 2003 yılı başı itibarıyla 46 milyar ABD Doları tutarına ulaşan döviz tevdiat hesaplarının başlangıç noktasını teşkil etmiştir.

1988 yılı Ağustos ayında mali piyasalarda yapılan bir değişiklikle döviz kurlarının piyasa koşulları altında tespiti sistemine geçilmiştir. Bu amaçla Merkez Bankası bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasaları kurulmuştur. Günümüz kur rejimi tercihini ve kur politikasını derinden etkileyen en önemli değişiklik ise 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar ile gerçekleşmiştir. 32 Sayılı Karar tam konvertibiliteye geçiş kararı olarak da kabul edilmektedir. Söz konusu Karara göre, Türkiye'de yerleşik kişilere bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerden istedikleri kadar döviz satın alma ve bunu yurtdışına transfer izni verilmiştir. Ayrıca ,dışarıda yerleşik kişilerin borsada işlem gören Türk Menkul Kıymetlerini, Türkiye'de Sermaye Piyasası Kanununa göre faaliyet gösteren bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla satın almaları, satmaları, bu kurumlar aracılığıyla transfer ettirmeleri ile Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yabancı borsalarda

işlem gören menkul kıymetleri satın almaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini transfer ettirmeleri serbest bırakılmıştır. Bunlara ek olarak, Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından her tür kredi almalarını ve Türk bankalarının döviz kredisi açmalarını düzenleyen esaslar da liberalleştirilmiştir.

Ağustos 1988’den itibaren günlük döviz kurları bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseseler ve T.C. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü’nün katıldığı bir alım-satım seansı olan “günlük kur belirleme seans”ları ile belirlenmeye başlanmıştır.

32 Sayılı Karar ile sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra 1989 ve 1990 yıllarında kısa vadeli sermaye girişi hızlanmıştır. TL reel olarak değer kazanmıştır. 1991’de Körfez Krizinin de etkisiyle (net kısa vadeli sermaye çıkışının etkisiyle) TL reel olarak değer kaybetmiştir. 1992’de kurlardaki dalgalanma önemli ölçüde önlenmiştir. 1993’ün son aylarından itibaren piyasadaki fazla TL likiditesi ve açık pozisyon kapamaya yönelik döviz talebi, döviz kurları üzerinde baskı oluşturmuştur.

### **3.2. 1994- 1999 Döneminde Uygulanan Döviz Kuru Rejimi ve Politikaları**

Yukarıda belirtildiği üzere 1993 yılının son aylarından itibaren Hazine’nin iç borçlanma ihalelerini iptal etmesi başka bir ifade ile az miktarda borçlanması üzerine piyasadaki TL likiditesi giderek artış kaydetmiş ve döviz kurları üzerinde baskı yaratmaya başlamıştır. Söz konusu baskı 1994’ün ilk aylarında da devam etmiştir. Merkez Bankası, faiz oranlarını arttırarak fazla likiditeyi çekmeye ve döviz kurları üzerindeki baskıyı kaldırmaya çalışmış ancak başarılı olamamıştır. 26 Ocak 1994’de TL, ABD Doları karşısında %13.6 oranında devalüe edilmiştir. Daha sonra 5 Nisan Kararlarıyla bir dizi ekonomik tedbir yürürlüğe konmuştur. Alınan tedbirler çerçevesinde, Merkez Bankası 5 Nisan 1994 tarihinden itibaren ticari ve gayri ticari işlemlere ilişkin olarak yapılan döviz ve efektif alım-satımlarında uygulanacak döviz kurlarının bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve PTT’ce piyasa kuralları dahilinde serbestçe belirleneceğini duyurmuştur. Bunlara ek olarak,

Merkez Bankası tarafından serbest döviz piyasasında oluşan kurları yansıtan “gösterge niteliğinde”<sup>14</sup> olan kurlar ilan edilmeye başlanılmıştır.

1994 yılında uygulamaya başlanan istikrar programının bir parçası olarak kur politikasının, enflasyonun düşürülmesinde nominal çapa olarak kullanılması öngörülmüştür. 1995 yılı başında IMF ile bir stand-by anlaşması imzalanmış ve yapılan anlaşma çerçevesinde, 1 ABD Doları ve 1.5 Alman Markı olarak tanımlanan kur sepetinin aylık değerinin, öngörülen aylık enflasyon oranları kadar arttırılması kararı alınmıştır. 1995 yılı için öngörülen enflasyon oranına bağlı olarak hedeflenen kur sepetindeki artış oranı saptanmış ve bu tarihten itibaren kur sepetinin hedef değerleri piyasalara duyurulmuştur. Ancak, 1995 yılında gerçekleşen döviz sepeti artış oranı (%60.1) gerçekleşen TEFE'nin (%64.9) altında kalmış ve kurlar reel olarak değerlendirilmiştir. 1995 yılında Merkez Bankası, kur sepetinde öngördüğü artışı gerçekleştirebilmek için döviz piyasalarına satım yönünde müdahalede bulunmuştur. Bu yıl ilk defa gerçekleştirilen uygulama ise Merkez Bankası'nın vadeli döviz işlemleri<sup>15</sup> (forward) gerçekleştirmesidir. Söz konusu işlemler piyasadaki devalüasyon beklentilerinin kırılmasına neden olmuştur (TCMB Yıllık Raporu, 1995). Vadeli döviz satım işlemleri Merkez Bankası'nca uzun süre kullanılan bir enstrüman olmamıştır. Esasında bu uygulamanın devam ettirilmemiş olması 1997'de Güney Doğu Asya'da ortaya çıkan Tayland deneyimi<sup>16</sup> göz önünde bulundurulduğunda olumlu bir gelişme olmuştur.

<sup>14</sup> 5 Nisan 1994'ten itibaren Merkez Bankası 1 ABD Doları resmi döviz satış kuru, Reuters sisteminin bankalararası döviz piyasası sayfalarında alış-satış kotasyonu veren bankalar arasından seçilen 10 bankanın saat 15:00'deki döviz alış satış fiyatlarının ortalamalarının ortalaması esas alınarak ertesi gün TC Merkez Bankası gişelerinde geçerli olmak üzere belirlenmeye başlanmıştır. Söz konusu bankalar sisteme ilan edilmiş, daha sonra banka sayısı 15'e çıkarılmıştır. 13 Eylül 1994 tarihinden, 5 Ocak 1998 tarihine kadar her gün ilan edilen 1 ABD Doları döviz satış kuru, üçer aylık dönemler esas alınarak Merkez Bankası'na olan zorunlu döviz ve efektif devir ve satışları en yüksek olan 10 bankanın saat 15.00'deki döviz alış ve satış kurlarının ortalamasının ortalaması alınarak belirlenmiştir. 5 Ocak 1998 tarihinden itibaren banka sayısı 20 olmuştur. Merkez Bankası gösterge niteliğindeki kurlar, tamamen serbest döviz piyasasında oluşan kuru yansıtmaktadır. Zorunlu döviz devri oranlarının %0'a indirilmesinden sonra gösterge niteliğindeki kurların hesaplanmasında tüm bankaların kotasyonları kullanılmaya başlanmıştır. Bu sistem Nisan 2002'ye kadar devam ettirilmiştir, Nisan 2002'de gösterge niteliğindeki kurları belirleme sistemi yeniden düzenlenmiştir. Söz konusu düzenleme detaylı olarak takip eden sayfalarda anlatılmaktadır.

<sup>15</sup> 27 Kasım 1995 tarihinden başlayarak Merkez Bankası Kasım ve Aralık aylarında Hazine'nin yüksek itfalarının olduğu tarihlere uygun gelecek şekilde vadeli döviz satım işlemleri gerçekleştirmiştir.

<sup>16</sup> Güney Doğu Asya Krizi öncesinde Tayland Merkez Bankası sabit kur rejimini devam ettirebilmek için yoğun şekilde forward piyasalara müdahalede bulunmuştur. Kriz çıktığında, ülkede müdahale etmek için var olduğu düşünülen rezervlerin büyük kısmının vadeli işlemlere bağlanmış olduğu anlaşılmıştır.

1996 yılında ise Merkez Bankası döviz kuru politikasını uygulamakta olduğu para politikası çerçevesinde şekillendirmiştir. Merkez Bankası 1996 yılında uyguladığı para politikası ile finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını ve sürdürülmesini sağlamaya çalışmıştır. Bu çerçevede oluşturulan kur politikasında ise reel döviz kurundaki dalgalanmayı en aza indirmeye çalışmıştır. Bu uygulamasında Merkez Bankası'nın başarılı olduğu görülmektedir. Kasım-Aralık 1996 dönemi dışarıda bırakıldığında aylık kur sepetindeki artışların aylık enflasyon oranlarına yakın seyrettiği görülmektedir. 1996 yılı sonundaki kümülatif kur sepeti artışı %77.3 olurken, TEFE artışı ise %84.9 olarak gerçekleşmiştir. Reel kurlarda dalgalanma minimize edilmeye çalışılmış ancak reel değerlenmenin önüne geçilememiştir. Merkez Bankası'nın 1996'da finansal istikrarı sağlarken döviz kuru politikalarını kullanmakla bir bakıma, bankaların, döviz yükümlülüklerinin artmaya başladığı bir dönemde kur risklerini azaltmalarını sağlamıştır. Kamu'nun iç borcu çevirmesinde de anılan uygulama Hazine'ye kolaylık sağlamıştır.

Merkez Bankası 1997 ve 1998 yılında da aylık nominal devalüasyon oranını öngörülen enflasyon oranına paralel olacak şekilde belirlemeye devam etmiştir. Bu politika 1996 yılındaki uygulamaya benzer şekilde, para politikasının finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına ve sürdürülmesine yönelik olarak, para politikasına yardımcı olmak amacıyla reel döviz kurlarındaki dalgalanmanın minimize edildiği bir politika olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifade ile, para ve kur politikasında 1996, 1997 ve 1998'de büyük değişiklikler yapılmamıştır.

1997'de yıl sonu itibarıyla, aylık ortalama kur sepetindeki artış %77.3 olarak gerçekleşirken, TEFE'deki yıllık ortalama artış %75.9 olmuştur. 1998'de söz konusu artış oranları sırasıyla %58.2 ve %54.2 dir. 1998'e damgasını vuran olay ise Rusya krizi olmuştur. Ülkeye giren kısa vadeli ve portföy şeklindeki sermaye akımları sonucunda Merkez Bankası hedeflediği sepet artış oranlarını gerçekleştirebilmek için döviz piyasalarından yıl

içerisinde Ağustos ayına kadar döviz alımında bulunmuştur. Ancak, Ağustos ayında Rusya'da yaşanan finansal kriz sonrasında kısa vadeli sermaye çıkışıyla birlikte Merkez Bankası piyasalara döviz satımında bulunmuştur. Ancak 1998 yılının geneline bakıldığında Merkez Bankası piyasalardan net döviz alıcısı konumundadır.

### **3.3. 2000 Yılında Uygulanmaya Başlanılan Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı**

2000 yılı başında IMF ile stand-by anlaşması imzalanarak üç yıllık bir program uygulamaya koyulmuştur. Söz konusu programın üç ana unsuru bulunmaktaydı. Birinci olarak, sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirilmenin hızlandırılması öngörülmekteydi. İkinci ve programın bir diğer temel unsuru olarak enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulanması belirlenmişti. Son olarak ise, yukarıda belirtilen unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşmesine odaklanmış para ve kur politikası uygulanması öngörülmekteydi.

2000 yılında uygulanmaya başlanan programda, kur rejimi enflasyon hedefine yönelik uygulanmaya başlanmıştır. 1995'den 2000'e kadar kur ayarlamaları tahmin edilen enflasyona göre tespit edilirken, 2000 yılı başında kur artış oranları, hedeflenen enflasyona göre tespit edilmiş ve uygulanmıştır. Merkez Bankası, 2000 yılı için hedeflenen (%20 TEFE) enflasyon oranı kadar sepet artış oranının yıllık olarak % 20 olarak gerçekleşeceğini ilan etmiş ve taahhüdünü yerine getireceğinin göstergesi olarak, bu hedefe uygun günlük sepet değerlerinin alacağı değeri önceden ilan etmiştir. Ayrıca, ilan edilen sepet değerlerinin tutturulabilmesi için Merkez Bankası döviz piyasalarında ilan edilen sepet değerleri üzerinden, döviz alımı ve satımı yapacağını ilan etmiştir. Kur rejimindeki değişiklik ile Merkez Bankası, 1995-1999 döneminde uyguladığı, temel amacı reel kur dalgalanmasını engellemek olan ve tahmin

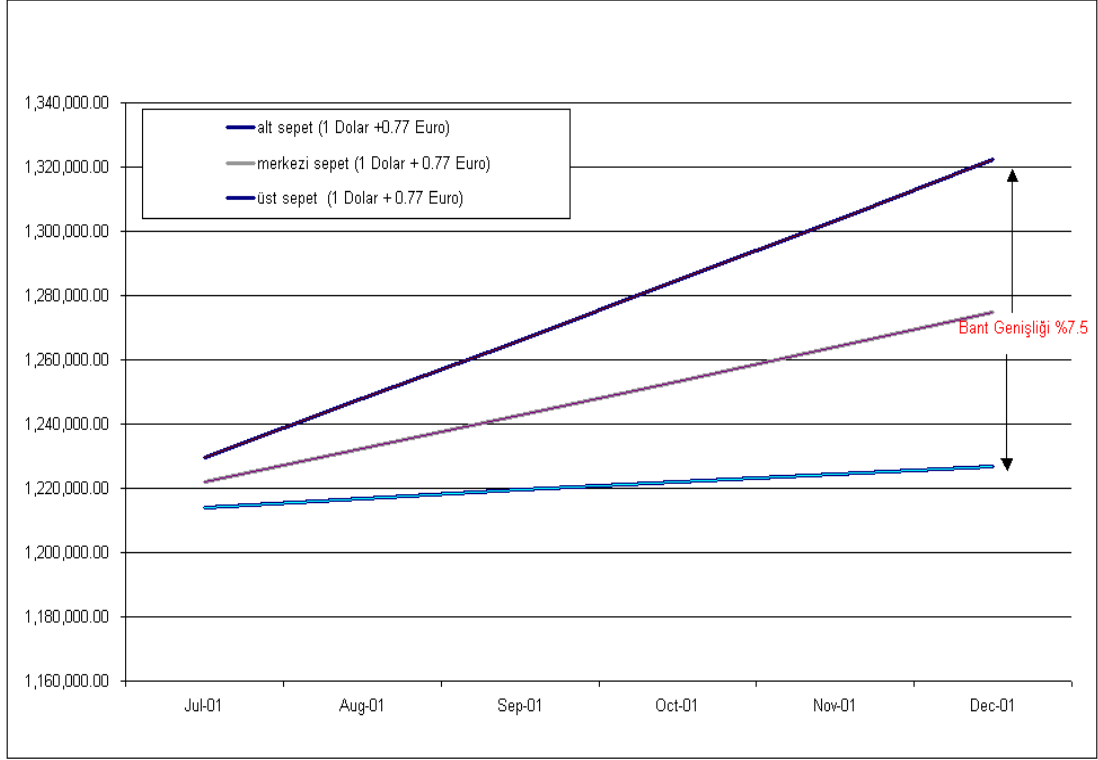
edilen enflasyon oranları çerçevesinde belirlenen kur artış oranlarını tespit etme uygulamasından, hedeflediği enflasyona yönelik bir kur rejimi uygulamasına geçmiştir. Diğer bir ifadeyle, edilgen bir kur politikası uygulamasından etken bir kur politikası uygulamasına, bu kur rejimi değişikliği ile gidilmiştir. Aslında, 2000 yılı başında ilan edilen kur sepeti artış değerleri hedeflenen enflasyon oranı kadar tespit edildiği için kurlarda reel değerlenme olmayacağı düşünülmüştür.<sup>17</sup>

2000 yılında uygulanmaya konulan 3 yıllık program çerçevesinde kur rejiminde de iki dönemli bir uygulama stratejisi geliştirilmiştir. İlk 18 aylık dönemde artış oranı önceden ilan edilmiş kur rejimi uygulanırken, programın ikinci 18 aylık döneminde bant uygulamasına geçilmesi öngörülmüştür. Bant sisteminde öngörülen bant genişliğinin aşamalı olarak artırılması öngörülmüştür. Buna göre, 1 Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar kademeli olarak %7.5, Haziran 2002'ye kadar %15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar % 22.5 'e yükseltileceği belirtilmiştir (bakınız Grafik 3.1). Kur bandının kademeli olarak genişlemesi öngörülürken, kurun bant içerisindeki hareketlerine Merkez Bankası'nın müdahalesi olmayacağı belirtilmiştir. Programın ikinci yarısında uygulanacak bant sisteminin uygulanmakta olan sabit kur rejiminden bir çıkış stratejisi olduğu belirtilmiştir "Merkez Bankası olarak, kurların seyri ile ilgili ayrıntılı bir taahhütte bulunurken, bu taahhütten kademeli olarak çıkış stratejimizi de önceden kamuoyuna açıklıyoruz." (Erçel G, 1999)

---

<sup>17</sup> Fiyat belirlemede atalet olduğu belirtilmesine rağmen, 2000 yılında enflasyon hedefinin tutturulacağı öngörülmekteydi. Ancak 2000 yılında TEFE artış oranı hedeflenen %20'nin üstünde % 32.7 olarak gerçekleşmiş ve kurlarda reel değerlenme olmuştur.





**Grafik 3.1. Bant Sisteminin İlk 6 Aylık Döneminde Döviz Kurlarında Öngörülen Hareket**

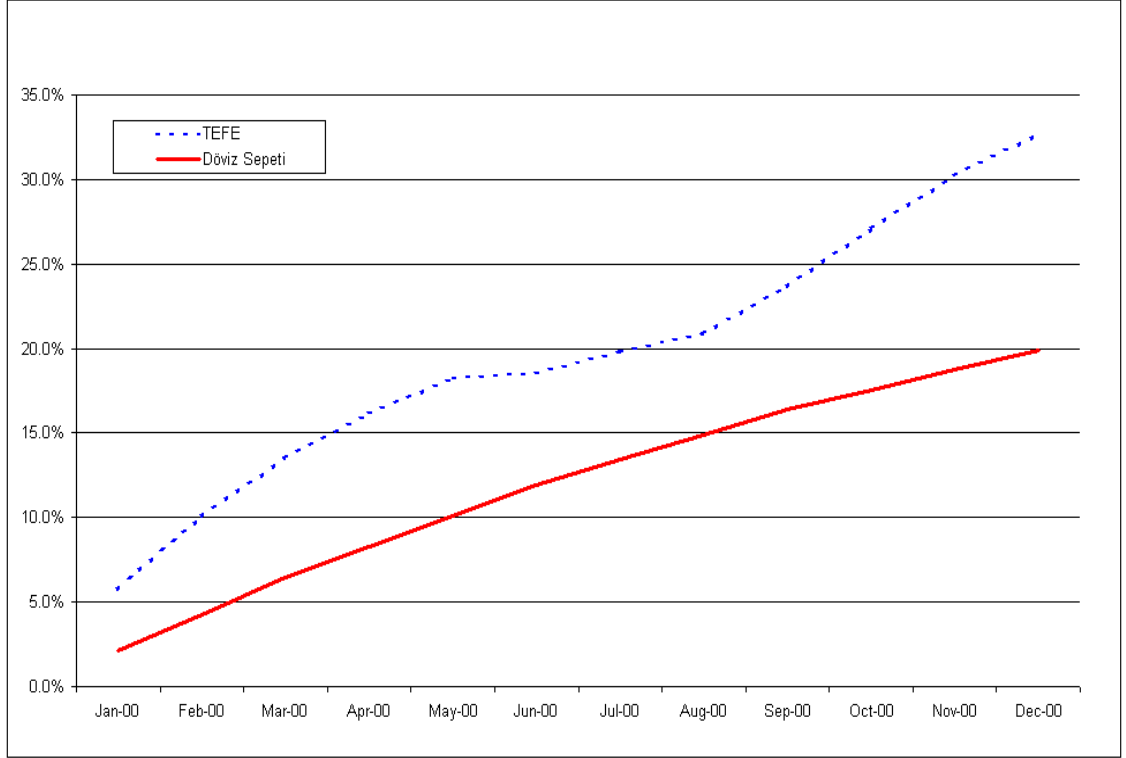
Kaynak: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)- Para Programları

Grafik 3.2’de görüldüğü üzere 2000 yılının ilk ayından itibaren sepet artış oranları TEFE’nin altında gerçekleşmiş, yıl sonu itibarıyla TEFE hedefi tutturulamamıştır. Söz konusu durum ise programın kredibilitesini olumsuz yönde etkilemiştir.

Uygulanmakta olan stabilizasyon programı ilk sarsıntıyı Kasım 2000’de geçirmiştir. Kasım ayının başında başta likidite krizi olarak başlayan kriz, ilk önce faizlerin (hem devlet iç borçlanma senetleri faizlerinin, hem de para piyasası faizlerinin) artmasına neden olmuştur. Piyasadaki TL likiditesi sıkışmasına rağmen bankalar Merkez Bankası’ndan döviz de talep etmişlerdir. Merkez Bankası Net İç Varlıklar tavanını<sup>18</sup> aşarak, piyasaya hem

<sup>18</sup> 2000 yılında uygulanan para programında Merkez Bankası bilançosundaki Net İç Varlıklar(NİV) kalemine tavan değeri, Net Uluslararası Rezervlere (NUR) ise taban değeri getirilmiştir. Net İç Varlıklar Kalemi; Kamuya Açılan Net Kredi, Açık Piyasa İşlemleri ve Diğer Kalemlerinden oluşmaktaydı. Parasal Taban ise NİV ile Net Dış Varlıkların toplamından oluşmaktaydı. Dolayısıyla NİV’e tavan değeri getirildiği için, parasal genişleme olması için, Net Dış Varlıklar’da artış olması gerekiyordu. Diğer bir ifadeyle Para Tabanı’nın artan para talebine karşılık artış

TL likidite sağlamış hem de döviz satarak programı devam ettirmeyi başarmıştır. IMF'den sağlanan Ek Rezerv Kolaylığı ile, BDDK'nın Demirbank'ı Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna alması ve alınan diğer yapısal tedbirler ile enflasyonu düşürme programının devam etmesi sağlanmıştır.



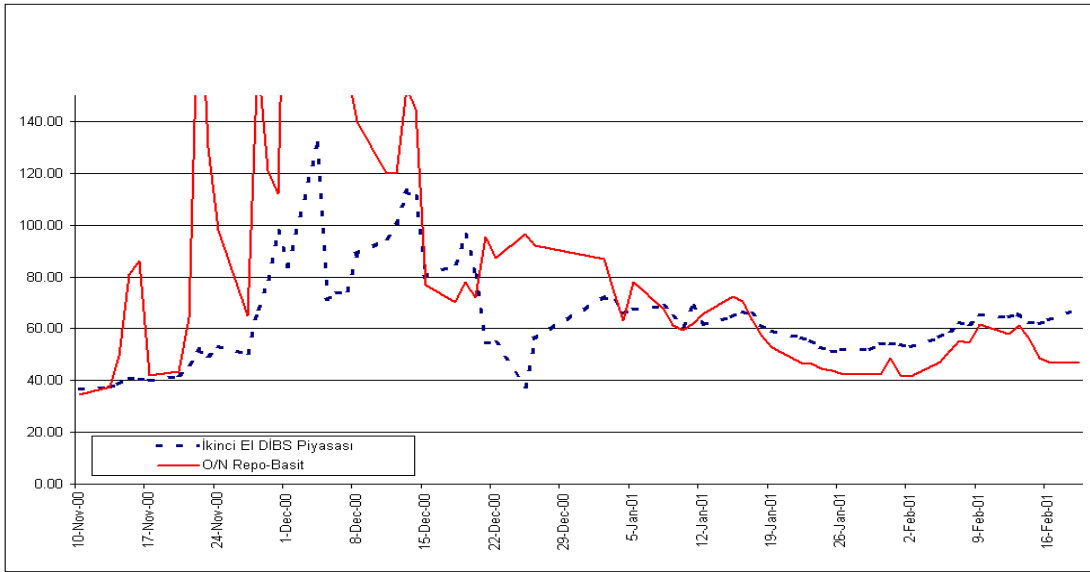
**Grafik 3.2. 2000 Yılında Gerçekleşen Kümülatif TEFE ve Döviz Sepeti Artışı**

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)- EVDS

Kasım krizinden sonra Merkez Bankası'nın sisteme likidite sağlaması ile para piyasası faizleri düşüş kaydederken, ikinci piyasa Devlet İç Borçlanma Senetleri faizlerinin aynı oranda düşmediği görülmüştür (bakınız Grafik 3.3). Bu ise, krizden sonra güvenin tam sağlanamadığının bir göstergesi olarak kabul edilebilir.

sağlayabilmesi için Merkez Bankası'nın bankalardan döviz satın alması gerekiyordu. Merkez Bankası'nın Açık Piyasa İşlemleri ile piyasaya verebileceği likidite NİV koridoru ile sınırlandırılmıştı.

Kasım krizinden sonra kur sepeti uygulaması devam ettirilebilmiş, ancak reel kur değerlenmesi Şubat 2001 krizine kadar devam etmiştir. Bunlara ek olarak 19 Şubat 2001’de ortaya çıkan siyasi belirsizlik durumu<sup>19</sup> sonucunda, artış oranı önceden ilan edilen kur sepeti sisteminin devam ettirilemeyeceği anlaşılmış ve Hükümet kur rejimini değiştirerek serbest dalgalanan kur rejimine geçmiştir. Aslında, Temmuz 2001’de bant sistemine geçileceği, yani sabit kur rejiminden çıkış stratejisi açıklanmış olmasına karşın, bu hedef gerçekleştirilememiştir.



**Grafik 3.3. Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri Arasında Para Piyasası ve Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Faizleri**  
Kaynak:www.tcmb.gov.tr-EVDS, www.ise.org

<sup>19</sup> DSP-MHP-ANAP'tan oluşan koalisyon hükümetinde, Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında Milli Güvenlik Kurulunda yaşanan tartışma sonucunda, Başbakanın durumu "ciddi bir siyasi kriz" olarak değerlendirmesi sonucu piyasalarda programa olan güven sarsılmış ve dövizde hücum başlamıştır.

### 3.4. Serbest Dalgalanan Kur Rejimine Geçiş Sonrasındaki Gelişmeler

Türkiye’de serbest dalgalanan kur rejimine planlı bir geçiş<sup>20</sup> olmaması ve dövize hücum sonrasında bunun gerçekleşmesi nedeniyle çok sancılı bir süreçten geçilmiştir. Türkiye gibi finansal piyasaları gelişmemiş olan ülkelerde, fon ihtiyacı olanların ya kısa vadeli olmak kaydıyla milli para cinsinden ya da döviz borçlanmak zorunda kalmaları, Türkiye’de de bankalar ve şirketler kesiminin yüksek oranda kur riski ile Şubat 2001 krizine yakalanmalarına neden olmuştur. Buna ek olarak, uzun yıllardır devam eden yüksek enflasyonun bir sonucu olarak Türkiye’de yüksek oranda para ikamesi bulunması ve 2000-2001 yılları arasında uygulanan artış oranı nedeniyle, sabit kur rejimine rağmen döviz tevdiat hesaplarının azalmayıp aksine artış kaydetmesi bankacılık kesiminin üstlendiği kur riskini daha da arttırmış olan bir diğer faktör olmuştur.

#### 3.4.1. Serbest Dalgalanan Kur Rejimi Sonrasında Merkez Bankası’nın Aldığı Tedbirler

Serbest dalgalanan kur rejimine geçişin, dövize hücum sonrasında olması nedeniyle, bankalar kısa vadeli döviz yükümlülüklerini yerine getirmekte güçlüklerle karşılaşmışlardır. Ticari bankalar, muhabir açıklarını kapatabilmek için fiyatına bakmaksızın döviz talep etmeye başlamışlardır. Bu bağlamda Merkez Bankası, ticari bankalara söz konusu ihtiyaçlarını giderebilmeleri için döviz depo<sup>21</sup> imkanı sağlamıştır. Sağlanan döviz depo imkanı ile bankaların kısa vadeli döviz yükümlülükleri, TL karşılığı döviz talep etmeden karşılanmıştır.

Merkez Bankası’nın döviz depo uygulamasının benzeri, 1994 krizinden sonra Meksika’da uygulanmıştır. Meksika döviz kurlarını 1994

<sup>20</sup> 2000 yılında uygulanmaya başlanan ve 2000-2003 yıllarını kapsadığı ilan edilen programın ilk 18 aylık döneminde artış oranı önceden ilan edilmiş kur sepeti rejimi uygulanması öngörülürken, ikinci 18 aylık dönemde (1 Temmuz 2001’den itibaren) kademeli olarak genişleyen döviz bantı sisteminin uygulanması öngörülmüyordu.

<sup>21</sup> Merkez Bankası bünyesinde işlev gören Döviz ve Efektif Piyasaları’na işlem yapmaya yetkili bankalara, piyasa faiz oranlarının üstünden sağlanan depo imkanına 22 Şubat 2001’den 2001 yılı Mayıs ayı sonuna kadar devam etmiştir.

yılıının son aylarından itibaren serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Meksika’da kamu kesiminin döviz yükümlülüğü Tesebonos’ ların<sup>22</sup> ihracı ile bir anlamda çözülmüş, özel sektörün dış yükümlülüklerini geri ödemeleri ise uluslararası kuruluşlardan ve ABD’den dış kaynak sağlandıktan sonra bile devam etmiştir. Bu bağlamda Meksika Merkez Bankası, özel sektörün döviz yükümlülüklerinden ortaya çıkan döviz talebinin bir şekilde giderilmediği taktirde kurlarda aşırı bir değer kaybının söz konusu olacağını ve hiper enflasyona sebep olma riski ile karşı karşıya kalınacağını düşünerek bir dizi tedbir almıştır. Bu bağlamda, krizden sonra, ticari bankalara dış döviz yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için döviz kredileri açılmıştır. Açılan kredilerden 17 ticari banka yararlanmış ve Nisan 1995’te 3.9 milyar ABD Dolarına ulaşan söz konusu kredi uygulamasına, bankaların Eylül 1995’te tüm kredilerini geri ödemeleri ile birlikte son verilmiştir (Cartens ve Werner, 1999).

T.C. Merkez Bankası yukarıda açıklanan tedbirlere ek olarak, serbest dalgalanan kur rejimine geçiş sonrasında bankalararası döviz piyasasında azalan döviz likiditesini arttırmak, bankaların kısa vadeli döviz yükümlülüklerini yerine getirmesini sağlamak ve TL karşılığı döviz talep edilmesinin önüne geçmek için Döviz ve Efektif Piyasalarına üye bankaların kendi aralarındaki swap<sup>23</sup> işlemlerini arttırmasını sağlayacak bir dizi tedbir almıştır. Alınan tedbirler sonucunda (teminat ve limit kolaylığı) Merkez Bankası, Döviz ve Efektif Piyasalarında işlem hacmi sıfır olan swap piyasasına işlerlik kazandırmış ve bankaların etkin döviz pozisyon yönetimine imkan sağlanmıştır.

Merkez Bankası, serbest dalgalanan kur rejimine geçilmesi ile birlikte Mart ayına kadar Döviz ve Efektif Piyasalarında doğrudan döviz ve efektif satışında bulunarak kurlarda aşırı dalgalanmayı engellemeye çalışmıştır. 29

---

<sup>22</sup> ABD Doları cinsinden ihraç edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri.

<sup>23</sup> T.C Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasalarında döviz swap işlemleri , TL karşılığı döviz depo olarak adlandırılmaktadır. Merkez Bankası swap işlemlerine taraf olmayıp, piyasaya üye bankalar arasında aracılık hizmeti (blind broker) vermektedir. Swap işlemleri bir haftadan 3 aya kadar olan vadelerde gerçekleştirilmektedir.

Mart 2001 tarihinden itibaren ise, satış miktarını önceden bildirerek döviz satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Söz konusu ihaleler ile döviz kurlarında meydana gelecek aşırı dalgalanmanın ortadan kaldırılması amaçlanmıştır. Merkez Bankası doğrudan döviz satışlarını bırakıp döviz satım ihalelerine başlamıştır. Bu düzenleme ile Merkez Bankası'nın döviz kurunda bir seviye hedeflememiş olduğu ve döviz kurlarının ihalede teklif edilecek fiyat ile oluşacağı belirtilmiştir. Doğrudan döviz müdahalesi yapılması durumunda, Merkez Bankası'nın müdahaleyi durdurduğu fiyat, piyasalar tarafından Merkez Bankası'nın kuru hedeflediği nokta olarak anlaşılmasından dolayı, döviz satışları ihale yöntemiyle yapılmaya başlanmıştır. 17 Mayıs 2001 tarihinde ise döviz satım miktarlarının önceden ilan edilmesi uygulamasına son verilmiş ve Merkez Bankası gerekli gördüğü durumlarda döviz satım ihalesi açacağını ilan etmiştir.

#### **3.4.1.2. TL Karşılığı Döviz Satım İhaleleri**

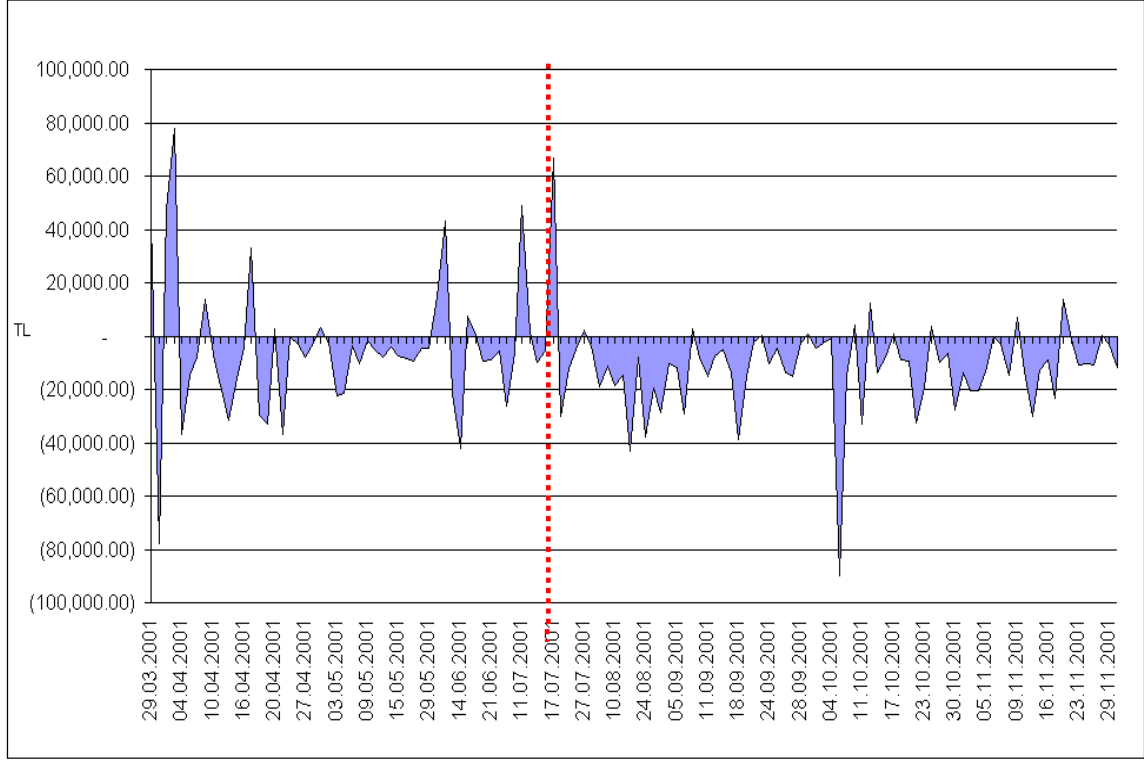
IMF ile yeni stand-by anlaşmasının imzalanması ile döviz satım ihalelerinde de yeniden düzenleme yapılmıştır. Döviz satım ihaleleri, kurlardaki aşırı oynaklığı gidermek amacıyla yapılmayıp, IMF'den sağlanan kredilerin Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içi ödemeler için kullanılması sonucu ortaya çıkan likidite fazlasının sterilize edilmesi amacıyla yapılmaya başlanılmıştır. IMF'den sağlanan kredilerin dış borç servisi için kullanılması durumunda, söz konusu kullanım, yurt içindeki parasal büyüklükleri etkilemezken, Hazine'nin IMF kredisini iç borç itfasında veya cari harcamalarda kullanması durumunda ise, piyasaya TL arzı artmakta ve parasal genişleme yoluyla enflasyonist baskı yaratma olasılığına karşın döviz satımı yoluyla fazla TL sterilize edilmeye başlanmıştır. Döviz satım ihalelerinin amacı bu olmakla birlikte, piyasaya döviz satımı piyasadaki döviz arzını da arttırmıştır (Bakınız Tablo 3.1). Bu durum ise döviz kurları üzerindeki baskının azalmasını sağlamıştır.

**Tablo 3.1. MERKEZ BANKASI TARAFINDAN İHALE  
YÖNTEMİYLE SATILAN DÖVİZ TUTARLARI**

<b>(Milyon ABD Doları)</b>	
Mart 2001	350
Nisan 2001	1,040
Mayıs 2001	1,130
Haziran 2001	1,198
Temmuz 2001	1,035
Ağustos 2001	600
Eylül 2001	360
Ekim 2001	420
Kasım 2001	400
<b>Toplam</b>	<b>6,533</b>

Kaynak: www.tcmb.gov.tr-Basın Duyuruları

Döviz satım ihalelerini yapılış amaçlarına göre iki döneme ayırmak mümkündür. İlk dönemde, yani kurların serbest dalgalanmaya bırakıldığı 22 Şubat 2001'den IMF ile Stand By Anlaşmasının imzalandığı 28 Mayıs 2002'ye kadar, döviz satım ihaleleri kurlardaki aşırı oynaklığı gidermek amacıyla gerçekleştirilmiştir. Haziran 2002'den Kasım 2002 sonuna kadar devam eden 6 aylık süreçteki döviz satım ihalelerinde ise piyasadaki TL likidite fazlasının sterilize edilmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda döviz satım ihalelerinin kurlar üzerindeki etkisini de iki dönemde incelemek doğru olacaktır (Bakınız Grafik 3.4)



**Grafik 3.4. TCMB Gösterge Niteliğindeki Döviz Alış Kuru (-) (Eksi) Döviz Satım İhalelerinde Oluşan Ağırlıklı Ortalama Döviz Kuru**

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)- Piyasa Verileri

Kurların serbest dalgalanmaya bırakıldığı 22 Şubat tarihinden, stand-by anlaşmasının imzalandığı 28 Mayıs 2001 tarihine kadar (aslında bu dönemi Telekom krizinden<sup>24</sup> dolayı Temmuz ortasına uzatmak da mümkündür), döviz satım ihalelerinden sonra gösterge niteliğindeki kurların genellikle artış kaydettiği görülmektedir. Grafik 3.4’de, gösterge niteliğindeki döviz alış kuru ile ihalede oluşan ağırlıklı ortalama kurun arasındaki farkın pozitif (negatif) olması, döviz kurlarının ihaleden sonra kapanışta artış (azalış) kaydettiğini göstermektedir. Temmuz 2001’den sonraki dönemde ise ihale sonrasında kurların hemen hemen tüm zamanlarda azaldığı görülmektedir. Yukarıdaki grafikten her ne kadar ihalelerin kurları etkilediği sonucunu çıkartmak mümkün olmasa da, Mart- Haziran 2001 döneminde

<sup>24</sup> DSP-MHP-ANAP koalisyonu sırasında IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasındaki yapısal reform kriterlerinden biri olan Türk Telekom A.Ş.’ne profesyonel üst kurul atanması hususundaki Ekonomi bakanı ile Ulaştırma bakanı arasında yaşanan fikir ayrılıkları sonucu piyasada faizler ve döviz kurları artış , hisse senedi fiyatları ise düşüş kaydetmiştir.



Merkez Bankası'nın döviz satmasına rağmen kurların artış kaydettiği sonucu çıkartılabilir.

### 3.4.1.3. TL Karşılığı Döviz Alım İhaleleri

Merkez Bankası, Nisan 2002'den itibaren, piyasalarda ters para ikamesinin başlaması ve güçlü ödemeler dengesinin sonucu olarak, döviz arz fazlasının oluşması nedeniyle, dalgalı döviz kuru rejimi ile çelişmeyecek ve döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini bozmayacak şekilde döviz rezervlerini artırmak amacıyla döviz alım ihalelerine başlamıştır. Söz konusu ihaleler 3 ay devam etmiş, politik belirsizliklerin<sup>25</sup> artması ve döviz kurları üzerinde baskı yaratmamak amacıyla Haziran sonunda alım ihaleleri geçici olarak durdurulmuştur.(Bakınız Tablo 3.2)

**Tablo 3.2. MERKEZ BANKASI TARAFINDAN İHALE YÖNTEMİYLE SATIN ALINAN DÖVİZ TUTARLARI**

<b>(Milyon ABD Doları)</b>		
	<b>Talep Miktarı</b>	<b>Satın Alınan</b>
Nisan 2002	803	280
Mayıs 2002	477	242
Haziran 2002	98	60
<b>Toplam</b>	<b>1,378</b>	<b>582</b>

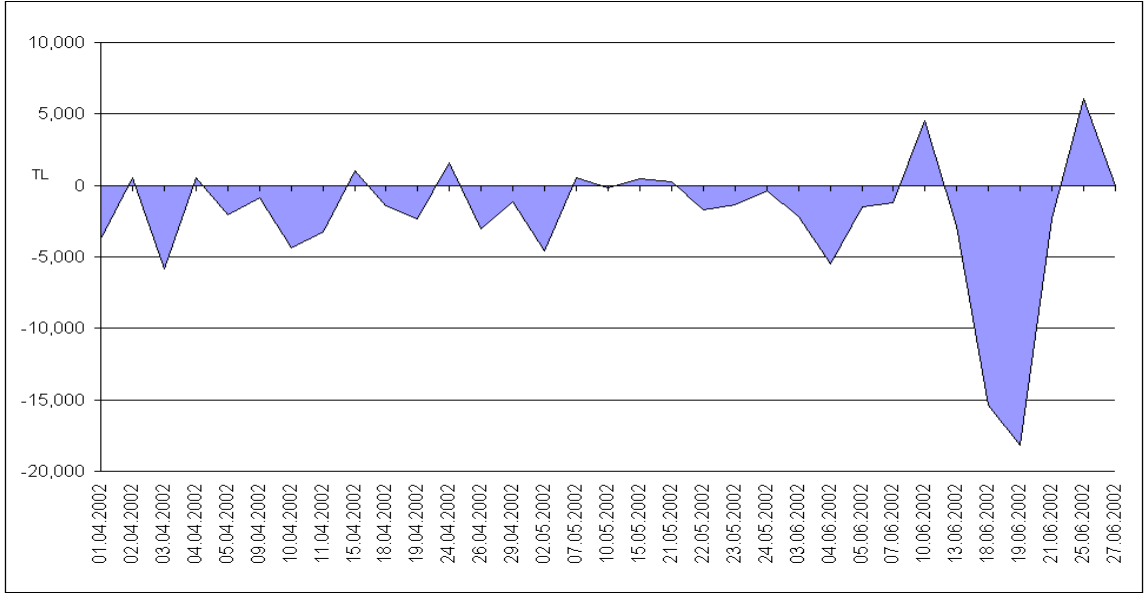
Kaynak: www.tcmb.gov.tr-Basın Duyuruları

Döviz alım ihaleleri ile her işgünü 20 milyon ABD Doları dövizin ihale yöntemi ile satın alınacağı ilan edilmiş ve ihaleye verilebilecek fiyat teklifinin o işgünü ihaleye kadar olan döviz fiksing'lerinin ortalamasından yüksek olamaması şartı getirilmiştir.

Döviz alım ihaleleri ve kurların gelişimi arasındaki ilişkiyi incelerken, döviz satım ihalesindeki benzer bir ilişkinin bulunmadığı görülmektedir.

<sup>25</sup> Hazine'den sorumlu Devlet Bakanı'nın istifa etmesi ve daha sonra istifasını geri almasını içeren süreç.

Merkez Bankası'nın 15.30 döviz fiksingi<sup>26</sup> ile döviz alım ihalesinde oluşan ağırlıklı ortalama kur karşılaştırılmış ve iki fiyat arasındaki fark Grafik 3.5'de gösterilmiştir. Bu bağlamda döviz alım ihalesi gerçekleştirildikten sonra piyasada oluşan fiyat (15.30 fiksingi), döviz alım ihalesinde ortaya çıkan fiyattan çıkartıldığında aradaki fark pozitif ise, döviz kurlarının ihaleden sonra arttığı anlamı çıkacaktır. Grafik 3.5'den de anlaşılacağı üzere, Merkez Bankası'nın piyasalardan döviz satın almasına rağmen kurlar ihaleden sonra düşüş kaydetmeye devam etmiştir. Piyasalardan Merkez Bankası'nın döviz satın almasının döviz kurlarını artırır beklentisinin gerçekleşmediği görülmüştür.



**Grafik 3.5. TCMB 15.30 Döviz Fiksingi Kuru (-) (Eksi) Döviz Alım İhalesinde Oluşan Ağırlıklı Ortalama Döviz Kuru**

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr-Piyasa](http://www.tcmb.gov.tr-Piyasa) Verileri

<sup>26</sup> Döviz alım ihalelerine başlandığı Nisan 2002'de aynı zamanda gösterge niteliğindeki kurların hesaplanması yönteminde değiştirilmiştir. 1 Nisan 2002 tarihinden itibaren Merkez Bankası her işgünü saat 10.30-15.30 arasında toplam 6 defa (10:30,11:30,12:30,13:30,14:30,15:30), bankalararası döviz piyasasında 1 ABD doları karşılığında Türk Lirası kotasyon veren bankaların alım ve satım fiyatlarının ortalamalarının ortalaması tespit etmekte ve bu şekilde tespit edilen 6 ortalamaların aritmetik ortalaması Merkez Bankası'nca saat 15.30 itibarıyla belirlenen gösterge niteliğindeki 1 ABD doları döviz satış kuru olarak ilan etmeye başlamıştır. Bu nedenle döviz alım ihaleleri ile kurlar arasındaki ilişkiye doğru tespit edebilmek için döviz alım ihalesi gerçekleştirildikten sonraki 15:30 fiksingindeki kur ihalede oluşan ağırlıklı ortalama kur ile karşılaştırılmıştır.

Döviz rezervi biriktirmek için benzer bir uygulamaya yine 1994 krizi sonrasında Meksika'da rastlanılmaktadır. İlk olarak, Ağustos 1996'dan itibaren Meksika Merkez Bankası bankalara ihale yoluyla döviz satım opsiyonu (put option) satmaya başlamıştır. Bu yöntem ile, piyasada döviz arzının fazla olduğu dönemlerde, serbest dalgalanan kur rejimi prensipleri ile çelişmeden döviz rezervi biriktirilmesi amaçlanmıştır. Bu uygulama ile Ağustos 1996'dan Mart 1999'a kadar toplam 9.8 milyar ABD Doları döviz satım opsiyonu ihale edilmiş ve bu opsiyonlardan 7.8 milyar ABD Dolar'lık kısmı ticari bankalarca kullanılmıştır. Bankaların söz konusu opsiyonları kullanıp Meksika Merkez Bankası'na döviz satmaları sonucu ortaya çıkan ekstra Peso likiditesi ise yine Merkez Bankası'nca sterilize edilmiş ve parasal büyüklüklerin bu operasyonlardan etkilenmesine izin verilmemiştir.

Türkiye'de döviz rezerv biriktirmek amacıyla düzenlenen döviz alım ihaleleriyle göreceli olarak daha az döviz rezervi biriktirilebilmiştir. Meksika satım opsiyonlarını krizden sonra dört yıl gerçekleştirirken, Türkiye'de döviz alım ihalesine 2002 yılı içerisinde sadece üç ay devam edilebilmiştir. T.C. Merkez Bankası 2003 Mayıs ayında döviz alım ihalelerine tekrar başlamıştır.

### **3.4.2. Serbest Dalgalanan Kur Rejimi Sonrasında Diğer Kurumların Döviz Piyasalarına İlişkin Aldığı Tedbirler**

Türkiye'de serbest dalgalanan kur rejimine bir kriz sonrasında geçilmesi ve uzun yıllar boyunca sabit ya da öngörülebilir kur rejimleri uygulanması bankaların döviz açık pozisyonu taşıyarak bankacılık yapmalarına neden olmuştur. Bankaların bilançolarında döviz varlıklarından çok döviz yükümlülükleri bulunması nedeniyle, Merkez Bankası serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten sonra, bankaların kısa vadeli döviz yükümlülüklerini yerine getirmeleri için doğrudan efektif ve döviz satımı, döviz depo imkanı ve swap işlemleri gerçekleştirerek bankaların vadesi yakın olan yükümlülüklerini sorunsuz bir şekilde yerine getirebilmelerini sağlamıştır.

Ancak, uzun yıllardan beri döviz açık pozisyonu taşıyan bankaların söz konusu işlemler ile açık pozisyonlarını büyük oranda kapatmaları mümkün olamamıştır(Bakınız Tablo 3.3).

**Tablo 3.3. BANKACILIK SİSTEMİNİN  
DÖVİZ POZİSYONUNDAKİ GELİŞMELER**

Milyon ABD Doları								
	Bilanço İçi Pozisyon (**)				Net Genel Pozisyon (***)			
	Kasım 2000	19 Şubat 2001	15 Haziran 2001	28 Aralık 2001	Kasım 2000	19 Şubat 2001	15 Haziran 2001	28 Aralık 2001
Kamu Bankaları	-184	-28	95	191	-184	22	96	189
Özel Bankalar	-10674	-8960	-6131	-1487	-954	-1049	-374	110
TMSF Bankları	-5177	-4537	-274	-441	-4777	-4529	-354	-441
Yabancı Bankalar	-1966	-1434	-818	108	-110	-45	-15	-9
Kalkınma ve Yat. Bank.	-441	-333	-118	40	-108	-75	24	22
Sektör (TMSF Hariç)	-13265	-10755	-6972	-1147	-1356	-1147	-269	312
Sektör (TMSF Dahil)	-18442	-15292	-7246	-1588	-6133	-5676	-623	-129

Kaynak: www.bddk.org-Yıllık Raporlar

(\*)Bilanço İçi Pozisyon: Döviz Pozisyon + Döviz Endeksli Pozisyon

(\*\*) Net Genel Pozisyon: Bilanço İçi Pozisyon + Vadeli İşlemler

Hazine Müsteşarlığı'nın Kamu ve Fon Bankalarına 2001 yılı içerisinde yaklaşık olarak 8.1 milyar ABD Doları tutarında Döviz Endeksli Tahvil ihraç etmesi ve yine Hazine Müsteşarlığı'nın ticari bankalar ile 6.6 milyar ABD Doları tutarında gönüllü iç borç takası (debt swap) gerçekleştirmesi bankaların büyük oranda döviz açık pozisyonlarını kapatmalarını sağlamıştır. Gerçekleştirilen işlemler ile bir anlamda kur riski bankacılık sisteminden Hazine'ye aktarılmıştır. 2001 yılı sonu itibarı ile bankaların bilanço içi açık pozisyonları TMSF bankaları dahil edildiğinde 1.6 milyar ABD Dolarına kadar gerilemiştir. Bankaların, vadeli işlemlerin dahil edilerek hesaplanan (TMSF bankaları dahil edilmiş) Net Genel Pozisyonlarındaki açığın ise 129 milyon ABD Doları olduğu görülmektedir. Bu bağlamda bankaların söz konusu dönemde yaklaşık olarak 1.4 milyar ABD Doları kadar net vadeli döviz alımı gerçekleştirdikleri görülmektedir.

Serbest dalgalanan kur rejiminin sağlıklı işleminde etkin çalışan vadeli işlem piyasaları önemli rol oynamaktadır. Yukarıda da belirtildiği üzere

bankaların döviz varlık ve yükümlülükleri içerisinde gösterilen vadeli döviz işlemleri önemli sayılabilecek tutarlara ulaşmaktadır. Söz konusu işlemler bankaların yanısıra, kur riski ile karşı karşıya kalan ihracatçı ve ithalatçıların da kur riskine karşı kendilerini koruma (hedge) altına alma imkanını sağlamaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası, SPK ve İMKB ve Türkiye Bankalar Birliği'nin beraber yürüttükleri çalışmalar sonrasında İMKB bünyesinde Ağustos 2001 tarihinde dövize endeksli kontratların işlem gördüğü Vadeli İşlemler Piyasası kurulmuştur. Söz konusu piyasa ile döviz futures kontratları Takasbank aracılığıyla alınıp satılmaya başlanmıştır. Merkez Bankası, piyasanın kurulması aşamasında hem danışmanlık yapmış hem de piyasada işlem yapmak isteyenlerin teminat olarak bulundurmaları zorunda oldukları Devlet İç Borçlanma Senetlerinin gerektiğinde likidasyonuna imkan vermek için Takasbank'a Merkez Bankası'nın gerçekleştirdiği Açık Piyasa İşlemleri için ek-limit<sup>27</sup> imkanı sağlamıştır. Ancak, tüm çabalara rağmen İMKB nezdinde bulunan Vadeli İşlemler Piyasasında çok az işlem gerçekleştiği görülmüştür. Başlangıçta, vadeli işlemler kontratlarının vergilendirilmesi ve muhasebeleştirilmesine ilişkin belirsizliklerin işlem hacminin düşük kalmasına neden olduğu düşünülmüş, ancak söz konusu sorunlar Maliye Bakanlığı'nca çözümlenmesine rağmen işlem hacmi artış kaydetmemiştir. Bu bağlamda vadeli işlem piyasalarının etkin çalışmıyor olması nedeniyle, serbest dalgalanan kur rejimi altında bankaların yüksek döviz açık pozisyonu taşımak istemedikleri görülmektedir.

Kur rejimlerinin değerlendirildiği 2. bölümde belirtildiği üzere vadeli işlem piyasalarının etkin çalışmadığı ve ekonomik birimlerin kur riskine karşı koruma sağlayamadığı ülkelerde, ülkelerin kur rejimi uygulaması ile zımni bir koruma sağlama yoluna gittikleri görülmüştür. Mc Kinnon ve Schnabl (2002) yükselen piyasa ekonomilerindeki hükümetlerin vadeli işlem piyasaları etkin işlemediği için, ekonomik birimleri kur riskine karşı koruyabilmek için kısa ve

---

<sup>27</sup> Şubat 2001 krizi sırasında İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında işlem yapan ve yükümlülüğünü yerine getiremeyen kuruluşlardan alınan teminatları nakde çevirmede zorlukla karşılaşmışlardır. Kriz sırasında Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin ikincil piyasasında işlemleri neredeyse durmuştur. Bu bağlamda alınan teminatların likidasyonu için

orta vadede kurlarda durağanlık sağlamaya çalıştıklarını belirtmektedir. Yüksek frekanslı kur sabitleme olarak adlandırılan bu yöntem ile, hükümetler, kurlara ve faizlere sık sık müdahale ederek kurlardaki dalgalanmayı ortadan kaldırmaya çalışmaktadır. Vadeli döviz piyasalarının gelişmediği ve serbest dalgalanan kur rejiminin uygulandığı ülkelerde devletin bir çeşit kur garantisi sağlamasının yanısıra ülkelere özgü<sup>28</sup> mekanizmaların ortaya çıktığı görülmektedir.

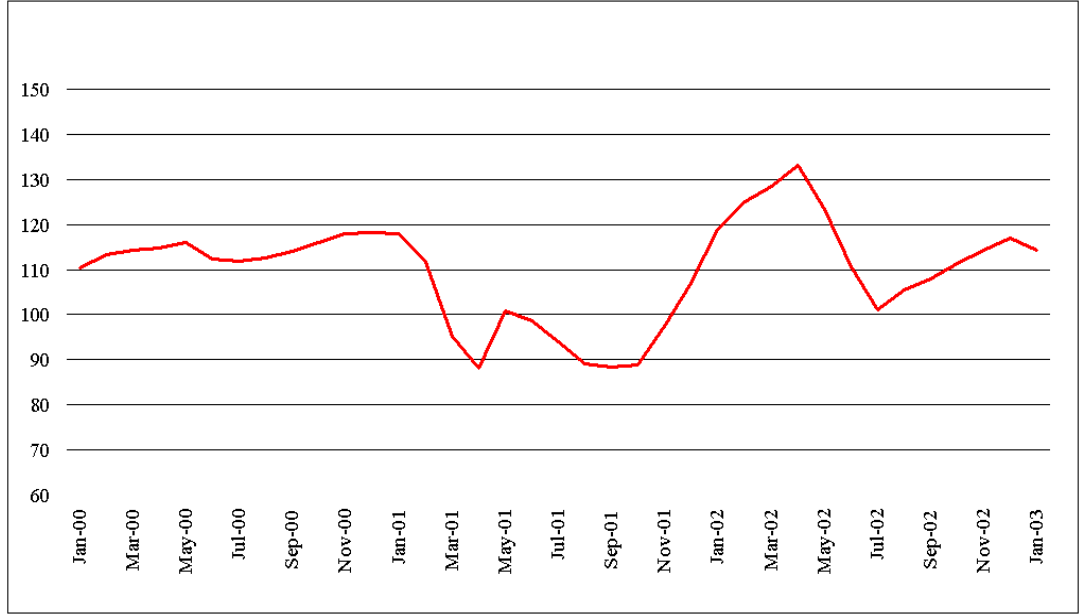
### **3.4.3. Serbest Dalgalanan Kur Rejimine Geçildikten Sonra Döviz Kurlarındaki Gelişmeler**

Serbest dalgalanan kur rejimine geçildiğinin ilk gününde Türk Lirası Dolar karşısında %28.5 değer kaybetmiştir. Sabit kur rejiminden serbest dalgalanan kur rejimine geçen diğer ülke örnekleri incelendiğinde, serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten sonra kurlardaki değer kaybının, kısa ve orta vadede kurlarda sabit kur rejimi sırasında ortaya çıkan reel değerlenme oranından daha fazla olduğu görülmektedir. T.C. Merkez Bankası'nca yayınlanan Ocak 1995=100 TEFE bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksine göre, serbest dalgalanan kur rejimine geçilmeden Ocak 2001'de kurların %18 değerlenmiş olduğu görülmektedir. (Bakınız Grafik 3.6).

---

Merkez Bankası'nın Takasbank'a açık piyasa işlemi gerçekleştirebilmek için ek-limit imkanı sağlaması, piyasanın etkin işleyişini sağlayıcı bir unsur olacağı düşünülmüştür.

<sup>28</sup> Örneğin Meksika'da türev piyasalarındaki (Mexder) işlem hacmi düşük seyrederken, Chicago Merchantile Exchange'de yüksek hacimli Peso cinsinden futures ve opsiyon kontratları işlem görmektedir. Türkiye'de ise anektoda bağlı bilgiler ışığında, kur riskine maruz kalan ekonomik birimlerin ilginç yöntemler geliştirdikleri görülmektedir. Örneğin kurlarda yüksek dalgalanma olduğu dönemlerde, döviz varlığı bulundurup TL yükümlülüğü olanlarının, piyasada kurlar düşüş kaydettiği zamanlarda sistematik olarak kimsenin döviz varlıklarını satıp TL yükümlülüklerini yerine getirmediği, kurlar arttıktan sonra yükümlülüklerini yerine getireceklerini söylemeleri şeklinde tezahür eden uygulamalar olduğu görülmektedir. (Söz konusu durum Kasım 2002'de ABD Doları kurunun 1.650.000'den 1.510.000'e düşmesinden sonra ticaret yapanların birbirlerine ödemelerini askıya almaları şeklinde gerçekleşmiştir). Bu tür bir uygulama aslında kur riskine karşı koruma sağlayan bir mekanizma değildir, ancak fiili olarak kur riskini elimine ettiği görülmektedir.



**Grafik 3.6. TCMB TEFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (Ocak 1995=100)**

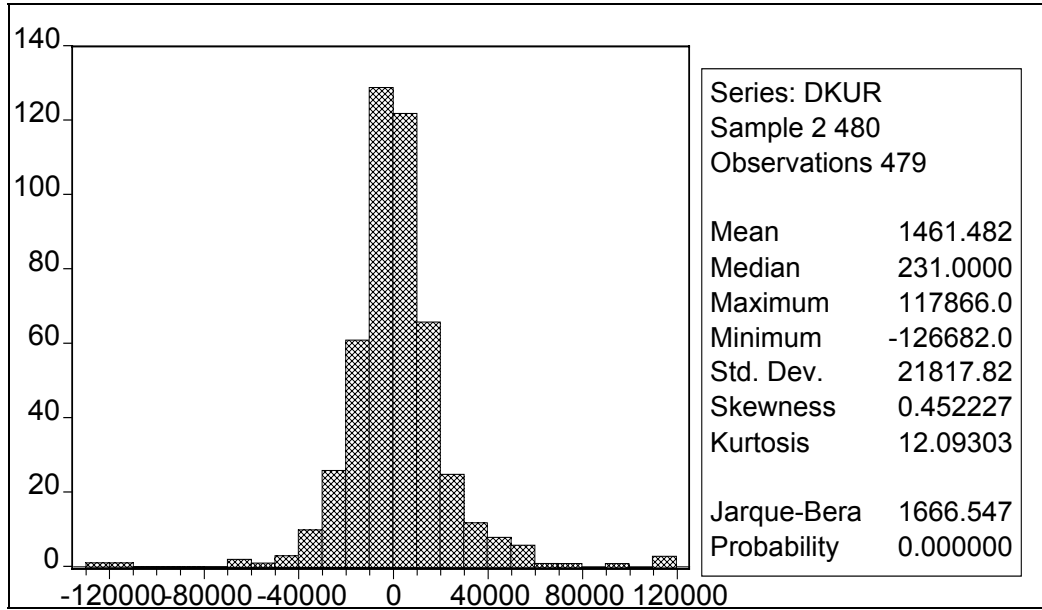
Kaynak: [www.tcmb.gov.tr-EVDS](http://www.tcmb.gov.tr-EVDS)

Ancak, Grafik 3.6'da görüleceği üzere serbest dalgalanan kur rejimine geçilmesini takip eden aylarda döviz kurlarının reel değer kaybı % 18'den fazla olmuş ve kurlar reel olarak değer kaybetmeye Eylül 2001'e kadar devam etmiştir. Döviz kurlarının piyasada oluşan doğal denge değerine ulaşana kadar her ülke de olduğu gibi Türkiye'de de aşırı değer kaybettiği (overshoot) görülmektedir. Söz konusu durumun, ekonomik birimlerin serbest dalgalanan kur rejimi altında nasıl davranmaları gerektiği konusunda tecrübe sahibi olmamaları ve döviz piyasalarındaki işlem hacimlerinin azalmasından sonra küçük hacimli işlemlerin dahi döviz kurlarında yüksek dalgalanmalara neden olduğu söylenebilir.

Döviz kurlarında Şubat 2001'den Ekim 2001'e kadar yaşanan dalgalanmalar ile birlikte döviz kurlarında bir artış trendi yaşanırken, Ekim 2001'den Haziran 2002'ye kadar döviz kurunun değer kazanmaya başladığı görülmüştür. Türkiye, uzun yıllar boyunca sabit ya da öngörülebilir kur rejimi uyguladığı için kurların nominal olarak değer kazandığı dönemler çok kısa

dönemler<sup>29</sup> ile sınırlı kalmıştır. Döviz kurlarının değer kazanıp değer kaybetmesi serbest dalgalanan kur rejiminin bir özelliği olduğundan, söz konusu süreç ekonomik birimlerin (ihracatçılar, ithalatçılar, hane halkı vb.) serbest dalgalanan kur rejimi altında nasıl davranmaları gerektiği hususunda eğitici olmuştur.

Grafik 3.7’de Merkez Bankası’nın gösterge niteliğindeki ABD Doları döviz alış kurlarının serbest dalgalanan kur rejimine geçişten Mart 2003’e kadar olan dönemde birinci farklarının histogramı gösterilmiştir. 21 Şubat 2001’den Mart 2003 başına kadar olan 479 işgününde kurların bir önceki işgününe göre (miktar olarak) ne kadar değer kazanıp/kaybettiği görülmektedir. Yukarıda anılan dönem için hesaplanan histogramdan da görüleceği üzere, dağılım normale yakındır. Serbest dalgalanan kur rejimine geçtikten sonra kurlarda bir öncesi güne göre artış kaydettiği gün sayısı yaklaşık olarak değer kaybettiği gün sayısına eşittir.



**Grafik 3.7. TCMB Gösterge Niteliğindeki ABD Doları Döviz Alış Kurunun Birinci Farkının Histogramı**

<sup>29</sup> 5 Nisan 1994 kararlarından sonra kısa bir dönemde kurların nominal olarak değer kazandığı görülmektedir.

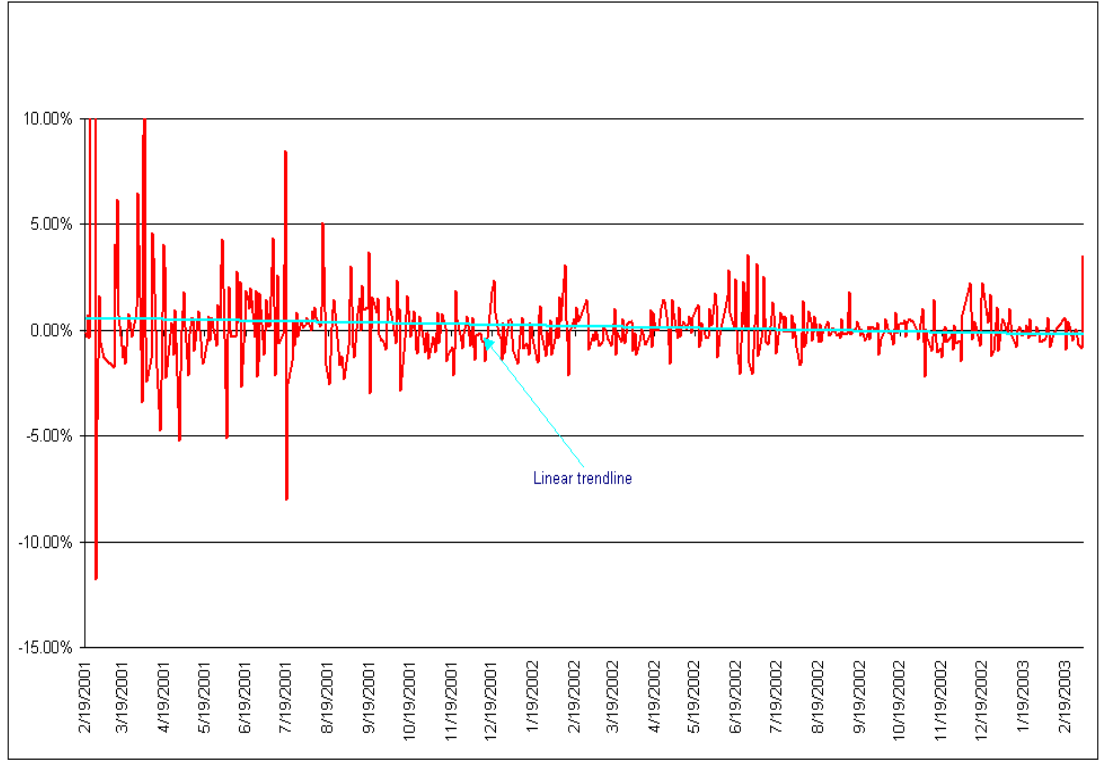


Örnekleme istatistiklerinden de anlaşılacağı üzere kurlardaki dalgalanma yüksektir. Örnekleme dönemindeki standart sapma 21.817,8 olarak hesaplanmıştır.

Bu sonucu Grafik 3.8'de görülen günlük yüzde değişim grafiği de teyit eder niteliktedir. Serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten hemen sonra kurlardaki dalgalanmanın giderek azaldığı görülmektedir. Doğrusal trend eğrisi (linerar trendline) de, bu trendin varlığını teyit etmektedir. Ancak, özellikle politik ve ekonomik belirsizliklerin arttığı dönemlerde, dalgalanmanın da artma eğilimi gösterdiği görülmektedir. Mc Kinnon ve Schnabl (2002) geliştirmekte olan ülkelerde, yüksek frekanslı veriler (günlük) ile gerçekleştirilen analizlerin para otoritelerinin gerçek amaçlarını ve bu amaçların zaman içerisinde değişim gösterip göstermediğini anlamaya yaradığını belirtmektedirler. Düşük frekanslı veriler (aylık, üç aylık) ile yapılan analizlerle yüksek frekanslı veriler ile yapılan analizler karşılaştırılarak, bir ülkenin düşük veya yüksek frekanslı kur sabitleme yapıp yapmadığı konusunda fikir sahibi olunabileceğini belirtmektedir. Bu bağlamda kurlardaki aylık dalgalanmaya<sup>30</sup> bakıldığında, günlük dalgalanma (günlük yüzde değişim) (bakınız Grafik 3.8) ile benzer bir trend gösterdiği tespit edilmektedir.

---

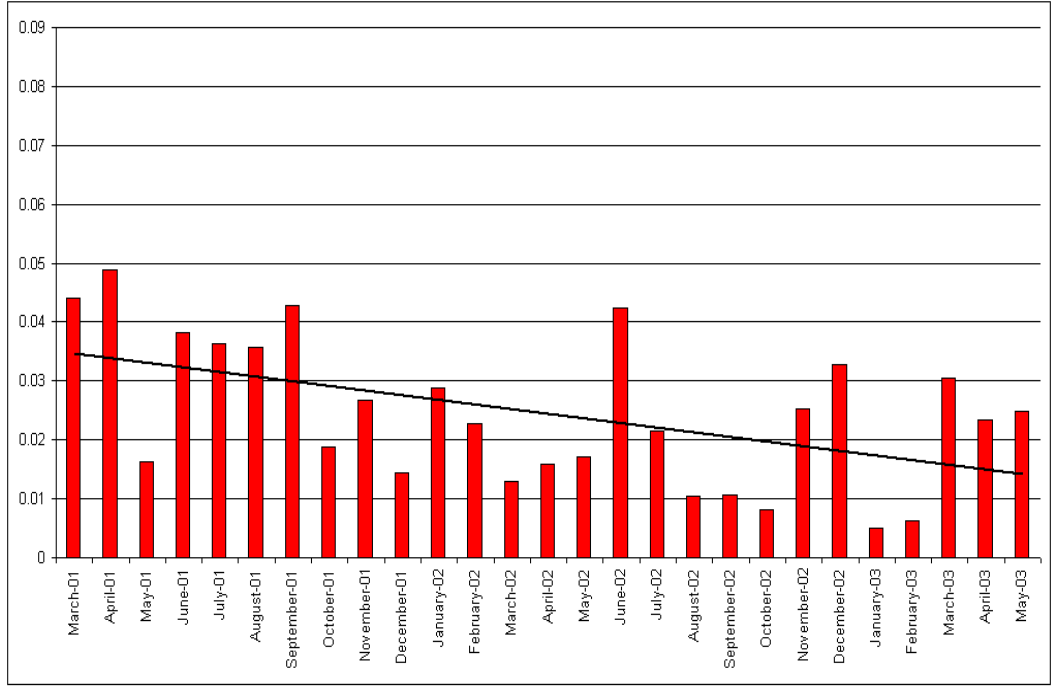
<sup>30</sup> Aylık Standart Sapma/Aylık Ortalama



**Grafik 3.8. TCMB Gösterge Niteliğindeki ABD Doları Döviz Alış Kurundaki Günlük Yüzde Değişim (Şubat 2001-Mart 2003)**

Kaynak: www.tcmb.gov.tr-EVDS

Grafik-3.9’da görüldüğü üzere döviz kurlarındaki aylık dalgalanma trendi serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten sonra azalma yönündedir. Ancak, günlük volatilitede olduğu gibi politik ve ekonomik belirsizliklerin arttığı dönemlerde aylık dalgalanmanın da artış kaydettiği görülmektedir. Telekom krizinin olduğu Temmuz 2001’de, Amerika’ya terörist saldırısının gerçekleştiği Eylül 2001’de, iktidar ortağı partilerin birbirleriyle ihtilafa düştükleri Haziran 2002’de ve Irak’la ilgili belirsizliklerin arttığı 2003’ün ilk aylarında volatilitenin arttığı görülmektedir. Esasında yüksek frekanslı veriler ve düşük frekanslı veriler ile yapılan analizlerin benzer sonuçlar vermeleri doğaldır. Çünkü, bir anlamda aylık dalgalanma; günlük dalgalanmaların toplamından oluşmaktadır.



**Grafik 3.9. TCMB Gösterge Niteliğindeki Döviz Alış Kurundaki Aylık Dalgalanma (Mart 2001-Mart 2003)**

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr-EVDS](http://www.tcmb.gov.tr-EVDS)

Bu bölümde Türkiye’de uygulanan döviz kuru rejimleri ve politikaları, özellikle beşinci bölümdeki ampirik çalışmada kullanılan 1994-2002 dönemi detaylı olarak incelenmiştir. Ekonomik ajanların serbest dalgalanan döviz kuru rejimi altında nasıl davranmaları gerektiğini öğrenmeleri, bu rejimin Türkiye’de ilk defa uygulanıyor olması nedeniyle uzun bir süre almıştır. Döviz kurlarındaki aylık ve günlük dalgalanmanın giderek azalması da bu olguyu destekler niteliktedir.

Yukarıda özetlenen tarihsel gelişmelerin ışığında bir sonraki bölümde döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin teorik temelleri, ampirik çalışmaya temel oluşturması nedeniyle irdelenecektir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ KURLARINDAN FİYATLARA GEÇİŞ ETKİSİNİN TEORİK TEMELLERİ

#### 4.1. Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisi Analizinin Tarihsel Gelişimi

Sanayileşmiş ülkelerde enflasyonun 1970'li yıllardan başlayarak devamlı düşüş kaydettiği görülmektedir. Bu ülkelerdeki enflasyonun bir diğer özelliği ise son yıllarda yaşanan enflasyonun, 1970 ve 1980'li yıllardaki enflasyondan farklı özellikler taşıyor olmasıdır (Mc Carthy, 1999). Örneğin, ABD'de enflasyon ile işsizlik arasındaki trade-off'un bozulması nedeniyle veya geleneksel Philips analizinin geçerliliğinin azalması nedeniyle son yıllarda işsizlik oranının, 1970 ve 1980'li yıllarda enflasyonist sonuçlar doğurmaya başladığı inanılan seviyelerin altına düşmesine rağmen, enflasyon oranının halen düşüş kaydetmeye devam ettiği görülmüştür. Bu bağlamda enflasyon oranlarındaki düşüşü açıklamaya çalışan hipotezler üretilmeye başlanmış ve bu çerçevede de ampirik çalışmalar gerçekleştirilmiştir.

Söz konusu hipotezlerden bir kısmı, özellikle ABD'de enflasyonun düşmesini ABD Doları'nın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına ve ithal malları fiyatlarının deflasyonist etkisine bağlamışlardır. Bu bağlamda döviz kurlarından enflasyona geçiş etkisi incelenmiştir. Bu çalışmaların teorik dayanağı ise genellikle Dornbusch'un kur dalgalanmaları ve iç fiyatlardaki değişimleri incelediği endüstriyel organizasyon modellerine dayanmaktadır. Söz konusu çalışmada Dornbusch (1989) kurlardaki dalgalanmaların, iç fiyatlar üzerindeki etkisini, ithal malların ülkedeki piyasaları etkileme

oranına, piyasa konsatrasyon oranına ve ikame etkisine bakarak incelemiştir.

Son yıllarda ise döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin yeni açık ekonomi makroekonomi çerçevesinde incelendiği görülmektedir. Bu tür çalışmaların genel amacı, kurlardaki değişimin tüketici fiyatlarına etkisinin neden az olduğunun araştırılmasıdır. Ampirik çalışmalar sonucunda 1980'lerden 1990'lara geçildiğinde gelişmiş ülkelerde yurtiçi fiyatlarının kur değişmelerine esnekliğinin azaldığı görülmüştür (Hunt ve Isard, 2003). Bu durum, yapısal bir dönüşümden kaynaklanıyor ise karar alıcılar açısından çeşitli zorlukları beraberinde getirmesi söz konusu olacaktır. Zorlukların temel nedeni ise söz konusu ülkelerin çoğunun para politikalarını enflasyon tahmini hedeflemelerine oturtmalarıdır. Bu bağlamda, kurların fiyatlara geçiş etkisinin azalmasının sonucunda enflasyon tahmin modellerinin yeniden kalibre edilmesini zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Söz konusu kalibrasyonun gerçekleştirilmemesi, enflasyonun yanlış tahmin edilmesi ve yanlış politika kararları alınmasını beraberinde getirme riski taşıyacaktır.

Hunt ve Isard (2003) para otoritelerinin döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin kuvveti ile ilgili belirsizlik varken, geçiş etkisinin olduğundan daha az yerine daha fazla olduğunu varsayarak hareket etmesi durumunda, alınacak "yanlış" kararın daha az zarara yol açacağını belirtmektedirler.

Eichengreen (2002) ise kurlardan fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olduğu ülkelerde, kur değişmelerinin *kısa vadede* enflasyon üzerinde etkisi fazla olurken üretim üzerine etkisinin daha az olacağını belirtmiştir. Yüksek geçiş etkisinin olduğu bir ülke, düşük geçiş etkisi olan bir ülkeyle karşılaştırıldığında, döviz piyasalarında döviz kurunun artması ve üretimin düşmesi ile sonuçlanan bir negatif şokla karşılaşıldığında, para otoriteleri para politikasını sıkılaştırma hususunda daha az istekli davranacaklardır. Bunun temel nedeni ise, kurun artmasına neden olan negatif şok durumu ortadan kalktığında, para otoritesinin dezenflasyon açısından kazancının hem

büyük olması, hem de para politikası sıkılaştırılmadığı için, rekabet gücü kaybindan dolayı üretim kayıplarının daha az olmasıdır. Bu bağlamda yüksek geçiş katsayısı olan ülkelerde, merkez bankalarının şoklara daha tedbirli yaklaşması beklenecektir. Aslında bu tartışma merkez bankalarının varlık fiyatlarında oluşan köpüklere müdahale etmesi gerekip gerekmediği tartışmalarıyla da örtüşmektedir. Ancak, finansal varlık fiyatlarında (döviz kuru, hisse senedi, menkul kıymet fiyatları hareketlerinin) bir köpük mü yoksa ekonomik temelleri yansıtan bir dönüşüm mü olduğu konusunda karar vermenin güçlüğünden dolayı, zaten bir çok merkez bankası finansal varlıkların fiyatlarına müdahale edilmemesi gerektiğini savunmaktadırlar.

Ancak, diğer taraftan, uygulamada para otoritelerinin enflasyon hedeflerinin tutturulması hususunda hedefin altında kalma ile üstüne çıkmayı, hedefi tutturmak açısından aynı değerlendirmedikleri görülmektedir<sup>31</sup>. Merkez bankalarının bu yaklaşımı Eichengreen'in görüşüyle bir bakıma çelişmektedir. Merkez bankası negatif bir şok nedeniyle kurlarındaki artış sonrasında yukarıda belirtilen enflasyon hedefinin altında kalma eğiliminden dolayı hızlı şekilde para politikasını sıkılaştırması durumunda aslında yanlış hareket etmiş olacaktır. Ancak, merkez bankalarının enflasyon hedeflerini tutturmaları ya da tutturamamaları hususunda değerlendirme yapılırken, ülkelerin kendi ekonomik koşullarını da göz önünde bulundurmamak doğru bir yaklaşım olacaktır. Örneğin yüksek bir enflasyon seviyesinden daha düşük bir enflasyon seviyesine inerek fiyat istikrarına ulaşmayı amaçlayan Türkiye gibi ülkelerde enflasyonun hedefin altında gerçekleşmesi olumlu karşılanırken, enflasyon oranları tek haneli rakamlarda olan ve göreceli

---

<sup>31</sup> Aslında Enflasyon Hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon hedefinin altında kalınması, aşılması gibi, hedeflerin tutturulmaması demektir. Örneğin, IMF destekli program altında enflasyon hedeflemesi uygulayan Brezilya'da, enflasyonun üçer aylık dönemler içerisinde öngörülen patikadan sapması (hedefin altında ya da üstünde gerçekleşmesi) durumunda, performans kriteri olarak, IMF konsültasyonlarının yapılması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile, enflasyonun hedefin altında gerçekleşmesi de hedefin tutturulmaması demektir. Benzer şekilde enflasyon hedeflemesi uygulayan, Polonya'da son yıllarda enflasyonun hedefin altında gerçekleşmesine rağmen, Polonya Merkez Bankası, kamuoyu tarafından fiyat istikrarını sağlamada başarılı kabul edilmektedir.

olarak fiyat istikrarını uzun süreden beri sağlamış Japonya<sup>32</sup> gibi ülkelerde enflasyonun hedefin altında gerçekleşmesi olumsuz olarak karşılanmaktadır.

Yapılan çalışmalarda döviz kuru dalgalanmalarının tüketici fiyatları üzerine etkilerinin araştırılmasının ikinci nedeni ise, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlarken tüketici fiyatlarını hedeflemeleridir. Özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde, döviz kurlarından tüketici fiyatları enflasyonuna geçiş etkisinin boyutunun ve zamanlamasının tespit edilmesi; enflasyonun tahmin edilmesinde ve enflasyonist şoklara karşı para politikasının ayarlanmasında büyük önem taşımaktadır.

Döviz fiyatlarından fiyatlara geçiş etkisi modellenirken, incelemenin yapılacağı ülkede, üretici ülke fiyatlama oranını (ÜÜF) yoksa milli para cinsinden fiyatlama oranını (MPF) mı yapıldığı önem taşımaktadır. Söz konusu ayırım, ülke için “uygun” kur rejimi tercihinin ne olması konusunda da belirleyici olmaktadır. ÜÜF kullanan modeller serbest dalgalanan kur rejiminin yararlı olduğunu savunurken, MPF kullanılan modeller sonucunda ülkede serbest dalgalanan kur rejimi uygulanmasının tercih edilmemesi gerektiğini belirtmektedirler (Ehsan ve Choundhri, 2002).

ÜÜF ve MPF kullanılan model hipotezleri ithal ve ihrac fiyatları için farklı geçiş etkisi katsayısı öngörmektedirler. Fiyatların, takip eden bir dönem için önceden belirlendiği ve kur değişmelerinin fiyatlara hemen yansıtılmadığı basit teorik modellerde; MPF kullanılıyorsa, ithal fiyatlarının döviz kuruna olan esnekliği kısa vadede sıfıra (0) eşit iken, ÜÜF modellerinde 1'e eşit olduğu görülmektedir. İhrac fiyatları için ise, MPF kullanılan modellerde, ihrac fiyatlarının döviz kuruna olan esnekliği kısa vadede 1'e eşit iken ÜÜF modellerinde sıfır'a (0) eşit olduğu görülmektedir. Ancak, Ehsan ve Choundhri (2002), ampirik çalışmaların bu teorik hipotezleri doğrulamadığını,

---

<sup>32</sup> Japonya'da bir kaç yıldan beri devam eden deflasyon nedeniyle, Merkez Bankası'nın resmi enflasyon hedeflemesine geçmesi ve hedeflediği enflasyon oranına yönelik para politikası uygulaması konusu yoğun şekilde tartışılmaktadır.

ihraç ve ithal malları için hesaplanan döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin sıfıra (0) yakın olduğunu göstermiştir.

Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini hesaplayan Mc Carthy (1999) ise dağıtım zinciri modelini kullanmıştır. Bu çalışmasında Mc Carthy, fiyatların dağıtım zinciri modelinde 3 kanaldan belirlendiğini belirtmektedir. Döviz kurlarındaki artış, ilk önce ithal malların fiyatını (ithalat fiyat endeksini) sonra üretim aşamasında üretici fiyatlarını (toptan eşya fiyat endeksini) ve en son olarak tüketici fiyatlarını (tüketici fiyat endeksini) etkilemektedir. Mc Carthy'in dağıtım zinciri yaklaşımını kullanarak, Leigh ve Rossi (2002) Türkiye ve Bhundia (2002) Güney Afrika Cumhuriyeti için döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini hesaplamıştır. Mc Carthy, çalışmasında geçiş etkisini ülke grupları için hesaplarken, diğer iki çalışmada tek bir ülke için geçiş katsayıları tahmin edilmiştir. Benzer şekilde Garcia ve Rstrepo (2001) Şili için LQAC<sup>33</sup> modeliyle geçiş katsayısını hesaplamıştır.

Leigh ve Rossi (2002) çalışmasında beş değişkenli ardışık vektör otoregresyon analizi ile Türkiye'deki döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini hesaplamıştır. Söz konusu çalışmada en dışsal değişkenden başlayarak en içsel olanına doğru TL cinsinden petrol fiyatları, sanayi üretim endeksi , ABD Doları-TL nominal döviz kuru, TEFE ve TÜFE kullanılmıştır. Ancak, petrol fiyatlarında, pompa fiyatları yerine, Brent, Dubai ve W. Texas petrollerinin ortalama fiyatı ile ortalama ABD Doları-TL kurunun çarpımından elde edilen fiyat kullanılmıştır. Türkiye'de uygulanan petrol fiyatlama mekanizmalarının yıllar içinde farklılık göstermesinden dolayı hesaplanan petrol fiyatları ile pompa fiyatları arasında büyük farklılıklar olduğu görülmektedir. Bu ise analizde petrol fiyatlarının varyans dağılımının<sup>34</sup> düşük olması sonucunu

<sup>33</sup> Linear Quadratic Adjustment Cost.

<sup>34</sup> Döviz kurundan fiyatlara geçiş katsayısı; döviz kurunun TEFE ve TÜFE *seviyesi* üzerindeki etkileri gösterirken, döviz kuru şoklarının TEFE ve TÜFE üzerinde yarattığı *dalgalanma* üzerinde bilgi vermemektedir. Varyans dağılımları hesaplamasında ise VAR analizi ile TEFE ve TÜFE belirli bir dönem için tahmin edilmekte ve tahmin hatalarının varyansı her dönem için hesaplanmaktadır. Hesaplama sonrasında, her dönem için içsel değişkenler için ayrıştırma yapılmaktadır. Ayrıştırma sonrasında TEFE ve TÜFE için yüksek varyans dağılımı değeri alan değişkenler, TEFE ve TÜFE'deki (Varyans dağılım katsayısı kadar) dalgalanmayı açıklamaktadır denilmektedir. Örneğin Leigh ve Rossi'nin çalışmasında, ikinci tahmin dönemi için TEFE'nin aldığı varyans dağılımları, petrol fiyatları için 6.32, Sanayi Üretim Endeksi için 2.75, Döviz kuru için 42.79 TEFE için 43.97 ve TÜFE için 4.18 dir.



doğurmuştur. Ayrıca bu çalışmada döviz kurlarında sadece ABD Doları kuru kullanılmış ve parite değişiminden kaynaklanan kur değişimleri göz ardı edilmiştir. Leigh ve Rossi çalışmasında Türkiye'deki geçiş etkisinin kısa olduğunu (geçiş etkisinin büyük oranda ilk dört ay da tamamlandığını) ve diğer ülkelere göre yüksek olduğunu hesaplamıştır. Ayrıca, % 70'i ticarete konu olan mallardan oluşan TEFE'deki geçiş katsayısını, % 45'i ticarete konu olan mallardan oluşan TÜFE'deki geçiş katsayısından daha yüksek bulmuştur.

Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini iki zaman diliminde değerlendirmek mümkündür. Birinci zaman diliminde kısa vadeli geçiş etkisi, ithal fiyatlarında meydana gelen şoktan sonra tüketici fiyatlarında meydana gelen ayarlama olarak tanımlanabilir. İkinci olarak döviz kurlarından fiyatlara uzun vadeli geçiş etkisi ise, döviz kurlarındaki değişim sonrasında ithal fiyatlarında sürekli ya da geçici olduğuna inanılan şoktan sonra tüketici fiyatlarındaki ortaya çıkan toplam etki olarak tanımlanmaktadır. Ülke içinde tüketici fiyatlarının, oluşan yeni kur dengesine ayarlanması için belirli bir zaman geçmesi gerekmektedir. Bu bağlamda kısa vadeli geçiş etkisinin dinamiklerini anlamak uzun vadeli geçiş etkisini anlayabilmek açısından önem taşımaktadır.

Döviz kurlarındaki değişimin bire bir ithal malları fiyatına yansıdığını varsayarsak; tüketim malları fiyatının ithal malları fiyatına esnekliğinin (geçiş etkisi katsayısının) ithal mallarının, tüketim malları içindeki ağırlığı kadar olduğu söylenebilir. Bunu bir örnek ile açıklayacak olursak, bir ülkede ithal malları tüketim mallarının %33'ünü oluşturuyorsa ve ithal malları fiyatında %10'luk bir artış olursa, söz konusu artış tüketici fiyatlarında %3.3'lük bir artışa neden olacaktır. Ancak yukarıda belirtilen varsayımdan, ithal malları şokları sadece ithal edilmiş tüketim mallarının fiyatını etkiler ülke içinde üretilmiş malların fiyatını etkilemez anlamı çıkartılacaktır. Ancak kur artışı

---

Diğer bir ifade ile döviz kuru şokları TEFE'deki dalgalanmanın %42.79'unu açıklarken petrol fiyatları sadece %6.32'ini açıklıyor sonucu çıkmaktadır.

ülke içinde üretilen malların fiyatını da etkiliyorsa, geçiş etkisi katsayısı bu durumda tüketim malları içerisindeki ithal malları oranından daha yüksek olacaktır. Bu tür bir etkileşime *dolaylı* ya da *ikincil* etki denilmektedir. Örneğin petrol fiyatlarında yaşanacak ani bir artış, tüketim mallarının fiyatını taşıma maliyetlerindeki artış nedeniyle dolaylı olarak etkileyecektir. Yine aynı şekilde eğer işçi ücretleri tüketici fiyat endeksine endekslenmiş ise, petrol fiyatlarındaki artış tüketici fiyatların hem doğrudan etkileyecek hem de tüketici enflasyonundaki artıştan dolayı işçi ücretlerini arttıracaktır.

Aslında, döviz kurlarının değer kaybetmesi hem ülke içerisinde ticarete konu olan malların fiyatını doğrudan etkileyerek hem de ithal mallarının ülke içerisindeki mallara karşı göreceli fiyatının değişmesini sağlayarak fiyatlar genel seviyesini etkilemektedir.

Döviz kurundaki negatif bir şok sonrasında ortaya çıkan ithal fiyat şoku sonrasında, tüketici fiyatlarındaki değişimin bazen de tüketim malları içerisindeki ithal malı oranından daha az olduğu görülebilmektedir. Örneğin ithal mallarının fiyat şoku göreceli fiyatları değiştirirken, fiyatlar genel seviyesini değiştirmeyebilmektedir. İthal malları fiyatındaki artış, nominal gelirdeki (ihraç fiyatlarının artmasından dolayı) artış ile telafi edilmezse, ithal malların fiyatındaki artış diğer mallardaki fiyat düşüşü (nominal gelirin düşmesi sonucu talebin düşmesi nedeniyle) ile telafi edilebilmekte ve göreceli fiyatlar değişirken, fiyatlar genel seviyesi değişmemektedir.

Benzer şekilde ithal malların fiyatı artarken, tüketim sepeti içerisinde ithal mallarının oranı azaltılabilmekte ve ülke içerisinde üretilen mallar ile ikame edilebilmektedir. Bu ise fiyatlar genel seviyesinin artmamasına neden olabilmektedir. Öte yandan, tüketici fiyat endeksinde, ithal malları fiyat şokunun etkisi hemen görülmeyebilmektedir. Firmalar, ithal malların fiyatında ortaya çıkabilecek şok sonrasında, fiyat şokunun yapısını anlayana kadar, geçici bir süre için, fiyatlarına yansıtmadan maliyet artışına katlanmayı tercih edebilmektedirler. Bu tercihin altında, firmaların pazar paylarını kaybetmeme

çabaları yatmaktadır. Eğer döviz şokunun geçici olduğuna inanılıyorsa ve bir süre sonra milli paranın değer kazanacağı bekleniyorsa, firmalar kısa vadede döviz kurundan kaynaklanan fiyat artışını üstlenmeyi tercih edebilmektedirler.

Benzer bir iktisadi durum Ocak 2003'de Türkiye'de yaşanmıştır. Aralık 2002 ve Ocak 2003'de gerçekleşen kur artışının fiyatlara yansımaları yüksek olmuştur. Ocak 2003' için gerçekleşen enflasyon hem TÜFE'de hem de TEFE'de beklentilerin üstünde olmuştur. Anektoda bağlı bilgiler ışığında, firmalar kesiminin, "olası" Irak savaşı nedeniyle kurların bir süre daha artış kaydedeceğini beklemeleri nedeniyle, kur artışlarını fiyatlara beklemeden yansıttıklarını görülmüştür.

Yukarıdaki bilgiler çerçevesinde, döviz kuru artışının tüketici fiyatları üzerine etkisinin ithal mallarının toplam tüketim sepeti içindeki payından yüksek ya da düşük olduğu görülmektedir. Bu bağlamda geçiş etkisi katsayısının doğru tespit edilmesinin önemi artmaktadır. Merkez bankalarının, dolaylı ya da ikincil geçiş etkilerinin boyutuna göre para politikasını sıkılaştırma kararı almaları gerekebilmektedir. Eğer döviz fiyatlarındaki artış sonrasında ithal malları fiyatları aracılığıyla sadece göreceli fiyatlar değişmiyor ve fiyatlar genel seviyesi artıyorsa, bu tür bir gelişme merkez bankalarının tedbir almasını gerektirecektir. Ancak, piyasa tarafından, merkez bankası enflasyon hedefleri güvenilir bulunan ülkelerde, kur değişimleri fiyatlar genel seviyesini etkilemeyebilmektedir. Enflasyon hedefi piyasa tarafından güvenli bir çapa olarak kabul ediliyorsa, sadece göreceli fiyatlar değişim gösterip fiyatlar genel seviyesi değişim göstermeyebilmektedir. Örneğin, Avustralya'da, güvenilir bir enflasyon hedefinin ve fiyat istikrarının sağlanmış olmasının, döviz kurlarındaki değişimlerin ikincil etkilerini ortadan kaldırdığını Hampton (2001) çalışmasında belirtilmektedir. Aynı çalışmada, Avustralya'da enflasyon hedefinin piyasadaki enflasyon beklentilerinin iyi yönlendirmesinden dolayı, birim işgücü maliyetlerinin kur artışlarından etkilenmediğini ve kur artışlarının

tüketici fiyatları üzerine olan etkisinin de, ülkede fiyat istikrarı sağlanmış olmasından dolayı, düşük olduğu belirtilmiştir.

Son olarak, Eichengreen (2002) döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin dışsal olmadığını ve ülkede uygulanan para politikasından bağımsız düşünölemeyeceğini belirtmiştir. Eğer ülkedeki para otoritesinin düşük enflasyona ulaşmak için ortaya koyduğu taahhüt, para otoritesinin fiyat istikrarını sağlamaya yönelik kurumsal taahhüdü ile destekleniyorsa ve para otoritesi bağımsız ve hesap verebilir şekilde aldığı kararların nedenlerini kamuoyu ile paylaşıyorsa ekonomik ajanların geçici şokların kalıcı olacağına dair beklentilerinin azalmasına yol açtığı belirtilmiştir. Eichengreen'in bu değerlendirmesi Hampton'ın Avustralya'da kur artışlarının tüketici fiyatları üzerine olan etkisinin daha sınırlı olmasını açıklamada haklı olduğunu göstermektedir.

Yukarıda özetlenen teorik çerçeveyi kullanarak izleyen bölümde döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi Türkiye için 1994-2002 periyodunda Ardışık VAR yöntemi kullanılarak tahmin edilecektir.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### AMPİRİK ÇALIŞMA

Bu bölümde bir önceki bölümde belirtilen teorik çerçeve kullanılarak döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi incelenmektedir. Öncelikle ampirik model tartışıldıktan sonra veriler tanımlanacak ve verilerin zaman serisi özellikleri incelenecektir. Daha sonra ampirik model tahmin edilecek ve sonuçlar tartışılacaktır.

#### 5.1. Metodoloji: Vektör Otoregresyon Analizi (Ardışık VAR Modeli)

Analizimizde döviz kurunun fiyatlar genel düzeyine geçiş etkisi yedi değişkenli ardışık VAR modeli çerçevesinde incelenmiştir. Mc Carty (1999) ve Leigh ve Rossi (2002) çalışmaları baz alınarak ve Türk ekonomisinin özel koşulları da dikkate alınarak aşağıdaki yedi değişkenli ardışık (zincir) VAR modeli oluşturulmuştur.

Çalışmada kullanılan model aşağıda gösterilmiştir.

$$L_{pp_t} = E_{t-1} [L_{pp_t}] + \varepsilon_t^{pp} \quad (5.1)$$

$$L_{ip_t} = E_{t-1} [L_{ip_t}] + \alpha_1 \varepsilon_t^{pp} + \varepsilon_t^{ip} \quad (5.2)$$

$$L_{e_t} = E_{t-1} [L_{e_t}] + \beta_1 \varepsilon_t^{pp} + \beta_2 \varepsilon_t^{ip} + \varepsilon_t^e \quad (5.3)$$

$$L_{pi_t} = E_{t-1} [L_{pi_t}] + \gamma_1 \varepsilon_t^{pp} + \gamma_2 \varepsilon_t^{ip} + \gamma_3 \varepsilon_t^e + \varepsilon_t^{pi} \quad (5.4)$$

$$L_{tr_t} = E_{t-1} [L_{tr_t}] + \delta_1 \varepsilon_t^{pp} + \delta_2 \varepsilon_t^{ip} + \delta_3 \varepsilon_t^e + \delta_4 \varepsilon_t^{pi} + \varepsilon_t^{tr} \quad (5.5)$$

$$Lwpi_t = E_{t-1} [Lwpi_t] + \varphi_1 \varepsilon_t^{pp} + \varphi_2 \varepsilon_t^{ip} + \varphi_3 \varepsilon_t^e + \varphi_4 \varepsilon_t^{pi} + \varphi_5 \varepsilon_t^{tr} + \varepsilon_t^{wpi} \quad (5,6)$$

$$Lntr_t = E_{t-1} [Lntr_t] + \psi_1 \varepsilon_t^{pp} + \psi_2 \varepsilon_t^{ip} + \psi_3 \varepsilon_t^e + \psi_4 \varepsilon_t^{pi} + \psi_5 \varepsilon_t^{tr} + \psi_6 \varepsilon_t^{wpi} + \varepsilon_t^{ntr} \quad (5,7)$$

Modelde L her bir değişkenin doğal logaritmasını göstermektedir. Bu model oluşturulurken en dışsal olandan en içsel olana dek zincir sırasıyla; petrol fiyatları (pp), sanayi üretim endeksi (ip), döviz sepeti (e), ithalat fiyat endeksi (pi), ticarete konu olan malların fiyat endeksi (tr), toptan eşya fiyat endeksi (wpi), ve ticarete konu olmayan malların (ntr) fiyat endeksi şeklinde sıralanmıştır.<sup>35</sup>

## 5.2. Analizde Kullanılan Veriler

Çalışmada:

PP: Petrol fiyatlarını ifade etmektedir. Petrol Ofisinin ay sonları itibarıyla KDV dahil süper benzin pompa fiyatlarını ifade etmektedir. Leigh ve Rossi'nin (2002) çalışmasında Türkiye'deki petrol fiyatları için Brent, Dubai ve Batı petrol fiyatlarının ortalamasının ortalama TL-USD kuru ile çarpılması ile hesaplanan petrol fiyatı kullanmıştır. Ancak, Türkiye'de otomatik fiyatlandırma mekanizmasına geçilmeden önceki dönemlerde uluslararası fiyatlardaki değişmeler pompa fiyatlarına bire bir yansıtılmamaktadır. Dolayısıyla, pompa fiyatları ile uluslararası piyasalardaki petrol fiyatları arasında önemli farklar oluşmaktadır. Bu nedenle, Petrol Ofisi pompa fiyatları kullanılmıştır.

PI: Devlet İstatistik Enstitüsü 1994=100 İthalat Fiyat Endeksini ifade etmektedir.

<sup>35</sup> Çalışmada alternatif zincirlerde kullanılmıştır. Örneğin;  
i. Düzey olarak: Lpp, Lip, Le, Lwpi, Lcpi  
ii. Birinci derece farklar olarak: Lpp, Lip, Le, Lwpi, Lcpi  
iii. Düzey olarak: Lpp Lip Le Lwpi Lcpi Ltr Lntr  
iv. Düzey olarak Lpp Lip Le Ltr Lntr

E: Döviz kurlarını ifade etmektedir. Çapraz kurdaki değişimlerin etkisinden arındırmak için 1ABD Doları + 1.5 DEM<sup>36</sup>den oluşan döviz sepeti kullanılmıştır.

WPI: Devlet İstatistik Enstitüsü 1994=100 Toptan Eşya Fiyat Endeksini ifade etmektedir.

CPI: Devlet İstatistik Enstitüsü 1994=100 Tüketici Fiyat Endeksini ifade etmektedir.

TR: T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğüne hesaplanan ve Devlet İstatistik Enstitüsü 1994=100 Tüketici Fiyat Endeksinin bir alt kümesini oluşturan ticarete konu olan mallar fiyat endeksini ifade etmektedir.

NTR: T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğüne hesaplanan ve Devlet İstatistik Enstitüsü 1994=100 Tüketici Fiyat Endeksinin bir alt kümesini oluşturan ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksini ifade etmektedir.

IP: Devlet İstatistik Enstitüsü 1994=100 Sanayi Üretim Endeksinin mevsimsel olarak düzeltilmiş<sup>37</sup> halini ifade etmektedir.

Değişkenlerin zaman serisi özelliklerini ADF birim kök test ile incelediğimizde bütün değişkenlerimizin logaritması alındıktan sonraki düzey değerlerinin birim kök içerdiğini, değişkenlerin logaritmik olarak birinci derece farkları alındığında ise birim kökün yok edildiği aşağıdaki Tablo.5'de açıkça görülmektedir. Diğer yandan bu bulgumuz değişkenlerin log düzey ve log birinci derece farkların grafiklerinde açıkça izlenmektedir.<sup>38</sup>

<sup>36</sup> EURO'ya dönüşüm sonrasında DEM kuru ilan edilmediği için, sözkonusu tarihten itibaren EURO kurları 1.95583 sabit dönüşüm kurundan DEM'e çevrilmiştir.

<sup>37</sup> TRAMO/SEATS yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır.

<sup>38</sup> Değişkenlerimize ilişkin tanımlayıcı istatistikler Ek-1'de verilmiştir.

**Tablo. 5.1. BİRİM KÖK İSTATİSTİKLERİ**

Değişkenler	LE	LIP	LNTR	LPI	LPP	LTR	LWPI
I(0)	-1.73(1)	-2.41(12)	0.39(1)	-1.98(0)	-2.00(0)	-2.16(2)	-2.00(1)
I(1)	-7.05(0)*	-2.84(11)**	-7.07(0)*	-12.85(0)*	-10.09(0)*	-6.62(1)*	-8.72(0)*

Not: Her bir ADF regresyonuna 12 gecikme ile başlanmış ve Schwarz Bilgi Kriteri kullanılarak optimum gecikme sayısına ulaşılmıştır. Optimum gecikme sayıları parantez içerisinde gösterilmiştir. Burada \* %1, \*\* %5 de test değerlerinin istatistiki olarak önemli olduğunu göstermektedir.

### 5.3. Modelin Tahmini ve Sonuçlar

Leigh ve Rossi'nin çalışmasından farklı olarak (5.1) alt bölümünde verilen modelimizde TÜFE yerine, TÜFE'nin alt kümesi olan ticarete konu olan mallar fiyat endeksi (tr) ve ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksi (ntr) kullanılmıştır. Ticarete konu olmayan mallar endeksinin kur şoklarından etkilenme oranı bir bakıma döviz kurlarının ikincil geçiş etkisinin boyutunu göstermektedir. Ülke örneklerine bakıldığında para otoritelerinin, döviz kuru şoklarının göreceli fiyatları değiştirdiği durumlardan çok, ikincil geçiş etkisi yoluyla fiyatlar genel seviyesini değiştirdiği durumlarda para politikası stratejilerini değiştirdikleri görülmektedir. Öte yandan ikincil (dolaylı) geçiş etkisinin büyüklüğü, para otoritelerinin döviz şoklarına, politika değiştirerek müdahale edip etmemesi gerektiği hususunda da yol gösterici olmaktadır. Ayrıca, 2004 yılından itibaren uygulamaya geçilecek olan enflasyon hedeflemesi rejiminde, enflasyon tahmin modelleri, politika değişikliğine giderken temel belirleyici olacaktır. TÜFE'nin alt kümelerinin tahminleri ile bu alt kalemlerin geçiş katsayıları Merkez Bankası'nın faiz politikaları belirlemesinde yardımcı referans kaynağı olabilecektir. Bu nedenle bu çalışmada, Türkiye'deki geçiş katsayısını hesaplayan diğer çalışmalardan farklı olarak TÜFE yerine TÜFE'nin alt kümeleri kullanılmıştır.

Değişkenler ADF istatistiğine göre I(1) oldukları için analizimizde VAR modeli hem düzey, hem de değişkenlerin birinci derece farkları



cinsinden tahmin edilmiştir. Fakat ekonomik olarak yorumlanabilmesi açısından düzey modeli daha iyi sonuç vermiştir.<sup>39</sup> VAR analizinde lag<sup>40</sup> 1 olarak kullanılmıştır. Analiz içindeki yapısal şoklar ise Cholesky Ayırıştırması ile gerçekleştirilmiştir. Arz şokları petrol fiyatlarıyla, talep şokları sanayi üretim endeksi ile ve döviz kuru şokları ise döviz sepetinde oluşan şok olarak tanımlanmıştır.

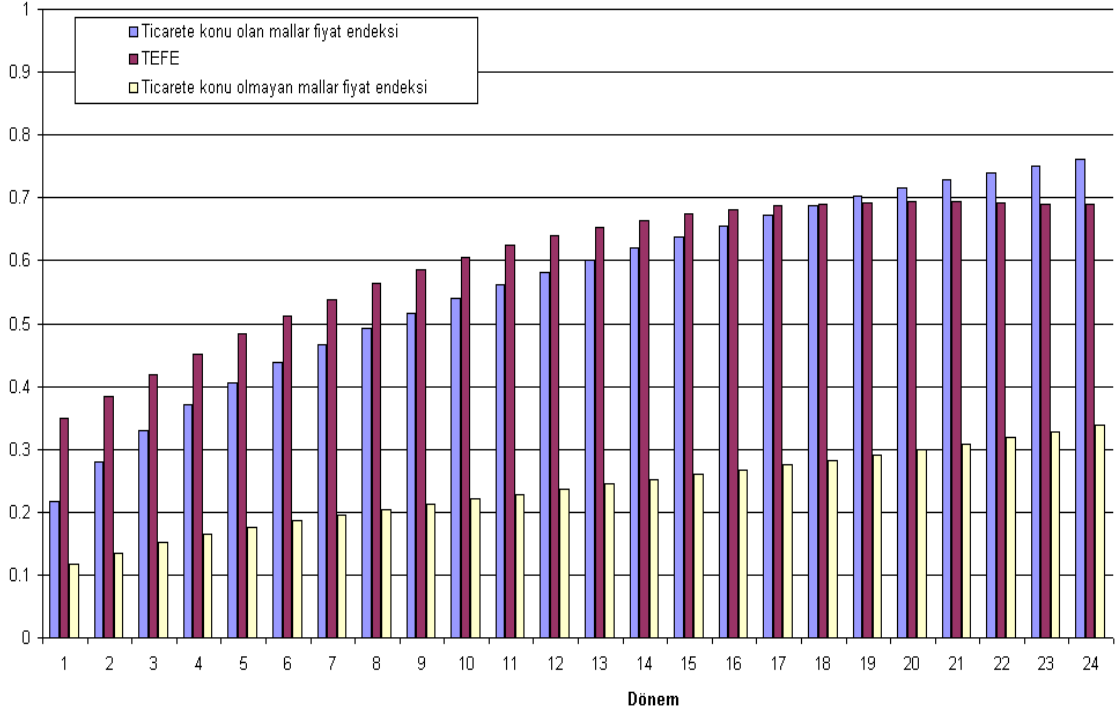
Döviz kurlarına geçiş katsayısı, analizde fiyat endekslerinin döviz kuruna kümülatif etki-tepki katsayısının döviz kurunun kendisine olan kümülatif etki-tepki katsayısına bölünmesi ile tahmin edilmiştir (Bakınız Tablo 5.2 ve Grafik 5.1).

**Tablo 5.2. DÖVİZ KURLARINDAN FİYATLARA KÜMÜLATİF GEÇİŞ KATSAYILARI**

Dönem	Ticarete Konu Olan Mallar Fiyat Endeksi	TEFE	Ticarete Konu Olmayan Mallar Fiyat Endeksi
1	0.22	0.35	0.12
2	0.28	0.38	0.14
3	0.33	0.42	0.15
4	0.37	0.45	0.16
5	0.41	0.48	0.18
6	0.44	0.51	0.19
7	0.47	0.54	0.20
8	0.49	0.56	0.20
9	0.52	0.59	0.21
10	0.54	0.61	0.22
11	0.56	0.62	0.23
12	0.58	0.64	0.24
13	0.60	0.65	0.24
14	0.62	0.66	0.25
15	0.64	0.67	0.26
16	0.66	0.68	0.27
17	0.67	0.69	0.27
18	0.69	0.69	0.28
19	0.70	0.69	0.29
20	0.72	0.69	0.30
21	0.73	0.69	0.31
22	0.74	0.69	0.32
23	0.75	0.69	0.33
24	0.76	0.69	0.34

<sup>39</sup> Regresyon katsayılarının tahminleri ve etki tepki katsayıları bu değişkenlerin sıralanmasından etkilenmemektedir.

<sup>40</sup> Akaike Information Criterion ve Schwarz Information Criterion'a bakıldığında optimum lag'in 1 olduğu bulunmuştur.



**Grafik 5.1. VAR ile Hesaplanan Kümülatif Geçiş Katsayıları**

Grafik 5.1’de görüldüğü üzere VAR analizi sonuçlarına göre döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi TEFE’de, ticarete konu olan mallar fiyat endeksi (tr) ve ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksine (ntr) göre daha hızlı olduğu görülmektedir. TEFE’ye geçiş etkisi yaklaşık bir yıl içerisinde tamamlanırken, tr ve ntr’a geçiş etkisi bir yıldan sonra da devam etmektedir. Leigh ve Rossi’nin (2002) sonuçlarıyla karşılaştırıldığında geçiş etkisinin daha uzun sürdüğü görülmektedir. Tamamı ticarete konu olan mallardan oluşan tr’in ise 1 standart sapmalı döviz kuru şokuna yaklaşık %70’i ticarete konu olan mallardan oluşan TEFE’den daha yavaş tepki vermesi ilginçtir. Aslında bir bakıma Mc Carthy’in üretim zinciri modelinde belirtildiği üzere fiyatların önce toptan eşya fiyatlarını daha sonra tüketici fiyatlarını etkilemesi beklen bir durumdur. Bu bağlamda TEFE’deki geçiş etkisinin ticarete konu olan mallar fiyat endeksine göre daha hızlı olması tutarlı bir sonuçtur. Diğer taraftan, TEFE’nin kur şoklarına ikincil etkiler nedeniyle ticarete konu olan mallar fiyat endeksinden ilk planda daha fazla tepki göstermiş olması düşünülebilir. TEFE’nin ve ticarete konu olan mallar fiyat endeksinin varyans

dağılımlarına bakıldığında, yukarıdaki olguyu destekler bulgulara ulaşılmaktadır.

Tablo 5.3'deki TEFE'nin Varyans dağılımına bakıldığında, petrol fiyatlarının, TEFE'deki dalgalanmayı yüksek oranda açıkladığı görülmektedir. Bu bağlamda, döviz kurlarının TEFE'ye geçiş etkisinin ilk aylarda ticarete konu olan mallar fiyat endeksinden daha fazla olması TEFE'deki döviz kuru şokunun ikincil etkisinden kaynaklanmış olabileceğini göstermektedir.

**Tablo 5.3. VAR ANALİZİ SONUÇLARINA GÖRE TEFE'NİN VARYANS DAĞILIMI**

Dönem	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LNTR	LWPI	LTR
1	0.05	67.28	0.66	10.07	0.22	4.51	17.27	-
2	0.06	67.71	1.36	12.37	0.18	4.75	13.32	0.30
3	0.08	66.65	2.13	14.51	0.16	5.16	10.46	0.93
4	0.09	64.67	2.85	16.37	0.18	5.72	8.43	1.78
5	0.10	62.19	3.47	17.89	0.21	6.40	7.04	2.79
6	0.10	59.50	3.94	19.04	0.26	7.18	6.20	3.87
7	0.11	56.79	4.24	19.83	0.33	8.03	5.80	4.97
8	0.11	54.18	4.39	20.29	0.41	8.92	5.79	6.01
9	0.12	51.73	4.41	20.46	0.50	9.83	6.11	6.96
10	0.12	49.48	4.32	20.40	0.59	10.74	6.70	7.78
11	0.13	47.42	4.17	20.16	0.69	11.61	7.51	8.44
12	0.13	45.57	3.99	19.79	0.78	12.43	8.51	8.94
13	0.13	43.88	3.83	19.34	0.86	13.18	9.63	9.28
14	0.13	42.36	3.73	18.85	0.94	13.84	10.83	9.46
15	0.14	40.97	3.71	18.33	1.00	14.41	12.07	9.51
16	0.14	39.68	3.81	17.81	1.06	14.88	13.31	9.44
17	0.14	38.50	4.04	17.30	1.11	15.25	14.52	9.29
18	0.14	37.38	4.40	16.80	1.15	15.53	15.65	9.08
19	0.14	36.33	4.91	16.33	1.18	15.71	16.71	8.84
20	0.15	35.33	5.55	15.87	1.19	15.80	17.65	8.60
21	0.15	34.37	6.31	15.44	1.20	15.82	18.49	8.37
22	0.15	33.45	7.17	15.02	1.21	15.78	19.20	8.17
23	0.15	32.57	8.13	14.62	1.20	15.68	19.80	8.01
24	0.15	31.72	9.15	14.23	1.19	15.53	20.28	7.89

Döviz kurlarının ikincil geçiş etkisinin boyutunu ise, içindeki mal sepetinin tamamı ticarete konu olmayan mallardan oluşan ntr fiyat endeksinden geçiş etkisi katsayılarından tahmin etmemiz mümkündür. Grafik 5.1'de de görüldüğü üzere, döviz kurlarının ticarete konu olmayan mallara geçiş etkisi, TEFE ve ticarete konu olan mallar fiyat endeksine göre oldukça sınırlı kalmaktadır. Ancak, ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksine geçiş etkisi de TEFE ve ticarete konu olan mallar fiyat endeksine geçiş etkisinde olduğu gibi uzun süre de ve yavaş yavaş olmaktadır. Bu çalışmada geçiş etkisinin Leigh ve Rossi'nin çalışmasına göre daha uzun sürede gerçekleştiği bulunmakla birlikte, gelişmiş ülke örnekleriyle karşılaştırıldığında, geçiş etkisinin Türkiye'de göreceli olarak daha kısa sürede gerçekleştiği görülmüştür.

Geçiş etkisinin tamamlanma süresinin, ülkedeki parasal aktarım mekanizmasından daha hızlı olması durumunda, para otoritesinin, kur şoklarının fiyatlar üzerine etkisini engelleme imkanını sınırlamaktadır<sup>41</sup>.

Ardışık vektör otoregresyon analizini aynı veriler ile 1994:01-2001:01 ve 2001:02-2002:12 dönemleri için tekrarladığımızda TEFE ve ticarete konu olan mallar fiyat endeksinin döviz şoklarına etki-tepki katsayılarının, serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten sonra daha azaldığı görülmektedir. (Bakınız Ek-9). Bu sonuç iktisadi olarak beklenen bir sonuç olmakla beraber, analizde kullanılan dönem kısa olması nedeniyle ekonometrik olarak çekinceyle yaklaşılmalıdır.

---

<sup>41</sup> Mc Carthy'in çalışmasında İngiltere'de döviz kuru sonrasında tüketici fiyatlarına geçiş etkisi, ilk şoktan sonra 8 dönem boyunca devam ettiği bulunmuştur. Bank of England (BOE) İngiltere'de parasal aktarım mekanizmasının 8 dönemde gerçekleştiğini belirtmektedir. Bu bağlamda BOE'nin döviz şoklarına karşılık para politikası stratejisini değiştirmek istemesi durumunda bir zaman uyumsuzluğu ile karşılaşmayacağı söylenebilir.

## ALTINCI BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

Türkiye uzun yıllar süren sabit ya da yönetilen dalgalanan kur rejimleri uyguladıktan sonra 2001 yılı Şubat ayında serbest dalgalanan kur rejimine geçmiştir. Kur rejimindeki bu değişiklik, krizin zorladığı, başka kur rejimi alternatiflerini uygulamanın mümkün olmadığı bir konjonktürde gerçekleşmiştir. Aslında, 2000 yılı başında uygulamaya konulan enflasyonu düşürme programında döviz kurlarının nominal çapa olarak kullanılması doğru bir tercihtir. Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olduğu ülkelerde döviz kurlarının nominal çapa olarak kullanılması enflasyon oranlarının indirilmesinde özellikle enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesi ve geçmişe endekslemenin azaltılması açısından yararlı olduğu bilinmektedir. Buna benzer stabilizasyon programlarını uygulayan Arjantin, Brezilya, Meksika gibi bir çok ülke, (hiper) enflasyon oranlarını kısa sürede tek haneli rakamlara indirmeyi başarmıştır. Ancak, bu ülkelerin tamamında döviz kuru rejimleri yaşanan finansal krizlerin ardından terk edilmek zorunda kalınmıştır. Bu bağlamda, bu tür bir rejimi uygulayıp enflasyon oranlarını indirmeden kriz yaşayan tek ülke Türkiye'dir.

2001 yılında serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten sonra döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin azaldığı görülmektedir. T.C. Merkez Bankası serbest dalgalanan kur rejimine geçtikten sonra, döviz kurlarına, aşırı oynaklık haricinde müdahale etmeyeceğini ve döviz kurlarına ilişkin bir seviye hedefinin olmadığını belirtmiştir. Ancak, bu söylemden, Merkez Bankası'nın döviz şoklarına karşı tamamen duyarsız kalacağı sonucunun

çıkarılmaması gerekmektedir. Merkez Bankası temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak için gerektiğinde, diğer gelişmiş ülke merkez bankaları gibi finansal varlık fiyatlarına müdahale etme opsiyonunu saklı tutmaktadır.

Bu çalışmada döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi ardışık VAR analizi yardımıyla TEFE ve TÜFE'nin alt kümeleri olan ticarete konu olan mallar fiyat endeksi ve ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksi için tahmin edilmiştir. Tahmin sonucunda TÜFE'nin alt kümesi olan ve bir bakıma ikincil geçiş etkisinin boyutunu gösteren ticarete konu olmayan mallar fiyat endeksine geçiş etkisi düşük bulunmuştur. Bu bağlamda, döviz kuru şoklarının daha çok ticarete konu olan mallar üzerinden göreceli fiyatları etkilediği, ikincil etkiler ile fiyatlar genel seviyesini çok fazla etkilemediği görülmektedir. Bu çalışmada TÜFE'nin kendisine geçiş etkisi hesaplanmamakla birlikte Leigh ve Rossi (2002) çalışmasında belirtildiği üzere Türkiye'de ki TÜFE'ye geçiş etkisi düşük olduğu bulunmuştur. Bu bağlamda döviz kuru şoku ile karşılaşıldığında Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlamak için döviz kurlarına müdahale etme veya faiz politikasını değiştirme hususunda muhafazakar davranması doğru olacaktır. Ayrıca, Eichengreen (2002) döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olduğu ülkelerde döviz kurunun artmasına neden olan olan negatif şok durumu ortadan kalktığında, para otoritesinin dezenflasyon açısından kazancının hem büyük olacağını, hem de para politikası sıkılaştırılmadığı için, rekabet gücü kaybından dolayı üretim kayıplarının daha az olacağını belirtmektedir. Bu ise, negatif döviz şokları oluştuğunda, Merkez Bankası'nın döviz kurunun seviyesine ilişkin eleştirilere maruz kalmasına karşın, fiyat istikrarını sağlaması açısından, para politikasını sadece geçiş etkisinin büyüklüğüne bakarak ayarlaması Eichengreen'in de çalışmasında belirttiği bir takım mahsurları beraberinde getirecektir. Kanımızca, Merkez Bankası'nın döviz şoklarına müdahale etme hususunda karar alırken dikkatli davranması gerekmektedir.

Yukarıda da belirtildiği üzere T.C. Merkez Bankası'nın döviz kurunun olması gereken seviyesine ilişkin bir tercihi bulunmamaktadır. Döviz kurları negatif bir şoktan dolayı artış kaydediyorsa ve bu geçici bir durumsa Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı açısından döviz kurlarına müdahil olmaması gerektiğinin nedenleri ve yararları yukarıda belirtilmiştir. Döviz kurlarındaki şok geçici değilse, kurların yeni denge seviyesine ulaşırken gerçekleştirdiği bir düzeltme ise, zaten bu durumda Merkez Bankası'nın döviz kurlarına müdahalesi, reel kurların dengesizleşmesine neden olacaktır.

Enflasyon hedeflerinin piyasalarca itibarlı kabul edildiği ülkelerde döviz kuru şoklarının ikincil geçiş etkisinin ortadan kalktığı görülmektedir. Türkiye'de de 2002 yılından itibaren kredibilite açığının<sup>42</sup> devamlı olarak düşüş kaydettiği görülmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'de zaten göreceli olarak düşük olan ikincil geçiş etkisinin, Merkez Bankası'nın kredibilitesi arttıkça ortadan kalkması söz konusu olacaktır. Merkez Bankası'nın genellikle döviz kuru şoklarının ikincil etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik tedbirler aldığı göz önünde bulundurulduğunda, T.C. Merkez Bankası'nın döviz şoklarına müdahale etme hususunda şimdiye kadar takındığı muhafazakar tavrını devam ettirmesi kanımızca doğru olacaktır.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için gerekli görülen ön şartlarından birisi döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin az olmasıdır. Vektör otoregresyon sonuçlarında görüleceği üzere serbest dalgalanan kur rejimine geçildikten sonra geçiş etkisi azalmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için gerekli görülen ön şartlarından bir diğeri de enflasyon ile birlikte (döviz kurları gibi) başka bir değişkenin beraber hedeflenmemesidir (Eichengreen, 2002). Her ne kadar Macaristan'da enflasyon hedeflemesi ile kur bandı uygulaması birlikte yürütülse de (Corden, 2002), enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek için serbest dalgalanan kur rejimi uygulanması ön şart olarak kabul edilmektedir. Kanımca, eğer T.C.

---

<sup>42</sup>Kredibilite açığı, beklenen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. 2002 yılı başında %14 olan kredibilite açığı Mayıs 2003'te % 6 seviyesindedir.

Merkez Bankası ve Hükümetin önümüzdeki dönemde kur rejimi değişikliğine gitmesi durumunda enflasyon hedeflemesine geçmekten vazgeçilmesi gerekebilecektir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin ardından köşe kur rejimlerinin bu ülkelerce seçilmesi doğrultusunda öneriler yapılmıştır. Ara rejimlerin sürdürülemez olduğu belirtilmiştir. Döviz kurlarındaki belirsizlik, dalgalanma ve reel döviz kurlarının dengesizleşmesi, bir çok ülkede dalgalanmadan korkulması sonucunu doğurmuştur. Diğer taraftan köşe çözüm önerileri çerçevesinde uygulaması önerilen resmi dolarizasyon ve para kurulu rejimlerinin uygulanmasında ise Arjantin ve Hong Kong<sup>43</sup> örneklerinden de anlaşılacağı üzere yüksek uluslararası rezervler büyük önem taşımaktadır. Uluslararası rezervlerin optimum düzeyinin ne olması gerektiğine ilişkin bir çok kriter kullanılmaktadır.

Son yıllarda rezerv seviyesinin yeterliliğini ölçmek için, rezervlerin değişik dış borç göstergeleri, özellikle de kısa vadeli dış borçlara ilişkin göstergelerle karşılaştırıldığı yöntemlere bakılarak optimum rezerv düzeyinin ne olması gerektiği hesaplanmaktadır. Bu tür borç göstergelerinden birisi olan Dış Bilanço (External Balance Sheet) yaklaşımı da ilk olarak Arjantin eski Maliye Bakan Yardımcısı Pablo Guidotti tarafından 1999 yılında düzenlenen Dünya Bankası Rezerv Yönetimi Konferansında önerilmiş ve FED Başkanı Alan Greenspan tarafından da desteklenmiştir. Bu yöntem ile ülkelerin hiç borçlanmaya gitmeden en az bir yıl yaşayabilecek ve dış yükümlülüklerini yerine getirebilecek kadar döviz rezervi bulundurmasını öngörmektedir. Toplam dış borç ortalama vadesinin belirlenen bir alt seviyeyi, örneğin üç yılı geçmesi de ilave bir kriter olarak yer almaktadır. Bu yaklaşıma göre bulundurulması gereken rezerv tutarı ülkenin 1 yıldan kısa vadeli borçlarıyla beraber, özel sektöründe aynı nitelikteki borçlarının dahil edildiği toplam

---

<sup>43</sup> Para kurulu uygulayan Arjantin'de uluslararası rezervler parasal tabanı % 100 oranında karşılamaktaydı. Krizden önce 2001 yılı başında uluslararası rezervler 21 milyar ABD Doları seviyesindeydi. Krizden sonra rezervler Mart 2003 itibarıyla 10.5 milyar ABD Doları seviyesinde bulunmaktadır. Benzer şekilde Para kurulu uygulanan Hong Kong'da Asya krizinden önce 1997'de 92.8 milyar ABD Doları olan uluslararası rezervler krizden sonra 1998'de 89.6



tutarın optimum rezerv düzeyinin hesaplanmasında dikkate alınmasını önermektedir. Ancak, bu tutarlara döviz üzerinden olsa bile yurt içinde yerleşiklere olan kısa vadeli borçların dikkate alınmaması gerektiği belirtilmiştir. Bu yaklaşımdan hareketle Türkiye'nin kamu kesimi ve özel sektörün 2003 yılı için dış kaynak ihtiyacının 36.2 milyar ABD Dolar olduğu görülmektedir.<sup>44</sup> 30 Mayıs 2003 tarihi itibarıyla Merkez Bankası altın hariç uluslararası rezervleri ise 28.5 milyar ABD Doları seviyesindedir. Merkez Bankası'nın döviz kurlarında düzey veya bant içinde dalgalanmayı içerecek bir taahhüt vermesi için, genel kabul görmüş kriterler çerçevesinde gerekli görülen optimum uluslararası rezerv seviyesinin altında olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, serbest dalgalanan döviz kuru rejiminin değiştirilmesi istenilmesi durumunda, yeni rejimin sürdürülebilirliği üzerine tartışmaların olması kaçınılmaz olacaktır. Kanımca serbest dalgalanan kur rejimine, dalgalanmadan korkma olgusuna rağmen hem sağladığı avantajlar nedeniyle hem de diğer rejimlerinin sürdürülebilirliğinin tartışmalı olması nedeniyle devam edilmesi yararlı olacaktır.

---

milyar ABD Doları düşmüştür. Hong Kong'da Mart 2003 itibarıyla uluslararası rezervler 113.7 milyar ABD Doları düzeyindedir (Bakınız IFS Mayıs-2003).

<sup>44</sup> 5 Temmuz 2002 tarihinde yayınlanan IMF Staff Report'ta belirtilmiştir. Benzer şekilde dış kaynak ihtiyacının 2004'de 37.4 milyar ABD Doları, 2005'te ise 39.9 milyar ABD Doları olacağı tahmin edildiği belirtilmektedir

## KAYNAKÇA

- AKYAZI, Haydar. Para Kurulu ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 1999
- ANTINOLFI, Gaetano and Keister Todd. Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomileri İçin Bir Parasal Ayarlama Olarak Dolarizasyon, Çeviren: www.makalem.com, 2002.
- BACCHETTA Philippe and Wincoop Eric Van. Why do Consumer Prices React Less Than Import Prices to Exchange Rates? NBER Working Paper Series, WP9352, 2002.
- BENNETT, G. Adam. Currency Boards: Issues and Experiences, Selected Issues in Economics, 1995.
- BERG, Andrew and Borensztein Eduardo. The Pros and Cons of Full Dolarization, IMF Working Paper, WP/01/50, 2001.
- BERUMENT, Hakan, Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği : Türkiye Örneği, Bilkent Üniversitesi Yayınları, Mart 2002.
- BHUNDIA, Ashok. An Empirical Investigation of Exchange Rate Pass-Through in South Africa, IMF Working Paper, WP/02/165, 2002.
- BLEANEY Micheal and Francesco Manuel. Exchange Rate Regimes and Inflation in Developing Countries, University of Nothingam Working Paper Series, 2001.
- BLECKER, Robert. Taming Global Finance, Economic Policy Institute, 1999.
- CALVO Guillermo and Reinhart M. Carmen. Fear of Floating, NBER Working Paper Series 7993, 2000.
- CARAMAZZA Francesco and Aziz Jahangir. Fixed or Flexible?, Getting the Exchange Rate Right in 1990’s, IMF Economic Issues, 13, 1998.
- CARTENS G. Agustin and Werner Alejandro M. Mexico’s Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime, Banco De Mexico Discussion Paper, May 1999.
- CHAREMZA Wojciech and DEADMAN Derek F. New Directions in Econometric Practice, Edward Elgar Publishing Limited, 1992.

- Choosing Exchange Rate Regimes: Lessons From Recent Experience, Bank For International Settlements, 2002.
- CHOUNDUHRI Eshan U., Faruqee Hamid and Hakura Dalia S. Explaining the Exchange Rate Pass-Through in Different Prices, IMF Working Paper, WP/02/224, 2002.
- CORDEN, W. Max. Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes, London, The MIT Press, 2002.
- DEVEREUX Micheal B. and Engel Charles. Exchange Rate Pass-Through, Exchange Rate Volatility and Exchange Rate Disconnect, NBER Working Paper 8858, 2002
- DORNBUSH, Rudiger. Exchange Rates and Inflation, London, The MIT Press, 1989.
- EDWARDS, Sebastian. The Great Exchange Rate Debate After Argentina, NBER Working Paper 9257, 2002.
- EICHENGREEN, Barry. Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?, Berkeley University Working Paper Series, 2002.
- FRANKEL, Jeffrey A. On Exchange Rates London, The MIT Press, 1993.
- PHILIPS, Peter C.B. Models, Methods, and Applications of Econometrics, Cambridge Massachusetts, Blackwell Publishers, 1993.
- FRENKEL Jeffrey, Servén Luis and Schumacher Sergio. Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regimes, NBER Working Paper Series 7901, 2000.
- GOLDSTEIN Morris. Exchange Rate Regimes for Emerging Market Economies, Central Bank Governors' Club Meeting, Nafplio Greece, October 18, 2002.
- GRENVILLE Stephen. Exchange Rate Regimes For Emerging Markets, NBER Working Paper Series 8418, 2001.
- HAMPTON, Tim. How Much Do Import Price Shocks Matter For Consumer Prices?, Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper, DP 2001/06, 2001.

- HANKE, Steve H. and Kurt Schuler. Currency Boards for Developing Countries San Francisco, International Center for Economic Growth Publication, 1994.
- HUNT Benjamin and Isard Peter. Some Implications for Monetary Policy of Uncertain Exchange Rate Pass-Through, IMF Working Paper Series, WP/03/25, 2003.
- JADRESIC Estaban, Masson Paul and Mauro Paolo. Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context and Individual Choices, IMF Occasional Paper, 1999.
- JADRESIC, Estaban. On a Common Currency for the GCC Countries, IMF Policy Discussion Paper, PDP/02/12, 2002.
- JUHN Grace and Mauro Paolo. Long-Run Determinants of Exchange Rate Regimes: A Simple Sensitivity Analysis, IMF Working Paper Series, WP/02/104, 2002 .
- KENNEN Peter B. Fixed Versus Floating Exchange Rates, Cato Journal Vol. 20, No:1, 2000.
- KEPENEK Yakup ve Yenitürk Nurhan. Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitapevi, Ankara, Remzi Kitapevi, 1995.
- KOKOSZCZYNSKI Ryszard. From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland, IMF Seminar “Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?”, Washinton DC, March 19-20, 2001.
- LEIGH Daniel and Marco Rossi. Exchange Rate Pass-Through in Turkey, IMF Working Paper, WP/02/204, 2002.
- LIEDERMAN Leonardo and Bufman Gil. Surprises on Israel’s Road to Exchange Rate Flexibility, IMF High Level Seminar on “Exchange Rate Regimes, Hard Peg or Free Floating?”, March 19-20, 2001.
- MARCONI, Salvador R. Ecuador’s Dolarization: The Good, the Bad and the Ugly, ENP University Discussion Paper-Ecuador, 2002.

- MC CARTHY, Jonathan. Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies, BIS Working Paper, No:79, 1999.
- MC KINNON, Ronald and Schnabl Gunther. The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin, Stanford University Working Paper, 2002.
- MEDINA Cvastilla. A strategy for Accumulating Reserves Through Options to Sell Dollars "The Case of Banco De Mexico" , Banco De Mexico Policy Paper ,1997.
- MISAICO Zenon Quispe. Monetary Policy in a Dolarised Economy-The Case of Peru, The Central Bank of Peru Working Paper Series, 1999.
- MORANDE Felipe and Tapia Matias. Exchange Rate Poilcy in Chile: From the Band to Floating and Beyond, Central Bank of Chile Working Papers No:152, 2002.
- PARASIZ, İlker. Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2001.
- SCHMIDT HEBBEL, Klaus and Werner Alejandro. Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility and the Exchange Rate, Central Bank of Chile Working Papers No:171, 2002.
- THOMAS, R.L. Modern Econometrics, Addison-Wesley Longman Limited, Essex-England, 1997.
- TIMBRELL, Martin. Mathematics for Economists, New York, Basil Blackwell Ltd.,1989.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Yıllık Rapor,1994-2002, Ankara.
- WICKHAM Peter. Do Flexible Exchange Rates of Developing Countries Behave Like the Floating Exchange Rate of Industrialized Countries?, IMF Working Paper Series,WP/02/82, 2002.
- WILLIAMSON John. The Exchange Rate System, Institute For International Economics Publication, Washington DC, 1983
- WILLIAMSON, John. The Crawling Band as an Exchange Rate Regime, Institute for International Economics,1996.



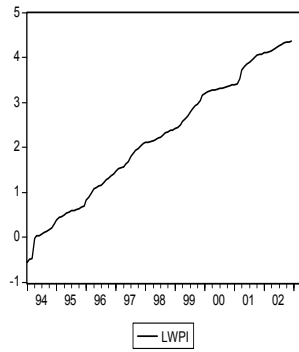
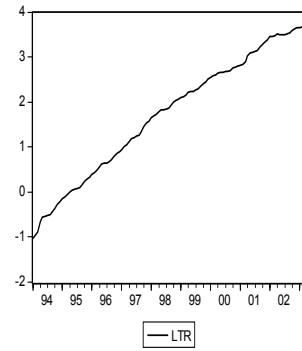
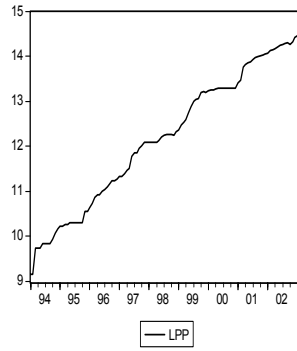
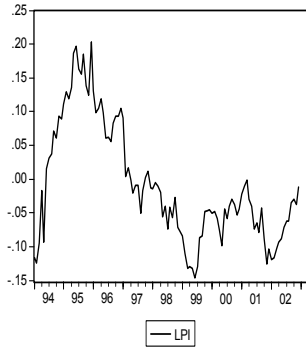
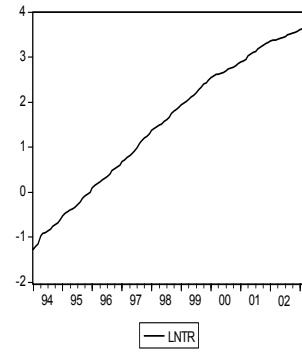
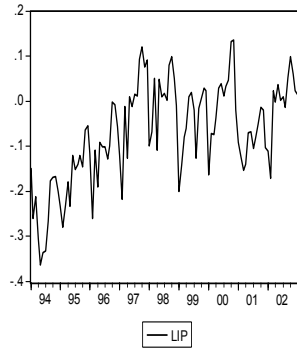
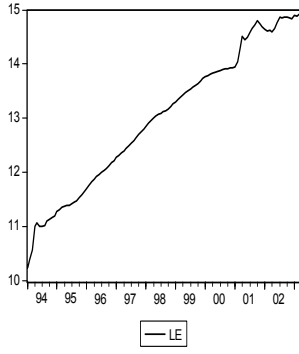
## **EKLER**

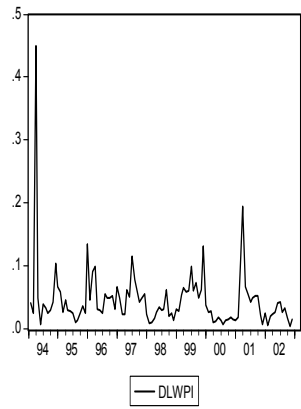
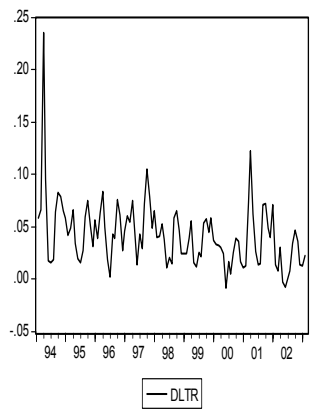
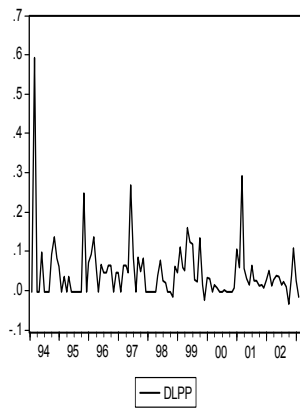
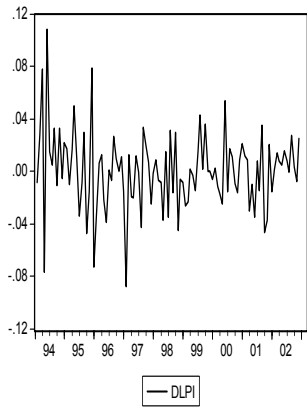
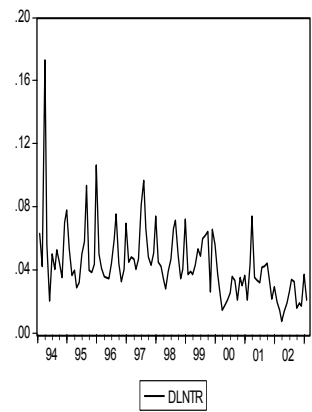
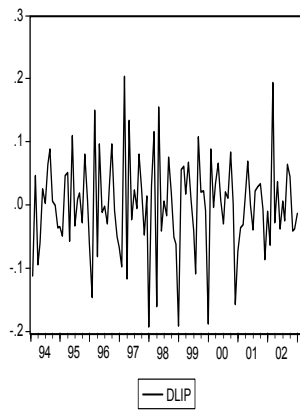
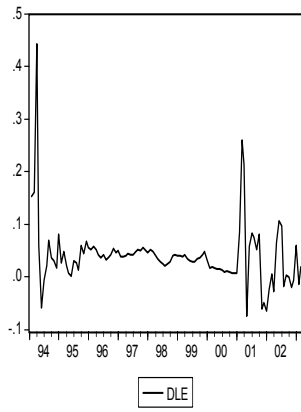
**ANALİZDE KULLANILAN DEĞİŞKENLERE İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER**

<b>Değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler</b>							
	LE	LIP	LNTR	LPI	LPP	LTR	LWPI
Ortalama	13.0114	-0.06913	1.519665	-0.0075	12.18623	1.692934	2.201449
Medyan	13.12707	-0.06721	1.654424	-0.02943	12.25151	1.869369	2.226835
Maksimum	14.92301	0.13715	3.646387	0.203757	14.45894	3.689225	4.36516
Minimum	10.24766	-0.36241	-1.24943	-0.14503	9.155567	-1.01065	-0.53614
Standart Sapma	1.306566	0.110088	1.478376	0.086709	1.512802	1.353	1.404235
Çarpıklık	-0.16914	-0.44955	-0.22877	0.668593	-0.18641	-0.25713	-0.11781
Kurtosis	1.856281	2.70243	1.748553	2.520314	1.803379	1.871593	1.844552
Jarque-Bera	6.579156	4.073471	8.13753	9.081732	7.199901	7.048082	6.257586
Olasılık	0.03727	0.130454	0.017098	0.010664	0.027325	0.02948	0.043771
Toplam	1444.266	-7.53485	167.1631	-0.80958	1340.485	186.2227	237.7564
Toplam Standart S.	187.7825	1.308895	238.2299	0.804483	249.4543	199.5364	210.9908
Gözlem	111	109	110	108	110	110	108
<b>Değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler</b>							
	DLE	DLIP	DLNTR	DLPI	DLPP	DLTR	DLWPI
Ortalama	0.042503	0.001504	0.044916	0.000975	0.048538	0.043118	0.045807
Medyan	0.039922	0.00384	0.041106	0.00188	0.029643	0.039691	0.032363
Maksimum	0.444526	0.205621	0.174011	0.108972	0.595992	0.235451	0.451259
Minimum	-0.07264	-0.19038	0.008059	-0.08668	-0.03035	-0.0075	0.003377
Standart Sapma	0.059479	0.074916	0.022292	0.029369	0.077007	0.031217	0.050228
Çarpıklık	3.402833	-0.0981	2.178471	0.215654	4.042663	2.295021	5.356843
Kurtosis	22.52778	3.662835	12.2879	5.034142	26.1304	14.67767	41.5282
Jarque-Bera	1960.069	2.150294	478.0013	19.27676	2726.762	715.024	7129.791
Olasılık	0	0.341248	0	0.000065	0	0	0
Toplam	4.675347	0.162403	4.895812	0.10435	5.290683	4.699871	4.901304
Toplam Standart S.	0.385612	0.600521	0.053668	0.091431	0.64044	0.105247	0.267427
Gözlem	110	108	109	107	109	109	107



## ANALİZDE KULLANILAN VERİLERİN GRAFİKLERİ





## VARYANS DAĞILIMLARI

Variance Decomposition of LPP:								
Period	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
1	0.072838	100	0	0	0	0	0	0
2	0.094602	98.88403	0.182372	0.677837	0.116496	0.054311	4.24E-05	0.084911
3	0.107582	96.54231	0.477391	2.077567	0.347312	0.224611	3.28E-05	0.330778
4	0.116488	93.32851	0.78038	3.922799	0.650311	0.539216	0.000358	0.778422
5	0.123164	89.62527	1.02449	5.917811	0.987073	0.997207	0.00257	1.445579
6	0.128489	85.76589	1.179156	7.818114	1.327083	1.572786	0.009825	2.327145
7	0.132925	81.99429	1.243324	9.461879	1.649023	2.224733	0.026948	3.399801
8	0.136733	78.45996	1.236541	10.76935	1.939879	2.906184	0.060104	4.627985
9	0.140078	75.23355	1.190476	11.72515	2.193033	3.572254	0.116196	5.96934
10	0.143071	72.3296	1.142071	12.35607	2.406269	4.18493	0.202108	7.378956
11	0.145798	69.72796	1.128432	12.71132	2.580155	4.71566	0.323928	8.812544
12	0.148327	67.39061	1.183216	12.84797	2.716893	5.146245	0.486258	10.2288
13	0.150716	65.27337	1.334173	12.82144	2.819582	5.46855	0.691689	11.5912
14	0.153009	63.33321	1.601643	12.68018	2.891757	5.683396	0.940507	12.86931
15	0.155243	61.5324	1.997872	12.46346	2.937121	5.798908	1.230655	14.03958
16	0.157446	59.84029	2.527054	12.20109	2.959374	5.828565	1.55793	15.0857
17	0.159638	58.23364	3.185977	11.91439	2.962097	5.78916	1.916369	15.99837
18	0.161831	56.69606	3.965143	11.61774	2.94868	5.698894	2.298774	16.77471
19	0.164032	55.21695	4.850183	11.32031	2.922256	5.575722	2.69727	17.41731
20	0.166242	53.79027	5.823384	11.02761	2.885668	5.436093	3.103858	17.93311
21	0.168459	52.41333	6.865181	10.74285	2.841439	5.294087	3.510885	18.33223
22	0.170677	51.08566	7.955495	10.46792	2.791764	5.160943	3.911422	18.6268
23	0.17289	49.80815	9.074831	10.20406	2.738516	5.044933	4.299509	18.83
24	0.175089	48.58231	10.20511	9.952306	2.683253	4.951492	4.670301	18.95522
Variance Decomposition of LIP:								
Period	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
1	0.03066	0.116473	99.88353	0	0	0	0	0
2	0.039121	0.566267	97.42252	0.827958	0.001408	0.903399	0.121894	0.156554
3	0.044178	1.190475	93.6682	1.79697	0.004826	2.522844	0.3346	0.482084
4	0.047679	1.868977	89.7512	2.446049	0.009499	4.435634	0.568457	0.920182
5	0.050257	2.52037	86.19096	2.716259	0.014501	6.363628	0.777649	1.416638
6	0.052209	3.101873	83.13865	2.721861	0.019184	8.150028	0.940291	1.928114
7	0.053712	3.597437	80.5783	2.610232	0.023241	9.716824	1.0514	2.422568
8	0.054885	4.006734	78.4384	2.500903	0.026602	11.03359	1.116028	2.877746
9	0.055812	4.337562	76.64194	2.468707	0.029323	12.09865	1.144159	3.279656
10	0.056553	4.601125	75.1241	2.546995	0.03151	12.92784	1.14725	3.621181
11	0.057154	4.809274	73.83532	2.738125	0.033269	13.54724	1.136055	3.900721
12	0.057644	4.973021	72.73901	3.025018	0.03469	13.98799	1.119443	4.120832
13	0.058049	5.101858	71.80782	3.380989	0.03584	14.28266	1.103913	4.286923
14	0.058383	5.203559	71.02037	3.776971	0.036768	14.46262	1.093612	4.406105
15	0.058661	5.284258	70.35887	4.186119	0.037505	14.55637	1.090631	4.486249
16	0.058893	5.348668	69.80764	4.586297	0.038073	14.58861	1.095446	4.53527
17	0.059086	5.400337	69.3523	4.961	0.038489	14.57987	1.107385	4.560627
18	0.059248	5.441907	68.97945	5.299279	0.038767	14.54653	1.125062	4.569011
19	0.059382	5.475339	68.67662	5.595082	0.038926	14.50111	1.146748	4.566172
20	0.059495	5.5021	68.43232	5.846339	0.038986	14.45275	1.170645	4.556855
21	0.05959	5.523311	68.23618	6.053984	0.038971	14.40765	1.195093	4.544815
22	0.059669	5.539854	68.07898	6.221036	0.038909	14.36965	1.21869	4.532887
23	0.059736	5.552452	67.95275	6.35181	0.038827	14.34072	1.24036	4.523078
24	0.059793	5.561721	67.85076	6.451275	0.038756	14.32143	1.25937	4.516685

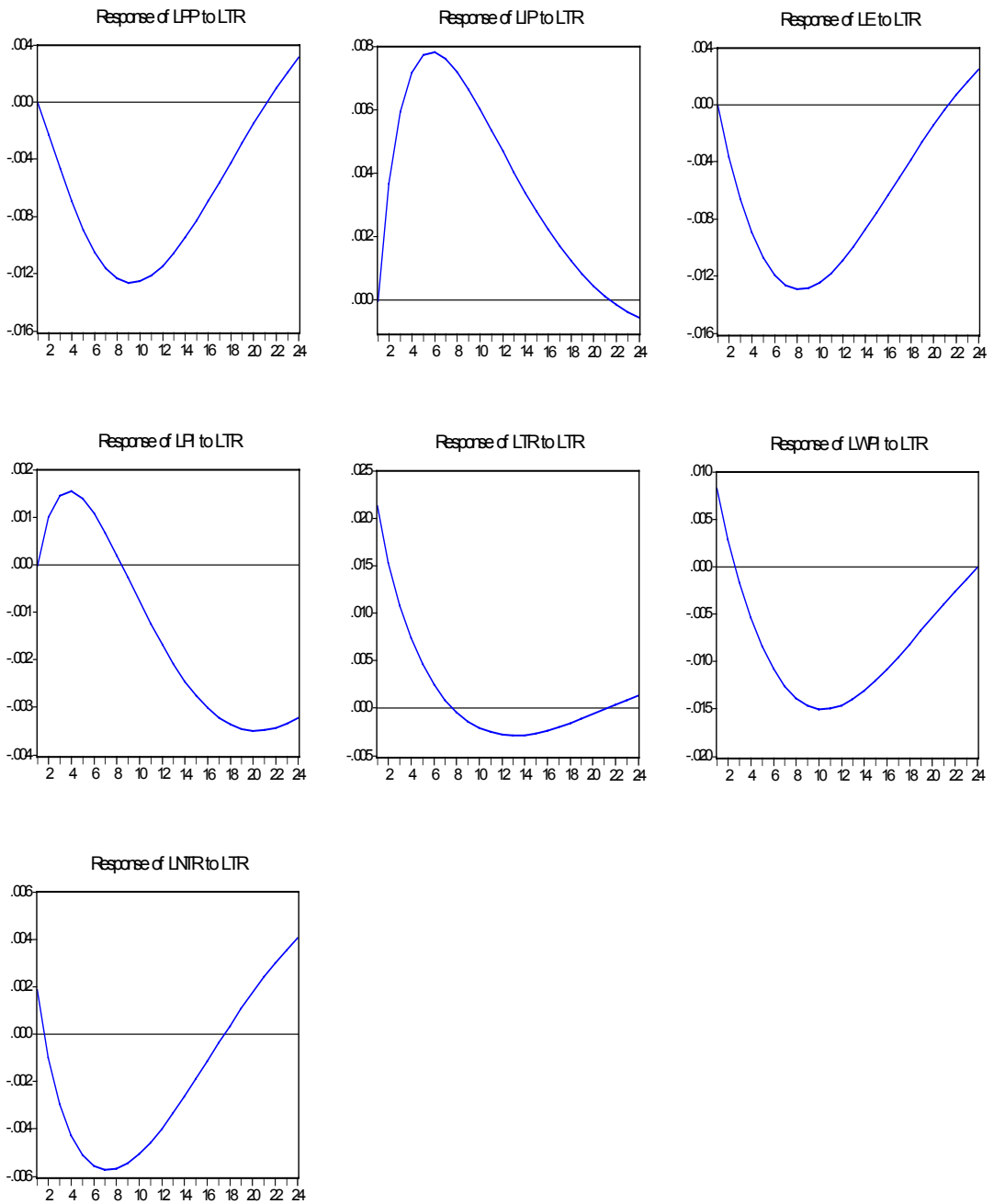
Variance Decomposition of LE:								
Period	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
1	0.054754	33.57047	5.876586	60.55294	0	0	0	0
2	0.073717	28.63231	6.137281	64.57724	0.074397	0.233963	0.074892	0.269922
3	0.086341	24.88323	6.234862	66.8867	0.192848	0.743657	0.18211	0.876596
4	0.095616	22.05556	6.202061	67.88575	0.322555	1.471266	0.277871	1.784938
5	0.102735	19.91704	6.067857	67.9237	0.44782	2.349802	0.342154	2.95163
6	0.108343	18.28546	5.859589	67.28085	0.562055	3.311986	0.371081	4.32897
7	0.112853	17.02425	5.604943	66.17502	0.663146	4.295132	0.371046	5.866468
8	0.116553	16.033	5.332838	64.77228	0.750993	5.244296	0.354432	7.512162
9	0.119658	15.23849	5.073135	63.19688	0.82629	6.114523	0.3364	9.214289
10	0.12233	14.58739	4.855479	61.53916	0.88997	6.872286	0.332432	10.92329
11	0.124691	14.04085	4.707652	59.86213	0.942976	7.496065	0.356478	12.59385
12	0.126835	13.57057	4.653849	58.20707	0.986185	7.975991	0.419665	14.18668
13	0.128832	13.15591	4.713185	56.59847	1.020405	8.312663	0.529529	15.66984
14	0.130735	12.78193	4.898669	55.04855	1.046398	8.515316	0.689749	17.01939
15	0.13258	12.43783	5.216735	53.56114	1.064897	8.599612	0.9003	18.21949
16	0.134396	12.11593	5.66734	52.13491	1.076628	8.585329	1.157925	19.26194
17	0.136198	11.81085	6.244558	50.76597	1.082318	8.494171	1.456817	20.14532
18	0.137999	11.51893	6.937533	49.4497	1.082693	8.347903	1.789392	20.87385
19	0.139804	11.23779	7.731651	48.18197	1.078478	8.166878	2.147069	21.45616
20	0.141613	10.96599	8.609797	46.95977	1.070386	7.969018	2.52097	21.90407
21	0.143426	10.70277	9.553559	45.78144	1.059103	7.769215	2.9025	22.23141
22	0.145239	10.44787	10.54431	44.64663	1.045282	7.579099	3.283794	22.45301
23	0.147046	10.20133	11.56409	43.55604	1.029525	7.407092	3.658005	22.58392
24	0.148843	9.963424	12.5963	42.51104	1.012382	7.258672	4.019471	22.63871
Variance Decomposition of LPI:								
Period	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
1	0.027673	4.984828	0.016707	2.474944	92.52352	0	0	0
2	0.03583	4.464168	0.046948	3.221877	91.66487	0.081104	0.512592	0.008441
3	0.04079	4.336138	0.103774	3.9349	89.95982	0.192485	1.442652	0.030236
4	0.04427	4.494384	0.202754	4.561768	87.81803	0.286375	2.571929	0.064762
5	0.046912	4.888785	0.361456	5.068964	85.47734	0.343614	3.751361	0.108482
6	0.049022	5.476445	0.595871	5.443246	83.07422	0.363777	4.890205	0.15624
7	0.05077	6.205018	0.91716	5.688915	80.6901	0.357128	5.939048	0.202629
8	0.052257	7.014485	1.329582	5.82255	78.37626	0.338868	6.875163	0.243092
9	0.053545	7.845189	1.829897	5.867127	76.16603	0.325236	7.691933	0.274591
10	0.054677	8.645371	2.408029	5.846971	74.08096	0.330969	8.391866	0.29583
11	0.055682	9.375709	3.048593	5.784254	72.13427	0.367778	8.982263	0.307135
12	0.056581	10.01072	3.732824	5.697108	70.33298	0.443595	9.472673	0.310098
13	0.057388	10.53783	4.44054	5.599075	68.67957	0.562387	9.873471	0.30712
14	0.058115	10.95513	5.151883	5.499441	67.1731	0.724401	10.1951	0.300952
15	0.058771	11.26855	5.848693	5.404044	65.81008	0.92669	10.44766	0.294283
16	0.059361	11.4892	6.515446	5.316219	64.58513	1.163811	10.64075	0.289445
17	0.059891	11.63094	7.139785	5.237673	63.49151	1.428582	10.78329	0.288219
18	0.060365	11.70856	7.712701	5.169168	62.52145	1.712833	10.88354	0.291746
19	0.060788	11.73645	8.228429	5.110998	61.66651	2.008074	10.949	0.300534
20	0.061163	11.72774	8.684158	5.06326	60.91782	2.306064	10.98644	0.314515
21	0.061494	11.69381	9.079616	5.025979	60.26631	2.599249	11.00188	0.333159
22	0.061783	11.64409	9.416604	4.999128	59.70294	2.881074	11.00056	0.355597
23	0.062035	11.58611	9.698519	4.982588	59.21881	3.146182	10.98704	0.380752
24	0.062253	11.52559	9.929888	4.9761	58.80532	3.390496	10.96515	0.407457

Variance Decomposition of LTR:								
Period	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
1	0.026704	23.44699	0.005082	11.93411	0.637072	63.97675	0	0
2	0.036536	25.58513	0.386547	21.36913	0.425728	51.93494	0.000103	0.298423
3	0.043895	26.13665	0.939405	29.50824	0.311782	42.14285	0.000118	0.96095
4	0.049963	25.82692	1.473329	35.77836	0.246793	34.74097	0.000253	1.933379
5	0.055122	25.10143	1.951521	40.29436	0.207696	29.27725	0.001245	3.166495
6	0.059573	24.19688	2.389195	43.35004	0.184097	25.2569	0.005251	4.61764
7	0.063457	23.2311	2.813012	45.24064	0.171064	22.28189	0.016284	6.246017
8	0.066888	22.26025	3.248531	46.21833	0.165901	20.05731	0.040069	8.009601
9	0.06996	21.3098	3.717457	46.48929	0.166816	18.36878	0.083479	9.864381
10	0.072754	20.39036	4.237582	46.22048	0.172403	17.06023	0.153752	11.76519
11	0.075334	19.50572	4.823109	45.54709	0.181448	16.01762	0.257654	13.66736
12	0.077754	18.65672	5.484782	44.57841	0.192866	15.15778	0.400733	15.52871
13	0.080058	17.84317	6.229831	43.40238	0.205685	14.42082	0.58674	17.31138
14	0.082279	17.06461	7.06186	42.0891	0.219051	13.76479	0.817288	18.9833
15	0.084443	16.32065	7.980821	40.69376	0.232236	13.16157	1.091759	20.5192
16	0.086571	15.611	8.983155	39.25907	0.244647	12.5937	1.407419	21.90101
17	0.088676	14.93539	10.06212	37.81751	0.255825	12.05163	1.759726	23.1178
18	0.090767	14.29355	11.20829	36.39324	0.265442	11.53148	2.142747	24.16525
19	0.092852	13.6851	12.4102	35.00382	0.273294	11.03312	2.549627	25.04484
20	0.094933	13.10955	13.65499	33.66163	0.279287	10.55868	2.973068	25.7628
21	0.097011	12.56624	14.92916	32.37506	0.283419	10.11129	3.405757	26.32907
22	0.099085	12.05435	16.21914	31.14954	0.285766	9.694289	3.840728	26.75618
23	0.101152	11.57295	17.51189	29.98822	0.286459	9.310545	4.271637	27.0583
24	0.103208	11.12098	18.79528	28.89264	0.285668	8.962155	4.692947	27.25033
Variance Decomposition of LWPI:								
Period	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
1	0.046759	67.27649	0.656873	10.06539	0.222882	3.15765	18.62071	0
2	0.064955	67.71332	1.360317	12.37009	0.17589	1.83684	16.38251	0.161035
3	0.078023	66.64622	2.126649	14.50717	0.164689	1.31441	14.68371	0.557153
4	0.088252	64.66692	2.853211	16.37024	0.177736	1.388527	13.3442	1.199164
5	0.096568	62.19058	3.470419	17.89214	0.211636	1.902713	12.24808	2.084428
6	0.103479	59.50266	3.938741	19.04497	0.264152	2.728406	11.32288	3.19819
7	0.109307	56.79267	4.244152	19.83446	0.332361	3.756241	10.52455	4.515571
8	0.114278	54.17922	4.393012	20.29133	0.412592	4.892382	9.827599	6.003871
9	0.118561	51.72964	4.406957	20.46202	0.500818	6.057239	9.218474	7.624849
10	0.122289	49.47526	4.318183	20.40035	0.59306	7.185116	8.691172	9.336856
11	0.125572	47.4232	4.165247	20.16089	0.685657	8.224097	8.244118	11.09679
12	0.128503	45.56522	3.989383	19.79427	0.775434	9.135845	7.877893	12.86195
13	0.131159	43.88421	3.831309	19.34427	0.859772	9.895131	7.593565	14.59174
14	0.133606	42.35872	3.728527	18.84639	0.936632	10.489	7.391468	16.24926
15	0.135901	40.96617	3.713145	18.32756	1.004545	10.91554	7.27038	17.80266
16	0.138089	39.68487	3.810283	17.80677	1.062583	11.18222	7.227075	19.2262
17	0.140207	38.49535	4.037129	17.29615	1.110309	11.30399	7.256194	20.50088
18	0.142283	37.38102	4.402642	16.80243	1.147723	11.30108	7.350404	21.6147
19	0.144339	36.32841	4.907884	16.32841	1.17519	11.19692	7.500774	22.56242
20	0.146389	35.32715	5.546871	15.87435	1.193367	11.01603	7.697288	23.34494
21	0.148441	34.36966	6.307813	15.43915	1.203127	10.78239	7.929421	23.96844
22	0.1505	33.45079	7.174569	15.02126	1.205481	10.51795	8.186699	24.44325
23	0.152566	32.56732	8.128174	14.61928	1.201511	10.2418	8.459193	24.78272
24	0.154635	31.71755	9.148275	14.23231	1.192309	9.969554	8.737909	25.00209

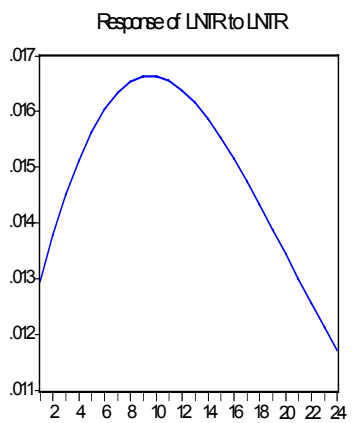
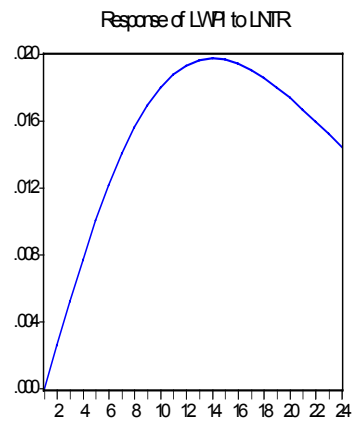
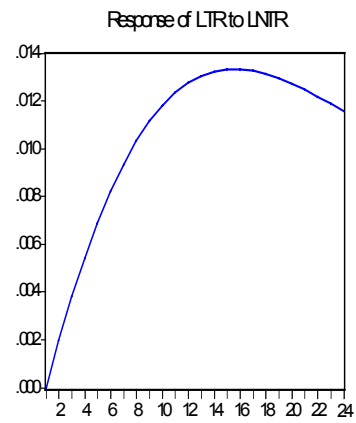
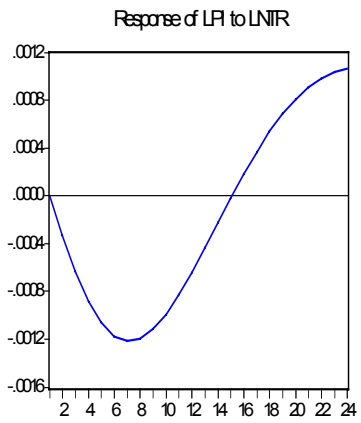
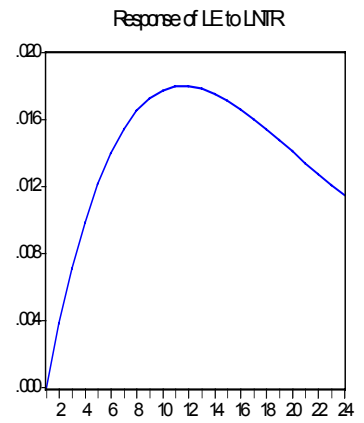
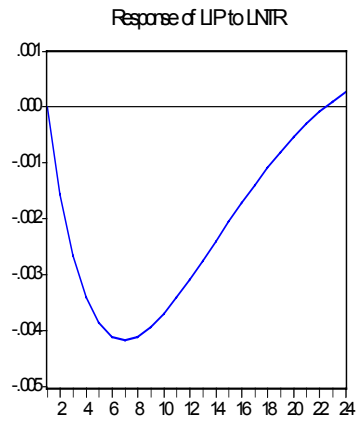
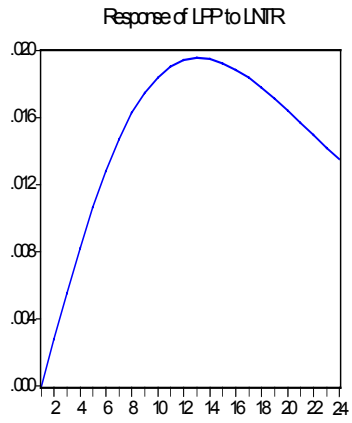
Variance Decomposition of LNTR:								
Period	S.E.	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
1	0.018622	31.5263	0.084202	7.069234	0.157902	1.032623	11.77535	48.35439
2	0.027109	33.49036	0.245998	8.885461	0.075345	0.62057	8.025959	48.65631
3	0.034023	33.40195	0.70413	9.990964	0.048369	1.144415	5.640597	49.06958
4	0.040014	32.21258	1.307032	10.57794	0.035065	1.956247	4.143465	49.76768
5	0.045332	30.46312	2.020893	10.79716	0.031418	2.778169	3.232176	50.67706
6	0.050135	28.46145	2.849259	10.75538	0.039536	3.49174	2.727127	51.67551
7	0.054537	26.38774	3.804241	10.52979	0.05997	4.049382	2.519194	52.64969
8	0.05863	24.34903	4.895979	10.17849	0.090977	4.438172	2.537675	53.50968
9	0.062487	22.4079	6.128638	9.7464	0.129398	4.664132	2.732608	54.19093
10	0.066165	20.59862	7.499128	9.268332	0.171619	4.744448	3.065398	54.65245
11	0.069708	18.93702	8.997221	8.770898	0.21426	4.702787	3.504006	54.87381
12	0.073148	17.42684	10.60654	8.273815	0.254557	4.565961	4.020644	54.85165
13	0.076511	16.0642	12.30604	7.791067	0.290515	4.361364	4.590801	54.59602
14	0.079813	14.84061	14.07174	7.331996	0.320897	4.114992	5.192922	54.12684
15	0.083064	13.74513	15.87844	6.90234	0.345133	3.850039	5.808369	53.47055
16	0.086271	12.76579	17.70124	6.505162	0.363178	3.586023	6.421442	52.65717
17	0.089437	11.89059	19.51678	6.141653	0.375367	3.33838	7.019346	51.71789
18	0.09256	11.10808	21.30412	5.811775	0.382286	3.118458	7.592081	50.6832
19	0.09564	10.40768	23.04532	5.514741	0.384652	2.93379	8.132236	49.58157
20	0.098671	9.779889	24.72565	5.249365	0.383237	2.788556	8.634718	48.43858
21	0.101649	9.216243	26.33364	5.014276	0.378796	2.684143	9.096435	47.27647
22	0.104571	8.709335	27.86088	4.808056	0.372036	2.619735	9.51597	46.11399
23	0.10743	8.252712	29.30179	4.629298	0.363582	2.592873	9.893257	44.96649
24	0.110222	7.840768	30.6532	4.476626	0.353975	2.599967	10.22928	43.84618
Cholesky Ordering: LPP LIP LE LPI LTR LWPI LNTR								

VAR ANALİZİ İLE ELDE EDİLEN ETKİ TEPKİ GRAFİKLERİ

Response to Cholesky One SD Innovations

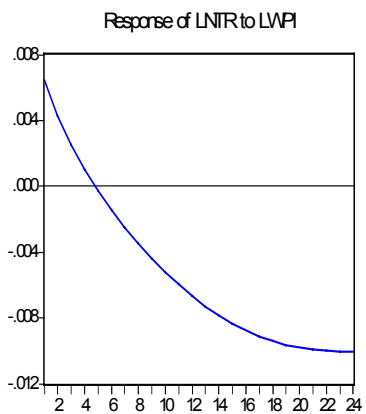
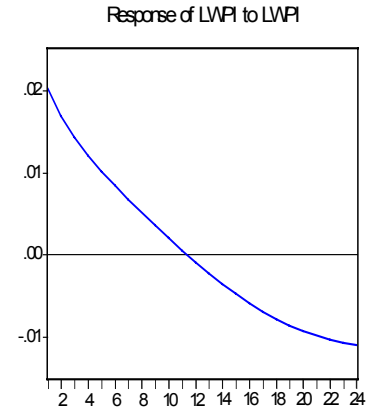
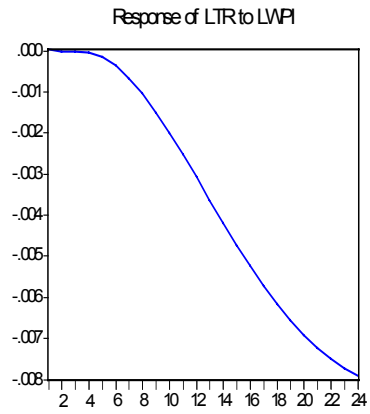
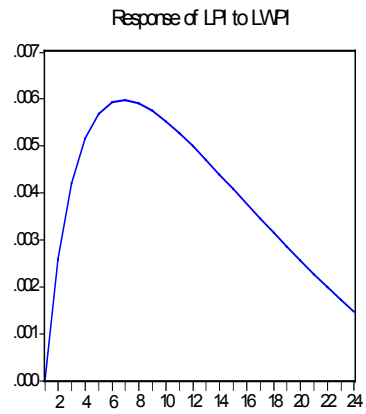
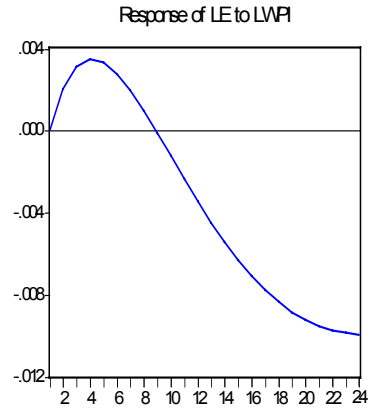
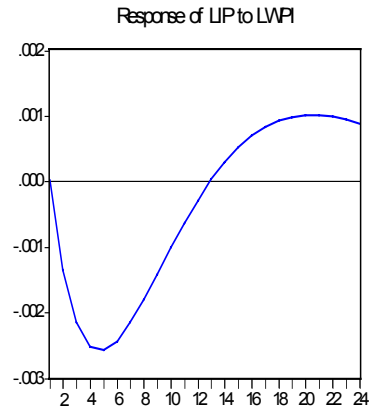
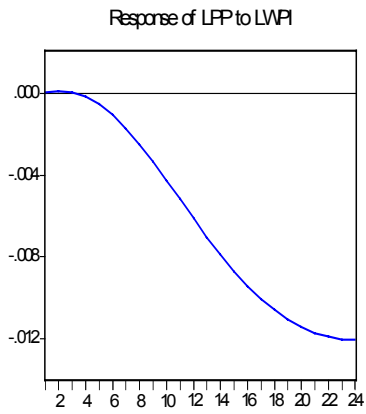


### Response to Cholesky One S.D. Innovations





### Response to Cholesky One S.D. Innovations





## VAR TAHMİNİ

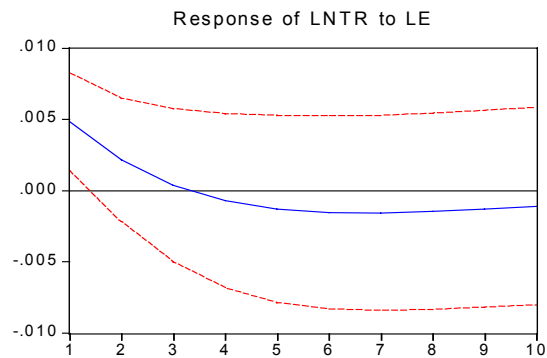
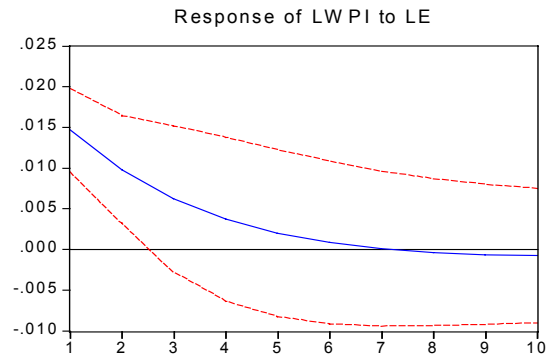
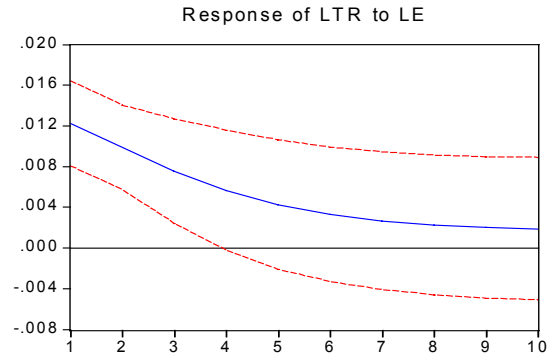
Vector Autoregression Estimates							
Date: 04/18/03 Time: 11:26							
Sample(adjusted): 1994:02 2002:12							
Included observations: 107 after adjusting endpoints							
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]							
	LPP	LIP	LE	LPI	LTR	LWPI	LNTR
LPP(-1)	0.76759 -0.11356 [ 6.75953]	0.067802 -0.0478 [ 1.41844]	-0.10198 -0.08536 [-1.19460]	-0.04573 -0.04314 [-1.06001]	-0.0237 -0.04163 [-0.56936]	0.042026 -0.0729 [ 0.57648]	0.048888 -0.02903 [ 1.68389]
LIP(-1)	-0.056563 -0.17518 [-0.32289]	0.719019 -0.07374 [ 9.75099]	0.011753 -0.13168 [ 0.08925]	-0.02718 -0.06656 [-0.40840]	0.151395 -0.06422 [ 2.35734]	-0.04933 -0.11246 [-0.43864]	0.082247 -0.04479 [ 1.83641]
LE(-1)	0.188356 -0.12138 [ 1.55178]	-0.10019 -0.05109 [-1.96094]	0.963311 -0.09124 [ 10.5575]	-0.07055 -0.04612 [-1.52980]	0.176243 -0.0445 [ 3.96049]	0.15459 -0.07792 [ 1.98390]	0.090806 -0.03103 [ 2.92614]
LPI(-1)	-0.128492 -0.11855 [-1.08389]	0.015435 -0.0499 [ 0.30931]	-0.08245 -0.08911 [-0.92524]	0.82323 -0.04504 [ 18.2778]	0.018176 -0.04346 [ 0.41820]	-0.00494 -0.0761 [-0.06494]	0.008857 -0.03031 [ 0.29224]
LTR(-1)	-0.097041 -0.15692 [-0.61840]	0.196287 -0.06605 [ 2.97159]	-0.1956 -0.11796 [-1.65814]	-0.00256 -0.05962 [-0.04301]	0.72689 -0.05753 [ 12.6348]	-0.18182 -0.10074 [-1.80484]	-0.09165 -0.04012 [-2.28451]
LWPI(-1)	-0.064367 -0.14751 [-0.43636]	-0.02984 -0.06209 [-0.48050]	0.006314 -0.11089 [ 0.05694]	0.135188 -0.05604 [ 2.41220]	-0.05065 -0.05408 [-0.93661]	0.771549 -0.0947 [ 8.14763]	-0.12589 -0.03771 [-3.33808]
LNTR(-1)	0.212881 -0.11137 [ 1.91151]	-0.11954 -0.04688 [-2.54992]	0.295761 -0.08372 [ 3.53282]	-0.02542 -0.04231 [-0.60082]	0.15413 -0.04083 [ 3.77497]	0.201291 -0.07149 [ 2.81548]	1.064195 -0.02847 [ 37.3757]
C	1.015662 -1.53436 [ 0.66195]	1.385948 -0.64587 [ 2.14588]	1.459057 -1.15342 [ 1.26499]	1.654945 -0.58295 [ 2.83890]	-1.60746 -0.56252 [-2.85758]	-0.75133 -0.98501 [-0.76276]	-1.09688 -0.39228 [-2.79616]
R-squared	0.997753	0.889027	0.998246	0.904361	0.999617	0.998936	0.999845
Adj. R-squared	0.997594	0.88118	0.998122	0.897599	0.99959	0.998861	0.999834
Sum sq. resids	0.525225	0.093063	0.2968	0.075815	0.070595	0.216457	0.034331
S.E. equation	0.072838	0.03066	0.054754	0.027673	0.026704	0.046759	0.018622
F-statistic	6279.072	113.3012	8048.844	133.7352	36914.58	13277.31	91269.95
Log likelihood	132.6201	225.2046	163.1561	236.1706	239.9875	180.0443	278.5559
Akaike AIC	-2.329347	-4.0599	-2.90011	-4.26487	-4.33622	-3.21578	-5.05712
Schwarz SC	-2.12951	-3.86006	-2.70028	-4.06503	-4.13638	-3.01594	-4.85728
Mean dependent	12.12289	4.538057	12.9839	4.598683	6.286271	6.832204	6.111166
S.D. dependent	1.484867	0.088946	1.263452	0.086479	1.318705	1.385322	1.445841
Determinant Residual Covariance	2.00E-22						
Log Likelihood (d.f. adjusted)	1610.393						
Akaike Information Criteria	-29.0541						
Schwarz Criteria	-27.6552						

## VAR MODELİ

Estimation Proc:	
=====	
LS 1 1 LPP LIP LE LPI LTR LWPI LNTR @ C	
VAR Model:	
=====	
LPP =	$C(1,1)*LPP(-1) + C(1,2)*LIP(-1) + C(1,3)*LE(-1) + C(1,4)*LPI(-1) + C(1,5)*LTR(-1) + C(1,6)*LWPI(-1) + C(1,7)*LNTR(-1) + C(1,8)$
LIP =	$C(2,1)*LPP(-1) + C(2,2)*LIP(-1) + C(2,3)*LE(-1) + C(2,4)*LPI(-1) + C(2,5)*LTR(-1) + C(2,6)*LWPI(-1) + C(2,7)*LNTR(-1) + C(2,8)$
LE =	$C(3,1)*LPP(-1) + C(3,2)*LIP(-1) + C(3,3)*LE(-1) + C(3,4)*LPI(-1) + C(3,5)*LTR(-1) + C(3,6)*LWPI(-1) + C(3,7)*LNTR(-1) + C(3,8)$
LPI =	$C(4,1)*LPP(-1) + C(4,2)*LIP(-1) + C(4,3)*LE(-1) + C(4,4)*LPI(-1) + C(4,5)*LTR(-1) + C(4,6)*LWPI(-1) + C(4,7)*LNTR(-1) + C(4,8)$
LTR =	$C(5,1)*LPP(-1) + C(5,2)*LIP(-1) + C(5,3)*LE(-1) + C(5,4)*LPI(-1) + C(5,5)*LTR(-1) + C(5,6)*LWPI(-1) + C(5,7)*LNTR(-1) + C(5,8)$
LWPI =	$C(6,1)*LPP(-1) + C(6,2)*LIP(-1) + C(6,3)*LE(-1) + C(6,4)*LPI(-1) + C(6,5)*LTR(-1) + C(6,6)*LWPI(-1) + C(6,7)*LNTR(-1) + C(6,8)$
LNTR =	$C(7,1)*LPP(-1) + C(7,2)*LIP(-1) + C(7,3)*LE(-1) + C(7,4)*LPI(-1) + C(7,5)*LTR(-1) + C(7,6)*LWPI(-1) + C(7,7)*LNTR(-1) + C(7,8)$
VAR Model - Substituted Coefficients:	
=====	
LPP =	$0.7675898864*LPP(-1) - 0.05656337452*LIP(-1) + 0.1883556442*LE(-1) - 0.128492153*LPI(-1) - 0.097040685*LTR(-1) - 0.06436670548*LWPI(-1) + 0.2128805168*LNTR(-1)$
LIP =	$0.06780154294*LPP(-1) + 0.719018799*LIP(-1) - 0.1001904717*LE(-1) + 0.0154348639*LPI(-1) + 0.1962867368*LTR(-1) - 0.0298349553*LWPI(-1) - 0.1195367277*LNTR(-1)$
LE =	$-0.1019752036*LPP(-1) + 0.01175346119*LIP(-1) + 0.9633114479*LE(-1) - 0.0824528792*LPI(-1) - 0.195599125*LTR(-1) + 0.006314029074*LWPI(-1) + 0.2957606183*LN$
LPI =	$-0.04573308921*LPP(-1) - 0.02718111719*LIP(-1) - 0.07054868958*LE(-1) + 0.8232298726*LPI(-1) - 0.002564124385*LTR(-1) + 0.1351880334*LWPI(-1) - 0.02542220117*$
LTR =	$-0.02370358305*LPP(-1) + 0.151395242*LIP(-1) + 0.1762428613*LE(-1) + 0.01817575374*LPI(-1) + 0.7268901627*LTR(-1) - 0.05065141923*LWPI(-1) + 0.1541303645*LI$
LWPI =	$0.04202558574*LPP(-1) - 0.04932870505*LIP(-1) + 0.1545895187*LE(-1) - 0.004941808944*LPI(-1) - 0.1818185604*LTR(-1) + 0.771548918*LWPI(-1) + 0.2012913413*LN$
LNTR =	$0.048887716*LPP(-1) + 0.08224657245*LIP(-1) + 0.09080593966*LE(-1) + 0.008857394765*LPI(-1) - 0.09165415375*LTR(-1) - 0.1258890653*LWPI(-1) + 1.064195464*LI$

1994:01-2001:02 DÖNEMİ DÖVİZ ŞOKU ETKİ TEPKİ GRAFİKLERİ

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



2001:03-2002:12 DÖNEMİ DÖVİZ ŞOKU ETKİ TEPKİ GRAFİKLERİ

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

