

**YAZAR ADI- SOYADI:** Fatih TOPCU

**BAŞLIK:** “Döviz Kuru Kanalıyla Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Örneği”

## **ÖZET**

Bilindiği gibi, iktisatçılar arasında, kısa dönemde para politikasının çıktı düzeyi üzerinde etkili olduğu kabul edilmektedir. Bunun yanında, uygulanan para politikasının hangi kanallar aracılığıyla ekonomiyi etkilediği de tartışılan bir konu durumundadır. Bu çalışmada, Türkiye’de döviz kurunun ekonomi üzerindeki etkileri, 1989Q1-2007Q3 dönemi verileriyle, vektör otoregresif (vector autoregressive, VAR) yöntemi yardımıyla araştırılmıştır. Toplam beş değişkenin kullanıldığı çalışmada; çıktıdaki değişmelerin yaklaşık olarak %10’nun döviz kurundan kaynaklandığı bulgusu elde edilmiştir.

## **ANAHTAR SÖZCÜKLER**

Parasal Aktarım Mekanizması, Döviz Kuru, Granger Nedensellik Testi, VAR Analizi, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayrıştırma

**NAME and SURNAME:** Fatih TOPCU

**TITLE:** “Exchange Rate Channel of Monetary Transmission Mechanism and Its Application to Turkey”

### **ABSTRACT**

It is generally accepted among the economists that the short term monetary policy has an effect on the output level. Furthermore, it is a much debated question of through which channels the enforced monetary policy to effect the economy. In this study, the effects of the exchange rate on economy have been investigated with the data of 1989Q1-2007Q3 period and with the help of vector autoregressive, VAR method. In this study with 5 variables, the source of 10% of the variations on the output is a result of the exchange rate.

### **KEYWORDS**

Monetary Transmission Mechanism, Exchange Rate, Granger Causality Test, VAR.

## ÖNSÖZ

Parasal Aktarım Mekanizması, bir ekonomide uygulanan para politikalarının reel ekonomiyi farklı mekanizmalar sayesinde etkilemesi olarak ifade edilebilir. Bu mekanizma, para politikası uygulamalarında ortaya çıkan değişmelerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi çeşitli finansal piyasa koşullarına aktarımını belirlemektedir. Bu açıdan, söz konusu kanalların her biri uygulanan para politikasının farklı etkilerinin ortaya çıkmasında önemli rol oynamaktadırlar.

Döviz kuru da, parasal aktarım mekanizması çerçevesinde üzerinde önemle durulması gereken kanallardan birini teşkil etmektedir. Döviz kuru kanalı, hem toplam talebi hem de toplam arzı etkileyerek işlemektedir. Bununla birlikte kurlarda ortaya çıkacak değişmeler, hane halkının ve firmaların bilançoları üzerinde de etkiler yaratmaktadır. Tüm bu özellikler dikkate alındığında, döviz kurunun parasal aktarım mekanizması çerçevesinde sahip olduğu önem ortaya çıkmaktadır.

Döviz kuru kanalının parasal aktarım mekanizması çerçevesinde sahip olduğu düşünölen önem, bu tez çalışmasının temel motivasyonlarından birini oluşturmaktadır.

Yukarıdaki temel motivasyon çerçevesinde yapılan bu çalışma süresince, tez danışmanım Yrd.Doç.Dr. Osman PEKER başta olmak üzere, akademik katkılarından dolayı Doç.Dr. Fuat ERDAL, Arş.Gör. Mustafa ÖZÇAĞ ve Arş.Gör. Hakan HOTUNLUOĞLU' na, tez çalışmam süresince benden desteklerini esirgemeyen ve büyük bir sabır gösteren sevgili aileme teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET.....	i
ABSTRACT .....	iii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vii
GİRİŞ .....	1

## 1. BÖLÜM

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....	3
1.1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....	3
1.2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ İŞLEYİŞİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLER.....	3
1.2.1. Keynesgil Yaklaşım (Yapısalcı Kanıt Modeli).....	4
1.2.2. Monetarist(Parasalcı) Yaklaşım (İndirgenmiş Kanıt Modeli).....	6
1.3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI.....	9
1.3.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı.....	10
1.3.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı.....	12
1.3.2.1. Döviz Kuru Kanalı.....	12
1.3.2.2. Hisse Senedi Fiyatı Kanalı .....	13
1.3.2.2.1. Tobin'in q Teorisi .....	14
1.3.2.2.2. Likidite Etkisi .....	15
1.3.2.2.3. Firma Bilanço Etkisi .....	16
1.3.2.2.4. Servet Etkisi.....	17
1.3.3. Kredi Kanalı.....	18
1.3.3.1. Banka Kredileri Kanalı .....	19
1.3.3.2. Bilanço Kanalı.....	20
1.4. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ İŞLEYİŞİ VE ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	22

## 2. BÖLÜM

<b>DÖVİZ KURU ve REEL EKONOMİYE ETKİLERİ.....</b>	<b>26</b>
2.1. DÖVİZ PİYASASI VE DÖVİZ KURU.....	26
2.2. DÖVİZ PİYASASININ ÖZELLİKLERİ.....	26
2.3. DÖVİZ KURUNUN OLUŞMASI.....	27
2.4. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ.....	28
2.4.1. Sabit Döviz Kuru.....	28
2.4.2. Esnek Döviz Kuru.....	30
2.4.3. Karma Sistemler.....	33
2.5. KURLARI BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....	35
2.5.1. Ödemeler Dengesi.....	35
2.5.2. Enflasyon Oranları.....	35
2.5.3. Faiz Oranları.....	35
2.5.4. Politik İstikrar.....	36
2.5.5. Para İkamesi Modeli.....	36
2.6. DÖVİZ KURU REJİMİNİ BELİRLEYEN ETKENLER.....	36
2.7. DÖVİZ KURUNDAKİ DEĞİŞKENLİK VE ENFLASYON.....	38
2.8. DEVALÜASYON.....	40
2.9. DÖVİZ KURU VE DIŞ TİCARET İLİŞKİSİ.....	43
2.10. DIŞ TİCARET HADDİNİN DÖVİZ KURUNA ETKİLERİ.....	46

## BÖLÜM 3

<b>TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....</b>	<b>49</b>
3.1. DÖVİZ KURU HAREKETLERİNİN EKONOMİYE ETKİLERİ.....	49
3.2. TÜRKİYE EKONOMİSİ VE KUR POLİTİKALARI.....	50
3.3. TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....	54

3.3.1. Veriler.....	54
3.3.2. Yöntem ve Ampirik Bulgular.....	54
3.3.2.1. Granger Nedensellik Testi.....	55
3.3.2.1.1. Granger Nedensellik Testi Bulguları .....	58
3.3.2.2. VAR Analizi.....	58
3.3.2.2.1. VAR Analizi Sonuçları .....	60
3.3.2.3. Varyans Ayrıştırması .....	63
3.3.2.4. Etki-Tepki Analizi .....	64
<b>SONUÇ ve DEĞERLENDİRME.....</b>	<b>72</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>75</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>79</b>

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Faiz Oranı ve Yatırım İlişkisi.....	11
Şekil 2.1: Döviz Kurunun Oluşumu.....	27
Şekil 2.2: Sanayileşmiş Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ve Enflasyon.....	15
Şekil 2.3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ve Enflasyon .....	16
Şekil 3.1: Türkiye’de Döviz Kurundaki Yüzde Değişme(1991-2004).....	17

## GİRİŞ

Parasal aktarım mekanizması, bir ekonomide uygulanan para politikalarının reel ekonomiyi farklı yollardan etkilemesi olarak ifade edilebilir. Bu mekanizma, para politikası uygulamalarında ortaya çıkan değişmelerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi çeşitli finansal piyasa koşullarına aktarımını belirlemektedir. Para politikası, reel ekonomiyi parasal aktarım kanalları aracılığıyla etkilemektedir. Bu açıdan, söz konusu aktarım kanallarının her biri uygulanan para politikasının farklı etkilerinin ortaya çıkmasında önemli rol oynamaktadırlar.

Döviz kuru, parasal aktarım mekanizması çerçevesinde üzerinde önemle durulması gereken kanallardan birini teşkil etmektedir. Söz konusu kanal, hem toplam talebi hem de toplam arzı etkileyerek işlemektedir. Bununla birlikte kurlarda ortaya çıkacak değişmeler, hane halkının ve firmaların bilânçoları üzerinde de etkiler yaratmaktadır. Tüm bu özellikler dikkate alındığında, döviz kurunun parasal aktarım mekanizması çerçevesinde sahip olduğu önem ortaya çıkmaktadır.

Mishkin'in (1999) de işaret ettiği gibi, bu aktarım kanalının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için önemi oldukça fazladır. Çünkü yakın geçmişte yaşanan finansal krizlerde rolü büyük olmuştur. Bu açıdan bakıldığında döviz kuru kanalını başarılı bir şekilde yöneten ülkelerin makroekonomik istikrarın sağlanması açısından daha başarılı oldukları görülmektedir. Örneğin, 2001 krizinden sonra Türkiye'deki yeni ekonomik rejimin uygulanmasında yönetilebilir bir döviz kuru rejiminin önemli katkısı olduğu söylenebilir.

Döviz kuru kanalına göre, ulusal faiz oranlarındaki bir değişme ulusal finansal varlıkların görece çekiciliğini değiştirmekte, bu ise ulusal para talebinde ve dolayısıyla ulusal paranın değerinde bir değişmeye neden olmaktadır. Döviz kurundaki bir değişme sonucunda ise, ulusal malların yabancı para cinsinden değeri değiştiğinden, net ihracat ve dolayısıyla reel üretim düzeyi de değişmektedir.

Bu çerçevede çalışmanın amacı, döviz kuru aktarım kanalının ekonomi üzerindeki etkisini, vektör otoregresif (vector autoregressive, VAR) yöntemi yardımıyla, Türkiye ekonomisi için araştırmaktır. 1989Q1–2007Q3 dönemini kapsayan bu çalışmada toplam beş değişken kullanılmıştır. Bu değişkenler; döviz kuru (E), faiz (i), GSMH (Y), net ihracat (NX), net para arzı (M1) olarak belirlenmiştir. Çalışmada,



döviz kuru kanalının ekonomi üzerinde etkiler doğuracağını beklemekteyiz. Esnek döviz kurunun uygulandığı varsayımı altında, genişletici bir para politikası faizleri düşürür. Bu durum, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açarken; döviz kurunun değerlenmesini sağlar. Sonuçta ulusal malların uluslar arası piyasalarda rekabet gücü elde etmesiyle birlikte dış satım artar ve bu ise, gelirin yükselmesine yol açar.

Tez çalışmasının bundan sonraki kısmı, dört bölümden oluşmaktadır.

Tezin birinci bölümünde, parasal aktarım mekanizmasının teorisi verilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda, parasal aktarım mekanizmasının işleyişine ilişkin görüşler, parasal aktarım mekanizmasının kanalları, bu işleyişi etkileyen faktörler gibi alt başlıklar çerçevesinde parasal aktarım mekanizmasının genel çerçevesi aktarılmaya çalışılmıştır.

Tez çalışmasının ikinci bölümü, teorik olarak döviz kuru ve döviz kurunun reel ekonomi ile ilişkilerine ayrılmıştır. Bu ana başlık altında, ilk olarak döviz piyasası tanıtılmış ve özelliklerine değinilmiş, ardından döviz kuru ve kur çeşitleri incelenmeye çalışılmıştır. Döviz kurları ile enflasyon ve dış ticaret arasında ne gibi ilişkilerin bulunduğu da bu başlık altında incelenen konulardandır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, ampirik kısım yer almaktadır. Burada, Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalıyla nasıl çalıştığı incelenmiştir. Bu bölümde öncelikle ekonometrik uygulamada kullanılan veriler tanıtılmıştır. Daha sonra, döviz kuru ile para arzı, faiz oranı, net ihracat ve GSMH arasındaki ilişkiler VAR yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve elde edilen sonuçlar tartışılmıştır.

Çalışmanın son kısmında ise, sonuç bölümü ve çalışmanın genel bir değerlendirmesi yer almaktadır.

# 1. BÖLÜM: PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

## 1.1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Ekonomi politikasının alt dallarından biri olan para politikası, toplam üretim, istihdam ve fiyat hareketlerini kapsayan genel ekonomik faaliyetlerin yönünü ve gelişimini etkilemek amacıyla kullanılan temel araçlardan biri konumundadır. Para politikasının arz yönlü doğrudan etkisi azdır ve ekonomi üzerindeki asıl etkisini çoğunlukla toplam talebi etkileyerek göstermektedir. Dolayısıyla para politikası uzun vadede, mal ve hizmetlerin nominal değerini, yani fiyatlar genel düzeyini belirlerken, kısa ve orta vadede de reel aktiviteler üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahiptir.

Parasal Aktarım Mekanizması, para politikası ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi, bir diğer ifadeyle, bir ekonomide parasal değişimlerin toplam talep ve üretimi hangi yollarla ve ne ölçüde etkilediğini gösteren mekanizma olarak adlandırılmaktadır (Kasapoğlu, 2007:4).

Genel bir değerlendirme çerçevesinde, parasal aktarım mekanizmasının iki adımda tanımlanması mümkündür. İlk olarak, para politikası uygulamalarında ortaya çıkan değişmelerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi çeşitli finansal piyasa koşullarına aktarımını belirler. İkinci olarak ise, finansal piyasa şartlarındaki değişmelerin üretim seviyesi ve enflasyonu nasıl değiştirdiğini göstermektedir (Kasapoğlu, 2007:4).

Para politikasının reel ekonomiyi nasıl etkilediği, iktisat literatüründe uzun zamandır tartışılan konulardan birini oluşturmaktadır. Özellikle son 20 yıl içinde, Paracı Okul ile Keynesyen Okul arasında aktarım mekanizmasına ilişkin ciddi tartışmalar yaşanmıştır. Bu konuda tam bir fikir birliği olduğu da söylenemez. Konuya ilişkin yapılan tartışmaları ise, Keynesyen ve Parasal iktisatçıların para politikası ve reel ekonomi arasındaki etkileşime bakış açıları çerçevesinde değerlendirmek mümkündür.

## 1.2. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ İŞLEYİŞİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLER

1920'li yılların sonlarında tüm dünya ekonomileri üzerinde etkili olan krizle birlikte, para politikalarının maliye politikalarından üstün olduğuna dair yaygın inanış değer yitirmeye başlamış ve Keynesyen analiz ön plana çıkmaya başlamıştır.

### 1.2.1. Keynesgil Yaklaşım (Yapısalcı Kanıt Modeli)

Keynes'in önderliğinde başlayan bu yaklaşım, iktisadi karar birimlerin davranışlarının açıklanmasında, işsizlik ve enflasyon sorunlarının önlenmesinde uzun bir süre başarılı sonuçlar elde etmiştir. 1950'li yıllarda genel bir kabul gören Keynesyen görüş çerçevesinde, para politikasının en önemli anahtarı faiz oranlarıdır. Bu bakımdan, faiz oranlarını etkileyemedikçe, para politikası uygulamalarının toplam üzerinde hiçbir etkisi olmayacaktır (Kasapoğlu, 2007:5).

Keynes'e göre para politikasının etkinliği iki önemli noktayla yakından ilgilidir:

a) Para talebinin faiz karşısındaki elastikiyeti,

b) Yatırımların faiz değişimleri karşısındaki duyarlılığı

Keynesyen yaklaşımlarda, para ve diğer finansal aktifler arasındaki ikame ilişkisine büyük önem verilir. Diğer bir anlatımla, paranın alternatifinin finansal aktifler olduğu düşünülür. Bu bakımdan ekonomideki para stoku artırıldığında, genişleyen paranın finansal aktif alımlarını uyarıp, faizleri düşüreceği, faizler düştükçe, tercihlerin para tutumu yönünde kuvvetleneceği varsayılmaktadır. Diğer taraftan, tüketim ve yatırım harcamaları ile faizler arasında ilişki pek güçlü görülmemektedir (Paya,1998:312).

Genişleyen para arzı, faize duyarlı olan yatırımları arttırıp iktisadi gelişmeyi olumlu etkileyecektir. Eğer ki, iktisadi birimler, faizlerin yükseleceği gibi bir beklentiye sahiplerse, genişleyen para arzı harcamalar üzerinde etkili olmayacak, atıl ankeslerin genişlemesine neden olacaktır. Bu durumda paranın dolaşım hızı da düşecektir. Likidite Tuzağı denilen bu durumun gerçekleşmesi halinde, parasal genişleme talep üzerinde hiçbir değişmeye yol açmayacaktır.

Yatırımların faiz değişimleri karşısındaki duyarlılığı, para politikasının etkinliğini belirleyen ikinci konudur. Keynes'in önermiş olduğu çerçevede, para miktarındaki ayarlamaların piyasalarda geçerli olan ve yatırımlar için önem taşıyan faizleri etkilememesi, para politikasının etkinliğini azaltan önemli bir noktadır. Yatırımlar için önemli olan, sermaye piyasasında oluşan faiz haddidir. Bu faiz haddi; para politikasından fazla etkilenmemektedir. Örneğin, genişletici para politikasının faizleri düşürebilmesi için, bankaların, ellerinde likidite fazlalığı oluştuğunda, sermaye

piyasasına yönelik hisse senetleri satın almaları gerekmektedir. Böylece hisse senetlerinin kurları yükselip, faiz düşecektir. Piyasa faizlerinin düşmesiyle birlikte, yatırım alternatifi cazip bir duruma gelecek ve yatırımlar hızlanacaktır. Fakat, uygulamada faiz hadlerinin bu şekildeki gelişmelerden pek fazla etkilenmediği görülmektedir. Özellikle, ülkeler arası sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, para politikasının uzun vadeli fon piyasalarını etkilemeleri mümkün olamamaktadır. Buna karşılık, para politikasıyla para piyasasındaki faizleri etkilemek daha kolaydır. Fakat, para piyasasından elde edilen bu fonlar, yatırımların asıl kaynağı olmadığı için, sonuç olarak talebin genişlemesi pek mümkün olmamaktadır (Paya, 1998: 264-265).

İktisadi sistemde paranın rolünü faiz haddi ile ilişkili olarak ortaya koyan Keynes, paranın mübadele aracı olmak yanında spekülâtif amaçlarla da tutulduğu ve faiz haddini belirlemede etken bir unsur olduğunu ileri sürmüştür (Kazgan, 1997:204).

Para kavramına geleneksel anlayıştan farkı bir anlam yükleyen Keynes, paranın ekonomide aktif bir öge olarak devreye sokulmasıyla, paranın istihdam ve üretim üzerinde nötr olmayan bir etki doğurduğunu kabul etmiştir. Bu bakımdan, devletin paranın bu özelliklerini göz ardı etmeyen maliye politikalarının uygulaması gerektiğini ifade etmiştir (Tekeoğlu, 1993: 203).

Keynesyen yaklaşım, ekonomik faaliyetler üzerinde paranın etkisini yapısalcı bir model inşa ederek açıklamaktadır. Bu modele para politikasının ekonomiye aktarım mekanizması denilmektedir. Keynesgil yapısalcı modele göre, para politikası ekonomiyi aşağıdaki şekilde etkilemektedir:

$$PPA \rightarrow H \rightarrow M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y$$

PPA : Para Politikası Araçları

H : Parasal Taban

M : Para Arzı

r : Faiz oranı

I : Yatırımlar

Y : Hasıla

Yukarıdaki gösterimde, para politikası araçları öncelikle parasal tabanı ve para arzını etkilemekte, daha sonra da para arzında ortaya çıkan değişimler faiz oranlarını etkilemektedir. Faiz oranlarının değişmesi ise önce yatırımlar sonra da hasıla üzerinde değişiklikler ortaya çıkarmaktadır (Seyrek, Duman ve Sarıkaya, 2004).

Keynes'e göre para politikasının başarısı, para talebinin faiz esnekliğinin düşük, yatırım talebinin faiz esnekliğinin ise yüksek olmasına bağlıdır. Diğer yandan para talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması ve/veya yatırım talebinin faiz esnekliğinin düşük olması, para politikasının reel sektör üzerindeki etkisini sınırlayacaktır (Keyder, 2000:374).

Keynesyenlerin kullanmış olduğu Yapısalci Kanıt Modeli, esas olarak ekonominin nasıl çalıştığına yardımcı olmaktadır. Model, para ve maliye politikasının ekonomiyi etkileyebileceği tüm aktarım mekanizmalarını içeriyorsa, yapısalci model üç önemli avantaja sahip olmaktadır (Parasız, 1999:294-295).

a)Tüm aktarım mekanizmaları ayrı ayrı değerlendirildiği için paranın ekonomi üzerinde önemli bir etkisinin olup olmadığı ile ilgili daha fazla kanıt elde edilebilecektir.

b)Para arzındaki değişmelerin ekonomi üzerinde nasıl etkiler oluşturduğunun bilinmesi, M 'nin Y üzerindeki etkilerinin öngörülmesine de izin verecektir. Faiz oranları düşük seviyedeysen para arzındaki değişmelerin ekonomi üzerindeki etkisi küçük olacaktır. Tersine, faiz oranlarının daha yüksek olduğu bir durumda ise, para arzındaki değişmelerin milli gelir üzerindeki etkisi daha büyük olacaktır.

c)Ekonominin nasıl işlediği bilindiğinden, ekonomideki kurumsal değişmelerin para arzı ve mili gelir arasındaki bağı nasıl etkileyeceği öngörülebilecektir. Özellikle finansal yeniliklerin çok hızlı bir şekilde geliştiği günümüzde, bu konu daha da önem kazanmaktadır.

### **1.2.2. Monetarist(Parasalci) Yaklaşım (İndirgenmiş Kanıt Modeli)**

Neo Keynesyen model, 1950-1970 yılları arasında altın yıllarını yaşamakla birlikte, birçok açıdan eleştirilere uğramıştır. Bu bağlamda, Neo Keynesyen modele yöneltilen en ciddi ve sistematik eleştiri, 1976 yılında Nobel iktisat ödülü almış olan

Milton Friedman öncülüğünde yürütülen çalışmalar olmuştur. 1968 yılında Karl Brunner tarafından Parasalcılık (Monetarizm) olarak nitelendirilen bu çalışmalarda Friedman, her şeyden önce paranın iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisini Genel Teori'den farklı bir temel çerçevesinde açıklamıştır.

Parasalcı iktisatçılar, paranın ekonomiye etkilerini, indirgenmiş kanıt modelleri ile açıklamaya çalışırlar. Bu modellerde, iki değişken arasındaki ilişkiye bakılarak, birinin diğeri üzerindeki etkisi ölçülür.

Parasalcılar açısından bu modellerin temel avantajı, para politikasının ekonomiye etkisini açıklarken herhangi bir kısıtlama getirmemesidir. Parasalcılara göre, para arzının milli geliri etkilemesi çok çeşitli yollardan olmaktadır ve sürekli olarak değişmektedir. Bu nedenle, para politikasının tüm aktarım mekanizmasını belirlemesi oldukça güçtür.

Keynesyen görüşleri benimsemekle birlikte, paranın fiyatlar genel seviyesinden başka etkilerinin de olduğunu iddia eden bu grup, para politikasının toplam talebe olan etkilerini sadece faiz-yatırım harcamaları etkileşimi ile açıklamanın yetersiz olduğunu, para politikasının birçok kanalla toplam talebi etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Bununla birlikte parasalcı iktisatçılar, nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu, borçlanma ve yatırım kararlarında asıl olarak reel faiz oranlarının belirleyici konumda olduğunu, bu sebeple nominal faiz oranlarının reel faiz oranları için doğru bir gösterge olmayacağını savunmuşlardır (Kasapoğlu, 2007:5).

Paracı yaklaşımda, para politikası orta vadeli bir perspektif çerçevesinde ele alınmaktadır. Paracılar, para politikalarının kısa vadeli sonuçlarına ilişkin bulguların çeşitli belirsizlikler içerdiğini ileri sürmektedirler. Paracılar'a göre; para politikasının belirsizlikler içermesi esasen anlaşılabilir bir nitelik taşımaktadır. Çünkü, para politikaları iktisadi birimlerin davranışlarını ancak dolaylı bir şekilde etkileyebilmektedir. Bununla birlikte, tüketicilerin, girişimcilerin ve çalışanların davranışları çok değişik faktörlerin etkisi altında bulunmaktadır. Bu bakımdan, iktisadi birimlerin nasıl bir beklenti içinde oldukları çoğunlukla öngörülememekte, para politikaları gecikmeler nedeniyle çoğu zaman konjonktür koşutu sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Buna karşılık Paracı iktisatçılar, orta vadede, para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkilerin oldukça istikrarlı olduğunu düşünmektedirler (Paya, 1998:327).

Aslında, monetarist aktarım mekanizması, bilinen Miktar Kuramı'ndan pek de farklı değildir. Mekanizma'ya göre, para stoku dışsaldır ve sadece para otoritesinin davranışına bağlıdır. Para, doğrudan nominal harcamaları etkiler, kısa dönemde eğer ekonomi tam istihdam seviyesine yakın bir yerde ise, para sadece fiyatlar genel seviyesini etkileyecek, istihdam üzerinde bir değişiklik yaratmayacaktır. Eğer ki ekonomi, tam istihdam gelir seviyesinin altında ise, para stokundaki artış reel geliri etkileyecek, uzun dönemde ise para stokundaki artış sadece fiyatlar genel seviyesini etkileyecektir.

Friedman'ın Miktar Kuramı yorumunda, paranın dolaşım hızı, "sürekli gelir düzeyinin" yani uzun dönem gelirin istikrarlı bir fonksiyonudur. Ancak, zaman içinde sürekli gelir arttıkça, paranın dolaşım hızı azalacaktır. Bunun nedeni ise, parasalcılar tarafından para talebinin gelir esnekliğinin 1'den büyük olarak saptanmış olmasıdır. Böylece, gelir arttıkça elde tutulan para miktarı artmakta, dolayısıyla paranın dolaşım hızı düşmektedir (Parasız, 1993:61).

Parasalcı yaklaşımda, para ile diğer mali varlıklar arasında ilişki zayıf olduğu için, para stokundaki bir artışın reel gelir, fiyatlar ve faiz oranlarına etkisi şöyle olacaktır:

$$PPA \rightarrow H \rightarrow M \rightarrow Y \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow C$$

PPA : Para Politikası Araçları

H : Parasal Taban

M : Para Arzı

Y : Hasıla

r : Faiz oranı

I : Yatırımlar

C : Tüketim

Yukarıdaki sisteme göre, para stokundaki artış önce geliri arttıracak, gelirdeki artış ise faiz oranlarını etkileyecektir. Faiz oranlarındaki değişme yatırımı, daha sonra da tüketimi uyaracaktır (Seyrek, Duman ve Sarıkaya, 2004:203).

Parasalcılar, para arzının toplam harcamaları etkilemesinde özel bir yol tanımlamamaktadırlar. Para arzının ekonomi üzerindeki etkisini, milli gelirdeki değişmelerin sıkı bir şekilde para arzındaki değişmelere bağlı olduğunu göstererek incelemektedirler (Parasız, 1999:294). Bununla birlikte, para arzındaki değişmelerin harcamalar üzerindeki etkilerinin oluşmasında, faiz oranlarını önemli bir bağlantı aracı olarak görmezler. “Eğer faiz oranları hiç değişmiyorsa, güçlü bir para politikası uygulanmaktadır” yorumu da Monetarizm için yapılmıştır. Çünkü, likidite miktarındaki tüm değişim, doğrudan doğruya mal ve hizmet satın alımında harcanmakta ve hiçbir likidite finansal piyasalara gitmemektedir (Parasız, 1993:65).

Friedman, karar birimlerinin para arz fazlası ile tahvil yerine mal satın alabileceklerini ve dolayısıyla da paranın mal piyasası üzerindeki etkisinin, Keynesyen modeldeki dolaylı etki yerine dolaysız bir etki biçiminde olabileceğini ileri sürmüştür (Ünsal, 2003:35).

Parasalcı iktisatçılara göre, para stokundaki değişmeler sadece kısa dönem faiz oranlarını ya da borçlanma maliyetini değiştirerek ekonomiyi etkilemez. Bu değişme, aynı zamanda yerli ve yabancı varlıkların cari ve gelecek dönemde beklenen fiyatlarını da etkilemektedir. Aracılık şartları, faiz oranlarının vade yapısı, borçlanma ve borç verme şartları ve döviz kurları da bu değişimden etkilenmektedir. Dolayısıyla Parasalcılar, parasal aktarım mekanizmasının Keynesyen IS-LM modeliyle açıklanmasının çok mekanik ve sınırlayıcı olduğunu düşünmektedirler (Kasapoğlu, 2007:6).

### **1.3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI KANALLARI**

Para politikası uygulamalarının reel ekonomiye etkisi ve bu etkilerin hangi yollarla gerçekleştiği hakkında literatürdeki genel görüşlere göre, parasal aktarım mekanizması kanallarını kesin çizgilerle birbirinden ayırmak mümkün değildir. Aksine, tüm aktarım kanallarının birbirini etkilediği ya da tamamladığı görüşü daha yaygındır. Bu bölümde, klasik parasal aktarım mekanizması kanalları, geleneksel faiz oranı kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı ve kredi kanalı başlıkları altında değerlendirilmeye çalışılacaktır.



### 1.3.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

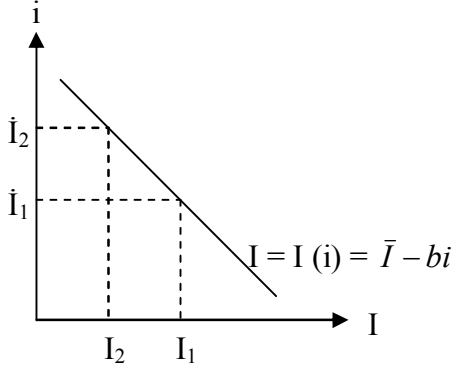
Parasal Yaklaşım olarak da adlandırılmakta olan geleneksel faiz oranı yaklaşımı, para politikasının ekonomik faaliyetlere etkilerini analiz ederken dört temel varsayıma dayanmaktadır (Kasapoğlu, 2007:12).

- a) Merkez bankaları tam ikamesi olmayan para arzını kontrol etmektedir,
- b) Merkez bankaları, hem nominal faiz oranlarını, hem de fiyatların faiz oranları değişmelerine hemen uyarlanamamaları sebebiyle reel faiz oranlarını etkileyebilirler,
- c) Para politikası uygulamaları sonucu kısa dönem reel faiz oranlarındaki değişmeler, firmaların ve hane halklarının harcama kararlarını belirleyen uzun dönem reel faiz oranlarını etkiler,
- d) Para politikası değişiklikleri sonucu faize duyarlı harcamalarda oluşan değişmeler, üretimde oluşan değişmelerle uyumlu olmalıdır.

Geleneksel faiz oranı yaklaşımı, Keynesyen IS-LM Modeli ile ifade edilmektedir. IS-LM modeli, ekonominin reel yönü ile parasal yönünü birlikte ele alma imkanı vermektedir ve ekonominin genel dengesinin mal ve para piyasalarının eşzamanlı olarak dengeye gelmesiyle sağlanacağını öne sürer. Otonom harcamalar ve maliye politikası yanında faiz oranları ve para politikası da toplam talebi ve gelir düzeyini etkileyen unsurlar olarak ortaya konmaktadır.

Modelin anahtar değişkeni faiz oranıdır. Faiz oranlarını modele dahil edilmesi, dışlama etkisi ile çoğaltan mekanizmasının etkinliğini kısıtlamaktadır. Faiz oranları, toplam talebi düşürmenin yanında, toplam talebin tüketim ve yatırım şeklinde bileşimini de etkilemektedir.

Şekil 1.1. Faiz Oranı ve Yatırım İlişkisi



Yatırım harcamaları fonksiyonu, b pozitif bir katsayı olmak üzere aşağıdaki gibidir;

$$I = \bar{I} - bi$$

b : yatırımların faize duyarlılığını gösteren katsayı

i : faiz oranı

Bu fonksiyon, faiz oranı düştükçe, planlanan yatırım harcamalarının artacağını ifade etmektedir.

Yukarıdaki fonksiyon çerçevesinde, faiz oranı düştükçe, sermaye stokuna yapılan ilavelerin kârlılığı artacağından faiz oranındaki planlanan yatırım harcamalarını büyütecektir.

Bu modelde, “para” ve “tahvil” olmak üzere sadece iki varlık dikkate alınarak, analizler tek bir faiz oranına odaklanmaktadır. Bu yaklaşıma göre; para arzındaki artışlar, tahvillere olan talebi arttıracak, tahvil fiyatları yükselecek ve faiz oranları düşecektir. Faiz oranlarındaki düşme, sermaye maliyetini azaltarak yatırımların artmasına neden olacak, sonuçta ise toplam talepte ve üretim miktarında artış meydana gelecektir.

Keynes’e göre, reel faizlerdeki değişme sadece yatırım kararlarında etkili olurken, sonraki araştırmalar faiz değişmelerinin konut ve dayanıklı tüketim malı harcama kararlarında da etkili olduğunu göstermiştir.

Geleneksel faiz oranı yaklaşımı, finansal piyasalarda paranın tam ikamesinin bulunmadığı görüşüne dayanmaktadır. Çünkü, paranın tam ikamesi olması durumunda,

para politikası ile para arzının değiştirilmesi durumunda, paranın tam ikamesi ters yönde hareket ederek, para arz ve talebini dengeleyecek, para arzı değişikliğinin faiz oranlarına etkisini azaltacaktır.

Faiz oranı kanalına göre, para arzı arttırıldığında, ilk olarak faiz oranlarında düşme ortaya çıkacaktır. Faiz oranlarındaki bu azalma, yatırımları arttıracak, bunun sonucunda da toplam hasıla düzeyi de yükselecektir.

$$M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y$$

M : Para Arzı

r : Faiz Oranı

I : Yatırımlar

Y : Milli Gelir

### **1.3.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı**

Parasalıcı iktisatçılar, sadece faiz oranına odaklanması nedeniyle Keynesyen IS-LM Modeli'ne itiraz etmektedirler. Parasalıcı iktisatçıların genel görüşüne göre, faiz oranları parasal aktarım sürecindeki birçok nispi fiyattan sadece birini teşkil etmektedir ve diğer varlık fiyatları ve reel servetin ekonomi üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır.

Bu bakımdan, para politikası değişikliği, bono, hisse senedi ve gayrimenkul gibi önemli varlıkların görelî fiyatlarını etkilemektedir. Varlık fiyatlarında ortaya çıkan bir azalma, firmaların ve hane halklarının borç-varlık oranlarını değiştirerek, borçlarını geri ödemede zorluklarla karşılaşmalarına neden olabilir. Bu durum, firmaları ve hane halklarını harcama ve borçlanmalarını azaltarak bilanço pozisyonlarını güçlendirmeye yönlendirebilir (Kasapoğlu, 2007:16).

#### **1.3.2.1. Döviz Kuru Kanalı**

Dünya üzerinde birçok ülkede uygulanmakta olan esnek döviz kuru rejimleri ve küreselleşme ile birlikte parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalıyla ihracat ve üretim seviyesine etkisi büyük önem kazanmıştır. Birçok gelişmekte olan ülkede, bono, hisse senedi ve gayrimenkul piyasaları tam olarak gelişemediği için, döviz kuru, para politikalarından etkilenen en önemli varlık fiyatı konumundadır.

Döviz kuru kanalı ile aktarım mekanizması, finansal serbestleşme sonrası net özel sermaye girişleri ile para politikası ve nominal gelirdeki değişim arasındaki ilişkiyi ölçmektedir.

Döviz kuru kanalı, hem toplam talebi hem de toplam arzı etkileyerek işlemektedir ve esnek döviz kurları ve tam sermaye hareketliliği rejimi altında faiz oranı etkisini de içerir. Yurtiçi reel faiz oranları yükseldiği zaman, yabancılar için reel faiz oranının yükseldiği ülkelerin varlıklarına yatırım yapmak daha çekici hale gelebilir. Yerli varlıklara, yabancı yatırımcıların talebinin artması yerli paranın değerlenmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Yerli paranın değerlenmesi, yurt içinde üretilen yerli malları, yabancı mallara oranla daha pahalı hale getirmektedir. Bunun net ihracat üzerinde etkisi negatiftir ve azalan net ihracat sonuçta çıktının da azalmasına sebep olmaktadır (Çakmaklı, 2008:3). Para arzının artması nedeniyle reel faiz oranlarının düşmesi durumunda ise, ülke yatırımcılar için cazip olmaktan çıkar ve sermaye çıkışı yaşanır. Bunun sonucunda yerli paranın değeri düşmeye başlar, yurt içinde üretilen malların değeri yabancı mallardan daha ucuz hale gelir. Sonuç olarak net ihracat ve toplam talepte artışlar yaşanır. Bu durum ise, ithal malların fiyatlarının yerli para cinsinden artması ve enflasyonun doğrudan yükselmesine neden olur.

Döviz kurlarındaki değişimin etkileri incelenirken, reel ve nominal döviz kurları gibi kavramlar önemli hale gelmektedir. Ücret ve fiyatlardaki yavaş uyarılama nedeniyle nominal döviz kurlarındaki artış, kısa vadede reel döviz kurlarında artışa sebep olmaktadır. Uzun vadede ise, fiyatlar ve nominal döviz kurları uyarlanacağından, reel döviz kurları denge düzeyine erişecektir (Kasapoğlu, 2007:18).

Kurlarda ortaya çıkacak değişimler, hane halkının ve firmaların bilançoları üzerinde de etkiler yaratmaktadır. Hane halkları ve firmaların bir çoğu yabancı para cinsinden borç taşımaktadırlar. Bu borçların yabancı para cinsinden varlıklarla tamamıyla karşılanmadığı durumlarda, döviz kurundaki değişimler, firmaların ve hane halklarının net değerlerini ve borç-varlık oranlarını etkileyerek, harcama ve borçlanma davranışlarında önemli değişikliklere yol açmaktadır (Kasapoğlu, 2007:18).

### **1.3.2.2. Hisse Senedi Fiyatı Kanalı**

Uygulanan para politikalarındaki değişimler sonrasında, kısa ve uzun dönem faiz oranlarında artışlar yaşanması, özellikle enflasyon beklentisi gibi diğer etkenlerin

değişmemesi, hisse senedi gibi menkul kıymetlerin fiyatlarının da düşük olmasına neden olmaktadır. Bu durumda, menkul kıymetlerin beklenen gelecek getirisi, daha yüksek bir faiz oranıyla bugünkü değere indirgenmektedir. Para arzının artması ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesi arasındaki ilişki, parasalcı yaklaşım çerçevesinde, para arzındaki artışın varlık fiyatlarını ve tüketicilerin servetlerinin artması, böylece harcamaların yükselmesi şeklinde açıklanmaktadır. Keynesyen analizde ise, artan para arzının faiz oranlarını düşürmesi ve hisse senedi piyasasını daha cazip kılması beklenmektedir.

Para politikası uygulamalarının hisse senedi fiyatlarında yaratacağı değişmelerin, ekonomide yaratacağı etkiler; Tobin'in q teorisi, Likidite Etkisi, Firma Bilanço Etkisi ve Servet Etkisi başlıkları altında dört kategoride incelenebilir.

#### **1.3.2.2.1. Tobin'in q Teorisi**

İktisatçılar tarafından, para politikasının hisse senedi fiyatlarına etki ederek, yatırım harcamalarını etkileyeceği ileri sürülmektedir. Ünlü Neo-Keynesgil iktisatçı James Tobin, hisse senetleri fiyatlarıyla yatırım harcamaları arasındaki ilişkiyi açıklayan bir teori geliştirmiştir.

Tobin'in q Teorisi;

$$q = \text{Firmaların Piyasa Değeri} / \text{Sermayenin Yenileme Maliyeti}$$

şeklinde formüle edilmiştir.

q değeri yüksek ise, firmanın piyasa fiyatı, yenileme maliyetine kıyasla daha yüksektir. Bir firmanın q değerinin yüksek olması, o firmanın piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetinden fazla olması anlamına gelmektedir (Kasapoğlu, 2007:19). Dolayısıyla, yeni teçhizat ve fabrika, firmanın piyasa değerine göre ucuzdur. Bu durumda firmalar hisse senedi ihraç ederek, teçhizat ve fabrikalarına göre daha yüksek fiyat elde edeceklerdir. Böylece yatırım harcamaları artacaktır. Çünkü firmalar, yalnızca çıkaracakları çok az hisse senedi karşılığında fazla miktarda yeni yatırım malı satın alacaklardır.

q değerinin düşük olması durumunda ise, firmalar yeni yatırım malı satın almayı tercih etmeyeceklerdir. Çünkü bu kez firmanın piyasa değeri, yatırım mallarının maliyetinden daha düşüktür. q düşük olduğu durumda, eğer firmalar yatırım malları

satın alacaklarsa, diğer bir firmayı ya da ikinci el sermayeyi satın alacaklardır (Parasız, 1999:302).

Tobin'in q teorisi çerçevesinde, para arzı ile milli gelir arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$M \rightarrow P_s \rightarrow q \rightarrow I \rightarrow Y$$

M : Para Arzı

$P_s$  : Hisse Senedi Fiyatları

q : q değeri

I : Yatırımlar

Y : Milli Gelir

Yukarıdaki gösterime göre; para arzında bir artış olduğu zaman, halkın elinde istediği miktardan daha fazla para olacaktır ve halk bu fazla parayı harcayacaktır. Bu harcamaların gidebileceği yerlerden biri ise sermaye piyasasıdır. Bunun sonucu olarak, hisse senetleri talebi dolayısıyla fiyatlar yükselecektir. Hisse senetleri fiyatlarındaki bu artış, q değerinin daha yüksek olmasına neden olacak ve böylece yatırımlar, dolayısıyla da milli gelir artacaktır.

Tobin'in q teorisindeki önemli nokta, hisse senetleri fiyatları ile yatırım harcamaları arasındaki ilişkidir. Teori'de, genişletici para politikası, faiz oranlarını düşürerek bono piyasasının cazibesini kaybetmesine ve alternatif yatırım aracı konumunda olan hisse senedi piyasasına talebin artmasına sebep olmaktadır. Talebin artması, hisse senetleri fiyatlarını ve dolayısıyla q oranını yükseltmektedir. q oranının yükselmesi, firmaların sermaye maliyetlerinin düşmesi, yani az miktarda ihraç ettikleri hisse senetleri ile çok miktarda yatırım malları satın alabilmeleri anlamına gelmektedir. Sonuç olarak, hisse senetleri fiyatlarındaki artış, yatırım harcamalarını arttırarak ekonominin üretim düzeyini yükseltmektedir (Kasapoğlu, 2007:20).

#### **1.3.2.2.2. Likidite Etkisi**

Sermaye piyasası, dayanıklı tüketim malları harcamaları üzerinde de etkiler yaratmaktadır. Bu argüman, dayanıklı tüketim mallarının likit yapısı üzerinde odaklanmaktadır. Tüm bireyler aynı anda nakit paraya ihtiyaç duyar ve otomobil ya da konut gibi dayanıklı tüketim mallarını satma girişiminde bulunurlarsa, bu durum

karşısında önemli kayıplarla karşılaşılacağı beklenebilir. Aksi durumda, bir kimse elinde finansal varlığı tutarsa, onları kolaylıkla piyasa değeri üzerinden satarak nakit parasını arttırabilir (Parasız, 1999:303).

Hane halklarının bilançolarında önemli bir yer tutan dayanıklı tüketim malları ve konutlar, kaliteleri hakkında asimetrik bilgi olması nedeniyle likiditesi az olan varlıklardır. Bireylerin gelirlerinde meydana gelen olumsuz durumlarda, bu tip varlıkların gerçek değerlerinden satılması ihtimali oldukça düşüktür. Diğer taraftan, hisse senedi gibi finansal varlıklar, daha kolay ve gerçek değerinde satılması ihtimali yüksek olan likit varlıklardır. Dolayısıyla, bireylerin finansal sıkıntıya düşme ihtimali arttıkça likit varlık tutma eğilimleri de yükselmektedir (Kasapoğlu, 2007:20).

Ekonomide herhangi bir finansal tehlike varsa, tüketiciler dayanıklı tüketim mallarına daha az harcamada bulunacaklardır. Eğer ki finansal tehlike yoksa, dayanıklı tüketim mallarına olan harcama miktarı artacaktır. Böylece, hisse senetleri fiyatları arasındaki ilişki nedeniyle para politikasının bir diğer güçlü aktarım mekanizması aşağıdaki şekilde olacaktır:

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{Finansal Kıymetlerin Değeri} \uparrow \rightarrow \text{Finansal Tehlike Olasılığı} \\ \downarrow \rightarrow \text{Dayanıklı Tüketim Harcamaları} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Hanehalklarının hisse senedi gibi finansal varlıklarının borçlarına kıyasla yüksek olması, finansal sıkıntı yaşama ihtimalini azaltır ve dayanıklı tüketim mallarına olan taleplerini artırır. Genişletici para politikası ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesi, bireylerin finansal varlıklarının değerini arttıracaktır. Böylece bireyler, kendilerini daha güvenli hissedecekler ve dayanıklı tüketim malları talepleri artacaktır.

#### **1.3.2.2.3. Firma Bilanço Etkisi**

Firmaların bilançolarında bulunan hisse senetlerinin fiyatlarında ortaya çıkan değişimler, kredi piyasasındaki asimetrik bilgi problemleri nedeniyle ekonomiyi etkilemektedir.

Daraltıcı para politikası uygulamaları nedeniyle firmaların bilançolarında bulundurmış oldukları hisse senetlerinin fiyatlarındaki düşüş, firmaların net değerinin düşmesine neden olmaktadır. Net değeri düşük olan firmalara verilen kredilerde, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunu ile karşılaşılmaktadır. Çünkü bu tür firmaların

bilançolarında, firma sahiplerinin özkaynak payları düşüktür ve riskli yatırım projelerine yönelme olasılıkları yüksek olmaktadır. Yüksek riskli yatırım projelerinin borcunun geri ödenme ihtimali de zayıf olduğu için, bankaların bu tür firmalara sağlayacakları kredi arzı da kısıtlı olmaktadır. Bu nedenle firmaların yatırım harcamaları da düşmektedir (Kasapoğlu, 2007:21).

Bu ilişkiler ağı çerçevesinde firma bilanço etkisinin işleyişi aşağıdaki şekilde olmaktadır:

$$M \downarrow \rightarrow P_s \downarrow \rightarrow \text{Finansal Net Değeri Değeri} \downarrow \rightarrow \text{Kredi Bulma Olanakları} \downarrow \\ \rightarrow \text{Yatırımlar} \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

#### 1.3.2.2.4. Servet Etkisi

Tüketicilerin bilançolarının tüketim kararları üzerindeki etkisini ilk olarak Franco Modigliani, kendi oluşturduğu Yaşam Boyu Gelir Hipotezi ile açıklamıştır. Modigliani'ye göre tüketim, tüketicilerin kaynaklarına göre belirlenmektedir.

Bu çerçevede, tüketim ve tüketici harcamaları kavramları birbirinden ayrılmaktadır. Tüketim, tüketiciler tarafından dayanıksız mal ve hizmet satın alımı için yapılan harcamalardır. Tüketim içinde, dayanıklı tüketim malları için yapılan harcamalar yer almamaktadır.

Modigliani görüşünün temeline göre, tüketiciler tüketimlerini zamana yayarlar. Bu nedenle tüketim harcamalarını belirleyen, tüketicilerin bugünkü gelirleri değil yaşam boyu kaynaklarıdır. Tüketicilerin yaşam boyu kaynaklarının önemli bir bileşenini ise finansal servet oluşturmaktadır. Bu servetin içinde önemli bir kısım ise hisse senetlerine aittir. Hisse senetlerinin fiyatları yükseldiği zaman, finansal servetin değeri de yükselmektedir. Bu durumda, tüketicilerin yaşam boyu kaynaklarında bir artış meydana gelecektir. Bunun sonucu olarak da tüketim artacaktır.

Söz konusu zincir aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$M \rightarrow P_s \rightarrow \text{Servet} \rightarrow \text{Yaşam Boyu Kaynaklar} \rightarrow \text{Tüketim} \rightarrow Y$$

Modigliani'ye göre, tüketicilerin en önemli kaynağı hisse senedir. Genişletici para politikası ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesi, bireylerin servetlerini



arttırmaktadır. Bireylerin servetlerindeki artış tüketim harcamalarını, dolayısıyla toplam talebi ve üretimi arttırmaktadır.

$$M \uparrow \rightarrow \text{Bireysel Servet} \uparrow \rightarrow \text{Tüketim} \uparrow \rightarrow \text{Toplam Talep} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

### 1.3.3. Kredi Kanalı

Kredi kanalına ilişkin yapılan bir tanımlamaya göre, para politikası reel ekonomi üzerine etkisini banka kredileri kanalı ile ortaya koymaktadır. Kredi kanalı literatüründe para politikası uygulamaları, banka kredilerini bankaların kullanabilecekleri fon miktarını değiştirerek etkilemektedir. Bununla birlikte, para politikası bankaların kredi vermek amacıyla kullanabilecekleri fon maliyetini de etkilemektedir. Bu çerçevede, fon maliyeti değiştiğinde bankaların kredi verme konusundaki istekliliği de değişmektedir (Öztürkler ve Çermikli, 2007:59).

Kredi kanalı teorisine göre para politikasının reel ekonomik aktiviteler üzerinde iki açıdan etkisi mevcuttur. Birincisi bir firmanın net değerinin yüksek olması firmanın kredi piyasasından daha kolay borçlanmasına yardımcı olmakta, bu da firmanın yatırım kararını etkilemektedir. Para politikasının borçlanıcıların bilançosunu etkileyerek reel çıktıda değişime sebep olduğu bu kanal, bilanço kanalı olarak adlandırılır. İkinci olarak ise para politikası, bankaların bankaya bağımlı firmalara kredi arzını etkilemektedir. Bu kanal banka ödünçleri kanalı olarak adlandırılmaktadır (Çakmaklı, 2007:5).

Parasal aktarım mekanizmasının kredi yaklaşımına göre, analizlere para ve tahvilin yanında krediler de dahil edilmektedir. Böylece kredi yaklaşımında, bankaların hem para hem de kredi yaratma fonksiyonu yer almaktadır. Para politikası ise, bankaların varlıklarını ve yükümlülüklerini etkileyerek çalışır. Bu sebeple kredi yaklaşımı, banka kredi faizlerinin para piyasası faiz oranlarından farklı hareket edeceğini öngörür ve bu durumda nominal harcamalarda meydana gelen değişmeyi ölçer (Kasapoğlu, 2007:22).

Kredi kanalının rolü, kredi ilişkisi içindeki taraflar arasındaki asimetrik bilgi sonucu ortaya çıkan ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin etkisiyle belirlenmektedir. Kredi ilişkisi içindeki tarafların sundukları bilgiler, kredi sözleşmelerinin yapısını belirlemede, kredi piyasasının borçlanıcı ve borç vereni verimli olarak eşleştirme yeteneği üzerinde, faiz oranlarının belirlenmesinde ve kredinin borçlanıcılar arasında dağıtılmasında önemli rol oynamaktadır.

### 1.3.3.1. Banka Kredileri Kanalı

Bankalar, fon ihtiyacı olanlar ile fon fazlası olanlar arasındaki temel aracılık fonksiyonundan başka, merkez bankalarının politika kararlarının firmalar ve hane halklarının harcama kararlarına etkisinde de özel rol oynamaktadırlar (Kasapoğlu, 2007:25).

1950’li yılların sonlarından itibaren iktisatçılar tarafından faiz oranlarının yatırım harcamalarının finansman maliyetini tam olarak temsil etmediği ifade edilmeye başlanmıştır. Kısıtlayıcı para politikasının izlendiği durumlarda, bankaların müşteri talepleri karşısında faiz oranlarını yükselmesine izin vermek yerine, kredileri kısıtlamak yoluna gittiği ortaya konulmaktadır. Bu olguya “kredi tayinlaması” adı verilmektedir (Parasız, 1999:301).

Kredi tayinlamasındaki önemli nokta, denge faiz oranda, bazı kredi başvuru sahiplerinin yüksek faiz ödemeye razı olmaları durumunda bile kredi almamasıdır. Kredi faiz oranları yükseldikçe, daha az risk taşıdığı için getirisi daha düşük olan projelere yatırım yapacak olan güvenli borçlanıcılar kredi almaktan vazgeçerler. Daha riskli yatırım projelerine yatırım yapacak olan borçlanıcılar ise kredi taleplerine devam edecek ve kredi alabilmek için daha yüksek faiz oranlarına razı olacaklardır. Riskli projelere verilen kredilerin geri ödenme olasılığının da düşük olması, bankalar açısından kredi arzını azaltmayı, faiz oranını yükseltmeye göre daha cazip hale getirmektedir.

Kısıtlayıcı bir para politikası izlendiği dönemde, mevcut kredi miktarında da bir azalma olacağı için, faiz oranlarında hissedilebilir bir yükselme olmasa bile yatırım harcamalarında azalmalar yaşanacaktır. Bu durumda para politikasının etkisi;

$M \rightarrow \text{Krediler} \rightarrow \text{Yatırımlar} \rightarrow \text{Milli Gelir}$

şeklinde olacaktır.

Bu parasal aktarım mekanizmasına göre, yatırım harcamaları ile yatırım kredileri arasında yüksek bir korelasyon vardır. Bu durumda, kredi miktarı yatırım harcamalarının itici gücüdür.

Banka kredileri kanalının etkin bir şekilde çalışabilmesi için, aşağıdaki üç unsur gereklidir (Kasapoğlu, 2007:26).

- a) Firmaların borçlarının yükümlülük tarafında yer alan finansman bonoları ile banka kredileri tam ikame mallar olmamalıdır. Bu koşul altında, banka kredi arzında bir azalma olması durumunda, firmaların kredilerle aynı şartlarda finansman bonusu ihraç ederek ihtiyaçlarını karşılamaları mümkün olamaz.
- b) Merkez bankaların uygulamış olduğu politikalar, kredi arzını etkileyebilecek düzeyde olmalıdır.
- c) Para politikası değişikliklerinin etkisini ortadan kaldıran tam uyumlu fiyat uyarlamaları mümkün olmamalıdır.

Yukarıdaki üç temel koşul sağlandığında, genişletici para politikaları, bankaların mevduatlarını ve rezervlerini, dolayısıyla bankaların kredi arzını arttıracaktır. Kredi arzının artması, firmaların daha fazla miktarda kredi kullanarak yatırımlarını arttırmalarına, dolayısıyla da toplam yatırım ve tüketim harcamalarının artmasına yol açacaktır. Sonuç olarak, ekonominin toplam üretim seviyesinde artışlar ortaya çıkacaktır.

### **1.3.3.2. Bilanço Kanalı**

Kredi piyasalarındaki asimetric bilgi probleminden kaynaklanan bilanço kanalı, dış finans priminin borçlanıcının finansal durumuna bağlı olması temeline dayanmaktadır.

Borç alan firmanın yüksek net değeri, ki bu da firmanın likit varlıkları toplamı ve pazarlanabilir maddi teminatlarıyla ölçülmektedir, dış finansman primini azaltmalıdır. Böylece, borç alanlar borç verenlerle faiz konusunda aralarında oluşabilecek anlaşmazlıkları, yatırımının önemli bir miktarını kendisi finanse ederek veya yükümlülüklerine karşı daha fazla teminat sunarak azaltmış olmaktadır. Buradan yola çıkarak, borç alan firmaların bilanço değeri karşılaştığı dış finansman primini ve aldığı kredinin koşullarını etkilediğinden, firmaların bilanço değerindeki dalgalanmalar yatırım kararını etkileyecektir.

Bilanço yoluyla aktarım kanalı, firmalara arz edilen kredi koşullarındaki eksik bilgilenme varsayımına dayanmaktadır. Finansal piyasalardaki eksik bilgilenme sorunun ödünç verenlerin izleme maliyetlerini karşılamak için borç alıcılara bir dış finansman primi ödetmesine neden olmaktadır. Buradan yola çıkarak bir firmanın daha

düşük bir finansman gereği yani yüksek iç finansman oranı dış finansman primi azaltmaktadır. Bu noktada firmaların nakit akışı ve sahip oldukları varlıkların değeri borçlanma koşullarının belirlenmesinde önemlidir (Çakmaklı, 2007:4).

Firmaların sahip olduğu likit varlıkların ve teminat olarak kabul edilen diğer varlıkların değerinin yüksek olması, ters seçim olasılığının azalması ve bu ihtimalin gerçekleşmesi durumunda borç verenin uğrayacağı kaybın sınırlı olması anlamına gelmektedir. Bu durumda borçlanmak isteyen firmanın daha kolay kredi bulabilmesi ve ödemek zorunda kalacağı dış finansman priminin daha düşük olması beklenir. Ayrıca firma sahiplerinin, firmalarına koydukları öz sermayelerin düşük olması, daha riskli projelere yatırım yapma eğiliminde olmalarına ve ahlaki tehlike probleminin artmasına sebep olmaktadır. Bu durumda, borçlanmak isteyen firmanın kredi bulması zorlaşır ve ödemek zorunda kalacağı dış finansman priminin de yüksek olması beklenir. Dış finansman priminde ortaya çıkan artış ya da azalışlar, firmaların yatırım ve harcama kararlarını etkileyerek, para politikası değişmelerinin ekonomiye olan etkisini genişletir ve güçlendirir.

Daraltıcı para politikası uygulamaları nedeniyle, firmaların bilançolarında bulunan hisse senetlerinin fiyatlarındaki düşüş, firmaların net değerinin de düşmesine neden olmaktadır. Net değeri düşük olan firmalara verilen kredilerde, ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri daha sık yaşanmaktadır. Bu durumlar da, firmaların kredi bulmalarını daha zor bir hale getirmektedir.

Bununla birlikte, net değeri düşük olan firmalarda, ahlaki tehlike problemi ihtimali de yükselmektedir. Azalan net değer Ters Seçim (Adverse Selection) sorununu artırmakta; böylece yatırımları finanse etmesi beklenen kredi miktarında bir azalma oluşmaktadır. Firmaların düşük net değeri ahlaki tehlike riskini de ortaya çıkarmaktadır (Çakmaklı, 2007:4).

Daraltıcı bir para politikası iki yönden borç alıcının bilançosunu etkilemektedir. Bu etkiler dolaylı ve doğrudan etkiler olarak sınıflandırılabilir (Çakmaklı, 2007:8).

Doğrudan etki, ilk olarak, yükselen faiz oranları direk olarak firmaların faiz giderlerini artırmakta; net nakit akışını azaltmakta; borç alıcının finansal pozisyonunu zayıflatmaktadır. İkinci olarak, yükselen faiz oranları varlık fiyatlarında bir azalmaya yol açmakta; böylece borçlanıcının maddi teminatlarının değeri azaltmaktadır.

Daraltıcı para politikasının net nakit akışı ve maddi teminatlar üzerindeki dolaylı etkisi ise tüketicilerin harcamalarındaki azalıştan dolayı meydana gelmektedir.

Bilanço kanalının bir diğer etkisi ise, fiyatlar genel düzeyi üstünde ortaya çıkmaktadır. Firmaların borç sözleşmelerinin, genel olarak sabit nominal faiz üzerinden yapılması, genişletici para politikalarının fiyatlar genel seviyesini yükselterek, firmaların reel yükümlülüklerinin azalmasına ve varlıkların reel değerinin ise sabit kalmasına neden olmaktadır. Bu durumda, firmaların net reel değerleri de artmaktadır. Sonuçta, ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri azalarak, firmaların kredi bulma kabiliyetleri artar, yatırım harcamalarında ve toplam üretimde bir artış meydana gelir (Kasapoğlu, 2007:31).

$M \uparrow \rightarrow \text{Fiyatlar Genel Seviyesi} \uparrow \rightarrow \text{Firmaların Net Değeri} \uparrow \rightarrow \text{Kredi Olanakları} \uparrow \rightarrow \text{Yatırımlar} \uparrow \rightarrow \text{Milli Gelir} \uparrow$

#### **1.4. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi ve Etkileyen Faktörler**

Merkez bankası, faizler üzerinde değişiklik yapmak suretiyle parasal aktarım mekanizmasını kullanarak ekonominin genel dengesinde çeşitli sonuçlar yaratacak faaliyetlerde bulunabilir. Kısa vadeli faiz oranına ilişkin alınan kararlar; beklentiler, faiz, varlık fiyatları ve döviz kuru yoluyla tüketici ve üreticilerin harcama, tasarruf ve yatırım kararlarını şekillendirmekte ve bu süreç toplam talebi, dolayısıyla da ekonomik aktivite ve enflasyon üzerinde etkili olmaktadır.

Faiz üzerinde yapılacak değişikliklerin ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler, parasal aktarım mekanizmasının normal işleyiş düzeninde aşağıdaki şekillerde olacaktır (TCMB, 2007:2).

Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını arttırması sonucunda, tüketici ve üreticilerin merkez bankasının enflasyonla mücadeleye olan bağlılıkları artacak, bununla birlikte enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankasının hedefi ile uyumlu hale getireceklerdir.

Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımı çerçevesinde, nominal faizlerde yükselme ortaya çıkacaktır (faiz kanalı). Buna bağlı olarak üretici ve tüketiciler harcamalarını azaltarak toplam tasarruflarını arttırma yoluna gideceklerdir. Bu durumda, üreticilerin borçlanma maliyetleri artacak, yatırımlar azalacak ve

kullanılan kredi miktarında düşüşler ortaya çıkacaktır. Bu durumlara bağılı olarak toplam talep azalacak, ekonomik faaliyetlerin hızı yavaşlayacak ve enflasyon oranında düşme eğilimi ortaya çıkacaktır.

Varlık fiyatları kanalında ise ortaya çıkacak gelişmeler şöyle olacaktır. Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların gövrelî fiyatları düşecektir. Buna bağılı olarak tüketicilerin gelirleri azalacak, tüketim seviyeleri düşecektir. Üreticiler ise, varlıklarını teminat göstererek borç alma yoluna gittikleri için borç bulmaları daha da zorlaşacak ve yatırımlar azalacaktır.

Döviz kuru kanalında ise; her koşulun sabit kaldığı varsayımıyla, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı gövrelî olarak yükselecektir. Bu durum, ülkeye olan sermaye girişi miktarını arttıracak ve ulusal para değeri kazanacaktır. Bu durumda, dış ticarete konu olan malların gövrelî fiyatları da etkilenecektir.

Tüm bu gelişmelerin toplamı olarak, ekonomideki enflasyon oranında düşme ortaya çıkacaktır.

Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını azaltması da parasal aktarım mekanizmasının işleyişi çerçevesinde aşağıdaki sonuçları yaratacaktır.

İlk olarak, beklentiler kanalında, tüketici ve üreticiler enflasyonun ve mevcut ekonomik durumun olumlu olduğuna inanacaklardır. Bu durumda da, enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankası ile uyumlu hale getireceklerdir.

Faiz kanalı cephesinde; enflasyon beklentilerinin değışmediğı varsayımıyla, nominal faizlerde düşme ortaya çıkacaktır. Buna bağılı olarak tüketiciler harcamalarını arttırarak, tasarruflarını azaltma yoluna gideceklerdir. Üreticilerin borçlanma maliyeti de düştüğü için yatırımlar artacak ve kullanılan kredi miktarı yükselecektir. Bu gelişmelere bağılı olarak, ekonomideki toplam talep artacak, ekonomik faaliyetler hızlanacak ve enflasyon artma eğilimine girecektir.

Varlık fiyatları kanalında; bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi çeşitli varlıkların gövrelî fiyatları yükselecektir. Bu durumda, tüketicilerin gelirleri ve tüketim seviyeleri yükselecektir. Üreticiler ise, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları kolaylaşacak, yatırımlar artacaktır.

Döviz kuru kanalında ise, her koşulun sabit kaldığı varsayımı altında, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı görece olarak düşecektir. Bu durumda, ülkeden para çıkışı yaşanacak ve ulusal para değeri kaybedecektir.

Tüm bu gelişmelere bağlı olarak da enflasyon oranında artış ortaya çıkacaktır.

Görüldüğü gibi, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını arttırması sonucunda enflasyon oranı düşerken, söz konusu faiz oranlarının azaltılması durumunda ise enflasyon oranında artma eğilimi ortaya çıkmaktadır.

Parasal aktarım mekanizmasının yukarıda bahsedilen ideal işleyişi her zaman geçerli olmamakta ve bu işleyişi değiştiren birtakım unsurlar ortaya çıkabilmektedir. Bu unsurları aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:

- 1) Fiyat katılıkları nedeniyle fiyatların sinyal etkisini gösterememesi,
- 2) Fiyatları yönetilen – yönlendirilen ürünlerin fiyat endekslerindeki ağırlığının yüksek olması,
- 3) Finansal sistemin derinliği ve gücü,
- 4) Ekonomik sözleşmelerin vadesi,
- 5) Sermaye hareketlerinin serbestliği,
- 6) Hanehalkları,
- 7) Firmaların finansman yapıları,
- 8) Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler

gibi çeşitli unsurlar, parasal aktarım mekanizmasının ekonomiyi ne şekilde etkileyeceği konusunda belirleyici olmaktadır.

Bu çerçevede parasal aktarım mekanizmasının işleyiş süreci, faiz kararlarının ekonomik aktivite ve enflasyon üzerindeki etkisinin gücü ve etkileme süresi ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde etkileme süresi yirmi dört aya kadar uzayabilmekte, gelişmekte olan ülkelerde ise daha kısa olmaktadır. Enflasyonist geçmişin hafızalarda taze olduğu ülkelerde, politika kararlarının beklentileri nasıl

etkileyeceğinin tahmini daha güçtür. Bununla birlikte, beklenti kanalı ekonomik aktivite ve enflasyon üzerindeki etkisini diğer kanallara göre daha hızlı ve belirgin bir şekilde gerçekleştirebilmektedir. Bazı ülkelerde ise finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması ya da yüksek kamu borcu neticesinde görülen kuvvetli mali baskınlık, faiz kanalının arzu edildiği ölçüde çalışmasını engelleyebilmektedir (TCMB, 2007:3).



## 2. BÖLÜM: DÖVİZ KURU ve REEL EKONOMİYE ETKİLERİ

### 2.1. DÖVİZ PİYASASI VE DÖVİZ KURU

Genel bir tanımlama ile yabancı ülke paralarına veya para yerine geçen her türlü ödeme araçlarına döviz adı verilmektedir.

Döviz piyasaları yabancı paraların alınıp satıldığı ya da bir ulusal paranın başka bir paraya dönüştürülmesine olanak veren kurumsal yapılardır. Döviz piyasalarında yabancı paralar genellikle ülkenin kendi ulusal parası karşılığında değiştirilirler ancak doğal olarak bir ülkenin döviz piyasasında iki yabancı parayı da dolaylı ve dolaysız yoldan birbirine dönüştürme olanağı vardır (Seyidoğlu, 2003:290-291).

Yabancı paraların fiyatına döviz kuru denir. Dövizin bir başka döviz ile değiştirilmesinde esas alınan orana döviz kuru denilmektedir. Başka bir deyişle, bir ulusal paranın diğer bir ulusal para cinsinden fiyatı bize döviz kurunu verir. Bu da, bir ulusal paranın değiştirilebileceği yabancı para miktarını göstermektedir (Söyler, 2004).

Genel bir ifadeyle ithal edilen bir malın fiyatı iki kısımdan oluşur. Ülkede üretilen malın yerli para birimi cinsinden değeri ve döviz piyasasında bu para birimin fiyatı döviz kurudur. Döviz kuru bir para birimin fiyatını diğer cinsinden açıklamaktadır.

Döviz kuru birbirinin tersi olan iki yöntemle ifade edilir.

- a) Direkt Kotasyon: Bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden karşılığıdır.  
Örneğin : 1 \$ = 2 YTL
- b) Dolaylı(İndirekt) Kotasyon: Bir birim ulusal paranın yabancı para cinsinden değeridir. 1 YTL = 0.5 \$

### 2.2. DÖVİZ PİYASASININ ÖZELLİKLERİ

Döviz piyasasının diğer piyasalara göre farklı özellikleri vardır. Bunlar:

- a) Nakit ve benzeri yabancı ödeme araçlarından oluşur.

b) Örgütlenmiş bir piyasa değildir. Alıcı ve satıcılar fiziki olarak bir arada buluşmak zorunda değildirler. Döviz işlemleriyle uğraşan kurumlar belirli merkezlerde toplanmışlardır.

c) Evrenseldir. Belirli bir zaman diliminde, saat farklarına rağmen dünyadaki tüm döviz piyasaları çalışır durumdadır.

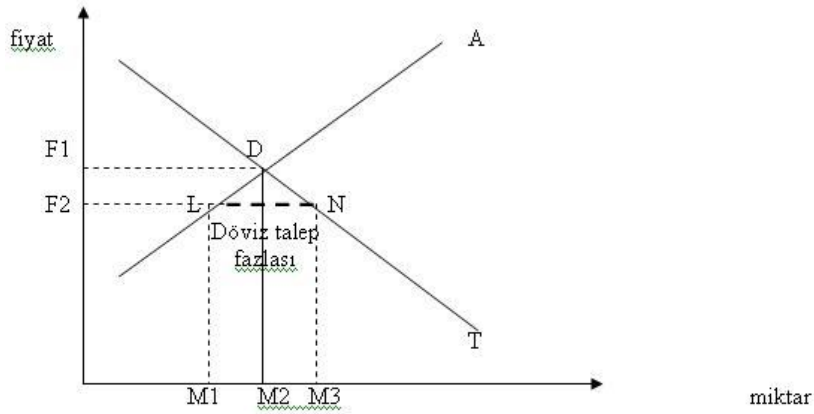
d) Döviz işlemi yapan bankalar banka dışı firmaları da bünyesinde bulundurabilir ve bunlarla devamlı iletişim halindedir. Bu nedenle belli bir anda tüm piyasa işlemcileri birbirinden haberdardır.

### 2.3. DÖVİZ KURUNUN OLUŞMASI

Döviz kuru rejimi, bir ülke parasının gerçek değerinin belirlenmesinde önemli bir etkidir ve ekonomiyi birçok yönden etkilemektedir. Bu yüzden, bir ekonomide döviz kuru rejiminin seçimi yaşamsal bir öneme sahiptir (Ertekin, mimeo).

Bir ekonomide döviz piyasasına hiçbir müdahale olmaması halinde döviz kuru, Şekil 2'den de görüldüğü üzere, döviz arz ve talebinin eşitlendiği düzeyde gerçekleşir.

Şekil 2.1. Döviz Kurunun Oluşumu



Yukarıdaki şekilde döviz kuru, döviz arz ve talep eğrilerinin kesiştiği F1 noktasının belirlediği düzeydedir.

F1 noktasında döviz arz - talebi eşittir ve M2 miktarındadır. Döviz arz ve talebi değişmediği sürece denge döviz kuru da değişmeyecektir. Döviz kurunun oluşumunun piyasa güçlerine bırakılması halinde döviz kuru denge döviz kurunun altında veya

üstünde oluşamaz. Zira bir an için döviz kurunun denge döviz kuru olan F1 düzeyinin altında F2 düzeyinde olduğunu varsayarsak; söz konusu ülke malları dış ülkelerde pahalı olacağından ihracat azalacak, öte yandan yabancı mallar yerli mallara göre ucuzlayacak ve böylece ithalat artacak ve LN kadar döviz talep fazlası ortaya çıkacaktır.

Bu durumda dış ticaret bilançosu açık verirken, döviz kıtlığı nedeniyle döviz kuru F1 fiyatına kadar çıkacaktır.

Denge döviz kurunun F1 in üzerinde olması halinde ise, ihracat artarken ithalatın kısılması, dış ticaret bilançosunun fazla vermesi sonucunda döviz bolluğuna (döviz arz fazlasına) paralel olarak döviz kuru F1 düzeyine kadar gerileyecektir (bilgimerkezi.com).

## **2.4. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ**

Döviz fiyatlarının, yani döviz kurlarının belirlenmesine yönelik olarak, kullanılan sistemlere döviz kuru sistemleri adı verilmektedir. Döviz piyasasının işleyişi ve döviz kurlarının belirlenişi konusunda kimlerin ne ölçüde söz sahibi olduğu, (resmi otoriteler veya piyasa mekanizması) döviz kuru sistemlerini birbirlerinden ayıran temel özelliktir. Günümüze kadar uygulanmış olan ve halen de uygulanan çeşitli döviz kuru sistemleri bulunmaktadır. Bunlar "Sabit Döviz Kuru Sistemi" ve "Serbest veya Esnek Döviz Kuru Sistemi" olarak iki başlık etrafında toplanabilir. Ayrıca, sabit ve esnek kur sisteminin karışımından oluşan karma döviz kuru sistemleri de bulunmaktadır.

Farklı döviz kuru sistemlerinin bir yelpaze oluşturdukları düşünülürse bu yelpazenin bir ucunda serbest değişken veya dalgalı kur sistemi; diğer ucunda ise sabit kur sistemi yer alacaktır. Ancak bu iki sistem aşırı uygulamalardır, bunların arasında bir çok karma modeller bulunmaktadır. Uygulamada daha çok bu iki aşırı sistemin belirli özelliklerini içeren karma modellere rastlanmaktadır (Seyidoğlu, 2003:361).

### **2.4.1. Sabit Döviz Kuru**

Sabit döviz kuru rejimi, herhangi bir merkez bankasının parası ile ilgili olarak ilan ettiği bir merkezi yada başa baş değerini korumak için davranışta bulunduğu sistemdir. Sabit döviz kuru rejimi demek bir ülke parasının diğer ülke paralarına karşı sıkı sıkıya sabit olarak bağlanması değildir. Sabit kur sisteminde genellikle bir müdahale bandı belirlenir bir diğer deyişle bir merkez bankası sabit kurunu açıklamakla

ilan ettiği kurun altında ve üstünde belirlenen bir bandın dışına çıkılması durumunda döviz piyasasına müdahale eder (Parasız, 2003:479).

Sabit Döviz Kuru Sisteminde, ulusal paraların diğer ulusal paralarla değişim oranları, yani diğer dövizler cinsinden fiyatı resmi otoriteler tarafından belirtilir. Ve uluslararası dönemlerde belirlenen bu fiyatlar esas alınır. Döviz arz veya talebinde herhangi bir değişiklik olup olmaması, döviz kuru üzerinde etkili olmaz. Serbest bir döviz piyasasının mevcut olmadığı bir sistemde, döviz kurları sadece, gerek görüldüğü takdirde, hükümetler tarafından yükseltilir veya düşürülürler.

Sabit kur sisteminde döviz kurlarının istikrarı Merkez Bankasının Döviz Piyasasına Alıcı ve Satıcı olarak müdahalesi ile sağlanır. Bunun için Merkez Bankasının elinde yeteri kadar altın ve yabancı döviz stokunun (rezervinin) olması gerekir. Örneğin; döviz kurları yükselmeye başladığı zaman Merkez Bankası piyasaya döviz sürer. Tersine, döviz kurları düşmeye başladığı zaman Merkez Bankası tanzim satışları yaparak döviz kurlarını sabit tutar (Söyler, 2004).

Sabit döviz kuru sistemi adı verilen sistem İkinci Dünya Savaşının sonundan 1970'lerin başına kadar Batılı ülkelerde uygulanmıştır. 1945-1973 yılları arasında dünyada uygulanan bu sistem Bretton Woods Sistemi olarak bilinir. Bretton Woods sistemi, 1973 yılında sanayileşmiş ülkelerin döviz kurlarını dalgalanmaya bırakması ile yıkılmış; döviz kuru kontrollerinin terk edilip geçici olarak dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi ise süreklilik kazanmıştır (Öztürk ve Acaravcı, 2002-198).

Sabit döviz kuru sisteminin avantajlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- a) Kurlar sabit tutulabildiği sürece ekonomik birimlere geleceğe dönük planlama imkanı verir. Böylece yatırım ve ticaret hacmi genişler.
- b) Ücret ve fiyatlar beklenen kur artışına göre ayarlandığı için enflasyonu düşürmek daha kolaydır.
- c) Merkez bankaları döviz kurlarını kendi belirlediği seviyede tutabilir.

Bu üstünlüklerine rağmen sabit döviz kuru sisteminin bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlar:

- a) Döviz kuru sistemi para politikasına kısıtlar koymaktadır. Bu kısıtlar merkez bankası müdahalelerini zorunlu kılabilir.
- b) Merkez bankası ters taraflı sterilizasyon işlemleri yaparak piyasayı dengelemeye çalışır. Bunlar merkez bankalarına ek maliyetler getirir.

#### **2.4.2. Esnek Döviz Kuru**

Makroekonomik performansın belirlenmesinde en önemli değişkenlerden biri olarak kabul edilen döviz kuru, enflasyonun temel açıklayıcı değişkenleri arasında yer almaktadır. Son yıllarda yükselen piyasalarda aşırı değerli döviz kurunun yol açtığı para krizleri ve arkasından gelen ekonomik daralmalar döviz kuru politikalarının oluşturulmasında daha ihtiyatlı davranılmasını gerektirmiştir. Bu nedenle, 1990'lı yıllar boyunca, akademisyenler ve politika yapıcıları yükselen ekonomiler için alternatif döviz kuru rejimlerini tartışmışlar ve katı döviz kuru rejimini sürdürmek yerine, esnek döviz kuru rejimi ve enflasyon hedeflemesi ile uyumlu politikalar geliştirmişlerdir (Peker ve Görmüş, 2007).

Bir ekonomide nominal döviz kuru piyasada döviz arz ve talebi tarafından da belirlenebilir. Bu alternatif uygulamada döviz kuru döviz arz ve talebini eşitleyen düzeyde oluşur ve dolayısıyla da döviz arzı ve/veya döviz talebi değiştiğinde döviz kuruda değişir. Hükümetin - merkez bankasının döviz piyasasına hiçbir müdahalesinin olmadığı bu piyasaya esnek döviz kuru sistemi denir. Ancak gerçek hayatta esnek döviz kuru sistemi, merkez bankasının döviz piyasasına gerekli gördüğünde müdahale etmesi şeklinde uygulanır. Bu uygulamaya yönetilen döviz kuru – kirli döviz kuru sistemi denir (Ünsal, 2004:118).

Bu sistemde, döviz, fiyatları uluslararası piyasalarda belirlenir. Ülkede serbest bir döviz piyasası mevcuttur ve bu piyasada oluşan toplam döviz arz ve talebi döviz fiyatını belirlemektedir. Piyasa arz veya talebinde bir değişiklik olduğunda ise, döviz kurları piyasada oluşan yeni denge nedeniyle, otomatik olarak yeniden belirlenmektedir. Serbest değişken kur sistemlerinde teoride, hiçbir hükümet müdahalesi bulunmamaktadır. Ancak, uygulamada ise, hükümetler Merkez bankaları aracılığıyla, döviz piyasasına döviz arz ederek veya piyasadan döviz alımı yaparak, piyasanın arz ve talep dengesini değiştirmek yoluyla, döviz kurunun değişimi üzerinde etkili olabilirler.

Bu sistem, dalgalanma derecesine göre, serbest veya gözetimli dalgalanma olmak üzere ikiye ayrılabilir. Serbest dalgalanmada, döviz kuru hiçbir müdahale olmadan döviz arz ve talebine göre belirlenir. Gözetimli dalgalanmada ise, döviz piyasalarına kamu otoritelerince bazı dolaylı müdahaleler yapılabilmektedir.

Gözetim kapsamına göre iki tür dalgalanma söz konusudur:

- a) Temiz dalgalanma
- b) Kirli dalgalanma.

Temiz dalgalanma sisteminde, sadece, kısa süreli ve düzensiz dalgalanmaların ortadan kaldırılmasına yönelik olarak döviz kurlarına müdahale edilmektedir. Kirli dalgalanma sisteminde ise, döviz kurlarına müdahale, ülkenin rekabet gücünün artırılması amacıyla, gerektiğinde yapılmaktadır (Söyler, 2004).

Esnek döviz kuru sisteminin sağlamış olduğu avantajlar şunlardır:

- a) Döviz kuru piyasalarında beklenen arz ve talep değişimleri döviz kuruna yansır.
- b) Esnek döviz kuru sistemlerinde piyasada fiyat dengesizlikleri oluşmadığından spekülasyon hareketleriyle kar elde edilmez.
- c) Esnek döviz kurları içsel ve dışsal şoklara dayanıklı olduğundan yabancı sermaye hareketlerinin etkisine maruz kalmaz.
- d) Merkez bankaları bağımsız para politikaları uygulayabilirler.
- e) Merkez bankaları müdahaleleri en aza indirgenmiştir.

Esnek döviz kurunun sahip olduğu dezavantajlar ise aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- a) Ekonomideki karar alıcıların kararlarını almalarını zorlaştırır.
- b) Dış ülkelerdeki enflasyon kur yoluyla ülkeye ithal edilir.
- c) Geçici dönemsel dengesizlikler yanlış kaynak dağılımına yola açabilir.

- d) Açık pozisyonda çalışan kurumlar kur yükselmesinden olumsuz etkilenirler, buda istikrarsızlıklara yol açar.

Esnek döviz kuru politikasının, sabit döviz kuru politikasına göre görece daha güçlü olmasının nedeni ise bir politikanın diğerine tam olarak üstünlüğünden değil aktarım mekanizmalarının esnek döviz kurundaki işlerliğinin daha fazla olmasındandır. Şöyle ki esnek döviz kuru politikasında piyasanın temizlenmesi daha kolay ve otomatik şekilde gerçekleşmektedir. Bu durum da piyasa döviz kuru artış ve azalışlarına hiçbir dış etkene ihtiyaç duymadan tepki vermekte ve finansal kriz çıkma ihtimalini ortadan kaldırmaktadır. Ancak şu nokta unutulmamalıdır ki bu durumun tam olarak işleme için ekonomik istikrarın mükemmel çok yakın olması gerekmektedir.

Aksi halde, sermaye girişleri likiditeyi arttırdığı için, (aksi bir parasal politika yürütülmediği sürece) yurtiçi nominal faiz oranlarını düşürmekte ve bunun sonucu yurtiçi harcamalar artmaktadır. Dış ticarete konu olan mallara yönelen harcamalar, ticaret açığını arttırmakta, bu da sermaye girişinin sürmesine yardım etmektedir. Sermaye girişleri sebebiyle, istenmeyen kur değerlenmeleri ekonomide reel ve finansal sektörler arasındaki bekleyişlerde bir asimetri yaratmaktadır. Finansal piyasalar ile mal ve hizmet piyasalarındaki bu asimetri reel kurun aşırı değer kazanmasından doğan istikrar maliyetini arttıracaktır. Ayrıca, aşırı değerlenmiş kurun, sermaye kaybını da beraberinde getirip, yerli yatırım ve büyüme için gerekli kaynakların azalmasına yol açmasıdır (Kaya, 1998:35).

1980'lerden 1990'ların başına kadar ki dönemde dalgalı döviz kuru rejimi konusunda gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri üzerine bir çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar, piyasa tarafından belirlenen esnek döviz kuru sistemi üzerinde yoğunlaşmakta; ancak, merkez bankasının belli göstergelere göre belirlediği kontrollü dalgalanmaları içermemektedir.

Çok sayıda ülkenin ödemeler bilançosu problemlerini çözünceye kadar dalgalı döviz kuru rejimini sürdürdüğü görülmektedir. Bu ülkeler sonra da dalgalı döviz kurundan tam sabit döviz kuruna geçmişlerdir. Ancak, bu geçiş, uluslararası rezervlerin kabul edilebilir seviyeye ulaşmasından sonra gerçekleşmiştir.

### 2.4.3. Karma Sistemler

Sabit ve esnek kur sistemlerinin karışımından oluşan karma döviz kuru sistemleri; Döviz Kuru Bantları, Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi, Kayan Parite Sistemi, Optimum Para Sahası ve Döviz Kontrolleri başlıkları altında incelenebilir:

Döviz Kuru Bantlarının uygulandığı sistemde, öncelikle döviz kurunun serbestçe dalgalanmasına izin verilecek, bir alt ve üst sınır belirlenmektedir. Bu sınırlar içinde kalmak kaydıyla, döviz piyasasında, döviz kurunun döviz arz ve talebi tarafından belirlenmesine izin verilmektedir. Ancak, döviz kurunun izin verilen limitler dışına çıkması yani bant dışına taşması halinde, resmi müdahaleler yapılmaktadır.

Bu sistemin temel özelliği, kamu otoritelerinin döviz piyasalarına sürekli olarak müdahalede bulunmamasıdır.

Ayarlanabilir Kur Sisteminde de, döviz kuru bandı sisteminde olduğu gibi, döviz kurunun serbest olarak dalgalanabileceği bir döviz bandı tespit edilmektedir. Ancak, bu sistemde, döviz kuru bandı sisteminden farklı olarak belirlenen döviz kuru düzenli aralıklarla yeniden belirlenmektedir. Ödemeler bilançosu açıklarını gidermek için para devalüe, fazlalıkları gidermek için ise revalüe edilecektir.

Kayan Parite sisteminde ise, ayarlanabilir kur sistemine ilaveten, döviz kurları önceden ilan edilen miktarlarda veya sık sık belirlenen denge döviz kuruna ulaşılmaya kadar sürekli değiştirilmektedir. Bu sistemi uygulayan ülkelerde, döviz kurunda yapılacak değişikliklerin hangi miktar ve sıklıkla izin verileceği ve dalgalanmasına izin verilen bandın genişliği kamu otoritelerince belirlenmektedir (Söyler, 2004).

Döviz kuru rejimlerinin performansını tam olarak değerlendirmeyi zorlaştıran bir neden, ülkelerin istikrar programlarını uygulamaları esnasında sık sık bir döviz kuru rejiminden diğerine geçiş yapmalarıdır. Çıpa (anchor) politikalarına sahip olan ülkeler olarak tanımlanan Arjantin, Mısır, Honduras, Meksika ve Trinidad ve Tobago gibi çok sayıdaki gelişmekte olan ülke, evvela dalgalı ya da karma döviz kuru rejimini kabul etmişlerdir.

Döviz kuru sabitlemesinin benimsenmesi, para birimlerinin değerini yükseltmeleri için aşırı baskı altında bulunan ülkeler için gerçekte daha düşük değil daha yüksek enflasyon anlamına gelmektedir. Örneğin, borçların yeniden



yapılandırıldığı ve Körfez Savaşı sonrasında alınan dış yardım sayesinde aşırı sermaye girişinin yaşandığı Mısır, döviz kurunun yükselmesini engellemiştir. Bu ülkenin uyguladığı sıkı para politikası faiz oranlarını yükseltmiş ve sermaye girişlerinin sürmesinden dolayı enflasyon yükselmeye devam etmiştir. Mısır, başlangıçta dalgalı döviz kuru uygulamasına geçmiş ve 1991’de de döviz kurunu birleştirmiş; piyasa kaynaklı döviz kuru ayarlamasına geçmiş ve bunu sonraki dönemlerde döviz kurlarında istikrar takip etmiştir.

Bununla beraber, sabit sürünen kur, dalgalı kur kadar optimale yakın olarak görülmemiş olabilir. Dalgalı kur rejimi, sürekli bir enflasyon beklentisi yaratmaksızın döviz kurlarını hızla denge düzeyine götürecektir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik oldukça yüksek miktardaki sermaye girişleri ile kendini gösteren günümüz ekonomik koşullarında, döviz kuru politikası, güçlü ödemeler dengesine sahip olan ülkeler için bile önemlidir. Bu koşullarda döviz kurunun güçlü bir ülke parasına bağlanması ile düşük oranlı enflasyon arasında varolduğu düşünülen geleneksel bağın kırıldığı doğrudur. Piyasa kaynaklı döviz kuru değerlenmesine imkan sağlayan yeteri kadar esnek bir döviz kuru rejimi, enflasyonun düşürülmesine katkı sağlayabilir. Kapsamlı bir ekonomik program bağlamında dalgalı bir döviz kuru seçimi, karar alıcılara bir talep yönetim programının iç tutarsızlıklarını uzlaştırma olanağı sağlayacaktır. Döviz kuru ayarlamaları, emniyet supabı işlevi görebilir.

Alternatif olarak, dalgalı bir döviz kurunun benimsenmesi, hızlı yapısal ve kurumsal değişim döneminde, diğer göstergelerin değerlendirilmesinin çok zor olduğunun bir işareti şeklinde de yorumlanabilir. Sabit döviz kurunun benimsenmesi de para ve kredi büyüklüklerine yönelik program hedefleri hususundaki belirsizliğe bağlı olduğunun ve dolayısıyla diğer nominal çapa ihtiyacının işareti olarak görülebilir.

İstikrarlı bir döviz kuru, hem sabit hem de esnek döviz kuru rejiminin ortak amacıdır. Bununla beraber, tam sabit döviz kuru rejiminin uygulanması ile kısa dönem arz - talep baskılarını sezinleme yeteneği kaybedilebilir. Fiyatların hızla değiştiği ya da finansal piyasaların sığ olduğu durumlarda olduğu gibi eğer reel faiz oranlarını değerlendirmek zor ise, bu durum para politikasının işlemlerini karmaşık hale getirebilir (Öztürk, 2003:172).

## **2.5. KURLARI BELİRLEYEN FAKTÖRLER**

Bir ekonomide oluşan döviz kurunun ortaya çıkmasında etkili olan bazı faktörler bulunmaktadır. Bu unsurlar, ödemeler dengesi, enflasyon, faiz oranları ve politik istikrar gibi konular olmaktadır.

### **2.5.1. Ödemeler Dengesi**

Bir ülkenin ödemeler dengesi belirli bir zaman aralığında sözü geçen ülke ile diğer ülkeler arasında gerçekleşen her tür ekonomik işlemin kayıtlarını içerir. Sadece o ülke vatandaşlarını ilgilendiren ve ulusal para birimi üzerinden gerçekleştirilen işlemler ödemeler dengesi kapsamı dışındadır. Döviz kuru bir yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatıdır. Bu da söz konusu yabancı paranın arz ve talebine bağlıdır. O halde döviz arz ve talebi tam olarak belirlenebilse, döviz kurlarını da belirleme olanağı elde edilir. Geleneksel yöntemlere göre tüm döviz gelir ve gideri doğuran işlemler ödemeler bilançosuna kaydedilir. O halde genel ödemeler bilanço yada çeşitli ana bilançolara dayanılarak kur değişimleri yapılabilir.

### **2.5.2. Enflasyon Oranları**

Döviz alım-satımlarında kullanılan kurlar nominal kurlardır. Nominal kurların ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarını göz önüne alacak şekilde hesaplanmasından elde edilecek kurlar da reel kurlardır. Reel efektif kur kavramı, kurların, fiyat seviyesinin artışı oranında düşeceğini (ya da tersi) ve böylece iki para birimi arasındaki reel efektif kurun sabit kalacağını öngören, satınalma gücü paritesi teorisine dayalıdır. İki ülkenin zaman içinde enflasyon oranı ve kur değişimlerini izlersek, iki değişken arasında tam bir uyumun olabilmesi için nominal kurların iç ve dış fiyat farkı oranında değişmiş olması gereklidir. Bu durumda nominal kurlarla reel kurlar aynıdır. Bir ülkedeki daha yüksek enflasyona karşın, nominal kurlar bu ölçüde yükseltilmemişse, reel kur nominal kurdan daha düşük olacak ve ulusal para yapay olarak aşırı değerlenecektir. Eğer nominal kurlar enflasyon farkından daha fazla arttırılırsa reel kur nominal kurun üzerinde olacak ve ulusal para eksik değerlenecektir.

### **2.5.3. Faiz Oranları**

Genelleştirilmiş Fischer etkisine göre, reel faiz getirileri ülkeler arasında eşittir. Yani, bir para üzerinden beklenen reel faiz getirisi diğerinden yüksekse, mali fonlar

düşük reel faizde olan ülkeden yüksek faizde olana doğru kayar ve bu faaliyet iki ülke arasında reel faizler eşitleninceye kadar sürer.

#### **2.5.4. Politik İstikrar**

Olumsuz politik beklentiler bir paranın değerinin düşmesine neden olabilir. İstenmeyen politik değişimlerin olabileceği beklentisi kişilerde ve iş çevrelerinin ellerinde varlık olarak parayı tutmama eğilimine neden olacağından para arzı artar. Bu tür gelişmeler de paranın değerinde düşüşe yol açar. Diğer yandan politik istikrar beklentisi paranın değerini arttırır.

#### **2.5.5. Para İkamesi Modeli**

Yabancı para tutmanın serbest ve yasal olduğu ülkelerde ithalatçılar, ihracatçılar, bankalar, spekülâtörler, kişiler vb. portföy yönetenler çeşitli dövizler ve ulusal paradan oluşan yatırım portföyleri oluştururlar. Bunu, ortaya çıkan ekonomik gelişmelere bağlı olan çeşitli para birimlerinin riskini ve getirisini göz önünde bulundurarak yaparlar (Söyler, 2004).

### **2.6. DÖVİZ KURU REJİMİNİ BELİRLEYEN ETKENLER**

Döviz kuru rejimlerinin niteliğini belirleyen temel unsur döviz kurunun serbestçe dalgalanmasının mümkün olup olamayacağıdır. Diğer taraftan, döviz kuru rejimleri sınıflandırılırken, resmi döviz kuru ile fiili döviz kuru arasında ortaya çıkan farklılıklar güçlükler yaratmaktadır.

Döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılmasında en iyi yöntemi belirleyen etkenler;

- a)Kurların önceden belirlenip belirlenmediği,
- b)Merkez bankasının müdahale politikalarının varlığıdır.

Merkez bankası, herhangi bir hedef olmaksızın ve haber vermeksizin döviz piyasasına müdahale ediyorsa, bu durumda dalgalı veya esnek kurlardan söz edilebilir. Ancak, dalgalı kurların kendi içlerinde değişik alt başlıklarda sınıflandırıldığını gözden uzak tutmamak gerekir. Önceden belirlenmiş ve ilan edilmiş bir parite çerçevesinde kurumsal ve yasal yükümlülükler söz konusu ise, bu durumda sabit kurlardan söz edilir.

Bu doğrultuda en katı rejim olan para kurulundan serbest dalgalanmaya kadar sekiz döviz kuru rejiminden söz edilmektedir. Söz konusu bu rejimler;

- a) Yasal (ulusal) parası olmayan ölkelerdeki kur düzenlemeleri
- b) Para kurulu düzenlemeleri
- c) Diğer geleneksel sabit parite düzenlemeleri
- d) Yatay bantlar içinde dalgalanan sabit kur
- e) Sürünen pariteler
- f) Kur değişmelerinin önceden belirlenmediği yönetimli dalgalanma
- g) Bağımsız Dalgalanma

olarak sınıflandırılabilir (IMF, 2006:145-146).

Döviz kuru rejimlerinin tanımlanmasındaki güçlükler çeşitli yönlerden ortaya çıkmaktadır. Burada karşımıza çıkan en önemli sorun ölkelerin resmi ve fiili döviz kurları arasındaki farklılıktır.

Ölke ekonomilerinin büyüklüğü, yaşanan iktisadi krizlerin içsel veya dışsal nedeni olması, iktisadi hedeflerin belirlendiği yönler, örneğin kur istikrarı veya bağımsız bir para politikası altında enflasyon hedeflemesi ya da fiyat istikrarına odaklanmış politika seçenekleri ile imkansızlık üçgeni, iki kutuplu görüş, dalgalanma korkusu ve optimal para alanı unsurları kur tercihlerini belirlemektedir.

Kur tercihinde bulunan ölke ekonomileri açısından hem sabit hem de esnek döviz kurlarının farklı avantajları söz konusu olabilmektedir. Döviz kurunu sabitlemenin iki avantajı, döviz kuru riskini azaltmak ve para politikası için güvenilir bir nominal çıpa sağlamaktır. Esnek ya da dalgalı kurun avantajı bağımsız bir para politikası sürdürebilme yeteneğidir. Bu nedenle, dalgalı döviz kurunu seçen ölke uygulayacağı para politikasına karar vermek zorundadır.

Bunlar nominal çıpa, enflasyon hedeflemesi, belirli parasal büyüklüklerin gösterge şeklinde seçilmesi ile IMF destekli para politikaları biçiminde ortaya çıkmaktadır.

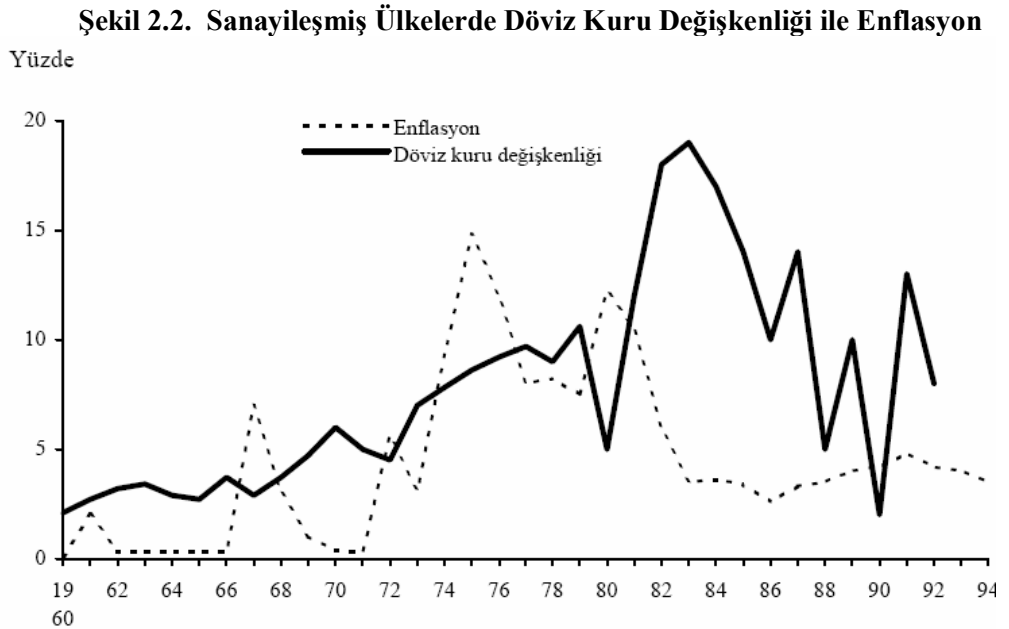
Tercihler veya çözümlenmeler arasındaki avantaj ile dezavantajları yaratan unsurlar genel olarak;

- a) Optimum döviz kuru rejimi tercihinin ilgili ülkenin ve zamanın koşullarına bağlı olması,
- b) Sermaye akımlarının büyüklüğü,
- c) Optimum para alanı veya coğrafik alan şeklinde sıralanabilir (Altay, 2007).

## 2.7. DÖVİZ KURUNDAKİ DEĞİŞKENLİK VE ENFLASYON

Döviz kurunda ortaya çıkan değişimler, ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre enflasyon üzerinde farklı etkiler ortaya çıkarmaktadır.

Grafik 1’de sanayileşmiş ülkelerde meydana gelen döviz kuru oynaklığı ve enflasyon oranları arasındaki ilişki gösterilmektedir.



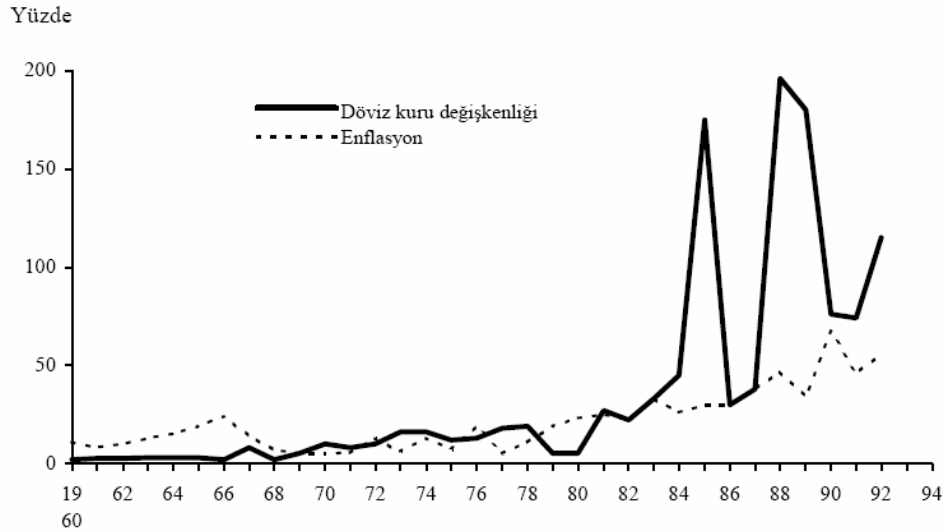
Kaynak: IMF, International Financial Statistics and World Economic, Outlook, Çeşitli Sayılar.

Grafik 1’de görüldüğü gibi, sanayileşmiş ülkelerde döviz kurları değişkenliğini genelde yükselen enflasyon izlemiştir.

Sabit döviz kuru rejimlerinin yaygın uygulama alanı bulması ve ertelenmiş döviz kuru ayarlamaları nedeniyle 1960'lar ile 1980'lerin başlarındaki dönemlerin büyük bir kısmında döviz kuru değişkenliği enflasyondan daha düşüktü. Enflasyon yavaş yavaş yükseliş trendini sürdürmesine karşın, döviz kuru değişkenliği 1984'ten bu tarafa hızlı bir yükseliş trendi sergilemiştir. Bu yüzden, 1980'lerin büyük ölçekli döviz kuru ayarlamalarına karşı enflasyonun pek fazla duyarlı olduğu görülmektedir. Bunun nedenleri, muhtemelen piyasa kaynaklı devalüasyonların ve çok sayıda gelişmekte olan ülkede döviz kuru rejimi değişikliklerinin ortaya koyduğu dışa yansımaya eşitsizliklerde bulunabilir.

Grafik 2'de ise gelişmekte olan ülkelere meydana gelen döviz kuru oynaklığı ve enflasyon oranları arasındaki ilişki görülmektedir.

### Şekil 2.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ve Enflasyon



Kaynak: IMF, International Financial Statistics and World Economic, Outlook, Çeşitli Sayılar.

Genel olarak, seriler her iki ülke grubu için döviz kuru değişkenliğinin enflasyonu gecikmeli olarak takip ettiğini göstermekte ve döviz kuru rejimlerinin enflasyona neden olmadığını ima etmektedir.

Döviz kurunun yükselmesi ulusal paranın değer kayıplarını arttırdığı için enflasyonu körüklemektedir. Artan fiyatlar piyasa karından pay almak isteyen yatırımcıları üretime teşvik edecektir. Oysa küçük yatırımcı artan hammadde fiyatları karşısında piyasada tutunamayacak ve çekilecektir. Bu durum da kazançlı olan yabancı

yatırımcı ve yerli güçlü yatırımcıdır. Uzun vadede bebek endüstrilerin korunmayarak bu şekilde yitilmesi ülke milli gelirini azaltıcı etki doğurur.

## 2.8. DEVALÜASYON

Ülkeler Ödemeler Dengesi'nin ve bunun bir parçası olan Dış Ticaret Bilançosu'nun döviz rezervlerini tüketmesi ve dış itibarı düşürmesi bakımından dengede olmasını arzularlar. Bu dengenin sağlanması için de ülkeler genellikle “harcama değiştirici” ve “harcama kaydırıcı” politikalara başvururlar. Harcama kaydırıcı politikalardan biri olan devalüasyon ile ödemeler dengesi açık veren ülkeler, harcamalarını yurtdışından yurtiçine kaydırarak dış dengeyi sağlamaya çalışırlar (Saatçioğlu, mimeo).

Sözlük manası kıymetten düşme anlamında olan devalüasyonun iktisadi manası ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin düşürülmesi veya aynı anlama gelmek üzere döviz kurunun yükseltilmesidir.

Bir ulusal paranın başka bir ulusal para karşısında belirlenen fiyatı yani döviz kuru, gerçek değerinden daha fazla olarak belirlenmişse, burada yabancı paranın, o ülkedeki satın alma gücü düşeceğinden, o ülkelere mal satmak zorlaşacak ve ihracat azalacak belki de hiç yapılamayacak, bunun aksine ise ithalat ucuzlayacaktır. Bu duruma ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesi denilmektedir. Aşırı değerlenmenin getirdiği olumsuzluklardan kurtulabilmek için, paranın dış değerinin düşürülmesi gerekmektedir. Paranın dış değerinin, aniden ve iradi bir şekilde, hükümetler tarafından düşürülebilmesi için kullanılan döviz kuru politikasına devalüasyon adı verilir. Ancak, iç piyasada oluşan enflasyon sonucu, ulusal paranın alım gücünün ve dolayısıyla değerinin düşmesi ve bunun sonucunda yabancı paraların alım gücünün yükselmesi ise iradi bir durum olmadığından devalüasyon olarak kabul edilmemektedir (Söyler, 2004).

Devalüasyon özellikle sabit kur sistemi için geçerlidir. Bu sistemde yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değeri hükümet tarafından belirlenir ve devalüasyonda hükümet kararıyla ve aniden yapılır.

Esnek kur sisteminde ise döviz piyasası üzerinde hükümet müdahalesi ya yoktur ya da en aza indirilmiş olup kurlar arz ve talebe göre kendiliğinden değişir.

Sabit kur sistemi için kullanılan Devalüasyon terimine esnek kur sisteminde, piyasa güçlerinin işleyişi ile döviz kurundaki yükselmeyle ulusal paranın değer kaybetmesi denir. Bununla birlikte her iki sistemde de kurlardaki değişmelerin etkileri aynıdır.

Devalüasyon, dış ticaret politikasının bir aracı olarak ihracat arttırmak ve ithalatı kısmak için uygulanacağı gibi enflasyon nedeniyle oluşan iç ve dış fiyat seviyesi farkını ve dolayısıyla ödemeler dengesi açığını kapatmakta da kullanılır.

Devalüasyon sonucu yerli paranın yabancı paralar karşısında değerinin düşmesi ithal mallarının fiyatını artırır ve talep azalması yoluyla ithalatı kısar. Bu sırada ihraç mallarının fiyatı ise düşer ve yurtdışı talebin de artmasıyla ihracat artar. Böylece ithal giderlerinin azalıp ihraç gelirlerinin artması ile dış açık kapanır.

Hükümetleri devalüasyon yapmaya iten diğer önemli bir neden ise enflasyondur. Enflasyon sonucu fiyatların artması yerli ürünlerin pahalalanması demektir. Eğer döviz kuru sabit tutulursa ihraç malları pahalalanacak ve ihracat azalacak bunun yanında ithal malları ise ucuzlayacak ve ithalat artacaktır. Bu durumda ödemeler dengesi açığı da büyüyecektir. İşte devalüasyon yoluyla buna engel olunmaya çalışılır.

Kısaca Devalüasyonun iki önemli özelliği vardır. Birincisi ödemeler dengesini kapatmak için başvurulabilecek en genel uygulamadır. İkincisi ise fiyat mekanizmasına en az müdahaleyi gerektiren bir uygulamadır.

Yukarıdaki durumun aksine, bir ulusal paranın başka bir ulusal para karşısında belirlenen fiyatı yani döviz kuru, gerçek değerinden daha düşük olarak belirlenmişse, burada yabancı paranın, o ülkedeki satın alma gücü artacağından, o ülkelere mal satmak kolaylaşacak ve ihracat artacak ama diğer taraftan ülkenin parasının alım gücü düşük olacağından ise, ithalat azalacak ve belki de hiç yapılamayacaktır. Bu duruma da, ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerinin düşük olması denilmektedir. Böyle bir durumda, paranın dış değerinin yükseltilmesi için kullanılacak olan döviz kuru politikasına ise revalüasyon adı verilmektedir.

Ülkeler ihracatlarını artırarak, ithalatlarını azaltıp, ödemeler bilançosu açıklarını kapatabilmek için paralarının değerlerini bilinçli olarak, dış paralar karşısında düşük tutarlar. Ulusal paranın dış paralara göre değerini düşük olarak belirlenmesi, sabit kur sistemlerinde, hükümetler tarafından yapılır. Serbest kur sistemlerinde ise, devlet, döviz



piyasasından sürekli döviz alımı yaparak veya yabancı ülkelere sermaye akışı olmasına izin vererek ulusal paranın değerinin düşük olmasını sağlar (Söyler, 2004).

Devalüasyonun ulusal para cinsinden ülkeye ithal edilen malların fiyatlarının yükselterek yurtiçi taleplerini azaltması neticesinde ülkenin döviz giderleri azalır. “Döviz tasarrufu sağlayıcı etki” olarak adlandırılan bu durumda belli bir orandaki devalüasyonun ne ölçüde döviz tasarrufu sağlayacağı ithal mallarında meydana gelen fiyat artışlarının halkın bu malların talebini ne oranda kısacağına yani ithal mallarının yurtiçi talep elastikiyetine bağlıdır. İthal malının yurtiçi talep elastikiyeti yani insanların ithal mallarının fiyatlarındaki artışa duyarlılığı ne kadar yüksekse devalüasyonun ithalatı kısıcı etkisi de o kadar yüksek olacaktır.

Devalüasyonun ihraç edilen malların fiyatlarını yabancı para cinsinden ucuzlatarak ihraç mallarının yurtdışı talebini arttırması sonucunda ülkenin döviz gelirleri artar. “Döviz kazandırıcı etki” olarak adlandırılan bu durumda belli bir oranda devalüasyonun ne ölçüde döviz kazandıracığı ihraç edilen malların yurtdışı talep elastikiyetine bağlıdır. İhraç malının yurtdışı talep elastikiyeti ne kadar yüksekse devalüasyonun ihracatı arttırıcı etkisi o kadar yüksek olacaktır.

Devalüasyon sonucu ihracatın artması ve ithalatın azalması ülkenin ihracat ve ithalata rakip alanlarda üretimin yükselmesine neden olur. Bu durum ise çarpan mekanizmasıyla tüm ekonomiye yayılarak eğer atıl kapasite varsa tam kapasiteye ulaşmaya kadar milli geliri bu sınır aşıldıktan sonra ise fiyatlar genel düzeyini yani enflasyonu yükseltir. Devalüasyon sonrası fiyatlar genel düzeyindeki artışın sebebi maliyetlerdeki yükselme de olabilir. Eğer ülkenin ithal ettiği malların büyük bir kısmı yatırım malları ve üretimde kullanılan girdilerden oluşuyorsa, devalüasyon yatırım karlılığını azaltarak üretim maliyetlerini yükseltir. Diğer taraftan devalüasyon sonrasında ithal mal fiyatlarındaki artış, hammadde ithal ediliyorsa üretim maliyetlerine anında yansırken, ara mal, makine, teçhizat ithal ediliyorsa fiyat artışları amortisman yoluyla ve yıllara bölünerek yansıtacağından maliyetleri hemen etkilemez. Yani hammadde ithal eden ülkelerin yaptığı devalüasyonun maliyetleri arttırıcı etkisinin daha hızlı gözleneceği söylenebilir. Ayrıca devalüasyon sonucu ortaya çıkan fiyat artışları ücretlerin arttırılması yönünden bir baskı unsuru oluşturarak da maliyetleri yükseltebilir. Bu nedenlerden dolayı devalüasyonun başarılı olabilmesi için ardından hemen para ve maliye politikalarından oluşan anti-enflasyonist politikaların uygulanması gerekir.

Devalüasyonun ithalatın yerli para cinsinden değerini arttırması, toplanan gümrük vergisi gelirin de artmasına neden olur. Devalüasyonun bütçe üzerindeki bu olumlu olan etkisinin yanında dış borçlar yoluyla olumsuz bir etkisi de vardır. Bütçede dış borçlar yerli para cinsinden gösterilir. Devalüasyon olduğunda dış borçların yerli para karşılığının artması ile o yıl ödenecek dış borçlar nedeniyle bütçenin gider kısmı da artar, bu da bütçe açığının büyümesine neden olur. Bu açık vergilerle karşılanırsa sorun çıkmaz ama para basılması yoluyla karşılanırsa sonuç enflasyondur.

Devalüasyon öncesinde döviz kurlarının artacağı beklentisi varsa insanlar resmi piyasada döviz bozdurmaz ve bir karaborsa piyasası oluşur. Beklenti derecesinde dövizin karaborsa fiyatı ile resmi kur fiyatı arasında oluşan fark, devalüasyon yapılıncaya kadar kapanır. Böylece resmi piyasaya akan döviz miktarı artarken, ödemeler dengesi açığı kapanır.

Ayrıca aşırı değerlenmiş bir resmi kur yabancı dövizlerin iç ekonomide satın alma gücünü düşürüp, ülkeye döviz getirerek yatırım yapma isteklerini olumsuz etkilediği için, devalüasyon sonucunda işçi dövizlerinin de resmi kanallara dönmesiyle birlikte ülkeye giren yabancı sermaye ve işçi döviz miktarında da artış olurken dış denge de sağlanmış olur.

Devalüasyon sonucu ihraç edilen malların döviz cinsinden değeri düşünce dış ticaret haddi ülke aleyhine değişir. Ülke artık aynı miktarda döviz elde etmek için daha fazla mal satmak zorundadır. Dünya ticaretinde payları fazla olmayan küçük ülkeler bu durumdan yararlanarak ihracatlarını arttırabilirler. Bunların ihracatlarını arttırması diğer ülkeleri etkilemezken dünya ticaretinde önemli bir paya sahip olan büyük ülkenin devalüasyon yaparak ithalatını azaltması, diğer ülkelerin ihracatını azaltır. Bu da diğer ülkelerin devalüasyon yapmasına neden olur ve zincirleme devalüasyonlar neticesinde dış ticaret hadleri yine başlangıç seviyesine geri döner. Bu yüzden devalüasyon büyük ülkelere pek faydalı olmaz (Saatçioğlu, mimeo).

## **2.9. DÖVİZ KURU VE DIŞ TİCARET İLİŞKİSİ**

Ödemeler bilançosu açıklarını giderici mekanizmalar arasında yer alan döviz kuru politikasının etkinliği konusu,

a) Nominal kur değişiminin nispi fiyat etkisi yaratacak şekilde reel döviz kurunu etkilemek noktasında sahip olduğu başarı ile,

b) Gerçekleşen reel kur değişimine karşılık olarak, dış ticaret akımlarının hacim (miktar) etkileri oluşturacak şekilde yeterli duyarlılığı göstermesi konusunda sahip olduğu başarı biçiminde, birbirinden ayrıştırılarak ele alınmaktadır.

Bu çerçevede nispi fiyat etkisi, döviz kuru değişimlerinin yurtiçi (ulusal para birimi cinsinden) ithalat ve yurtdışı (döviz cinsinden) ihracat fiyatlarına geçiş derecesini ifade eden yansıma ya da geçiş etkisi kavramıyla açıklanmakta ve nominal döviz kurundaki bir birimlik değişimin, ilgili fiyatlarda yol açtığı değişim yüzdesi olarak, bir esneklik katsayısı biçiminde ölçülmektedir.

Nominal kur değişimlerinin ithalat fiyatlarına geçişi, yurtiçi fiyat düzeyinin kur değişimlerine gösterdiği duyarlılığı ortaya koyarak, optimal para politikasının belirlenmesi ve özellikle enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yapılacak enflasyon tahminlerinin başarısı açısından, döviz kurunun rolüne ilişkin son derece değerli bir bilgi sunmaktadır. Döviz kuru değişimlerinin fiyatlara geçiş hızı ile büyüklüğünün belirlenmesi, gelecekteki enflasyon oranının tahmin başarısı kadar, para politikası aktarım mekanizmasının en doğru şekilde değerlendirilebilmesi için de gereklidir.

Dolayısıyla konunun para politikası açısından taşıdığı önem, nominal döviz kurunun öncelikle yurtiçi ithalat fiyatlarına ve ardından yurtiçi fiyat endekslerine yansımaları noktasında ortaya çıkmakta ve döviz kuru enflasyon bağlantısı çerçevesinde incelenmektedir. Bu yüzden ithalat fiyatlarına yönelik geçiş etkisinin, ihracat fiyatlarına yönelik etkiye kıyasla, çok daha geniş bir ilgi alanı bulduğu görülmektedir.

Döviz kurunun yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisi, ithalat fiyatları üzerindeki etkiden farklılık göstermektedir. Öncelikle, yurtiçi fiyat endeksleri, ithal edilen nihai mallar ve ara mallarına ilave olarak bir yurtiçi katma değer içeriğine sahiptirler. İkinci olarak, perakende mal ve hizmetler ithal edilen mallara kıyasla daha fazla ikame olanağına sahip olmakta ve dolayısıyla daha şiddetli bir rekabetle karşılaşmaktadırlar. Üçüncü olarak, yurtiçi fiyat endekslerinin ekonominin üretim hacmindeki dalgalanmalardan daha fazla etkilenmeleri söz konusudur. Son olarak, ekonomide uygulanan para politikası rejimi önem taşımakta, özellikle katı bir enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerde, yurtiçi fiyatlara yönelik yansıma derecesi asgari düzeyde kalabilmektedir.

Enflasyon hedefleri ile Merkez Bankasının enflasyon hedeflerinin elde edileceğine ilişkin taahhüdü, ekonomide beklentileri koordine eden önemli bir unsur olarak çalışmakta ve böylece daha istikrarlı bir enflasyon hikayesi yaratılabilmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminde, enflasyonun kalıcılık (atalet) derecesinde görece süratli bir azalmanın gerçekleşmesi mümkün olmakta ve bu durum, yurtiçi fiyatlara yönelik yansıma oranındaki azalmaya katkı sağlayan başlıca unsur olarak dikkat çekmektedir (Aldemir, 2007:57).

Maliyetlerdeki değişimlerin fiyatlara yansıtılmasının ise talep koşulları ve enflasyon dinamiklerine bağlı olarak işleyen aşamalı bir süreç olduğu belirtilmelidir. Üretim sürecinde kullanılan ithal girdi yoğunluğu ve dolayısıyla ithal girdilerin toplam üretim maliyetleri içindeki payı, yurtiçi fiyat düzeyi üzerinde maliyet itişli bir etki yaratarak yüksekliği ölçüsünde artan bir öneme sahip olmakla birlikte, nihai etkisi “ekonomideki talep koşullarına ve enflasyon dinamiklerine bağlı olarak” gecikmeli bir biçimde ortaya çıkmaktadır.

Bu yüzden, cari dönemde (kur değişimine bağlı olarak ortaya çıkan) maliyet değişimi nedeniyle, fiyatlarda düşük (yüksek) düzeyde bir değişimin ortaya çıkması halinde, bir sonraki dönemde de kurun maliyetler üzerinde yarattığı etki dolayısıyla ani ve önemli bir fiyat artışı (belirgin bir fiyat düşüşü) gerçekleşmeyebilir.

Firmalar, ekonomik durgunluğun ve toplam talepte daralmanın yaşandığı dönemlerde, kur hareketlerinden kaynaklanan maliyet artışlarını ürün fiyatlarına yansıtarak satışlarını daha da olumsuz etkilemek yerine, kar marjlarını azaltmak yoluyla, fiyatlarını değiştirmemeyi yada sınırlı ölçüde değiştirmeyi tercih edebilirler. Talep koşulları dışında, geçiş etkisinin hızını ve derecesini belirleyen bir diğer önemli faktör de yurtiçi piyasadaki fiyat belirleyici çevrelerin kısa ve orta döneme ilişkin döviz kuru beklentileridir. Bu çerçevede firmalar, kur değişiminin geçici olacağı yönünde bir öngörüye sahip bulunuyorlarsa, fiyatlarını kur değişimine göre ayarlama gereği duymayacaklar, ancak kur değişiminin kalıcı olacağı tahmin ediliyorsa, ürün fiyatlarının mevcut talep koşulları değerlendirilerek değiştirilmesi söz konusu olacaktır.

Yurtiçi piyasanın rekabetçi yapısı, döviz kuru - enflasyon ilişkisini dolaylı etki çerçevesinde belirleyen bir diğer önemli faktördür. Oligopolistik koşulların hakim olduğu bir ekonomide faaliyet gösteren firmalar, ürün fiyatlarında artış (düşüş) yaratan bir etkiye sahip olan döviz kuru değişimlerinin görece büyük (küçük) bir bölümünü

fiyatlarına yansıtmayı tercih edebileceklerdir. Oligopolistik piyasa koşullarında görece yüksek düzeyde gerçekleşen endüstri yoğunlaşması dolayısıyla, kar marjları da görece yüksek düzeyde belirlenebilmekte ve bu durum, firmaların yansıma derecesinin belirlenmesinde söz sahibi olabilmelerine imkan vermektedir (Aldemir, 2007:55).

Görüldüğü gibi döviz kurunun aşırı artışı sürekli olarak enflasyonu artırıcı etki yapmaktadır. Ulusal paranın değer kaybı uluslar arası rekabet gücünü arttırarak ihracat miktarımızı arttırabilir ama bunun içinde gerekli ön şart hammaddenin ülke sınırları içerisinde karşılanması veya ihracatı yapılan malların hammaddelerinin yarı mamul olarak yurtdışından alınmamasına bağlıdır.

Döviz kurlarında oynaklık, döviz kuruna göre düzenlenmiş dış satışların değerini daha az öngörülebilir kılabılır, böylece yerli firmaları uluslararası ticarete yönelmekten vazgeçirebilir. Uluslararası ticaretten elde edilen kârlar beklenmeyen döviz kuru değişimleri durumunda azalacağından; geleneksel ticaret modelleri, riskten çekinen ihracatçıların, artan döviz kuru belirsizliğine bir yanıt olarak, ticaret hacimlerini düşürebileceklerini varsayar (Kasman, 2003:170).

## **2.10. DIŞ TİCARET HADDİNİN DÖVİZ KURUNA ETKİLERİ**

Dış ticaret haddinin reel döviz kurunu etkileyebileceği birçok kanal bulunmaktadır:

Eğer ticari malların tüketiminde yerli mallara yönelik bir eğilim varsa dış ticaret haddi, reel döviz kuru üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olacaktır. Eğer bir ülkenin kendi ihraç malları; o ülkenin yerli mallarının yer aldığı tüketim sepetinde, yabancı malların yer aldığı tüketim sepetinden daha fazla bir ağırlığa sahipse, yerli malların ihracatının oransal fiyatındaki bir artış, iç tüketimin oransal fiyat düzeyinde bir yükselişe dönüşür.

Dış ticaret haddi reel döviz kurunu bir refah etkisi vasıtasıyla da etkileyebilir. Şöyle ki; dış ticaret haddindeki bir iyileşme, yani ülkenin lehine bir değişme; ülke içi gelirlerin reel değerini artırarak ülke içi çıktıdaki artışa eşdeğer bir etkiye sahip olur. Dış ticaretteki bir iyileşme, ülke içi üretimdeki daha yüksek marjinal gelire tepki olarak ülkedeki çıktı düzeyini yükseltmesi durumunda, bu iyileşme ileride daha da artacaktır.

Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

İlk olarak net ihracattaki bir artış; dış ticaret haddinde içerden kaynaklanan (endojen) bir bozulmaya (değer kaybına) yol açabilir. Ancak böyle bir etki, uluslararası piyasalarda önemli pazar gücüne (payına) sahip olan büyük ülkeleri daha çok ilgilendirmektedir.

İkinci olarak işgücü ve sermaye gibi mobil üretim faktörlerinin, dış ticaret dengesinde pozitif bir fazlalık elde etmek için dış ticarete konu mal üreten sektörlere kaydırılması zorunlu olabilir. Bu; kaynakların yeniden tahsisini teşvik etmek için, dış ticarete konu olmayan mallara göre, dış ticarete konu olan malların nispi fiyatında bir artışı (iyileşmeyi), bir başka ifade ile ticari olmayan malların reel değer kaybını gerektirebilir.

cnc olarak dışa yönelik bir transfer, yurtiçi geliri yurtiçi çıktının altına düşürerek negatif bir refah etkisi meydana getirebilir. Bunun da yine tekrar nispi çıktı düzeyi üzerinde, gerilemeye neden olan bir etki meydana getirmesi ve reel değer kaybına yol aması beklenebilir.

Dördüncü olarak reel döviz kurunun gelecekte reel değerinin artışına yol açarak, mali açıdan kısıtlı ekonomilerde tüketim ve yatırımlara yönelik kredinin tavanını yükseltebilir.

Son olarak para arzının döviz kuru üzerindeki etkisinden söz edilebilir. Döviz kurunun esnek olduğu bir ortamda para arzındaki bir genişleme, döviz kurunda değer kaybına yol açmaktadır (şimşek, 2004:6).

Kur ayarlamaları sonucu ihracat veya ithalat sektörleri lehine gelişen fiyat avantajından kimlerin ne lde yararlandığı, kur politikasının dış ticaret dengesi üzerinde beklenen olumlu etkisini gösterebilmesi açısından üzerinde önemle durulması gereken bir konudur.

Dış ticaret dengesini iyileştirmek amacıyla düşük değerlenmiş kur politikası izlenen dönemlerde yabancı para birimi ile ifade edilen ithalat fiyatlarının düşmesi bu politikanın ithalat üzerindeki olumsuz etkilerini ihracat fiyatlarının düşmesi de ihracat üzerindeki olumlu etkilerini azaltacaktır. Böylece, düşük değerlenme ile ihracat açısından sağlanan fiyat avantajının bir kısmı ya da tamamı tekrar kaybedilirken, ithalat

acısından ise dış piyasalar tarafından kaybedilen fiyat avantajının bir kısmı ya da tamamı tekrar kazanılacaktır.

Aşırı değerlenmiş kur politikası izlenen dönemlerde yabancı para birimi ile ifade edilen ithalat fiyatlarının yükselmesi bu politikanın ithalat üzerindeki olumlu etkilerini ihracat fiyatlarının yükselmesi de ihracat üzerindeki olumsuz etkilerini azaltacaktır. Böylece, aşırı değerlenme ile ihracat açısından kaybedilen fiyat avantajının bir kısmı ya da tamamı tekrar kazanılırken, ithalat açısından ise sağlanan fiyat avantajının bir kısmı ya da tamamı tekrar kaybedilecektir.

Düşük değerlenmenin olduğu dönemde ihracat ve/veya ithalat fiyatlarının düşmesi, aşırı değerlenmenin olduğu dönemde ise, ithalat ve/veya ihracat fiyatlarının yükselmesi, kısaca reel döviz kurları ve dış ticaret hadleri arasında ters yönlü nedensel bir ilişkinin olup olmaması durumu, kur politikasının dış ticaretin karlılığı üzerinde beklenen net etkisini gösterebilmesi bakımından oldukça önemlidir (Zengin, mimeo:29).

## **BÖLÜM 3: TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI**

### **3.1. DÖVİZ KURU HAREKETLERİNİN EKONOMİYE ETKİLERİ**

Döviz kurlarındaki hareketin piyasaya etkisi konusunda da iki farklı görüş vardır. İlk görüşe göre, döviz kuru belirsizliği, piyasa elemanlarının kur belirsizliğinin olumsuz etkilerini en aza indirmek için piyasadaki etkinliklerini azaltmalarına yol açar. Öngörülemeyen kur değişiklikleri kârların azalması yoluyla ticaret hacmi üzerinde olumsuz etki yapar. Kurun hareketliliği arttığında ihracatçının riski artacaktır.

Diğer görüşe göre ise, iç ve dış ticaretin firmalar için bir seçenek olduğudur. Bu görüşe göre, firma piyasaya giriş (çıkış) maliyetlerini yabancı bir piyasadan çıkış (giriş) kayıplarıyla (kârlarını) karşılayacaktır. Uluslararası ticarete görece dezavantajları olan firmalar döviz kuru hareketliliğinden fayda sağlarlar. Çünkü ihracattan beklenen nakit akımları giriş-çıkış maliyetlerinden daha fazla artar. Bu yüzden ticaret hacmi, kurlardaki hareketlilik sebebiyle artabilecektir.

Türkiye açısından birinci görüş daha anlamlı görünmektedir. Çünkü ülkemizdeki firmalar genellikle ya yurt içi için ya da yurt dışı için üretirler. Bazı üreticilerin üretimleri iç ve dış piyasalardaki gelişmelere karşı duyarlı değildir. Örneğin dış piyasalarda yaşanan bir talep azalması sonucunda üretim iç piyasaya yönelmemektedir. Yani söz konusu üreticiler için, ihracat bir seçenek değildir. Piyasalara giriş-çıkış maliyetleri ile ihracat gelirlerini karşılaştırmaları mümkün değildir. Bu yüzden döviz kurlarındaki belirsizlik ihracat açısından olumsuz bir etki yapar.

Döviz kuru politikasının istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesi, reel kurun takip edilmesini gerektirmektedir. Türkiye’de çeşitli kurumlarda hesaplanan reel kur endeksleri farklılık göstermektedir. Bunun başlıca sebebi hesaplamalarda dikkate alınan dövizlerin, farklı ağırlıklara sahip olmasıdır.



## 3.2. TÜRKİYE EKONOMİSİ VE KUR POLİTİKALARI

2.Dünya Savaşının bitmesi ve tüm dünyada liberal politikaların etkin olmaya başlamasıyla birlikte Türkiye'de de bazı değişiklikler olmaya başlamıştır. Çok partili sisteme geçişle birlikte başlayan liberal akım, 1945-1950 yılları arasında, Türk ekonomisinde devlet müdahaleciliğinin belirli sınırlar içinde tutulması ve daha liberal bir ekonomi uygulanması yolundaki girişimleri ön plana çıkarmıştır.

1946 yılında yapılan devalüasyon ile TL'nin değeri yüzde 53,6 oranında düşürülerek 1 Amerikan Dolar karşılığı 2,80 TL olarak kur sabitlenmiştir. Bu dönemde yapılan devalüasyonun nedeni, savaş sonrası uluslararası fiyat düzeylerine ve yeni ekonomi politikalarına uyum sağlayarak ihracatı artırmaktır. Ancak, bu devalüasyon istenilen sonuçları vermemiş, ithalattaki aşırı artışlar, birikmiş olan döviz rezervleri ve daha sonra dış yardımlarla finanse edilerek 1953 yılına kadar sürmüştür. .

1954'den sonra plansız yatırımların yapılması nedeniyle artan ithalatın finansmanında, dış yardımlara paralel olarak döviz rezervlerinin kullanılması sonucu zorluklarla karşılaşmıştır. Dış ticaret hadleri aleyhimize gelişirken, fiyatların hızla artması ile birlikte ekonomik büyüme geçen dört yıla göre aynı oranda olmamıştır. .

Bu ekonomik koşullarda, siyasi bunalımla birlikte 1960 yılında yeni bir Anayasa hazırlanarak, uzun vadeli bir ekonomik planın yapılması çalışmalarına yeniden başlanmıştır.

1973 döneminde kesintisiz büyümeyi sağlayan ithal ikameci stratejilerin bulunduğu görülmektedir. İthal ikameci politikalar dayanıksız tüketim mallarına (işlenmiş gıda ürünleri, tekstil gibi) yönelik olduğu sürece büyüme devam etmiş, fakat 1960'ların ortalarından itibaren ithal ikameci politikalar dayanıklı tüketim malları (taşıtlar, beyaz eşya...) ve ara mallar (çelik, rafine edilmiş ürünler, petrokimya ürünleri...) hedef alındığında elde edilen sonuçlar tatmin edici olmaktan uzak kalmıştır. Sınırlı iç piyasa ve ihracata yönelmedeki yetersizlik, sermaye yoğunluğu daha yüksek yatırımlardaki artış ve sınırlı kapasite kullanımları, büyüme hızının sürdürülmesini gittikçe daha yüksek maliyetli hale getirmiştir. 1973-1974 yılları arasında dört katına çıkan petrol fiyatları Türkiye'yi derinden etkilemiştir. Ard arda gelen hükümetler, birinci petrol şokundan önce yavaşlama eğilimine giren ekonomik büyüme hızını artırmak için, en azından başlangıçta, genişletici politikalar izlemişlerdir. Kamu sektörü

yatırımları hızla büyümüştür. Ancak, aynı dönemde tüketim sınırlanamadığından, bu politika, reel olarak yüzde 8 gibi bir büyüme sağlanmasına rağmen istikrarsızlığa sebep olmuştur.

1970'lerin sonuna doğru ulusal tasarruflar ve yatırımlar arasındaki uçurum genişlemiştir. İthalat, durgun ihracat karşısında hızla büyümüştür. Kamu İktisadi Teşebbüslerinin dengesi çarpıcı bir şekilde bozulmuştur. Bunun sonucunda bütçe açığı büyümüş ve enflasyonda hızlı bir artış olmuştur. Cari işlemler dengesi önemli ölçüde açık vermiştir. Bu açık, 1977'de GSMH' nin yüzde 8'ine ve döviz gelirlerinin yüzde 92'sine ulaşmıştır. Bu açıklar özel yabancı sermaye ve rezervlerle finanse edilmiştir. Fakat bu finansman şekli, dış borçların artması, borçlanma yapısının bozulması ve konvertibl döviz rezervlerinin azalması şeklinde üç alanda kötüleşmeye neden olmuştur. Bu ekonomik dengesizlikler sonucunda 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları alınmıştır. Söz konusu istikrar programı ile, ihracatın ve döviz gelirlerinin artırılması, enflasyonun kontrol altına alınması ve ekonominin dışa açılarak uluslararası rekabet ortamına uygun dinamik bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır.

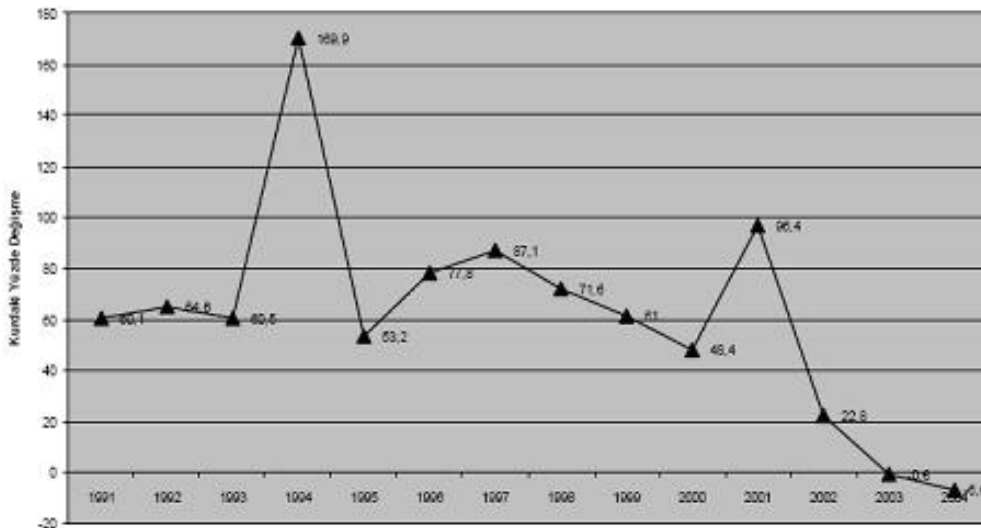
24 Ocak 1980 tarihinde, Türk Lirası dolar karşısında yaklaşık yüzde 49 oranında devalüe edilerek dolar kuru 47 TL'den 70 TL'ye çıkarılmıştır. 1 Temmuz 1981'den sonra ise günlük kur ayarlamalarına başlanmıştır. İhraç ürünlerimize dış pazarlarda rekabet gücü kazandırılması ve ihracatta sanayi mamullerinin payının artırılması amacıyla, yeni teşvikler uygulamaya konmuştur. Bu uygulamalar sonucunda ihracat gerek döviz getirisi açısından gerekse miktar açısından üç yılda iki katına yakın artmış, ihracatın GSMH içindeki payı 1979'da yüzde 4,1'den 1982'de yüzde 10,5'e yükselmiştir

1984 yılında, kur politikalarında esneklik sağlanmıştır. Bankaların, alış ve satış kurlarının, T.C. Merkez Bankası'nca günlük olarak belirlenen esas kurun dövizlerde yüzde 6, efektiflerde ise yüzde 8 altında veya üstünde belirlenmesine izin verilmiş, ancak döviz alış ve satış kurları arasındaki farkın yüzde 2'yi aşmaması şart koşulmuştur. 1985 yılı Haziran ayında ise, bankalar kur tespiti konusunda tamamen serbest bırakılmıştır. Ancak, 1986 yılı başlarında bu serbesti daraltılmış ve bankalar tarafından belirlenecek kurların T.C Merkez Bankası kurlarının yüzde 1 altında ya da üstünde olması öngörülmüştür. 1986 yılının sonlarına doğru kur belirleme sistemi yeniden gözden geçirilmiş ve bankaların, döviz satış kurunda T.C. Merkez Bankası kurunu aşmamak koşuluyla, döviz alış kurlarını serbestçe belirleyebilecekleri açıklanmıştır.

1980'li yıllarda uygulanan liberal politikalar sonucunda dış ticaret hacmimiz hızla genişlemiştir. 1980 yılında 2.9 milyar dolar olan ihracatımız 1987 yılında 10.2 milyar dolara ulaşarak yaklaşık 4 kat artmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise 1980 yılında yüzde 30 seviyesinden 1987 yılında yüzde 72'ler seviyesine yükselmiştir. İhracatımızdaki kompozisyonda da hızlı bir değişim meydana gelmiş ve sanayi ürünleri ihracatı hızla artarak toplam ihracatımız içerisindeki payı yüzde 70'ler seviyesine yükselmiştir. İhracatın pazar açısından analizi yapıldığında ise en büyük pazarın Avrupa Birliği ülkeleri olduğu görülmektedir. Türkiye'nin ithalatı ise 1980-1987 döneminde, 1982 ve 1986 yılları dışında devamlı artmıştır. 1986 yılında ise petrol fiyatlarında meydana gelen düşüşten dolayı azalmıştır. 1980 yılında 7.9 milyar dolar olan ithalat 1987 yılında 14.2 milyar dolara yükselmiştir.

Ekonominin dış dünya ile bütünleşme derecesi yükseldikçe, hükümetin elinde piyasaya müdahale araçlarının sayısı azaldığı gibi, elde kalan politika aletlerinin de etkinliği azalır; dünya ekonomisindeki istikrarsızlık/durgunluk durumlarını aynen yaşamaya başlar. Bundan ötürü, Türkiye’de dışa açıklığın dış dayatmalarla ve kurumsal bağlantılarla doruğa çıktığı 1990’lı yılların, dünyadan yansıyan istikrarsızlaştırıcı öğelerin çok güçlenmesiyle çakışması olağandır; bu olguya bulunduğu coğrafi bölgenin “sorunlu” petrol haritası eklenmelidir. Sonuçta, Türkiye ekonomisi, dış dünya bağlantılı sarsıntılardan kurtulamaz olmuştur. Tabii, bunları şiddetlendiren iç öğelerin de daima sahnede bulunduğu belirtilmelidir.

**Şekil 3.1. Türkiye’de Döviz Kurundaki Yüzde Değişim (1991-2004)**



**Kaynak:** Bilgin, 2004.

Türkiye’de özel kesimin ve devletin giderek artan ve aşırılaşan borçluluğu, genişletici politikalarla (Keynesci harcama artırıcı önlemlerle) buna çare üretilmesini önlemektedir.

1989-1993, döneminde TL’nin değeri yükselmiş, kısa vadeli sermaye girişinde artış yaşanmıştır. 1992-1994 yıllarında döviz kurunda görülen artışın önemli bir sebebi de para ikamesidir. Para ikamesi devletin senyoraaj hakkını kullanamaması anlamına gelir. 1994 krizine yol açan en önemli ve birbirine bağlı iki değişken sıcak para ve kamu açıklarındaki istikrarsızlıktır. Kamu açıklarının finanse edilebilmesi için verilen yüksek faizler kısa vadeli spekülatif fonların ülkeye akmasına yol açmış; fakat bir noktada bu süreç kamu açıklarındaki çok büyük artışlar sebebiyle risk artışı ve rating kuruluşlarının not düşürmesi ile tersine dönmüştür (dtm.gov.tr).

1994-1999 döneminde ise kurlar piyasada belirlenmekle birlikte, politika uygulayıcılarının yoğun müdahalesi altında seyretmiştir. Bu dönemde TL’nin değeri dar bir aralık içinde dalgalanmıştır. Ancak, bu dalgalanmada değerlenme yönünde bir eğilim olduğu da görülmektedir. Döviz kurundaki değişimin, ekonomik krizde yapılan yüksek devalüasyon nedeniyle 1994 yılında önemli bir sıçrama gösterdiği tespit edilmektedir (Bilgin, 2004).

1999 yılı sonunda ise, “Yönlendirilmiş Sabit Parite” olarak tanımlanan sistem uygulamaya konulmuştur. Bu sistemin en önemli başarı şartı, maliye ve gelir politikaları ile uyumlu olması ve çok uzun sürmemesidir. Ancak 2000 yılında, gerekli yapısal politika değişiklikleri uygulamaya konulmadığı, finans kesiminde görülen çeşitli bozukluklar görüldüğü için bu sistem başarısız olmuş ve 2001 yılında Türkiye tekrar dalgalı kur sistemine geçmiştir.

2000 – 2001 krizinde TCMB’ nin para basmaması ve kamu harcamalarını (IMF programı nedeniyle) sınırlama, iç talebi çökertmiş, krizi derinleştirmiştir. Aşırılaşan borç yükünde diğer yandan krizler de önemli bir öğedir.

2001 yılından sonra uygulanan “dalgalı kur politikası”na rağmen, döviz kurundaki değişme giderek azalmış ve hatta 2003 yılında ve 2004 yılının Temmuz ayına kadar olan dönemde eksi bir değişme söz konusu olmuştur. Bunun sonucunda, Türk Lirası, önemli oranda reel olarak değerli hale gelmiştir (Bilgin, 2004).

Türkiye’de 2001 yılından bu yana uygulanan para ve maliye politikaları ile yapısal reformlar neticesinde, makroekonomik istikrar sürecinde alınan mesafeye bağlı olarak mali baskınlık azalmış, finansal piyasalarda derinlik artmış, politikaların ve kurumların güvenilirliği yükselmiş ve parasal aktarım mekanizmasının işlerliği güçlenmiştir (TCMB, 2007).

- Beklentiler kanalı bugüne kadar en etkin işleyen kanal olmuştur.
- Faiz kanalı zaman içinde giderek güçlenmiş ve politika faiz oranlarının faizler genel düzeyini etkileme gücü artmıştır. Ancak, kısa vadeli faizler ile uzun vadeli faizler arasında kuvvetli ve kalıcı bir ilişki henüz istenildiği ölçüde tesis edilememiştir.
- Döviz kuru kanalı ise, kur üzerinde kısa ve uzun vadeli pek çok değişkenin etkili olmasına bağlı olarak dönemler itibarıyla politika faizleri ile aynı veya aksi yönde çalışmış; faizlerin artırıldığı dönemlerde ulusal parada değer kayıpları, düşürüldüğü dönemlerde ise değer artışları gözlenmiştir.

### **3.3. TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI**

#### **3.3.1.Veriler**

Türkiye ekonomisinde döviz kuru aktarım kanalını incelemek amacıyla toplam beş değişken kullanılmıştır. 1989 yılının ilk çeyreği ile 2007 yılının üçüncü çeyreği arasındaki dönemi kapsayan çalışmada değişken vektörü:  $X_t=(E_t, i_t, Y_t, NX_t, MI_t)$ . Burada,  $E$ ; reel efektif döviz kuru endeksini (1995=100),  $i$ ; bankalar arası faiz oranını;  $Y$ ; reel ulusal geliri (1997=100),  $NX$ ; ihracatı (\$/milyar),  $MI$  ise; para arzını(bin YTL) temsil etmektedir. Bankalar arası faiz oranı, Devlet Planlama Teşkilatı Temel Ekonomik Göstergeler’ den, diğer değişkenler ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’ nden elde edilmiştir. Bütün ekonometrik çalışmalar için Econometric Views (*Eviews, version 5.1*) bilgisayar paket programından yararlanılmıştır.

#### **3.3.2.Yöntem ve Ampirik Bulgular**

VAR Analizi, özellikle değişkenler arasındaki gerçek yapısal ilişkinin bilinmediği durumlarda klasik yapısal modeller yerine makro ekonomik modellemede

yaygın olarak kullanılan bir tekniktir. Değişkenlerin gecikme uzunlukları hata terimleri arasında otokorelasyona yol açmayacak şekilde AIC kriteri ile belirlendikten sonra, her bir değişken kendisinin ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile regresyona tabi tutulur. VAR analizinden elde edilen ve değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi veren varyans ayrıştırılmaları ise değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen şokların etkilerini yüzde olarak ifade eder (Terzi ve Oltulular, 2004:9).

VAR denkleminde, değişkenler arasında nedensellik ilişkilerinin belirlenmesinde standart F testi veya Wald  $X^2$  testi kullanılabilir. Sistemde oluşan ciddi şokların etkilerinin belirlenebilmesi için ise VAR sistemindeki denklemlerden elde edilen ve beklenmeyen kısmı ifade eden hata terimlerinden yararlanarak elde edilen varyans ayrıştırması ve etki tepki analizleri kullanılabilir. Varyans ayrıştırması, ilgili değişkende meydana gelen bir değişimin yüzde kaç oranında kendinden, yüzde kaç oranında sistemdeki diğer değişkenlerden kaynaklandığını dönemler itibariyle gösterilmesini sağlamaktadır. Ayrıca, bir değişkende meydana gelen bir değişimin önemli bir kısmının diğer değişken(ler)den kaynaklanması, değişkenin içsel ya da dışsal olması veya nedensellik ilişkileri hakkında bilgi vermektedir (Terzi ve Kurt, 2007:5).

### **3.3.2.1. Granger Nedensellik Testi**

Ekonometrik metodolojide öncelikle yanlış sonuçlara yol açmayacak en uygun ekonometrik tekniği belirlemek için kullanılacak zaman serilerinin durağan veya durağan olmama özelliği incelenmesi gerekmektedir. Eğer zaman serileri durağan ise en uygun prosedür standart Granger Nedensellik Testi'dir.

İki değişken arasındaki neden-sonuç ilişkisinin yönünün ampirik olarak test edilebilmesi için nedensellik testi uygulanması gerekmektedir. Ampirik çalışmalarda Granger nedensellik testi uygulanabilirliğindeki kolaylık sebebiyle en çok tercih edilen bir yöntemi oluşturmaktadır. Ayrıca, 1980'lerin sonunda ortaya çıkan eşbütünleşme literatürü (Granger, 1986; Engle ve Granger, 1987), nedensellik testi ile ilgili teorik çalışmaların yeniden gözden geçirilmesine katkıda bulunmuştur.

Granger (1969), nedenselliği şu şekilde tanımlamıştır “Y'nin öngörüsü, X'in geçmiş değerleri kullanıldığında X'in geçmiş değerleri kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise X, Y'nin Granger nedenidir”. Bu tanımlamanın doğruluğu test

edildikten sonra ilişki  $X \rightarrow Y$  şeklinde gösterilir. Bu test ile bir tahmin değil nedensellik çıkarılması yapıldığı için değişkenler önceden durağanlaştırılmalıdır (Granger: 1988:54).

Bu yeni yaklaşıma göre, iki değişken (örneğin,  $HC$  beşeri sermayeyi ve  $Y$  geliri temsil etsin) arasında eşbütünleşme olduğu gösterilebilirse, Engle ve Granger (1987), kısa dönemde dengesizlikleri gideren bir hata düzeltme mekanizmasının (error-correction mechanism, ECM) olduğunu göstermektedirler. Bu bağımlı değişkendeki değişmelerin, açıklayıcı değişkenlerdeki değişme ve eşbütünleşik regresyondaki gecikmeli hata teriminin bir fonksiyonu olduğu anlamına gelir. ECM' nin bir sonucu olarak,  $\Delta Y_t$  veya  $\Delta HC_t$  veya her ikisine,  $Y_{t-1}$  ve  $HC_{t-1}$ 'in de bir fonksiyonu olan gecikmeli hata düzeltme terimi neden olmalıdır.

Teknik olarak,  $Y$  ve  $HC$  arasındaki ilişki vektör hata düzeltme mekanizması (Vector Error-Correction Mechanism, VECM) terimleriyle şöyle ifade edilir.

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta HC_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^r \delta_{1i} ECM_{t,t-1} + u_t \quad (1)$$

$$\Delta HC_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^m \beta_{2i} \Delta HC_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^r \delta_{2i} ECM_{t,t-1} + u_t \quad (2)$$

Burada  $\Delta$  değişkenlerin farkının alınarak durağan hale getirildiğini göstermektedir. Bu VECM' de nedenselliğin kaynağı:

- a) her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamına birleşik olarak uygulanan F veya Wald  $x^2$  testinin,
- b) gecikmeli hata düzeltme terimine (ECM) uygulanan t-testinin,
- c) her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamı ve gecikmeli hata düzeltme terimine beraber uygulanan F veya Wald  $x^2$  testinin, istatistiksel anlamlılığı ile belirlenebilir.

Örneğin, “Beşeri Sermaye ekonomik büyümeye Granger bağlamında neden olmaz” boş hipotezi reddedilir, eğer  $b_{1i}$ 'ler beraberce sıfırdan farklı ise. Yine aynı boş hipotez, eğer  $d_{1i}$  anlamlı, veya  $b_{1i}$ 'ler ve  $d_{1i}$  beraber sıfırdan farklı ise, reddedilir.

Başlangıçta, Beşeri Sermaye ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli bir ilişkinin varlığını belirlemek için Johansen eşbütünleşme metodu (Johansen, 1988; Johansen ve Juselius, 1990) kullanılmıştır. Eğer ilgili değişkenler eşbütünleşik değilse, serilerin farkı alınmakta ve standart nedensellik testi uygulanmaktadır. Bu bağlamda, Granger (1988), geleneksel Granger nedensellik testinin (Granger, 1969) uygulanmasını zaman serilerindeki yeni gelişmeler ışığında bazı açılardan eleştirmektedir.

a) Geleneksel nedensellik testleri, değişkenlerin zaman serileri özelliklerini incelememektedir. Eğer değişkenler eşbütünleşik ise, gecikmeli hata düzeltme terimi modele eklenmedikçe bu değişkenlerin birinci derece farkı alınarak yapılan fonksiyonel olarak yanlış belirlenmiş olacaktır.

b) Yine bu testler, değişkenlerin farkını alarak serileri mekanik bir şekilde durağan hale getirmekte ve sonuç olarak değişkenlerin orijinal halinde saklı ve yüklü bulunan bilgilerin elimine edilmesine sebep olmaktadır. Hata düzeltme modelleri, eşbütünleşim denkleminde üretilen hata düzeltme teriminin gecikmelisini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde modele eklemekte ve değişkenlerin farkı alınmasıyla kaybedilen uzun dönem bilgilerini modele yeniden dahil etmektedir.

Granger nedensellik testi, sonuçlarına göre, sistemdeki değişkenler arasında hem doğrudan ve hem de dolaylı olmak üzere bir nedenselliğin olduğu görülmektedir. Faiz ve ihracat değişkeni döviz kuru değişkenini etkilerken; döviz kuru değişkeni ise, çıktıyı etkilemektedir. Bu bulgu çalışmamız açısından önemli sayılabilecek bir buldur. Çünkü ekonomik yaşam üzerinde döviz kuru hareketlerinin bir etkisinin olduğunu göstermektedir.



### 3.3.2.1.1. Granger Nedensellik Testi Bulguları

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 07/30/08 Time: 15:10

Sample: 1989Q1 2007Q3

Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LI does not Granger Cause LE	72	4.81421	0.00434
LE does not Granger Cause LI		1.45497	0.23504
LM1 does not Granger Cause LE	72	0.90400	0.44412
LE does not Granger Cause LM1		4.48313	0.00637
LX does not Granger Cause LE	72	3.58000	0.01844
LE does not Granger Cause LX		0.92444	0.43407
LY does not Granger Cause LE	72	1.83772	0.14904
LE does not Granger Cause LY		2.94181	0.03952
LM1 does not Granger Cause LI	72	4.47401	0.00644
LI does not Granger Cause LM1		3.66111	0.01675
LX does not Granger Cause LI	72	2.78871	0.04749
LI does not Granger Cause LX		1.37402	0.25856
LY does not Granger Cause LI	72	0.56546	0.63974
LI does not Granger Cause LY		1.48727	0.22624
LX does not Granger Cause LM1	72	5.20965	0.00276
LM1 does not Granger Cause LX		0.72515	0.54064
LY does not Granger Cause LM1	72	3.04135	0.03507
LM1 does not Granger Cause LY		9.41513	3.0E-05
LY does not Granger Cause LX	72	7.93494	0.00014
LX does not Granger Cause LY		17.3943	2.1E-08

### 3.3.2.2.VAR Analizi

İktisadi ilişkilerin karmaşıklığı, birçok iktisadi olayın tek denklemler yerine, eşanlı denklemler yardımıyla incelenmesine yol açmıştır. İktisadi hayatta, makro ekonomik değişkenlerin karşılıklı olarak birbirlerinden etkilendikleri gözlenmektedir. Bu nedenle verileri salt içsel ya da dışsal değişken olarak ayırmak zorlaşmaktadır.

Eşanlı denklem sistemlerinde, içsel-dışsal değişken ayrımı gibi güçlüklerin çözümüne yönelik olarak öne sürülmüş olan Vektör Otoregresif Modeller (VAR) ile bu zorluk aşılmaktadır. Ayrıca yine eşanlı denklem sistemlerinde, belirlenme problemini aşabilmek için bazen yapısal model üzerinde bazı kısıtlamalar yapmak gerekmektedir.

Sözü edilen bu kısıtlamalar araştırma için birtakım güçlükler doğurmaktadır. VAR modelleri ise; yapısal model üzerinde herhangi bir kısıtlama getirmeksizin dinamik ilişkileri verebilmekte ve bu sebeple zaman serileri için sıklıkla kullanılmaktadır. Zaman serileri üzerinde yapılan ekonomik çalışmalarda çok kullanılan, VAR modeli, herhangi bir iktisat teorisinden yola çıkarak, değişkenlerin içsel-dışsal ayrımını gerektirmediği için, bu yönüyle eşanlı denklem sistemlerinden ayrılmaktadır (Tarı ve Bozkurt, 2006:16).

Greene (1993), değişkenler arası dinamik ilişkileri araştırmada, VAR modellerinin, diğer yapısal modellerden daha etkin olduğunu ileri sürmektedir. İlk defa Sims (1980) tarafından formüle edilen VAR yönteminde, güçlü önsel (a priori) kısıtlamalar olmaksızın içsel değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, bu yaklaşımda hangi değişkenin içsel değişken, hangi değişkenin dışsal değişken olacağı zorunluluğunun olmaması ve modellerin kurulmasında sıkı ekonomik kurama bağlı kalınmaması uygulayıcılar açısından büyük bir kolaylık olarak yorumlanmaktadır (Charezma ve Deadman, 1993: 181-2; Davidson ve MacKinnon, 1993: 685). VAR yönteminin söz konusu edilen kolaylığı yanında, uygulayıcılar açısından bazı güçlüklerinin de olduğu bilinmektedir. Gujarati'ye (1995: 750) göre, m-değişkenli bir VAR modelinde bütün m-değişkenleri durağan olmak zorundadır. Eğer, durağanlık sağlanamıyorsa, veriler uygun bir şekilde dönüştürülmelidir. Başka bir güçlük ise, VAR modelinde uygun gecikme uzunluğunun saptanması konusudur. Örneğin, üç değişkenli bir VAR modelinde, her denklemdeki değişkenin sekiz gecikmeye sahip olduğu varsayılırsa, her denklemde yirmidört gecikmeli parametre ve sabit terim bulunacaktır. Dolayısıyla, örnek uzayının boyutu büyük olmadıkça, tahmin edilen birçok parametre serbestlik derecesini tüketir. Bu ise, modelin parametrelerinin tahminini zorlaştırır.

Farklı içsel değişkenlerin birlikte düşünüldüğü eşanlı denklem modeline dayanan VAR yönteminde her içsel değişken kendi gecikmeli ve modeldeki diğer bütün içsel değişkenlerin gecikmeli değerleriyle açıklanmakta ve modelde, genellikle herhangi

bir dışsal değişken yer almamaktadır. Bu kapsamda iki değişkenli standart bir VAR modeli şu şekilde ifade edilebilir:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + v_{1t} \quad (3)$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_{2i} x_{t-i} + v_{2t} \quad (4)$$

Burada;  $y_t$  ve  $x_t$  değişkenleri,  $a_1$  ve  $c_1$  sabit terimleri,  $b$  ve  $d$ 'ler tahmin edilecek katsayıları,  $p$  gecikme uzunluğunu,  $v_t$ 'ler ise beyaz gürültü (white-noise) hata terimlerini temsil etmektedir (Peker ve Hotunluoğlu, 2008).

VAR yöntemi modellerde yer alan değişkenlerin bir sistem olarak birbirleriyle etkileşimlerini göstermesi açısından oldukça önemli bir ekonometri tekniğidir. VAR sisteminden elde edilen katsayıların doğrudan yorumlanması zor olmasına karşılık f testi sonuçları sağ tarafta yer alan değişkenlerin beklenen etkileri konusunda bilgi verdiği için oldukça yararlıdır.

Değişkenlerden hangilerinin dışsal hangilerinin içsel olduğunun belirlemeye gerek kalmadan uygulanan VAR Analizi, değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşimin ve nedenselliğin belirlenmesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. VAR özellikle değişkenler arasındaki gerçek yapısal ilişkinin bilinmediği durumlarda klasik yapısal modeller yerine makro ekonomik modellemede yaygın olarak kullanılan bir tekniktir. Değişkenlerin gecikme uzunlukları hata terimleri arasında otokorelasyona yol açmayacak şekilde AIC kriteri ile belirlendikten sonra, her bir değişken kendisinin ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile regresyona tabi tutulur. VAR analizinden elde edilen ve değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi veren varyans ayrıştırmaları ise değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen şokların etkilerini yüzde olarak ifade eder. Enflasyon ile tarım, sanayi ve hizmet sektörleri arasındaki nedenselliğin VAR ile belirlenmesinde aşağıdaki denklem sistemi kurulmuştur (Terzi ve Oltular, 2004).

Ayrıca VAR modellerinde bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yer alması, geleceğe yönelik güçlü tahminlerin yapılmasını mümkün kılmaktadır.

### 3.3.2.2.1.VAR Analizi Sonuçları

Vector Autoregression Estimates  
Sample (adjusted): 1989Q1 2007Q3  
Included observations: 71 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	D(LM1)	D(LI)	D(LE)	D(LX)	D(LY)
D(LM1(-1))	-0.092079 (0.13675) [-0.67334]	-0.342190 (0.23165) [-1.47719]	0.199341 (0.13170) [ 1.51362]	-0.155800 (0.15815) [-0.98513]	0.143852 (0.07063) [ <b>2.03658</b> ]
D(LM1(-2))	-0.067652 (0.14732) [-0.45923]	0.476977 (0.24955) [ 1.91138]	0.269951 (0.14187) [ 1.90277]	-0.108043 (0.17037) [-0.63416]	0.097447 (0.07609) [ 1.28065]
D(LM1(-3))	0.091390 (0.14668) [ 0.62308]	0.186024 (0.24846) [ 0.74871]	0.282866 (0.14126) [ <b>2.00251</b> ]	-0.139151 (0.16963) [-0.82032]	0.157883 (0.07576) [ <b>2.08398</b> ]
D(LI(-1))	0.041553 (0.08986) [ 0.46242]	0.242020 (0.15222) [ 1.58997]	0.235809 (0.08654) [ <b>2.72489</b> ]	-0.089995 (0.10392) [-0.86599]	-0.035491 (0.04641) [-0.76466]
D(LI(-2))	0.046717 (0.09273) [ 0.50380]	-0.017401 (0.15708) [-0.11078]	0.168579 (0.08930) [ 1.88772]	0.043830 (0.10724) [ 0.40870]	-0.029449 (0.04790) [-0.61486]
D(LI(-3))	-0.054480 (0.08064) [-0.67561]	-0.088954 (0.13660) [-0.65122]	0.151804 (0.07766) [ 1.95476]	-0.134761 (0.09326) [-1.44503]	-0.070942 (0.04165) [-1.70326]
D(LE(-1))	0.174379 (0.14561) [ 1.19754]	-0.243454 (0.24666) [-0.98699]	0.062961 (0.14023) [ 0.44897]	0.043145 (0.16840) [ 0.25620]	-0.194538 (0.07521) [ <b>-2.58651</b> ]
D(LE(-2))	D(LM1) 0.073998 (0.14249) [ 0.51932]	D(LI) 0.056957 (0.24137) [ 0.23597]	D(LE) 0.060949 (0.13723) [ 0.44415]	D(LX) -0.007403 (0.16479) [-0.04492]	D(LY) -0.092628 (0.07360) [-1.25855]
D(LE(-3))	0.063578 (0.12922) [ 0.49201]	0.040309 (0.21890) [ 0.18415]	0.072851 (0.12445) [ 0.58539]	-0.087342 (0.14945) [-0.58444]	-0.167038 (0.06675) [ <b>-2.50261</b> ]
D(LX(-1))	-0.082554 (0.10492) [-0.78682]	0.030966 (0.17773) [ 0.17423]	0.008525 (0.10104) [ 0.08437]	-0.559679 (0.12134) [ <b>-4.61244</b> ]	-0.024508 (0.05419) [-0.45223]
D(LX(-2))	-0.169839 (0.10948)	0.309175 (0.18545)	0.038821 (0.10543)	-0.592477 (0.12661)	-0.050540 (0.05655)

		[-1.55139]	[ 1.66720]	[ 0.36822]	<b>[-4.67961]</b>	[-0.89379]
D(LX(-3))	0.133373 (0.11293) [ 1.18098]	-0.107744 (0.19131) [-0.56320]	-0.115073 (0.10876) [-1.05803]	-0.437138 (0.13061) <b>[-3.34692]</b>	0.028055 (0.05833) [ 0.48094]	
D(LY(-1))	0.256834 (0.10921) <b>[ 2.35181]</b>	0.196010 (0.18499) [ 1.05956]	0.053248 (0.10517) [ 0.50630]	0.139751 (0.12630) [ 1.10651]	-0.890653 (0.05641) [-15.7897]	
D(LY(-2))	0.018731 (0.07912) [ 0.23675]	-0.052724 (0.13402) [-0.39341]	-0.018161 (0.07619) [-0.23836]	0.057245 (0.09150) [ 0.62563]	-0.972064 (0.04087) <b>[-23.7871]</b>	
D(LY(-3))	0.238680 (0.11002) <b>[ 2.16935]</b>	-0.093283 (0.18637) [-0.50051]	0.089507 (0.10596) [ 0.84474]	-0.031657 (0.12724) [-0.24879]	-0.863697 (0.05683) <b>[-15.1981]</b>	
C	0.089983 (0.03181) [ 2.82898]	-0.040786 (0.05388) [-0.75696]	-0.008487 (0.03063) [-0.27707]	0.123290 (0.03679) [ 3.35157]	0.034659 (0.01643) [ 2.10958]	
R-squared	0.384771	0.318025	0.473592	0.663247	0.970334	
Adj. R-squared	0.216981	0.132032	0.330027	0.571405	0.962243	
Sum sq. resids	0.493525	1.416151	0.457728	0.660088	0.131668	
S.E. equation	0.094727	0.160462	0.091227	0.109552	0.048928	
F-statistic	2.293175	1.709874	3.298786	7.221625	119.9321	
Log likelihood	75.64994	38.22855	78.32303	65.32657	122.5558	
Akaike AIC	-1.680280	-0.626156	-1.755578	-1.389481	-3.001571	
Schwarz SC	-1.170380	-0.116257	-1.245679	-0.879581	-2.491672	
Mean dependent	0.111317	-0.010904	0.088185	0.026472	0.012444	
S.D. dependent	0.107050	0.172235	0.111454	0.167339	0.251804	
Determinant resid covariance (dof adj.)		3.65E-11				
Determinant resid covariance		1.02E-11				
Log likelihood		394.8004				
Akaike information criterion		-8.867617				
Schwarz criterion		-6.318119				

Var analizinde tahmin edilen denklem sistemi sonuçlarına göre LM1 de meydana gelen değişimlerin üzerinde LY değişkeninin bir etkisi olduğu görülmektedir. Buna göre LY de meydana gelen değişim bir ve üç dönem sonra LM1 değişkenini etkilemektedir. Bunun yanında tahmin edilen denklemlerden ikincisine göre LI değişkenini açıklayan herhangi bir değişken tespit edilememiştir.

Denklem sisteminde yer alan üçüncü denklemde LE değişkenini etkileyen diğer değişkenler araştırılmış ve LM1 değişkeninde meydana gelen değişimin LE' yi üç dönem sonra etkilediği, yine LI değişkeninde meydana gelen değişim LE' yi bir dönem

sonra etkilediği belirlenmiştir. Takip eden denklemde LX değişkenin belirleyicileri araştırılmış ve LX' de meydana gelen değişimlerinin kendinden kaynaklandığı gözlenmektedir.

Denklem sisteminde son olarak LY değişkenini üzerinde etkiye sahip olan değişkenler incelenmiştir. Buna göre LM1 ve LE değişkenlerinde meydana gelen değişim LY' yi bir ve üç dönem sonra etkilemektedir. Ayrıca LY' deki değişimlerin kendinden de kaynaklandığı görölmektedir.

### **3.3.2.3.Varyans Ayırıştırması**

VAR modelinde değişkenleri oldukları haliyle yorumlamak güç olduğu için kullanılan yöntemlerden biri varyans ayırıştırmasıdır. Varyans ayırıştırmasında, sistemdeki değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığı araştırılır. Bir değişkende meydana gelen değişmelerin büyük bölümü kendisindeki şoklardan kaynaklanıyorsa, bu değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini gösterir. Varyans ayırıştırması değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi verir.

Varyans ayırıştırması sonuçlarına göre, çıktıdaki değişmenin yaklaşık olarak %75'i kendisinden kaynaklanırken, geri kalan diğer kısımdaki değişimde döviz kurunun önemli bir etkisinin olduğu görölmektedir. İkinci dönemde %5 olan bu etkinin sonraki dönemlerde yaklaşık olarak %10 olduğu görölmektedir. Bu sonuç döviz kuru hareketlerinin çıktı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğuna ilişkin bir kanıt olarak düşünölebilir. Aynı dönemde diğer değişkenlerin etkisine bakıldığında döviz kurunun etkisinden sonra en güçlü etkiye faiz değişkeninin sahip olduğu görölmektedir. Faiz' in yaklaşık olarak %8' lik bir etkiye sahip olduğu görölmektedir. Buradan çıkarılabilecek önemli bir sonuç şudur: Döviz kuru ve faiz değişkeni reel ekonomi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. 2001 yılından itibaren uygulanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı düşünöldüğünde çalışmamızın sonuçlarının önemli olduğu ve anlamlı olduğu düşünölmektedir. Bu açıdan eğer Türkiye döviz kurunun yanında faiz değişkenini de iyi yönetilebilirse, sürdürölebilir bir ekonomik istikrar sağlanabilir.

### Variance Decomposition

Variance Decomposition of D(LM1);						
Period	S.E.	D(LM1)	D(LI)	D(LE)	D(LX)	D(LY)
1	0.093782	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.095850	96.37881 (5.04997)	0.791552 (2.78431)	0.596724 (3.15637)	1.842899 (3.52922)	0.390014 (1.72221)
3	0.099072	92.64362 (6.03575)	1.444260 (3.42584)	0.618328 (3.35012)	4.595131 (4.76298)	0.698656 (1.90694)
4	0.103110	88.01631 (6.79743)	1.736436 (3.73034)	0.580852 (3.59919)	8.811169 (5.45752)	0.855235 (1.83997)
5	0.107129	82.43459 (7.41673)	1.619826 (3.88040)	5.276419 (4.62143)	9.872008 (5.56204)	0.797157 (1.69401)
6	0.109742	78.64166 (7.61340)	2.076757 (3.71747)	5.646673 (4.56492)	12.43842 (6.12241)	1.196485 (1.93466)
7	0.110252	77.95293 (7.73968)	2.063658 (3.72371)	5.798228 (4.59834)	12.82876 (6.37853)	1.356424 (1.99481)
8	0.113476	74.66906 (8.11632)	4.143163 (3.98166)	6.585640 (4.71946)	13.28997 (6.72992)	1.312172 (1.94959)
9	0.114960	72.76419 (8.60828)	4.157359 (4.00440)	6.437994 (4.72691)	15.35528 (7.10697)	1.285177 (1.85867)
10	0.116072	71.59340 (8.79610)	4.100785 (4.19059)	6.719441 (4.80601)	16.04527 (7.34838)	1.541105 (2.04833)
11	0.116543	71.52423 (8.81206)	4.083931 (4.17382)	6.665918 (4.91175)	16.00130 (7.45147)	1.724620 (2.05683)
12	0.117079	70.98584 (9.06158)	4.211182 (4.26706)	7.151310 (5.17052)	15.92277 (7.55400)	1.728899 (2.05166)
13	0.117549	70.43935 (9.31179)	4.257796 (4.28644)	7.097889 (5.38458)	16.46540 (7.82246)	1.739573 (2.03098)
14	0.118061	69.85075 (9.54187)	4.291465 (4.38986)	7.207270 (5.68994)	16.68368 (7.96511)	1.966844 (2.29917)
15	0.118309	69.75464 (9.64762)	4.290540 (4.41708)	7.184610 (5.82545)	16.66826 (8.04908)	2.101955 (2.37193)
16	0.118590	69.47045 (9.78583)	4.395373 (4.60119)	7.413219 (6.04982)	16.59382 (8.09495)	2.127141 (2.38320)
17	0.118891	69.15429 (10.0579)	4.375138 (4.59618)	7.380136 (6.25142)	16.96744 (8.32950)	2.122992 (2.39915)
18	0.119207	68.82638 (10.2824)	4.391437 (4.66988)	7.475390 (6.53811)	17.01009 (8.42087)	2.296708 (2.62956)
19	0.119385	68.71626 (10.3871)	4.379787 (4.69080)	7.453140 (6.66076)	17.00652 (8.48171)	2.444319 (2.71662)
20	0.119583	68.51412 (10.5154)	4.471744 (4.75988)	7.606349 (6.88478)	16.95068 (8.57914)	2.457100 (2.73587)
21	0.119746	68.35255 (10.7355)	4.460682 (4.75749)	7.585763 (7.10171)	17.14534 (8.80537)	2.455660 (2.76452)
22	0.119953	68.12987 (10.9622)	4.475192 (4.81611)	7.664463 (7.32205)	17.13167 (8.92964)	2.598808 (2.95394)
23	0.120093	68.02168 (11.0249)	4.466257 (4.83391)	7.647427 (7.44169)	17.13113 (8.92832)	2.733506 (3.06031)
24	0.120225	67.88556 (11.2018)	4.517218 (4.91540)	7.754551 (7.58198)	17.09402 (9.13923)	2.748648 (3.09683)
25	0.120320	67.80249 (11.3975)	4.510153 (4.93270)	7.742799 (7.77486)	17.19868 (9.31608)	2.747883 (3.13916)

Variance Decomposition of D(LI);						
Period	S.E	D(LM1)	D(LI)	D(LE)	D(LX)	D(LY)
1	0.143473	11.50574 (6.88300)	88.49426 (6.88300)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.161877	20.27934 (8.69805)	69.56785 (8.92996)	0.391858 (2.88709)	1.806843 (3.38206)	7.954108 (4.39662)
3	0.170107	22.66910 (8.98154)	64.44351 (8.72688)	1.047616 (3.72111)	3.087070 (4.11265)	8.752709 (4.83654)
4	0.180432	22.27190 (8.86812)	80.15579 (8.80951)	2.792961 (4.79092)	6.695812 (4.93422)	8.083544 (4.29501)
5	0.190805	20.93186 (8.60572)	57.21950 (8.51100)	2.551313 (4.96193)	12.05244 (6.49669)	7.244890 (3.76036)
6	0.193501	21.41880 (8.24902)	55.73739 (8.08139)	2.619554 (4.90910)	13.04175 (6.39376)	7.182510 (3.72961)
7	0.196236	20.83873 (8.27058)	54.96303 (8.06867)	2.560167 (4.85584)	14.25267 (7.10969)	7.385401 (3.86381)
8	0.197833	20.97368 (7.96249)	54.66444 (7.99371)	2.561302 (4.72797)	14.52574 (7.02778)	7.274833 (3.75065)
9	0.198738	20.80623 (7.72597)	54.18946 (7.97804)	2.547172 (4.89227)	15.22525 (7.35044)	7.231887 (3.72644)
10	0.199509	20.81483 (7.77755)	53.81118 (8.00106)	2.669508 (5.01467)	15.37200 (7.38784)	7.332492 (3.71963)
11	0.199580	20.81451 (7.78131)	53.77335 (8.10645)	2.898972 (5.09611)	15.38269 (7.59191)	7.330488 (3.67470)
12	0.200217	20.68257 (7.71048)	53.43283 (8.14337)	2.711337 (5.07942)	15.88823 (7.66647)	7.285020 (3.67662)
13	0.200600	20.71499 (7.76710)	53.23766 (8.16968)	2.702815 (5.13905)	16.08693 (7.81941)	7.257598 (3.69087)
14	0.200888	20.72636 (7.75894)	53.08629 (8.23542)	2.729166 (5.18751)	16.19439 (7.75688)	7.263804 (3.67752)
15	0.200965	20.71056 (7.76218)	53.06708 (8.28566)	2.730776 (5.15607)	16.18994 (7.85451)	7.301656 (3.65408)
16	0.201219	20.66770 (7.75384)	52.95756 (8.20047)	2.736622 (5.17134)	16.35489 (7.80218)	7.283225 (3.63204)
17	0.201306	20.67573 (7.74165)	52.91262 (8.26567)	2.734263 (5.26361)	16.40045 (7.90912)	7.276929 (3.63481)
18	0.201468	20.65830 (7.76582)	52.83607 (8.33011)	2.758240 (5.31836)	16.44104 (7.93522)	7.304358 (3.64343)
19	0.201495	20.65281 (7.76644)	52.82589 (8.39066)	2.758508 (5.33612)	16.44431 (8.02675)	7.318479 (3.62655)
20	0.201621	20.62714 (7.81405)	52.76440 (8.46224)	2.766669 (5.40062)	16.53198 (8.04130)	7.309809 (3.61824)
21	0.201667	20.64512 (7.85063)	52.74073 (8.54758)	2.765405 (5.48327)	16.54207 (8.10782)	7.306681 (3.61707)
22	0.201752	20.63485 (7.95470)	52.70093 (8.65255)	2.782022 (5.51642)	16.55668 (8.15143)	7.325522 (3.62475)
23	0.201785	20.62826 (7.97449)	52.68516 (8.68124)	2.781152 (5.52724)	16.56472 (8.19902)	7.340722 (3.82535)
24	0.201838	20.61738 (8.05261)	52.66281 (8.82564)	2.788049 (5.62839)	16.59485 (8.30840)	7.336908 (3.63310)
25	0.201856	20.62742 (8.08502)	52.65372 (8.93203)	2.787588 (5.74060)	16.59518 (6.35111)	7.336087 (3.62791)



Variance Decomposition of D(LE);						
Period	S.E	D(LM1)	D(LI)	D(LE)	D(LX)	D(LY)
1	0.085631	2.965512 (4.68319)	11.24203 (7.75336)	85.79246 (8.31076)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.090955	2.976407 (4.68856)	17.29896 (8.52211)	77.49060 (8.77040)	2.014644 (3.78140)	0.219393 (1.58135)
3	0.096586	2.658223 (4.96123)	23.86928 (8.88564)	70.07998 (8.48726)	2.679425 (4.38357)	0.713083 (2.70475)
4	0.106865	3.891025 (6.00766)	25.24128 (9.15512)	58.74870 (8.16684)	10.18143 (7.38016)	1.937569 (3.87713)
5	0.114087	4.889900 (6.48434)	25.27600 (8.11169)	51.84845 (8.68109)	15.14569 (8.29979)	2.839960 (4.56609)
6	0.119034	9.906442 (7.62910)	23.31306 (7.97355)	49.57247 (8.97942)	14.56411 (8.41081)	2.643910 (4.13795)
7	0.121484	11.32971 (8.73416)	22.41019 (7.86387)	48.46796 (9.28280)	15.23525 (8.78998)	2.556897 (4.10175)
8	0.123453	11.28254 (8.93826)	21.86537 (7.84091)	47.46873 (9.60819)	16.87796 (9.24813)	2.505399 (4.07888)
9	0.125356	11.33805 (9.04507)	23.44275 (8.27536)	46.31231 (9.82850)	16.41909 (9.04096)	2.487793 (4.13410)
10	0.126308	11.19319 (9.07332)	23.86073 (8.42388)	46.04248 (9.99671)	16.45167 (9.20743)	2.451928 (4.25529)
11	0.127761	11.14298 (9.20770)	23.90912 (8.57010)	45.60646 (10.1594)	16.83374 (9.30142)	2.507704 (4.37734)
12	0.129206	11.13980 (9.23483)	23.40160 (8.64004)	44.86667 (10.3401)	17.99351 (9.64357)	2.598423 (4.58075)
13	0.130179	11.58988 (9.49730)	23.09931 (8.70426)	44.61340 (10.5005)	18.13151 (9.78213)	2.565899 (4.71612)
14	0.130837	11.86105 (9.70800)	22.94825 (8.82677)	44.40160 (10.6766)	18.23450 (9.97292)	2.554611 (4.82801)
15	0.131501	11.94188 (9.90033)	22.81887 (8.86273)	44.20322 (10.8170)	18.49555 (10.1270)	2.540473 (4.98873)
16	0.132090	11.99776 (9.96987)	22.72680 (8.94005)	43.94492 (10.9633)	18.79755 (10.3106)	2.532975 (5.18175)
17	0.132473	12.06825 (10.1210)	22.71616 (9.02460)	43.84988 (11.1425)	18.84671 (10.4521)	2.518994 (5.32568)
18	0.132855	12.12002 (10.2609)	22.72660 (9.04145)	43.75345 (11.2680)	18.88454 (10.5635)	2.515391 (5.53731)
19	0.133264	12.13463 (10.3737)	22.67476 (9.12784)	43.63377 (11.3934)	19.02826 (10.6908)	2.528579 (5.67372)
20	0.133623	12.16550 (10.4579)	22.58735 (9.19896)	43.49458 (11.5123)	19.20933 (10.8569)	2.543241 (5.87687)
21	0.133872	12.22654 (10.5409)	22.55238 (9.24353)	43.42981 (11.6049)	19.25719 (10.9707)	2.534087 (6.04692)
22	0.134103	12.27442 (10.6351)	22.52284 (9.30737)	43.36251 (11.7098)	19.30397 (11.0944)	2.536250 (6.13497)
23	0.134340	12.30047 (10.7072)	22.48780 (9.34951)	43.29729 (11.7865)	19.36951 (11.2288)	2.544928 (6.32554)
24	0.134527	12.31861 (10.7584)	22.44665 (9.40670)	43.22621 (11.8832)	19.45442 (11.3766)	2.554102 (6.43362)
25	0.134670	12.34117 (10.8276)	22.43465 (9.44264)	43.19007 (11.9597)	19.48381 (11.4686)	2.550299 (6.53795)

Variance Decomposition of D(LX);						
Period	S.E	D(LM1)	D(LI)	D(LE)	D(LX)	D(LY)
1	0.099315	3.864588 (4.30776)	0.132787 (2.39378)	0.402147 (2.50799)	95.60048 (5.51425)	0.000000 (0.00000)
2	0.109467	7.741145 (6.00207)	1.574555 (4.43047)	0.639166 (3.35854)	89.62103 (8.38020)	0.424100 (1.54107)
3	0.112785	8.173114 (6.51119)	1.589206 (4.70134)	1.095461 (4.08067)	88.74001 (8.84125)	0.402208 (1.48553)
4	0.114746	7.920751 (6.83642)	4.280396 (6.46498)	1.628881 (4.17757)	85.73788 (9.70893)	0.432088 (1.47907)
5	0.131427	7.310573 (5.81117)	4.828669 (6.24488)	1.356645 (4.48834)	85.84897 (9.14646)	0.655145 (1.22388)
6	0.137120	9.982407 (7.52731)	4.927206 (6.31955)	1.318813 (4.56908)	82.79931 (10.2042)	0.972259 (1.64901)
7	0.138151	9.914906 (7.86012)	4.862565 (6.40887)	1.358004 (4.68885)	82.90497 (10.2465)	0.959552 (1.61825)
8	0.138865	9.841134 (8.56865)	4.911842 (6.56314)	1.446027 (4.84841)	82.76169 (10.8650)	1.039308 (1.63377)
9	0.142224	9.425447 (8.35741)	4.826183 (6.54896)	1.440663 (4.87088)	83.21350 (10.8445)	1.094209 (1.62354)
10	0.144038	10.01082 (8.92927)	4.718718 (6.52845)	1.430382 (4.80572)	82.42256 (11.1629)	1.417519 (1.84780)
11	0.144640	9.928788 (8.92197)	4.790922 (6.60787)	1.533657 (4.85752)	82.34089 (11.1419)	1.405745 (1.86004)
12	0.145277	9.903839 (9.16196)	4.755591 (6.59748)	1.521866 (4.93211)	82.30788 (11.2596)	1.510821 (1.94612)
13	0.146118	9.791109 (9.05332)	4.715248 (6.57100)	1.505762 (5.02053)	82.43695 (11.2594)	1.550936 (1.99037)
14	0.146934	9.951755 (9.29478)	4.677920 (6.61410)	1.490947 (4.99560)	82.02468 (11.4943)	1.854698 (2.17818)
15	0.147155	9.922246 (9.31977)	4.708340 (6.65104)	1.576983 (5.13323)	81.93977 (11.5431)	1.852658 (2.23033)
16	0.147579	9.876122 (9.39196)	4.681365 (6.62518)	1.567990 (5.24287)	81.90252 (11.6009)	1.972004 (2.42357)
17	0.147841	9.841204 (9.34315)	4.676468 (6.64806)	1.562469 (5.43069)	81.92071 (11.6681)	1.999153 (2.50157)
18	0.148326	9.889505 (9.48707)	4.658185 (6.64875)	1.552591 (5.48984)	81.58033 (11.9125)	2.319386 (2.72158)
19	0.148433	9.875287 (9.54321)	4.686247 (6.67532)	1.603271 (5.61147)	81.51342 (12.0063)	2.321779 (2.76606)
20	0.148703	9.843097 (9.53996)	4.670768 (6.69301)	1.597866 (5.77100)	81.44512 (12.1068)	2.443152 (3.06086)
21	0.148783	9.832498 (9.44402)	4.667807 (6.72703)	1.596769 (5.94590)	81.44183 (12.2281)	2.461092 (3.18763)
22	0.149095	9.834647 (9.51239)	4.654656 (6.72290)	1.590146 (6.01530)	81.16173 (12.4623)	2.758819 (3.44078)
23	0.149162	9.826442 (9.57670)	4.675533 (6.75801)	1.626981 (6.10637)	81.10599 (12.5598)	2.765052 (3.48020)
24	0.149345	9.803208 (9.62548)	4.668649 (6.74326)	1.623940 (6.25283)	81.01915 (12.7033)	2.885053 (3.82710)
25	0.149375	9.799297 (9.56887)	4.667346 (6.75639)	1.624471 (6.36138)	81.01303 (12.8530)	2.895851 (3.99794)

Variance Decomposition of D(LY);						
Period	S.E.	D(LM1)	D(LI)	D(LE)	D(LX)	D(LY)
1	0.036685	1.693311 (3.27990)	1.783476 (2.99335)	0.225117 (1.38372)	1.749430 (4.39714)	94.54867 (6.51334)
2	0.043136	1.836116 (3.13973)	17.70318 (8.08747)	5.313499 (4.94366)	1.439299 (3.36814)	73.70791 (9.21837)
3	0.046412	1.814470 (3.44593)	15.57259 (7.26952)	7.917521 (5.85653)	1.592478 (3.57680)	73.10294 (8.77169)
4	0.048059	3.029834 (3.72891)	15.16692 (6.77824)	9.471341 (5.88929)	2.175615 (3.81025)	70.15629 (8.07305)
5	0.055806	3.100563 (4.05214)	11.32654 (5.77730)	8.606110 (5.34823)	2.187075 (3.28191)	74.77971 (7.60676)
6	0.058085	3.173297 (4.13017)	10.47224 (5.64956)	10.57172 (6.42679)	2.114018 (3.31985)	73.66873 (8.00388)
7	0.059654	3.627386 (4.13534)	10.53816 (5.77715)	10.48246 (6.81104)	2.098465 (3.64928)	73.25353 (8.44262)
8	0.060234	4.620333 (4.54523)	10.36859 (5.77957)	10.51268 (6.81481)	2.355235 (4.26482)	72.14316 (8.69250)
9	0.067136	4.139406 (4.82175)	8.650182 (5.18982)	9.077305 (6.21526)	1.917620 (4.05159)	76.21549 (8.73970)
10	0.069107	3.912730 (4.88398)	8.871085 (5.63191)	9.812169 (6.57072)	2.555026 (4.63851)	74.84899 (9.13556)
11	0.070471	3.762864 (5.27781)	8.925414 (5.74481)	9.744199 (6.69372)	2.608984 (5.14024)	74.95854 (9.74935)
12	0.070874	4.196130 (5.31831)	8.839472 (5.90674)	9.816821 (6.61956)	2.749951 (5.94692)	74.39763 (9.83328)
13	0.075804	3.974962 (5.61892)	7.727125 (5.53303)	8.992834 (6.33651)	2.617838 (5.83325)	76.68724 (10.1388)
14	0.077521	3.934995 (5.77924)	7.700498 (5.84520)	9.654486 (6.62429)	3.218694 (6.54224)	75.49133 (10.3567)
15	0.078700	3.818055 (6.25694)	7.908234 (5.93091)	9.679272 (6.76441)	3.250817 (7.03225)	75.34362 (10.8592)
16	0.078974	4.126999 (6.25483)	7.868126 (6.02088)	9.739383 (6.75676)	3.340266 (7.63421)	74.92523 (10.8542)
17	0.083115	3.917869 (6.29582)	7.110303 (5.84706)	9.154089 (6.58937)	3.144657 (7.54171)	76.67308 (11.1174)
18	0.084632	3.851382 (6.33000)	7.129600 (6.09181)	9.625209 (6.75770)	3.736015 (8.21653)	75.65779 (11.3605)
19	0.085638	3.765598 (6.62146)	7.248267 (6.12575)	9.630448 (6.87773)	3.743557 (8.66227)	75.61213 (11.7192)
20	0.085874	4.022187 (6.64630)	7.214883 (6.26413)	9.662160 (6.88191)	3.840433 (9.06892)	75.26034 (11.7190)
21	0.089327	3.886142 (6.74461)	6.670888 (6.06981)	9.197403 (6.72562)	3.650467 (9.04947)	76.59510 (11.9864)
22	0.090649	3.842827 (6.74965)	6.670023 (6.28481)	9.541857 (6.87544)	4.160990 (9.56307)	75.78430 (12.1616)
23	0.0915541	3.774539 (6.88984)	6.788719 (6.31371)	9.538733 (6.98995)	4.161256 (9.87898)	75.73675 (12.4781)
24	0.091729	3.977849 (6.95827)	6.765930 (6.39943)	9.555423 (7.02699)	4.247119 (10.1746)	75.45368 (12.5262)
25	0.094678	3.869012 (7.10946)	6.353932 (6.26781)	9.181853 (6.95247)	4.056411 (10.2075)	76.53879 (12.7839)

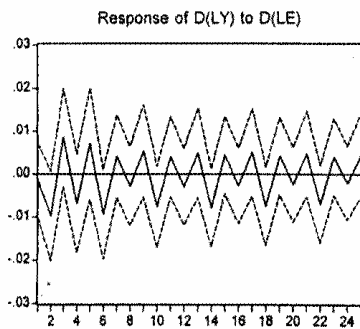
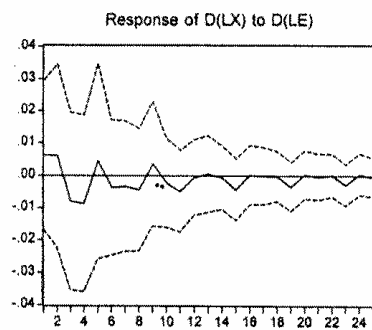
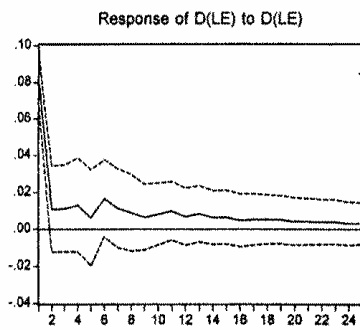
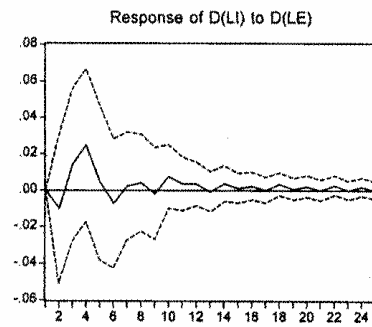
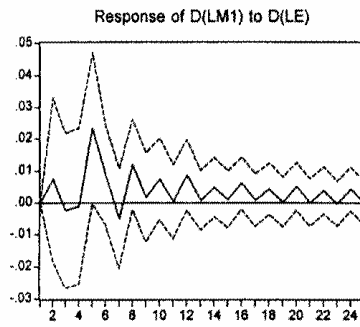
#### 3.3.2.4. Etki-Tepki Analizi

VAR modelinde sistemdeki değişmeleri yorumlamanın güçlüğünü aşmanın diğer bir yolu ise, etki-tepki analizi yöntemidir. Bu yöntemde modelde yer alan değişkenlerin hata terimlerinde meydana gelecek şokların, diğer değişkenler üzerindeki etkisi, ölçülmektedir (Tarı ve Bozkurt, 2006:17). Dolayısıyla burada değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler incelenmektedir.

Etki-tepki analizi sonucundan elde edilen grafikte de görüldüğü gibi, sistemdeki değişkenlerin şoklara gösterdiği tepki birbirine benzemektedir. Şokların genellikle on beşinci dönemde söndüğü görülmektedir. Bir standart sapmalı döviz kuru şokuna çıktının gösterdiği tepki diğer değişkenlerden biraz daha farklı olmaktadır. Dönemler itibariyle aynı olduğu görülen çıktının davranışının ilk beş dönemde daha güçlü bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Devam eden dönemlerde ise, genellikle benzer davranışlar içindedir.

Döviz kuru şokuna faiz değişkeni ve para arzının gösterdiği tepkinin birbirine benzer davranışlar içinde olması dikkat çekici bir sonuçtur. Bu para arzıyla faiz değişkeninin eş zamanlı olarak hareket ettiğini göstermektedir.

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





## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Türkiye’de döviz kuru aktarım kanalının ekonomi üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmada şu teorik ve ampirik sonuçlara ulaşılmıştır:

Parasal Aktarım Mekanizması, para politikası ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi, bir diğer ifadeyle, bir ekonomide parasal değişimlerin toplam talep ve üretimi hangi yollarla ve ne ölçüde etkilediğini gösteren mekanizma olarak adlandırılmaktadır. Genel bir değerlendirme çerçevesinde, parasal aktarım mekanizmasının iki adımda tanımlanması mümkündür. İlk olarak, para politikası uygulamalarında ortaya çıkan değişmelerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi çeşitli finansal piyasa koşullarına aktarımını belirler. İkinci olarak ise, finansal piyasa şartlarındaki değişmelerin üretim seviyesi ve enflasyonu nasıl değiştirdiğini göstermektedir.

Para politikası uygulamalarının reel ekonomiye etkisi ve bu etkilerin hangi yollarla gerçekleştiği hakkında literatürdeki genel görüşlere göre, parasal aktarım mekanizması kanallarını kesin çizgilerle birbirinden ayırmak mümkün değildir. Aksine, tüm aktarım kanallarının birbirini etkilediği ya da tamamladığı görüşü daha yaygındır.

Klasik parasal aktarım mekanizması kanallarından olan döviz kuru kanalı ile aktarım mekanizması, finansal serbestleşme sonrası net özel sermaye girişleri ile para politikası ve nominal gelirdeki değişim arasındaki ilişkiyi ölçmektedir. Döviz kuru kanalı, hem toplam talebi hem de toplam arzı etkileyerek işlemektedir ve esnek döviz kurları ve tam sermaye hareketliliği rejimi altında faiz oranı etkisini de içerir. Yurtiçi faiz oranları yükseldiği zaman yerli varlıklara yatırım yapmak yabancı varlıklarla karşılaştırıldığında daha çekici hale gelmektedir. Yerli varlıklara olan talebin artması yerli paranın değerlenmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Yerli paranın değerlenmesi, yurt içinde üretilen yerli malları, yabancı mallara oranla daha pahalı hale getirmektedir. Bunun net ihracat üzerinde etkisi negatiftir ve azalan net ihracat sonuçta çıktının da azalmasına sebep olmaktadır.

Merkez bankası, faizler üzerinde değişiklik yapmak suretiyle parasal aktarım mekanizmasını kullanarak ekonominin genel dengesinde çeşitli sonuçlar yaratacak faaliyetlerde bulunabilir. Kısa vadeli faiz oranına ilişkin alınan kararlar; beklentiler, faiz, varlık fiyatları ve döviz kuru yoluyla tüketici ve üreticilerin harcama, tasarruf ve

yatırım kararlarını şekillendirmekte ve bu süreç toplam talebi, dolayısıyla da ekonomik aktivite ve enflasyon üzerinde etkili olmaktadır.

Döviz kurlarındaki hareketin piyasaya etkisi konusunda da iki farklı görüş vardır. İlk görüşe göre, döviz kuru belirsizliği, piyasa elemanlarının kur belirsizliğinin olumsuz etkilerini en aza indirmek için piyasadaki etkinliklerini azaltmalarına yol açar. Öngörülemeyen kur değişiklikleri kârların azalması yoluyla ticaret hacmi üzerinde olumsuz etki yapar. Kurun hareketliliği arttığında ihracatçının riski artacaktır. Diğer görüşe göre ise, iç ve dış ticaretin firmalar için bir seçenek olduğudur. Bu görüşe göre, firma piyasaya giriş (çıkış) maliyetlerini yabancı bir piyasadaki çıkış (giriş) kayıplarıyla (kârlarını) karşılayacaktır.

Döviz kuru politikasının istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesi, reel kurun takip edilmesini gerektirmektedir. Türkiye’de çeşitli kurumlarda hesaplanan reel kur endeksleri farklılık göstermektedir. Bunun başlıca sebebi hesaplamalarda dikkate alınan dövizlerin, farklı ağırlıklara sahip olmasıdır.

Türkiye’de 1980’li yılların sonuna kadar para politikası, kalkınma programlarının bir aracı olarak yürütülmüş, sabit döviz kuru sistemi söz konusu olduğundan, bu dönemde döviz kuru kalkınma planları çerçevesinde, ya olduğundan düşük yada yüksek olarak belirlenmiştir. 1989 yılından sonra bu durum tamamen değişmemekle birlikte, para politikası, fiyat istikrarı hedefine göre uygulanmıştır. 1989-1993, döneminde TL’ nin değeri yükselmiş, kısa vadeli sermaye girişinde artış yaşanmıştır. 1992-1994 yıllarında döviz kurunda görülen artışın önemli bir sebebi de para ikamesidir. 1994-1999 döneminde ise kurlar piyasada belirlenmekle birlikte, politika uygulayıcılarının yoğun müdahalesi altında seyretmiştir. Bu dönemde TL’nin değeri dar bir aralık içinde dalgalanmıştır. Ancak, bu dalgalanmada değerlenme yönünde bir eğilim olduğu da görülmektedir. Döviz kurundaki değişimin, ekonomik krizde yapılan yüksek devalüasyon nedeniyle 1994 yılında önemli bir sıçrama gösterdiği tespit edilmektedir. 1999 yılı sonunda ise, “Yönlendirilmiş Sabit Parite” olarak tanımlanan sistem uygulamaya konulmuştur. Bu sistemin en önemli başarı şartı, maliye ve gelir politikaları ile uyumlu olması ve çok uzun sürmemesidir. Ancak 2000 yılında, gerekli yapısal politika değişiklikleri uygulamaya konulmadığı, finans kesiminde görülen çeşitli bozukluklar görüldüğü için bu sistem başarısız olmuş ve 2001 yılında Türkiye tekrar dalgalı kur sistemine geçmiştir. 2001 yılından sonra uygulanan



“Dalgalı Kur Politikası” na rağmen, döviz kurundaki değişme giderek azalmış ve hatta 2003 yılında ve 2004 yılının Temmuz ayına kadar olan dönemde eksi bir değişme söz konusu olmuştur. Türkiye’de 2001 yılından bu yana uygulanan para ve maliye politikaları ile yapısal reformlar neticesinde, makroekonomik istikrar sürecinde alınan mesafeye bağlı olarak mali baskınlık azalmış, finansal piyasalarda derinlik artmış, politikaların ve kurumların güvenilirliği yükselmiş ve parasal aktarım mekanizmasının işlerliği güçlenmiştir.

Türkiye’de döviz kurunun ekonomi üzerindeki etkisinin VAR yöntemi yardımıyla incelendiği ampirik kısımda ise, çıktıda meydana gelen değişmelerin yaklaşık olarak %10’unun döviz kurundan kaynaklandığı bulgusu elde edilmiştir. Bu sonuç döviz kuru hareketlerinin çıktı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğuna ilişkin bir kanıt olarak düşünülebilir.

Aynı dönemde diğer değişkenlerin etkisine bakıldığında döviz kurunun etkisinden sonra en güçlü etkiye faiz değişkeninin sahip olduğu görülmektedir. Faiz değişkeninin yaklaşık olarak %8’ lik bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Buradan çıkarılabilecek önemli bir sonuç şudur: Döviz kuru ve faiz değişkeni reel ekonomi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. 2001 yılından itibaren uygulanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı düşünüldüğünde çalışmamızın sonuçlarının önemli ve anlamlı olduğu düşünülmektedir. Bu açıdan eğer Türkiye döviz kurunun yanında faiz değişkeni de iyi yönetilebilirse, sürdürülebilir bir ekonomik istikrar sağlanabilir.

## KAYNAKÇA

### KİTAP ve DERGİLER

- Aldemir, Ş. 2007. *Türkiye Ekonomisinde Döviz Kurunun Yurtiçi İthalat Fiyatlarına Geçiş Etkisi: 1988-2004*, Uluslar arası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları 1 (2), ss:53-78.
- Anadolu Üniversitesi, *İktisata Giriş*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 3. Baskı, Eskişehir. ss:446
- Bilgin, M. 2004. *Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme*, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, (8), 2004/2, ss:80-94.
- Ertekin, M. *Döviz Kuru Rejimleri ve Türkiye'nin Dış Ticareti*, mimeo.
- Granger, C.W.J., 1988. *Some Recent Developments in a Concept of Causality*, Journal of Econometrics, 39, ss:199-211.
- Engel, R.F. ve Granger, C.W.J., 1987 *Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing*, Econometrica, 55.
- Granger, C.W.J., 1986. *Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 48, ss:213-228.
- Granger, C.W.J., 1969. *Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods*, Econometrica, 37, ss:24-36.
- Johansen, S., 1988. *Statistical Analysis of Cointegration Vectors*, Journal of Economic Dynamics and Control, 12, ss:231-254.
- Johansen, S. ve Juselius, K., 1990. *Maximum Likelihood Estimation and Inference of Cointegration – With Application to the Demand for Money*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52, ss:169-210.
- Kasapoğlu, Ö. 2007. *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

- Kasman, A. 2003. *Türkiye’de Reel Döviz Kuru Oynaklığı ve Bunun İhracatı Üzerine Etkisi: Sektörel Bir Analiz*, Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:XXII, Sayı:2, ss:169-186.
- Kazgan, G. 1997. *İktisadi Düşünce*, Remzi Kitabevi, 7. Baskı, İstanbul.
- Keyder, N. 2000. *Para – Teori, Politika, Uygulama*, Beta Dağıtım, 7. Baskı, İstanbul.
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4): 3-10.
- Öztürk, İ. ve Acaravcı, A. 2002. *Döviz Kurundaki Değişikliğin Türkiye İhracatı Üzerine Etkisi: Ampirik Bir Çalışma*, Review of Social, Economic and Business Studies, Vol.2, Fall 2002-2003, 197-206.
- Öztürk, S. 2003. *Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri”*, Yönetim ve Ekonomi, Yıl:2003, Cilt:10, Sayı:1, ss: 171-185.
- Öztürkler, H. ve Çermikli H. 2007. *Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri*, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, Cilt:44, Sayı:514, ss:57-68.
- Parasız, İ. 2003. *Makro Ekonomi*, Ezgi Kitabevi, 8. Baskı, Bursa
- Parasız, İlker, 1999. *Para Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Parasız, İlker, 1993. *Para Politikası*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Paya, Melih. 1998. *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Peker, O. ve Görmüş, Ş. 2007. *Türkiye’de Döviz Kurunun Enflasyonist Etkilerinin Ekonometrik Analizi*, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Peker, O. ve Hotunluoğlu,H, 2008. *Türkiye de Cari Açığın Nedenlerinin Ekonometrik Analizi*, Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli.
- Saatçioğlu, C. mimeo. “Devalüasyon ve Etkileri”.

Seyidoğlu, H. 2003. *Uluslararası İktisat* , 15. Baskı, İstanbul

Seyrek, İ. Duman, M. ve Sarıkaya, M. mimeo. *Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı:Türkiye’de Aktarım Mekanizması*, Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:5, Sayı:1, ss.201-212.

Şimşek, Muammer, 2004. *Türkiye’de Reel Döviz Kurunu Belirleyen Uzun Dönemli Faktörler*, Cumhuriyet Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt.5, Sayı.2, ss.113-135.

Tarı, R. ve Bozkurt, H. 2006. *Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin VAR Modelleri İle Analizi* (1991.1-2004.3), Ekonometri ve İstatistik, Sayı:4, ss:12-28.

TCMB, 2007. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülteni*, Sayı:6, Haziran 2007.

Tekeoğlu, M. 1993. *İktisadi Düşünceler Tarihi*, Adana.

Terzi, H. ve Kurt, S. 2007. “*Dolarizasyon, Enflasyon ve Reel Döviz Kuru İlişkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi*, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi.

Terzi, H. ve Oltulular, S. 2004. *Türkiye’de Ekonomik Büyüme Enflasyon Süreci – Sektörler İtibariyle Ekonometrik Bir Analiz*, Bankacılar Dergisi, Sayı:50.

Ünsal, E. 2003. *Makro İktisat*, Turhan Kitabevi, 5. Baskı, Ankara.

Zengin, A. *Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)*, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, ss:27-41.

## **İNTERNET KAYNAKLARI**

Altay, O. 2007. *Döviz Kuru Rejimi Tercihini Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar*, Ege Akademik Bakış, 7 (2).

[http://eab.ege.edu.tr/pdf/7\\_2/C7-S2-M17.pdf](http://eab.ege.edu.tr/pdf/7_2/C7-S2-M17.pdf), Erişim:01.06.2008.

Çakmaklı, Selim, 2007. “Parasal Aktarım Mekanizmaları”.

[http://www.noktavirgul.com/index2.php?option=com\\_content&do\\_pdf=1&id=269](http://www.noktavirgul.com/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=269), Erişim:31.05.2008.

Dış Ticaret Müsteşarlığı(DTM) .Türkiye Ekonomisi 1923 den Günümüze,

[www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/Trkekon.doc](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/Trkekon.doc)

Erişim:21.08.2008

Kazgan, G. Türkiye’de Ekonomik Krizler: (1929-2001)Nedenleri ve Sonuçları ,

Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme (İstanbul Bilgi Üniversitesi) 25-

26-27 Eylül DEGEV-Türkiye İş Bankası

<http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/Turkiye.doc> Erişim:30.07.2008

Söyler, Halil, 2004. “Döviz Kurları Üzerine İşlemler”.

<http://www.alomaliye.com/index.htm>, Erişim:10.07.2008.

## **ÖZGEÇMİŞ**

Fatih TOPCU, 01 Ağustos 1979 tarihinde AYDIN/ Nazilli’de doğmuştur. İlk öğrenimini Turan İlkokulu’nda, orta öğrenimini Nazilli 50. Yıl Ticaret Lisesi ve Atatürk Lisesi’nde, lise öğretimini Fatih Sultan Lisesi’nde, yüksek öğrenimini ise Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü’nde 2003 yılında tamamlamıştır.

