

İstanbul Üniversitesi
İktisat Fakültesi
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları
47. Seri / Yıl 2005
Prof. Dr. Türkan Öncel'e Armağan

**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE
EKONOMİK KRİZLER VE DÖVİZ KURU
REJİMİ SEÇİMİ ÜZERİNE BİR İNCELEME**

Araş. Gör. Dr. Erşan SEVER

Harran Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

ÖZET

Bu çalışmada son dönemlerde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler sonrasında döviz kuru rejimi seçiminde uluslararası kuruluşların desteklediği iki kutuplu görüşün temelini oluşturan mümkün olmayan üçleme yaklaşımı ve bu yaklaşıma karşı yapılan eleştiriler üzerinde durulmuştur. Ekonomik kriz sonrasında esnek kur rejimini tercih eden gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarındaki dalgalanmalara müdahale etme nedenleri araştırılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler; güvenilirlik sorunu, piyasaların sığılığı, kur artışlarının resesyona neden olması, para ikamesi, enflasyonist baskı, statü farklılığı ve dış borçlanma durumlarından dolayı kurlardaki dalgalanmalara engel olmaktadır. Bu ülkeler için optimal döviz kuru rejiminin ne olabileceği sorusuna verilen cevaplar da üzerinde durulan konular arasında yer almaktadır.

ABSTRACT

In this study, examined after developing countries occur economic crises in the last period, impossible trinity approach basis of which bipolar view, more suggested by international organization in the choice of exchange rate regime, and its against critics on this approach. It was investigated that reasons of the intervention the exchange rate volatility. Exchange rate floating have been limited by developing countries because of credibility matters, markets shallow, exchange rate depreciation which cause recession, currency substitution, inflationist effect, status difference and foreign loan. Besides mentioned responds which question what can be optimal exchange rate regime for developing countries..

1. GİRİŞ

Ülkelerin dünya ekonomisinden daha fazla kazanım elde etme uğraşlarına paralel olarak ekonomi politikalarındaki tercihlerini de yeniden düzenleme gerekliliği ortaya çıkmıştır. Dışa açık ekonomi politikaları şeklinde tanımlanan bu uygulamalar hem mal hemde finansal piyasaların serbestleşmesi biçiminde olmuştur. Bu bakımdan ulusal ekonomiler giderek uluslar arası ekonomik gelişmelerden daha fazla etkilenir hale gelmiştir. Geçen on yıllık süre içerisinde yaşanan ekonomik krizlerin etkileri gelişmekte olan ülke ekonomilerinde daha yüksek seviyede olmuştur. Daha önceki dönemlerde kriz sonrası tercih edilen kur rejimleri fazla sorgulanmaz iken son krizlerden itibaren uygulanacak kur politikaları daha fazla tartışılır hale gelmiştir. Burada ülkelerin tercih etmiş oldukları döviz kuru rejimi dışsal şokların izole edilmesi ve içsel şoklarda alternatif politikaların uygulanmasına kazandırdığı esneklik bakımından önem kazanmıştır.

Ekonomik krize giren ülkelerin büyük çoğunluğunda çapa sisteminin değişik biçimleri uygulandığından, kriz ile birlikte uluslararası kuruluşlar iki kutuplu görüşü daha fazla desteklenmeye başlamıştır. Bu yaklaşım sermayenin serbest hareket ettiği ortamda bir ülkenin ya katı sabit yada dalgalı kur rejimini tercih etmesi gerektiği savını öne sürmektedir. Katı sabitlemenin uygulamada başarısının bazı ön koşullara bağlı olmasından dolayı genel olarak serbest kur sistemi krize giren ülkelerin tercih ettikleri kur rejimi olmuştur.

Piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmaya çalışan bir ülke için dalgalı döviz kuru sistemi uygun bir politika gibi görünmesine rağmen, bu sistemin gelişmekte olan ülkelerde tam olarak benimsenmediği görülmektedir. Resmi olarak esnek kur politikasını tercih ettiklerini ifade etmiş olmalarına karşın, fiiliyatta bazı yöntemlerle kurların seviyelerini belirlemeye çalışmaktadırlar. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ekonomilerde optimum döviz kuru politikasının ne olacağı iktisatçılar arasında tartışma konusu olmaya devam etmektedir.

Bu bağlamda finansal piyasalarda meydana gelen değişmelere paralel olarak ülkelerin tercih etmiş oldukları döviz kuru rejimleri ve meydana gelen ekonomik krizler çalışmanın ilk başlığını oluşturmuştur. Ekonomik krizlerle birlikte uluslararası kuruluşların desteklemiş oldukları iki kutuplu görüşün referans kaynağı olan mümkün olmayan üçleme hipotezi ve gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarına müdahale etmeyi zorunlu kılan nedenler incelenen diğer konulardır. Son ekonomik krizlerle birlikte gelişmekte olan ülkelerin nasıl bir döviz kuru rejimini tercih etmesi gerektiği konusunda ki görüşler çalışmanın nihai konusu olmuştur.

2. SERMAYE MOBİLİTESİ, LİBERALLEŞME VE DÖVİZ KURU REJİMLERİ

1870 yılından Birinci Dünya Savaşı'na kadar istikrarlı bir seyir gösteren Altın Standardı uygulaması bu savaşta kesintiye uğramıştır. Savaş bitimiyle yeniden eski sisteme dönme gayretleri serbest dış ticaretteki kısıtlamalar, sermaye hareketlerinin savaş öncesi kadar hareketli olmaması ve Avrupa'daki ülkelerin çoğunda görülen enflasyonlardan dolayı bu geri dönüşüm çabaları olumlu sonuç vermemiştir.¹

ABD dolarının lokomotifliğini yaptığı ve 1944 yılından itibaren uygulamaya konulan Bretton Woods Sistemi 1970'li yılların başında ABD ekonomisindeki ödemeler dengesinde meydana gelen açıkların sürdürülemez olması, sermaye hareketlerinin yaygınlaşması ve ABD dolarının aşırı değerlenmesi sonucunda görevini tamamlamış ve bu sistem yerini esnek döviz kuru rejimi uygulamalarına bırakmıştır.²

Bu sistemin yıkılmasıyla birlikte dünya piyasalarındaki liberalleşme akımları çerçevesinde özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin de önemli derecede arttığı gözlemlenmiştir. Dünya genelinde 80'li yıllarda döviz piyasasında

1 Steven Husted, Michael Melvin, *International Economics*, New York, Harper & Row Pub., 1990, p.468.

2 K. Batu Tunay, "Para İkamesi, Ülkelerarası Enflasyon Transferi ve Uluslararası Döviz Kuru Rejimi Tartışmaları", *Bankacılar Dergisi*, Sayı:29, Yıl 1999, s.60.

yaklaşık 190 milyar \$'lık işlem yapılırken, günümüzde ise telekomünikasyon ağında meydana gelen gelişmelerin de yardımıyla bu sermaye akımlarının hacmi genişlemiş ve dünya ölçeğindeki mobilitesi artmıştır. Bu bağlamda günümüzde yaklaşık 1,7 trilyon \$ düzeyinde işlem yapılmaktadır. Gelişen bu sürece ayak uydurmak ve bunun nimetlerinden faydalanmak isteyen özellikle gelişmekte olan ülkelerin liberalleşme uygulamalarına paralel olarak bu ülkelerin para politikaları, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki etkinlikleri de gittikçe azalmıştır.³

Liberal ekonomi politikaları ile birlikte sabit kur rejiminin uygulamadaki üstünlüğü azalmış ve esnek kurlar ülkelerin tercih ettiği kur rejimi haline gelmiştir. Gelişmiş ülkelerin 1970'li yıllardan itibaren esnek kurları tercih etmeleriyle birlikte gelişmekte olan ülkeler tek bir para birimine sabitleme yaparlarken daha sonraları bu sabitlemeler birkaç ülke paralarının bileşimi (sepet) şeklinde olmuştur. 1970'li yılların ortasında gelişmekte olan ülkelerin % 85'i sabit kur sistemini uygularken 80'lerin ortasında bu oran % 45 seviyelerine inmiş ve ülkelerin yaklaşık % 50'si esnek kur uygulamasına geçmiştir.⁴ Çok az istisna dışında Afrika ve Ortadoğu ülkeleri peg rejimini, Asya ülkeleri esnek kurları tercih etmiştir. Batı yarım küre ve Avrupa'daki gelişmekte olan ülkeler her iki rejimi de tercih etmişlerdir. Düşük enflasyonlu ülkeler sabitleme rejimleri, yüksek enflasyonlu ülkeler ise esnek kurlara doğru eğilim göstermişlerdir.⁵

1990'lı yıllardan itibaren de gelişmekte olan ülkelere esnek kurlar daha fazla uygulanır hale gelmiştir. Bunun nedenlerinden birincisi; 1980'li yılların sonunda özellikle batı yarım küresinde gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranlarının yükselmesidir. 1970'li yıllarda %25 seviyelerinde olan enflasyon 1980'li yıllarda % 300 düzeylerine kadar çıkmıştır. İkincisi; önemli ülkelerin paralarını serbest dalgalanmaya bırakmaları sonucunda meydana gelen belirsizlikler birleşen uygulamaların vermiş olduğu cesarettir. Fakat bazı ülkeler yine de önceden ilan ettikleri kur hedefi doğrultusunda döviz müdahale etmişlerdir.⁶ Üçüncüsü ise, 1980'li yıllardan bu yana gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akımlarının paylarında meydana gelen artıştır. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelere sermaye piyasalarının entegrasyonu ve cari işlemlerde liberasyon biçiminde olmuştur. 1970-80 arasındaki dönemde yabancı sermaye akımlarının payı bu ülkelere yaklaşık %0.5 iken, bu oran 1990'lı yıllarda %3 seviyelerine ulaşmıştır.⁷

Bu genel eğilimin yanında birçok Asya ülkesi ABD dolarına karşı hemen hemen sabit nominal kur rejimi uygulamasını seçmişlerdir. Bu rejimler iki nedenle tercih edilmiştir. Birincisi, fiyat istikrarından emin olmak, ikincisi ise faiz oranlarındaki genişliği azaltarak borçlanmayı daha ucuz hale getirmektir. Döviz kurunun sabitlenmesi faiz oranlarının genişliği üzerinde iki kat pozitif etki meydana getirmiştir. Enflasyondaki beklentileri aşağıya

3 Semih Güven, "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:185, Ağustos 2001, s.80.

4 Andrés Velasco and Luis Felipe Céspedes, "Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective," October, 1999, (Çevrimiçi) <http://wbln0018.worldbank.org>, 12.11.2002, p.5.

5 Bijan B. Aghevli., Mohsin S. Khan and Peter J. Montiel, "Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues", **IMF Occasional Paper 78**, 1991. p.3.

6 Aghevli, Khan and Montiel, **a.g.e.**, p.2.

7 Michael Mussa and Others, "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", **IMF Occasional Paper No. 193**, August 2000, p.14.

çekmiş ve piyasa uygulayıcılarının güvenini kazanmıştır. Neticede ülke risklerinde azalmalar meydana gelmiştir. Öte yandan 1995 yılı sonunda dolara yapılan sabitlemeler birçok Asya ülkesinde rekabeti olumsuz etkilemiştir. Çünkü, ABD Doları diğer ülke paralarından Japon yenine karşı % 25, Euro'ya karşı da % 17 oranında değer kazanmıştır. Eğer bu ülkelerin yatırım ve ticaret yapıları dolar bölgesine yoğunluk kazanmış olsaydı ve ihracattaki rakipleri de dolar alanında bulunmuş olsalardı o zaman bu ülkeler dolardaki dalgalanmaya bakmaksızın istikrara kavuşmuş olurlardı. Bu bakımdan Asya ülkelerinden ziyade bazı küçük Latin Amerika ülkeleri az önceki yapıya uygunluk göstermektedirler. Dolara karşı sabitleme merkez bankalarına kurların sürdürülmesi noktasında sorumluluk yüklemektedir. Ulusal finans sisteminin zayıflığı ile birlikte ulusal şirketlerin dışarıdan özellikle kısa vadeli döviz ile borç para bulurlarken kendilerini döviz krizi risklerine karşı korumamış olmaları da krizi tetikleyici etki meydana getirmiştir.⁸ Asya ülkelerinde yaşanan ekonomik krizlerin ardından 1998 yılında Brezilya ve Rusya krizi, ayrıca 2000'de Arjantin ve Türkiye'de meydana gelen krizler, liberalleşme uygulamaları ile birlikte gelişen ve daha hareketli konuma gelen sermaye piyasalarında meydana gelebilecek şokların etkileri de yüksek olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ekonomiler bu şoklardan daha fazla etkilenmektedirler. Ekonomik şokların bir ülkede makro dengeleri bozmaması veya daha düşük kayıplarla atlatılmasında tercih edilen döviz kuru rejimi önemli bir etken olmaktadır.

IMF ve diğer uluslararası ekonomik kuruluşlara göre gelişmekte olan ülkelerdeki siyasal güven, kamusal dengesizlikler, mali piyasaların zayıflığı, iş piyasalarının fazla esnek olmaması ve reel ekonomik yapının yeterli sağlamlıkta bulunmaması sabit döviz kuru uygulamaları başarısız olmuştur. Bu nedenle ülkelerin şoklara karşı daha dirençli olması için esnek kur sistemini uygulamaları gerekmektedir.⁹ Uluslararası kuruluşların kur politikalarında iki kutuplu görüşü desteklemiş olmaları mümkün olmayan üçleme hipotezine dayanmaktadır.

3. KÖŞE ÇÖZÜMÜ HİPOTEZİ

Açık ekonomilerde istikrar politikaları üzerine çalışmalar 1960 ve 1970'li yıllarda değişik şekillerde ele alınmıştır. Daha da ilerisi her bir döviz kuru düzenlemesi altında para ve maliye politikalarının uygunluğu analiz edilmiştir.¹⁰ Mundell-Fleming modeli en genel dışa açık ekonomide makro ekonomik model olarak tanımlanmaktadır. Bu modelde küçük açık ekonomiler bir yıllık veya daha uzun süreyi kapsayan dönemi içermektedir. Kısa dönemde ücret ve fiyatların sabit olduğu kabul edilmektedir. Bu açıdan model keynesyen ruh taşımaktadır. Modelde toplam arz tam olarak esnek ve toplam talep ise gelir seviyesine bağlı olarak değişmektedir.¹¹

8 Mussa and Others, **a.g.e.**, p.2-3.

9 Ronald I. McKinnon, "Limiting Moral Hazard and Reducing Risk in International Capital Flows: The Choice of an Exchange Rate Regime", **Annals**, Volume 579, January 2002, p.201.

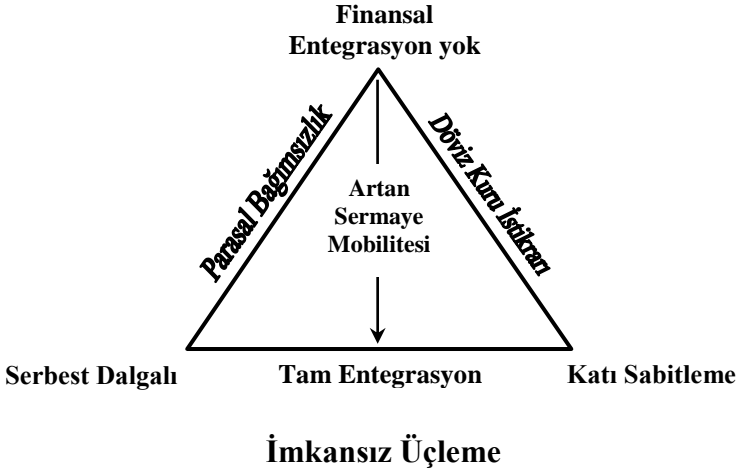
10 Peter Isard, **Exchange Rate Economics**, New York, Cambridge University Press. 1995. p.102.

11 Victor Argy, **International Macro Economics**, London, Routledge Pub., 1994, p.53.

Mundell-Fleming modelinde, para ve maliye politikalarının etkinlikleri döviz kuru düzenlemelerinin türüne ve sermaye mobilitesinin derecesine bağlıdır.¹² Modelde ticaret dengesi yurtdışı gelir ile ilişkili olarak ulusal gelir seviyesi ve döviz kurları tarafından açıklanmaktadır. Sermaye hesabı yurt dışı gelire ilişkin olarak ulusal gelir seviyesi ve döviz kurları tarafından açıklanmaktadır. Sermaye hesabının faiz oranlarındaki farklılığa karşı hassasiyeti, sermaye mobilitesi derecesinin bir ölçüsü olarak görülmektedir.¹³

Mundell-Fleming modeli, döviz kuru rejimlerinde iki önemli gelişmenin önünü açmıştır. Bunlar mümkün olmayan üçleme ve optimum para alanı teorisidir.¹⁴

Köşe çözümü hipotezi, prensip olarak mümkün olmayan üçlemenin bir sonucudur. Buna göre bir ülke üç amaçtan birinden vazgeçmek zorundadır. Bunlar, döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal piyasaların serbestleşmesidir. Bunların üçünün de aynı anda gerçekleşmesi mümkün değildir.¹⁵



Şekildeki üçgen, politikacıların seçim tercihlerini göstermektedir. Bir ülke finansal entegrasyon, parasal bağımsızlık ve döviz kuru istikrarından üçünü de aynı anda gerçekleştiremez. Bu seçeneklerden en fazla ikisini kontrol edebilir.¹⁶ Ekonomik entegrasyon olması durumunda ise ya döviz kuru istikrarı yada parasal bağımsızlıktan birisinin seçilmesi gerekmektedir. Yani, dalgalı kurunu seçen bir ekonomi, parasal

12 Isard, a.g.e., p.102.

13 Argy, a.g.e., p.53.

14 Michael D. Bordo, "Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective", **NBER Working Paper No. 9654**, April, 2003, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w9654>, 26.06.2003, p.7.

15 Jeffrey E. Frankel and Others, **Verifying Exchange Rate Regimes**, May 17, 2000, (Çevrimiçi) <http://econ.worldbank.org/docs/1152.pdf>, 08.09.2003, p.8.

16 Jorge Braga de Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, "Monetary Integration for Sustain Convergence: Earning Rather than Importing Credibility", **Don't Fix, Don't Float**, OECD Pub., 2001, p. 14.

politikalarda bağımsızlık elde ederken döviz kurunda istikrar ortadan kalkmaktadır. Sabit kur sistemini seçmesi durumunda ise parasal politikalarını serbestçe uygulayamaz. Ayrıca yarı istikrarlı kur ve yarı bağımsız para politikası tercihinin yapılması da imkansızdır.

Bu sonuçlara göre, sermaye mobilitesinin serbest olduğu piyasalarda döviz kuru rejiminde iki yol takip edilebilmektedir. Ya para kurulu, dolarizasyon ve parasal birlik gibi uygulamalarla döviz kurlarının katı bir şekilde sabitlemesi, ya da döviz kurlarının ne olacağı konusunda endişeleri bir kenara bırakıp kurların serbest dalgalanmaya bırakılmasıdır. Orta rejim tercihleri spekülasyonlara maruz kalındığı için uygulanması mümkün görünmemektedir.¹⁷

1994 yılı sonunda Meksika, 1997 yılında Tayland, Endonezya ve Kore krizleri, 1998 yılındaki Brezilya ve Rusya krizi ayrıca 2000 yılında Arjantin ve Türkiye’de görülen krizler sermaye mobilitesinin olduğu ülkelerde döviz kuru sabitlemesinin katı olmadığı zaman sürdürülemez olduğunu göstermiştir. Aslında 1998 yılında meydana gelen krizlerde, çeşitli esnek kurların uygulama imkanının olduğu Güney Afrika, İsrail (1998), Meksika (1998) ve Türkiye (1998) gibi çoğu ülkeler krizlerden uzak kalmayı başarmışlardır.¹⁸ Sonuçta ekonomik krizlerle karşılaşan ülkelerin çoğunluğu esnek kur sistemini tercih etmişlerdir.

Aslında krize giren ülkelerin esnek kuru seçmelerinden başka da şansları yoktu. Birinci neden, krizlerde akışkanlığı fazla olan spekülasyon para hareketlerinin hızlı çıkışı yapmalarından dolayı finansal desteğin sağlanması için fazla bir alternatiflerinin bulunmamasıdır. İkinci neden ise, bu ülkelerin seçtikleri kur uygulamasından katı sabitlemeye geçişlerin bazı ön hazırlıkları gerektirmesidir. Bu bakımdan dalgalı kura geçişin kolay olmasından dolayı krize giren ülkeler dalgalı kurda karar kılmak zorunda kalmışlardır.¹⁹

İmkansız üçleme hipotezi bazı noktalardan ekonomistler tarafından eleştirilmektedir. J. Williamson ve diğer bazı ekonomistler iki kutuplu görüşün uygulanmasının imkansızlığına işaret etmişler veya uzun dönemde hızlı ekonomik büyümeye uyumlu bir birliktelik göstererek gelişmekte olan ülkelerde tatbik etmenin zorluğuna dikkat çekmişlerdir. Çünkü bu sistem gelişmekte olan ekonomilerin uzun dönemde rekabetçiliklerini devam ettiren bir sistem değildir. Williamson’a göre uzun dönemde rekabetçi döviz kuru ile güçlü ekonomik büyüme gerçekleşebilir. Asya ülkelerinin 1997 yılına gelinceye kadarki yüksek ekonomik performansları ile Japonya ve Almanya’nın 1950 ve 60’lı yıllardaki harika gelişmesindeki etkenlerden birisi rekabetçi döviz kuru politikalarıdır. Yüksek sermaye hareketliliğinin olduğu yerlerde küçük ve gelişen ülkeler için bu sistem rekabetçi kur politikasını vermekten uzaktır. Ayrıca yüksek sermaye akımlarının ülke içerisine yönelmesi ulusal paranın değer

17 John Williamson, “ The Evolution of Thought on Intermediate Exchange Rate Regimes”, **Annuals**, Volume; 579, January 2002, p.82.

18 Stanley Fischer, **Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?**, January, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/fischer.html>, 02.04.2003, pp.1-2.

19 Jeffrey A. Frankel, “Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies”, **NBER Working Paper**, September 26, 2003, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu>, 14.10.2004, p.16.

kazanmasına ve dış rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır. Bu yüzden ekonomide yatırımlar azalmakta veya daha yüksek yatırımlarla ticareti yapılmayan malların üretimi yapılmaktadır. Her ikisi de uzun dönemde ödemeler dengesinde sürdürülemez olacak açıkları meydana getireceğinden, ilerleyen süreçte kriz kaçınılmaz olmaktadır.²⁰

İmkansız üçleme birçok gelişmekte olan ülke için ya tam olarak uygulanamayabilir veya iyi uygulanabilir. Tam sermaye hareketliliği sermaye hareketleri üzerine kontrol yapmayı gerekli görmez, fakat uluslararası yatırımcıların nazarında ulusal paradaki varlık türlerinin dünya paralarından varlık türleriyle en azından tam ikameye yakın olmaları gerekmektedir. Bu netice birçok gelişmekte olan ülke için açık değildir. Bu nedenle potansiyel risk priminin de ilave edilmesi gerekmektedir. Bu risk primleri ülkelerin borçluluk durumlarına ve gelecekteki borçlanma durumunun piyasa algılamasına bağlı olmaktadır. Bu yüzden parasal değişim olarak tam sermaye hareketliliğinin bulunmaması imkansız üçlemeyi büyük oranda zayıflatmaktadır. Ayrıca Branson, Braga de Macedo'nun (1996) ifade ettikleri gibi cari işlemler ve sermaye hesabının ayırımının yapılması da politik bir problem oluşturmaktadır.²¹

Asya ülkelerinde merkez bankalarının döviz hedefine odaklanmadan dolayı ani saldırılarda savunmasız kalmaları, hatta önceden tedbir almada yetersiz kalmalarının sonucu krizler meydana gelmiştir. Bu ortamda ülkeler için devalüasyondan başka çıkış yolu kalmamıştır. Çünkü, Faiz oranları ile döviz kurlarının aynı anda memnuniyetini sağlayan dışsal finansal sıkıntıyı ve yurt içi resesyonu önleyecek kombinasyon yoktur. Arjantin'in 2001 yılında karşılaştığı krizle ilgili olarak yazarların gözlemleri şu şekildedir. Geleneksel olarak ülkede para kurulu uygulaması çerçevesinde sabit kur uygulamasını kurumsal olarak yapmayı samimi ve ciddi şekilde istemişlerdir. Bu uygulama ile dışarıdan güvenilirlik ithal edilecek, faiz oranları ve fiyatların seviyesi düşecekti. Böylece katı köşe çözümü uygulanmasının sonuçları elde edilmiş olacaktı. Fakat kısa zaman için desteklenen kuvvetli sabit kurlar daha sonra çözülmüştür. Arjantin 1999-2002 resesyunun da 1991-1998 sürecindeki para kurulu uygulamasındaki altın çağında kazandığı gelir ve rezervlerini kaybetmiştir. Arjantin örneğinin yanında tam dolarizasyon yapan Ekvador örneği de bulunmaktadır. Tam dolarizasyon sonrasında ki üç yıllık süreçte enflasyon oranı %20 seviyesinin altına inmiştir. Ekvador dolarizasyona gitmeden önce Ekvador ciddi bir devalüasyon yapmış öyle ki, fiyat artışlarının çoğunluğu satın alma gücü paritesinin elde edilmesi biçiminde yorumlanmıştır. Fakat bu noktada iki tane ayırım bulunmaktadır. Bunlardan birincisi üç yıllık süreçte enflasyon halen devam etmekte ikincisi de reel manada değerlenmenin ortaya çıkmış olmasıdır. Küçük fiyat ayarlaması, enflasyon ataleti ve satınalma gücü paritesi başarısızlıklarının sürprizleri birçok ekonominin yeteneklerini kaybetmelerini

20 Stefan Kawalec, Maciej Krzak, **Exchange Rate Policy and Economic Growth**, February, 2002 (Çevrimiçi) <http://eaces.gelso.unitn.it>, 09.10.2003, p.11.

21 William H. Branson, "Intermediate Exchange-Rate Regimes for Groups of Developing Countries", **Don't Fix Don't Float**, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001, p.59.

sağlamıştır. Bunun yanında ciddi dolarize olmuş ekonomilerde dolarizasyondan elde edilen faydaların değişmesinde ve yok olmasında mal piyasası kusurlarının da payı bulunmaktadır. Malezya döviz kontrolü yöntemiyle orta rejimleri devam ettirmektedir. Bu açıdan bir kişinin köşe çözümlerinin orta rejimlerden iyi olduğunu iddia etmesi mantıklı değildir.²²

Ayrıca ara rejimlerde bu yaklaşımın uygulama imkanı bulunmamasına rağmen, Calvo ve Reinhart ve diğer ekonomistlerin yaptığı çalışmalara göre gelişmekte olan ülkelerin dalgalanma korkusundan dolayı kurlara müdahalede etmeleri, esnek kur uygulaması yapan ülkelerin ara rejime eğilimli politika takip ettikleri şeklindeki yorumları artırmaktadır.

4. DALGALANMA KORKUSU

Gelişmekte olan ülkeler ödemeler dengesinin olumsuz etkilenmesi ve enflasyona dönüşümden dolayı döviz kurlarındaki aşırı değerlenme ve değer kayıplarına karşı tahammülleri sınırlıdır. Bu duruma büyümeyi durduran veya düşüren etkiyi de eklemek mümkündür. Uzun zaman sürecinde ihracattaki farklılaşma nedeniyle büyümeyi tehdit etmesinin yanında ticarete konu olmayan endüstri üzerine de etki etmektedir.²³ Bu bakımdan gelişmekte olan piyasalar kurların piyasada serbestçe dalgalanmalarına izin vermek yerine aktif finansal piyasalara müdahaleyi tercih etmektedirler.²⁴

4.1. KREDİBİLİTENİN OLMAMASI

Kredibilite gelişmekte olan ülkelerde zayıf durumdadır. Döviz kurları ile faiz oranları arasındaki değişkenlik ile kredibilite sorunları birbirlerine uyuşmamaktadır. Kredibilite sorunu, faiz oranlarındaki dalgalanma ve kredi dereceleri gibi etkenlerle gözlemlenebilir. Bu ülkelerdeki piyasaların sığ olması nedeniyle küçük hareketlerin piyasaları etkileme gücü yüksek olmakta ve güven derinliği azalmaktadır.²⁵

4.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DEVALÜASYONLARIN RESESYONLA BİRLEŞMESİ

Gelişmekte olan ekonomilerde genellikle devalüasyonların ardından ekonomik küçülmeler yaşanmaktadır. Çünkü, bu ülkelerde kamu ve özel kesimin borçluluk oranlarında döviz sorumlulukları oldukça yüksek seviyelerdedir. Bu ülkelerdeki başarısızlıklar onların borç servisi miktarlarında sıkıntıyla karşılaşmalarına neden olmaktadır. Kredi piyasasına yapılan girişler de parasal istikrarsızlık durumunda geriye dönerler. Döviz kurundaki dalgalanmalar bu ülkelerde dış ticarete de zarar vermektedir.

22 Frankel, "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", pp.19-20.

23 Macedo, Cohen and Reisen, **a.g.e.**, p.15.

24 Sebastian Edwards, "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crises Prevention, "NBER Working Paper No: 8529, October, 2001, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w8529>, 02.03.2004, p.37.

25 Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart, **Fear of Floating**, September 25, 2000 (Çevrimiçi) <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp11.pdf>, 20.10.2002, p.5.

Ticaretler genellikle yabancı para üzerinden (euro, dolar, yen) yapılmakta ve bu ülkelerde döviz kuru riskine karşı korunma (hedge) oldukça sınırlı düzeyde hatta yok denecek kadar düşük seviyededir. Bu yüzden döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların etkileri gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla enflasyonist etki yapmaktadır. En azından son gözlemler bu şekildedir. Eğer politikacılar enflasyondan endişe ediyorlarsa döviz kurlarındaki dalgalanmaya karşı eğilim oluşmaktadır. Öte yandan politikacılar kur ve faiz oranları arasında bir seçim yapmaya zorlanılırsa, genel olarak kurlarda istikrar sağlamayı tercih etmektedirler. Bu yüzden gelişmekte olan ülkeler döviz kurlarındaki hareketleri nispi olarak dar bir bant aralığında tutmayı istemektedirler.²⁶

Calvo ve Reinhard'ın "dalgalanma korkusu" bulgularını destekleyen bir başka çalışmayı Hausman, Panizza ve Stein (2000) yapmıştır. Bir ülkenin uluslararası kendi parasından borçlanma yeteneğinin kur riskini dengeleme yeteneğini ifade eden ve ülkelerin kur riskini dengeleme imkanlarının bulunmaması durumunda kurları fazla dalgalandırma eğilimlerinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bir başka çalışma ise Levi-Yeyati ve Sturzenegger (1999) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada uluslar arası finansal piyasalarda artan istikrarsızlıkların, özellikle gelişmekte olan piyasaları ilan edilen (de jure) kurdan daha farklı kur uygulamasına ittiği tespit edilmiştir.²⁷

4.3. PARA İKAMESİ

Yabancı para tutmanın engellenmediği bir ortamda para ikamesi süreci ulusal paranın yerine değer saklama aracı olarak yabancı paranın elde tutulmasıyla başlar. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde ulusal paraların zayıf olmasından dolayı ulusal paranın değer saklama özelliği ortadan kalkar. Para ikamesi terimi, dolarizasyon, eurozasyon şeklinde de ifade edilmektedir. Kanuni olarak bir ülkenin parasının kabul edilmesi durumunda yasal (de jure) para ikamesi (yasal dolarizasyon) meydana gelir. Ekonomik birimlerin enflasyon, devalüasyon veya paraya el koyma gibi faktörlerden dolayı ulusal paraya olan güvenin kaybolması neticesinde başka güvenilir paralara yönelmesine fiili (de facto) para ikamesi denir. Fiili dolarizasyonun ortaya çıkması aynı zamanda kayıtdışı ekonominin büyümesiyle de yakından ilişkilidir. Çünkü, bu ilişkilerde yabancı para değişim aracı olarak daha çok kullanılmaktadır.²⁸

Para ikamesi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenmektedir. Para ikamesi kamu açıklarının finansmanı ve istikrar programı uygulamalarında ve para politikalarının uygulama sürecinde önemli bir yere sahip bulunmaktadır.²⁹

Fiili dolarizasyon senyorej gelirlerinin azalmasına, parasal otoritenin enflasyonist finansman ve döviz kontrollerinde etkinlikten uzaklaşmasına neden olur. Bu aynı

26 Calvo, Reinhart, **a.g.e.**, p.9.

27 Alpar E. İnan, "Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi**, sayı:40, 2002, s.44.

28 Edgar L. Feige, "The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries", **Forthcoming in Comparative Economic Studies**, Fall, 2003. (Çevrimiçi) <http://econwpa.wustl.edu>, 03.10.2004, p.2.

29 Faruk Selçuk, "Currency Substitution New Evidence From Emerging Economies", **Economic Letters** 78, July 11, 2002, (Çevrimiçi) www.elsevier.com, 26.09.2003, p.219.

zamanda vergiden kaçınma maliyetini de azaltır. Bu yüzden kamu otoritesinin özel sektördeki reel kaynakları yönetme yeteneği azalır. Kayıt dışı faaliyetlerdeki artışlar makro ekonomik aktivitelerin değişiminin ölçümünde bozulmalar veya daha da zorlaşmalar meydana getirir.³⁰

Feige ile Porter ve Judson'un düşüncelerine göre %40-60 arasında ABD Doları nakit olarak yurt dışında tutulmaktadır. Bureau of Economic Analysis (Ekonomik Analiz Merkezi) ve FED (ABD Merkez Bankası) Feige'nin tahmini ölçüm varyansına göre bir tahmini ölçüm yapmışlar ve sonuçta 2001 yılında dolanımdaki 580 milyar doların %50'sinin yurt dışında olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Fakat yurt dışında tutulan ABD dolarlarının yerlerini tespit etmek mümkün görünmemektedir.³¹

Gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalar sonucunda bu ülkelerde yabancı dengelerin önemli bir payının olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yabancı denge payında Türkiye'nin payı %53 düzeyindedir. Polonya'nın %50, Çek Cumhuriyeti'nin %42 ve İsrail'in %39 olarak tespit edilmiştir.³²

1983 yılında Türkiye'de yabancı para mevduatının geniş anlamda para arzına (M2X) oranı %10 civarında iken, 1988 yılında %23 seviyesine ulaşmıştır. 1989 yılındaki 32 sayılı karar ile liberalleşmenin daha da genişletilmesi sonucunda 1993 yılında bu oran %47 düzeyine çıkmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz neticesinde %58 seviyelerine kadar yükselmiştir. Genel olarak Türkiye'de belirsizliğin arttığı dönemlerde %50 seviyelerinin üzerine çıkmış belirsizliğin azalmasıyla birlikte %40 civarlarına kadar inmiştir.³³

4.4. PASS-THROUGH ETKİSİ

Döviz kurlarındaki değişimlerin ihracat ve ithalat fiyatlarını değiştirerek yurt içi fiyatlara yansımaları "*pass-through*" olarak ifade edilmektedir.³⁴ Ulusal paranın değer kaybının etkileri doğrudan veya dolaylı biçimde olabilmektedir. Özellikle bu artışlar girdi maliyeti artışları şeklinde olmaktadır.

Döviz kurundaki değişmelerde kurların düşmesiyle fiyatlarda aşağıya doğru esneklik çok düşük değerde iken, ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte fiyatlar bu değişime karşı esnek olmaktadır. Ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte meydana gelecek "*pass-through*" etkisi arz ve talep esnekliği, ulusal paranın değer kaybı miktarı, ülkedeki rekabet ortamı ve firmaların piyasa stratejisi gibi etkenlere bağlı olarak değişebilmektedir.

30 Feige, a.g.e., p.3.

31 Feige, a.g.e., p.7.

32 İrfan Cıvırcı, "Dollarization and Its Long-run Determinants in Turkey", **Forthcoming in Middle East Economics Series**, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.econturk.org>, 21.09.2003, p.222.

33 Vural Kural, **Para İkamesi Altında Enflasyonist Finansman**, (Çevrimiçi) <http://www.treasury.gov.tr/makaleler/vkural.pdf>, 09.02.2003, s.2.

34 Peter B. Kenen, Pack Clare, "Exchange Rates, Domestic Prices, and Adjustment Process", **Exchange Rates and The Monetary System**, Ed. By. Peter B. Kenen, Brookfield, Edward Elgar Pub. Com., 1994, p.279.

Döviz kurlarındaki değişimin fiyatlar üzerinde meydana getirdiği etkinin boyutu uygun parasal ve döviz kuru politikalarının oluşturulması açısından da tartışılmaktadır. Düşük döviz kuru enflasyon hedefi açısından daha kolaylaştırıcı etki meydana getirmekte, parasal politikadaki hedeflere ulaşma açısından serbestlik kazandırmaktadır.³⁵

Eğer döviz kurundaki değişimler ile fiyatlar az ya da çok birbirlerine simetrik iseler bu durum kısır döngüye de yol açabilmektedir. Ulusal paranın değer kaybetmesi ile fiyat artışları meydana gelmektedir. Düşük enflasyona sahip olan ülke ile yüksek enflasyona sahip ülke arasındaki enflasyon farkı yüksek enflasyona sahip olan ülkenin parasının tekrar değer kaybetmesine neden olmakta, bu durumda paranın değer kaybettiği ülkede tekrar fiyat artışları kaçınılmaz olmaktadır. Bu hareket patlayıcı etki yapmamakla birlikte maliyetli içeriğe sahiptir.³⁶

Döviz kurlarının ulusal fiyatlar ve enflasyon üzerine yaptığı etkiler sayısal olarak farklı ekonomik modeller yardımıyla bulunmaya çalışılmıştır. Yapılan incelemeler sonucunda gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kurlarındaki değişimlerin enflasyon ve fiyatlar üzerine etkilerinin gelişmiş ve OECD ülkelerine göre daha fazla olduğu gözlemlenmiştir.³⁷

Goldfajn ve Werlang 71 ülke bazında 1980-1998 yılları arasını kapsayan panel data çalışmalarıyla ekonominin konjonktür durumundaki pass-through etkisini araştırmışlar ve gelişmekte olan ülkelerde kur değişimlerinin fiyatlara yansımaları gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olduğunu ifade etmişlerdir. Katsayı değerleri tablo da ayrıntılı şekilde sunulmuştur. Ayrıca bu çalışmada fiyat artışlarının üretimde kapasite kullanım düzeyi, reel döviz kurundaki aşırı değerlilik durumu, enflasyonun başlangıçtaki seviyesi ve ekonominin açıklık durumunun etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.³⁸

Ülkelerin Tiplerine Göre Pass-Through Katsayıları (1980-1998)

Aylar	Gelişmiş Ülkeler	Gelişen Piyasa Ekonomileri	Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler
6.	0,245	0,394	0,340
12.	0,605	0,912	0,560

Kaynak: Goldfajn, Verlang, a.g.e. p.18.

35 Ehsan U, Choudhri and Daila S. Hakura, "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does The Inflationary Environment Matter?", **IMF Working Paper 194**, December, 2001, p.3.

36 Kenen, Pack, a.g.e., p.276.

37 Tsesliuk Siarhei, **Exchange Rate and Prices in An Economy With Currency Substitution: The Case of Belarus**, 2002, (Çevrimiçi) <http://eerc.kiev.ua>, 31.10.2003. p.8.

38 Ilan Goldfajn, Sergio R.C. Werlang, "The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study", **Banco Central do Brasil Working Paper**, July 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br>, 11.12.2004, p.4.

Mc Carty döviz kurundaki değişmelerin tüketici fiyatlarına yansımalarını 9 gelişmiş ülke örneği alınarak incelemiş ve kurlardaki değişmelerin ithalat fiyatları üzerinde etkili olmakla birlikte tüketici fiyatlarına yaptığı etkinin oldukça sınırlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.³⁹

Türkiye’de 2001 yılındaki çıkan kriz bağlamında Leigh ve Rossi’nin yaptığı çalışmada döviz kurlarındaki meydana gelen değişmelerin fiyatlar üzerinde yaptığı etkilerin oldukça yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Araştırma sonucuna göre döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkileri yaklaşık bir yıl sonrasında tamamlanmaktadır. Kurların değişimi sonrasında geçen 11 aylık süre sonunda toptan eşya fiyatları üzerinde %60, tüketici fiyatları üzerinde %45 oranında etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Kurlardaki değişimin dördüncü ayı sonrası ise toptan eşya fiyatlarında %50 tüketici fiyatlarında ise %40 oranında etkisini hissettirmiştir. TÜFE’de etkisinin düşük olması, 1999 ve 2001 yılında yaşanan ekonomik daralma nedeniyle ertelenen talebin sonucudur. Türkiye’de döviz kurlarındaki değişimlerin sonuçları bütün gelişmekte olan ülkeler baz alındığında hem oran yüksek hem de etkileme hızının çabuk olduğu görülmektedir.⁴⁰

4.5. DIŞ BORÇLANMALAR

Dış borçlanma, fonlarında fazlalık bulunan ülkelere fon ihtiyacı olan ekonomilere doğru meydana gelen para hareketi olarak ifade edilebilir. Borçlanmalar genel olarak devletler arası, uluslar arası kuruluşlar (IMF, Dünya Bankası, v.b.), piyasalara tahvil ihracı ve yabancı bankalardan borçlanma şeklinde gerçekleşmektedir.⁴¹

Borçlanma biçimi iki şekilde olabilmektedir. Bunlardan birincisi kendi parası cinsinden, ikincisi de başka ülke parası cinsindedir. ABD, Almanya, Japonya, İngiltere gibi ülkeler kendi paraları cinsinden borçlanma yapabilirken, Türkiye, Arjantin, G. Kore, Rusya gibi ülkelere yabancı para türünden dış borçlanmalarını yaparlar. Birinci gruptaki ülkeler iç ve dış borçlanmalarını kendi paraları ile gerçekleştirdiklerinden, borçlanmanın ne kadarının iç ve ne kadarının dış piyasadan olduğunun önemi yoktur. Çünkü, döviz kuru değişimleri dış borç miktarları üzerinde herhangi bir değişim meydana getirmez. Döviz endeksli veya döviz cinsinden iç borçlanmaları hariç tutulduğunda ikinci gruptaki ülkeler için iç ve dış borçlanma oranları önemlidir.⁴² Kur seviyelerindeki değişimler ulusal para türünden ödeme miktarlarını değiştirmektedir. Bu ülkelerin borç ödeme sıkıntısı yaşamaması halinde yeni vergi veya emisyonla başvurması dış borcun karşılanmasında yeterli değildir. Dış borçların ödenmesini

39 Andreas Billmeier, Leo Bonato, “Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy in Croatia”, **IMF Working Paper 109**, June, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp00109.pdf>, 23.06.2003. p.10.

40 Daniel Leigh, Marco Rossi, “Exchange Rate Pass-Through in Turkey”, **IMF Working Paper 204**, November, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02204.pdf>, 27.02.2004, p.10.

41 Mahfi Eğilmez, **Kur Rejimiyle Dış Borçlanma İlişkisi**, Aralık, 2001, (Çevrimiçi) http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_6.htm, 26.10.2002, s.1.

42 Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, İkinci Baskı, İstanbul, OM Yayınevi, 2002, s.306.

sağlayacak dövizin elde edilmesi gerekmektedir. Bu bakımdan ikinci grup ülkeler bir taraftan emisyon veya ek vergiler ile finans kaynağını elde ederken diğer taraftan da ülkeye döviz kazancı getirecek uygulamalara gitmek zorundadır.⁴³

4. 6. STATÜ FARKLILIĞI

Uluslararası finans piyasalarında yatırımcı algılamalarının gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında statü farklılığının olduğu biçiminde algılanmasıdır. Gelişmiş ülkelerin ulusal paralarındaki değer kayıpları alım fırsatı olarak değerlendirilirken, gelişmekte olan ülkelerin paraları değer kaybettiği zaman eski günlerine geri döndükleri yönünde kanaatler yaygınlaşmakta ve para çıkışlarında artış yaşanmaktadır.⁴⁴ Sanki bir çifte standart uygulaması bulunmaktadır. Kurların dalgalanması birinci dünya ülkeleri için (ABD, Almanya, İngiltere, Japonya, Fransa, Avustralya, v.b..) oldukça iyi sonuçlanmaktadır. Belli bir noktaya kadar gelindikten sonra bu ülkeler sıkıntılarının nimetlerinden faydalanmaktadırlar. Diğer ülkelerin (Meksika, Tayland, Endonezya, G. Kore, Türkiye, v.b..) benzer mekanizmadan faydalanma durumları bulunmamaktadır. Bu ülkelerde meydana gelen devalüasyonlar güvensizlik ortamında daha da artış meydana getirmektedir.⁴⁵

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin gelir seviyeleri gelişmiş ülkelere daha düşük durumdadır. Bununla birlikte özellikle bu ülkelerin daha büyük ekonomik dalgalanmalarla karşı karşıya gelmelerine rağmen, dalgalanmayı yönetmedeki yetenekleri daha düşüktür.⁴⁶ Ayrıca gelişmiş olan ülkelerin ürettiği ürünlerin fiyatları arz ve talep koşullarında belirlenirken gelişmekte olan ülkelerin ürettiği ürünlerin uluslar arası fiyatları önceden belirlenmiş değerler üzerinden belirlenmektedir.

5. DÖVİZ KURU REJİMİ SEÇİMİ

Özellikle 1970'li yılların sonundan itibaren gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye akımlarında büyük artışlar meydana gelmiştir. 1970-1980 yılları arasındaki dönemde GSYİH'nin yaklaşık %0.5'i düzeyinde olan net sermaye akımları 1990'lı yıllarda %3 seviyesine çıkmıştır. Bu oran 1998 yılında ise %1.5 seviyesine inmiştir. Bu süreçte aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümü döviz kuru riskine maruz kalmışlardır. Gelişen ve dönüşüm yaşayan piyasaların kendi paraları cinsinden yurt dışından kredi bulmalarının zorlaşması ve yabancıların da bunların paralarından uzun vadeli pozisyon almaktan uzak durmaları sonucunda, bu ülkelerin yabancı para

43 Eğilmez, a.g.e., ss, 1-2.

44 Paul Krugman, **Bunahm Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Çev., Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2001, s.116.

45 Mc Kinnon, a.g.e., p.214.

46 Joseph E. Stiglitz, "Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk Without Reward", **Annals**, Volume 579, January 2002, p.243.

cinsinden borçlanmalarının yabancı aktiflerinden daha fazla meydana gelmesine ve ticaret sürecinde bilançoları üzerindeki risklerin artmasına neden olmuştur.⁴⁷

Aynı zamanda portföy çeşitlenmesi, uluslararası ticaretin gelişmesi, ihracatın fabrika ürünlerine doğru kayması, ticaret yapılan ülke sayısındaki çeşitliliğin çoğalması, uluslar arası ticarete açıklığın artması ve ortalama enflasyon oranlarında dünya genelinde azalmanın meydana gelmiş olması gelişmekte olan piyasalarda meydana gelen önemli değişimlerden bazılarıdır.⁴⁸

Değişimin giderek hızlandığı bu süreçte 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren özellikle gelişmekte olan ülkelerde ciddi finansal krizler meydana gelmiştir. Bu finansal krizlerin türbülansına giren gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları döviz kuru sistemlerinde çökmeler meydana gelmiş ve bu krizler bir iki ülkeyle sınırlı kalmamıştır. Dünya düzleminde istikrarsızlıkların yayılması açıklıkla finansal bulaşma olarak tanımlanmaktadır.

Yüksek sermaye hareketliliğinde içsel ve dışsal etkenler göz önünde bulundurulmadan uygulanan kur politikaları geçmiş dönemlerde gelişmekte olan ülkelerin kriz süreçlerinde daha yüksek bedel ödemelerine neden olmuştur.⁴⁹ 1994 yılında Meksika, 1997'de Asya ülkeleri, 1998 Rusya ve 2000 yılında Türkiye'nin yaşadığı krizler buna örnek olarak gösterilebilir.

Domaç, Peria'nın döviz kuru rejimleri ile bankacılık krizi arasındaki ilişki incelemelerinde sabit kur rejimini seçen gelişmekte olan ülkelerde bankacılık krizlerinde azalma olmakla birlikte krizin oluşması durumunda ise sabit kur uygulayan ülkelerde krizin maliyetinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.⁵⁰

Önceki çalışmalarda daha küçük ve daha açık ekonomiler için ihracat ve ithalat durumuna bağlı olarak sabit kur sisteminin bu ülkelerin bünyesine uygun bir seçim olduğu görüşü yaygındı. Bu bağlamda gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin yasal ve fiili olarak sabitleme (peg) rejimini tercih ettikleri veya kurların hareket etmelerine kısıtlama getirdikleri gözlemlenmiştir.⁵¹ Fakat daha sonraki yaklaşımlarda bu sistemin ulusal ekonomiler üzerinde bazı sıkıntuların doğmasına neden olduğu, hatta krize girmelerindeki etkenlerden biri olduğu ifade edilmiştir.⁵² Neticede bu ülkelerin çoğu uygulamış oldukları kur sistemini tamamen bırakmak zorunda kalmışlardır. Kriz anında bu ülkelere yapılan öneri esnek kur uygulamasını seçmeleri biçiminde olmuştur. Spekülatif baskılar altında bulunan ülkelerin esnek kurları seçme dışında yapacak

47 Mussa and Others, **a.g.e.**, p.14.

48 Mussa and Others, **a.g.e.**, pp.15-17.

49 Edwards, "Capital Mobility, Capital Controls and Globalization in Twenty-First Century", **Annals**, Volume 579, January 2002, p.269.

50 İlker Domaç and Maria Soledad Martinez Peria, "Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?", **World Bank Working Papers**, August, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org>, 30.10.2004, p.28.

51 Esteban Jadresic, Paul Mason and Paola Mauro, "Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context an Individual Choices", **Journal of The Japanese and International Economies**, October, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 12.08.2003, p.79.

52 Francesco Garamazza and Jahangir Aziz, "Fixed or Flexible Exchange Rate Right in The 1990s", April, 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/#Schosing>, 09.11.2002, p.2.

başkada bir alternatifleri bulunmamaktaydı. Sonuçta bu ülkeler bir iki istisna dışında dalgalı kur uygulamasını tercih etmişlerdir.

Gelişmekte olan ekonomilerde son zamanlarda meydana gelen krizler, ekonomistlerin şokları en aza indirmek ve ekonomik performansı artırmak doğrultusunda döviz kuru sistemine yönelik çalışmalara yoğunlaşmalarını sağlamıştır. Sabit kur sistemi ile esnek kur sisteminin avantaj ve dezavantajlarının arasında ters bir ilişkinin bulunması, hangi sistemin uygulamada daha iyi olduğu konusundaki sorunun cevabını bulmamızı zorlaştırmaktadır.⁵³

Genel olarak, ekonomideki rahatsızlık ağırlıklı olarak parasal sektörden kaynaklanıyorsa sabit kur sisteminin seçilmesi daha mantıklı görünmektedir. Bu durumda fiyatlar genel seviyesi etkilenmektedir. Eğer ekonomideki sıkıntılar reel veya dış merkezli ise o zaman esnek kur uygulamasının daha yerinde bir karar olduğu ifade edilmektedir.⁵⁴

Bununla birlikte ekonomistler arasında hangi sistemin hangi ülkeler için daha iyi olduğu konusunda tam bir konsensüs oluşmuş değildir. Frankel'e göre tüm zamanlarda her ülke için tek bir para sistemi bulunmamaktadır. Ona göre son krizlerin nedeni de bu ülkelerin kendi buldukları şartları ve yapıları değerlendirmeden hepsinin de aynı politikayı benimsemiş olmalarıdır. Bu uygulamaların doğal sonucu olarak ortaya çıkan krizler karşısında yüksek bedel ödemek zorunda kalmışlardır. Bir zaman diliminde bir ülke için sabit kur veya orta rejimler uygun olabilir fakat bir başka zaman diliminde ise esnek kur uygulaması bu ülke için daha yerinde karar olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarına verilebilecek önemli tavsiye, aşırı değerlenme işaretlerine karşı uyanık olunmasıdır.⁵⁵

Rodrik ise gelişmekte olan ülkelerin yapısal olarak gelişmiş ülkelere farklı olması nedeniyle esnek kur uygulamasına imkanlarının bulunmadığını ifade etmiştir. Bunlardan en önemlisi, kurlardaki dalgalanmanın "bandwagon" etkisi yapmasıdır. Otoritenin devalüasyon kararı piyasada paranın daha fazla dalgalanmasına neden olmaktadır. Mesela, ulusal paranın değerinin düşürülmesi az gelişmiş ülkelerde parasal otoritenin güvenilirliğinde belirsizliklerin doğmasını sağlar. Piyasada ulusal paranın değer kaybı beklentileri olduğunda, önceden belirlenen periyotta faiz oranlarında izin verilen artıştan daha fazla merkez bankalarına değer kayıplarının maliyeti olacaktır. Alternatif olarak uzun dönemde ulusal paranın değer kazanmasıyla sağlamlaştırılmış sermaye girişleri de olabilmektedir. Bu finansal piyasa sendromları kısa dönem istikrarsızlıklarına neden olmakla kalmaz orta dönemde de önemli derecede paranın değerinin yanlış yerde oluşmasına zemin hazırlar. Daha da ötesi kanıtlardan elde edilenlere göre, döviz kurundaki dalgalanmalar ticaret ve yatırımlara daha fazla zarar vermekte ve bunun reel ekonomik maliyetleri olmaktadır. Sonuç olarak döviz kuru yükselişlerinin iç piyasada meydana

53 Jeffrey A. Frankel, **No Single Currency Regime Is Right For All Countries Testimony Before The Committee On Banking And Financial Services U.S. House Of Representatives**, May 21, 1999, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu>, 23.10.2003, p.2.

54 Garamazza and Aziz, **a.g.e.**, p.2.

55 Frankel, **No Single Currency Regime Is Right For All Countries Testimony Before The Committee On Banking And Financial Services U.S. House Of Representatives**, pp.8-13.

getirdiği fiyat artışları, enflasyonist süreçten gelen ülkelerin makro ekonomik çıkmazlarını artırmaktadır. Bu nedenlerle esnek kur uygulamasının gelişmekte olan ülkeler için gerçekçi bir uygulama olacağını beklemek yanlıştır. Öte yandan katı sabitlemeler de gelişmekte olan ülkelerin yapılarına uygun değildir. Çünkü, geçmişte yaşanan acı tecrübeler bunun en açık örneğini sunmaktadır. Belki de gelişmekte olan ülkeler en iyi olan seçim ara rejimlerden birini seçmektir. Güney Kore ve Peru bunu başarılı bir şekilde uygulamaktadırlar.⁵⁶ Hatta savaş sonrasında ara rejimi tercih etmiş olan ekonomilerin göstermiş olduğu yüksek performanslar esnek kurlar açısından geçmiş dönemlerde yaşanan deneyim olarak ilave edilebilir.⁵⁷

Mc Kinnon son yaşanan krizlerin arkasından IMF ve diğer kuruluşların desteklediği ve daha fazla esnek kur uygulaması gerektiği şeklindeki görüşleri benimsememektedir. Mc Kinnon Asya ülkelerinde uygulanan sabitlemelerin tam olmadığını bunun yerine yönetimli kur uygulamasının bazı çeşitlerinin uygulandığını ifade etmektedir. Kurumsal düzenlemeler yapılmadan oluşturulan kısa süreli finansal yapılarla birlikte meydana gelecek bir saldırı karşısında kötü sonuçları azaltacak uzun dönemli döviz kuru stratejileri de benimsenmemiştir. Optimal döviz kuru rejimi risk primini en aza indirecek güce sahip olan rejimdir. Bu nedenle iyi sabitlenmiş bir döviz kuru rejimi bu güce sahip olacaktır. Şüphesiz ki kötü bir sabitleme yani, ulusal kamu açıklarının emisyonla kapatılması ve finansal düzenlemelerin yapılmaması nedeniyle krizler ortaya çıkmaktadır.⁵⁸

Kenen'e göre de üçüncü gruptaki ülkeler parasal birlik veya dolarizasyon arasında seçim yapmalıdırlar. Bu şekilde anahtar paraya sahip olan ülkenin para politikalarına uyum sağlanmış olunur. Bu durumda da bağlanan ülkenin kendi şartlarıyla çelişme meydana gelebilir. Esnek kurlarda ise bankaların ve diğer finansal kuruluşların kısa süreli borçlanma imkanları kısıtlıdır. Bu durumda üretimde azalmalar yaşanır. Bu yüzden gelişen piyasaların parasal birliğe girmeleri daha uygundur. Sonuçta olası parasal krizlere karşı koruma sağlanmış olur. Mesela, Meksika'nın Kuzey Amerika Para Birliği'ne girmesi bu ülkeyi para krizine karşı korumaya almıştır.⁵⁹

Juhn ve Mauro'nun döviz kuru rejiminin uzun dönemdeki belirleyicileri analizlerinden çıkan sonuca göre; büyük, milli gelirlerinde ticaret payı düşük, enflasyon oranı yüksek durumda, politik olarak istikrarlı ve dönüşüm halindeki ekonomilerin sabitleme veya ara rejimlerden ziyade dalgalı kuru tercih etmeleri uygundur. Düşük sermaye kontrolü uygulayan ekonomilerin de ara veya esnek kur yerine sabitleme rejimini tercih etmesinin daha yerinde olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bu iki değişkenin analizde diğer değişkenler üzerinde (merkez bankasının bağımsızlığı, yurt dışı fiyat şokları, yurt içi güvendedeki artış, dışsal borçlar, yüksek enflasyonun

56 Dani Rodrik, "Exchange Rate Regimes and Institutional Arrangements in The Shadow of Capital Flows", September, 2000, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu>, 12.11.2002, pp.6-9.

57 Goldfajn, Olivares, **a.g.e.**, p.15.

58 Mc Kinnon, **a.g.e.**, pp. 206-210.

59 Gülsüm Özkan Akalın, "Döviz Kuru Rejimleri: Üç Büyüklükler ve Gelişen Piyasa Krizlerinden Çıkarılan Dersler Üzerine", **Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Temmuz 2001, Sayı: 7, s.35.

düşürülmesi, açıklık, uluslar arası finansal entegrasyon, dış ticaretin bölgesel dağılımı v.b...) önemli etkilerinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.⁶⁰

Stiglitz'e göre tam sermaye hareketliliğinde sabit döviz kuru sistemini tercih etmiş olan bir ülke, spekülative saldırıların direncini kırmak amacıyla kısa vadeli yükümlülükleri kadar merkez bankalarının kasalarında döviz rezervi bulundurması gerekmektedir. Bu durumda elde edilen kaynaklar yatırımlarda kullanılmamış olacak hem de rezerv bulundurmanın maliyetlerine katlanması gerekecektir.⁶¹ Öte yandan serbest kur uygulaması ile birlikte sermaye kontrollerinin olmaması da maliyetleri artırmaktadır. Bu yüzden serbest kur uygulamasını tercih eden ülkelerin sermaye girişlerine belirli oranlarda kısıtlama getirmesinin daha uygun olacaktır.

Golfajn ve Olivares finansal piyasaları açık olan ekonomilerde esnek kurların uygulanabilirliğini analizinde; ekonominin dışsal finansman durumu ve makro ekonomik politikadaki güvenilirlik en önemli unsur olarak görülmüştür. Dışsal finansmanda yüksek volatiliteli sermayeye bağımlı olmayan ve makro ekonomik politikalarda güvenilirliği kazanmış ülkelerin esnek kur sistemini uygulayabilecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca daha açık ve daha az finansal istikrara sahip ülkelerin dışsal şoklar karşısında döviz kurlarını kullanmalarının zor olduğu ifade edilmiştir.⁶²

Bu konuda görüş bildiren diğer bazı iktisatçılara göre de, gelişen piyasalarda esnek kur uygulaması tek bir çözüm yolu değildir. Bazı ülkelerde başarısızlıkla sonuçlanmış olan rejimler (para kurulu gibi) diğer bazı ülkeler başarılı biçimde uygulayabilmektedirler. Mesela, Asya'daki krizde diğer ülkeler uyguladıkları kur rejimini terk ederlerken, Hong Kong'da para kurulu hala uygulanmaya devam etmektedir. Aynı şekilde Estonya, Litvanya ve Bulgaristan gibi ülkeler dünya kojonktüründeki kriz sürecinde para kurulu uygulamasını devam ettirmeyi başardılar. Öte yandan aynı krizde Hindistan, Çin gibi ülkelerde sermaye hareketlerine kontrol getirerek rejimlerinin ayakta tutmayı başarmışlardır.⁶³

6. SONUÇ

Teknolojik gelişmeler ve liberalleşme uygulamaları çerçevesinde ülkelerde genel olarak sabit kur uygulamasından esnek kur uygulamasına doğru eğilim olmuştur. gelişmiş ülkeler bu süreçte ekonomilerini daha fazla güçlendirme imkanı bulmuşlar ve önemli istikrarsızlıklarla karşılaşmamışlardır. Makro ekonomik dengelerin sağlanması açısından Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğunda ekonomik istikrarsızlıklar gündemdeki yerini sürekli olarak korumuştur.

60 Grace Juhn and Paolo Mauro, "Long-Run Determinants of Exchange Rate Regimes: A Simple Sensivity Analysis", **IMF Working Paper**, June, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp00104.pdf>, 23.06.2003, p.15.

61 Stiglitz, **a.g.e.**, p.237.

62 Goldfajn, Olivares, **a.g.e.**, p.19.

63 Stephen Grenville, "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets", **Reserve Bank of Australia Bulletin**, November, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.rba.gov.au>, 31.10.2004, p.53.

Yüksek oranlı seyreden enflasyonu engellemek için bir çok gelişmekte olan ülke parasını düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına veya birkaç ülke parasının bileşiminden oluşan döviz sepetine bağlayarak enflasyonist beklentileri kırmayı amaçlamıştır. Ancak 1990 yılından itibaren Meksika, Asya, Arjantin ve Türkiye ekonomilerinde meydana gelen döviz krizleri bu sistemin uygulamasının kolay olmadığının göstergeleri olmuştur. Geçen on yıllık süre içerisinde meydana gelen döviz krizleri sadece bu ülkeler ile sınırlı kalmamış diğer ülkeleri de etkilemiştir. Ekonomik krizler ile birlikte ülkelerin çoğu uyguladığı kur sisteminden vazgeçerek serbest döviz kuru sistemine geçiş yaptılar. Serbest döviz kuru sistemine geçişler genellikle önceden tasarlanma şeklinde olmayıp genelde krizlerin zorlamasıyla meydana gelmiştir. Bu yüzden krize giren ülkelerin uluslararası kuruluşların finansal desteklerini kazanmaları için fazla seçim bir seçim şansları da olmamıştır.

Dalgalı döviz kuru sistemi piyasa ekonomisini benimsemiş bir ülke için uygun döviz kuru politikası olarak görünse de uygulamadan elde edilen sonuçlar esnek kurları savunanların görüşleriyle paralellik göstermemektedir. Çünkü, bu sistemin uygulanmasıyla birlikte ülkeler dış gelişmeler karşısında tamamen tecrit olamadıkları gibi döviz kurlarındaki salımlar da önceki sistemlere göre daha yüksek oranlarda seyretmiştir. Ayrıca merkez bankalarının rezerv ihtiyaçlarında söylenildiği gibi büyük oranlı düşüşler yaşanmamıştır. Bu bakımdan özellikle gelişmekte olan ülkelerde serbest kur politikası seçiminin isabetli karar olup olmadığı şeklindeki tartışmalar güncelliğini korumaya devam etmektedir. Bazı iktisatçılara göre gelişmekte olan ülkelerde uygulanan esnek kur sisteminin tam olarak tecrübe edinilmemiş olması da bu sisteme olan güvensizliğin devam etmesini sağlamaktadır. Bazı ekonomistlere göre de, özellikle son birkaç yıl içerisinde serbest kur sistemine geçen ülkeler tamamen serbest kur politikasını uygulamak yerine müdahaleyi tercih etmektedirler. Çünkü bu ülkeler bazı noktalarda gelişmiş ülkeler ile aynı konumda değildirler. Bunlardan birincisi; gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarındaki değişmelerin fiyatlara yansıtılmasının sonucunda enflasyonun artış göstermektedir. Bu neticenin ihracat ve ithalatta meydana getirdiği etki büyüme performansına yansımaktadır. İkincisi; finansal piyasaların sığ olmasından dolayı büyük oyuncuların bu ülkelerdeki piyasaları kolaylıkla etkileyebilmeleridir. Üçüncüsü; son dönemlerde yaşanan krizlerin reel gelir ve servette yapmış olduğu etkilerin iç talepte daralma meydana getirmesidir. Dördüncüsü ise, kredi piyasalarının döviz cinsinden olması nedeniyle kurlarda meydana gelen yükselmelerin bu ülkelerin yabancı para cinsinden sorumluluklarını artırmasıdır. Ayrıca gelişmekte olan ekonomilerde dış ticaretin yabancı para üzerinden yapılmış olması da bu ülkelerin döviz kurlarındaki değişmelere karşı tahammüllerini kısıtlamaktadır.

Bu yüzden nasıl bir döviz kuru politikası gelişmekte olan ülkeler için uygundur? sorusuna verilebilecek kesin bir cevap bulunmamaktadır. Ancak kesin olarak söylenebilecek şey ise, esnek kur sisteminin bu ülkeler için tek bir çözüm yöntemi olmadığıdır. Hong-Kong, Bulgaristan, Estonya ve Litvanya gibi ülkelerin para kuruluşunu uzun yıllar herhangi bir krizle karşılaşmadan başarıyla uygulamış olmaları buna en güzel kanıt olarak gösterilmektedir. Ayrıca Asya ülkelerinde kriz sonrası esnek kur sistemi seçilmiş olmasına rağmen gerçekte bu ülkelerde kurlara müdahale edilmektedir.

Bu müdahalelere rağmen geçen zaman içerisinde söz konusu ülkelerde herhangi bir sıkıntı yaşanmamış olması da bir başka kanıt olarak sunulmaktadır.

Sonuç olarak bir ekonomide ticaret yapılan bölge, dışa açıklığın derecesi, reel ekonomik yapı, finansal sistemin durumu olarak döviz kuru rejimi seçiminde önemli etkenler arasında yer almaktadır. Bu doğrultuda bir ülkede her zaman geçerli olan döviz kuru sisteminin olmadığı, her ülkenin az önce ifade edilen etkenlere bağlı olarak kendine özgü bir döviz kuru politikası benimsemesi gerektiği şeklindeki görüşler ağırlık kazanmaktadır.

KAYNAKÇA

- Aghevli, Bijan B., Khan, Mohsin S. and Montiel, Peter J.: “Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues”, **IMF Occasional Paper 78**, 1991.
- Akalın, Gülsüm Özkan: “Döviz Kuru Rejimleri: Üç Büyükler ve Gelişen Piyasa Krizlerinden Çıkarılan Dersler Üzerine”, **Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Temmuz 2001, sayı. 7, s. 23-40.
- Andreas, Billmeier, Bonato, Leo: “Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy in Croatia”, **IMF Working Paper 109**, June, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp00109.pdf>, 23.06.2003.
- Argy, Victor: **International Macro Economics**, London, Routledge Pub., 1994.
- Bordo, Michael D.: “Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective”, **NBER Working Paper No. 9654**, April, 2003, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w9654>, 26.06.2003.
- Branson, William H.: “Intermediate Exchange-Rate Regimes for Groups of Developing Countries”, **Don’t Fix Don’t Float**, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001.
- Calvo, Guillermo and A. Reinhart, Carmen M.: **Fear of Floating**, September 25, 2000 (Çevrimiçi) <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp11.pdf>, 20.10.2002.
- Choudhri, Ehsan U and Hakura, Daila S.: “Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does The Inflationary Environment Matter?”, **IMF Working Paper 194**, December, 2001.
- Civcir, Irfan: “Dollarization and Its Long-run Determinants in Turkey”, **Forthcoming in Middle East Economics Series**, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.econturk.org>, 21.09.2003.
- De Macedo, Jorge Braga, Cohen, Daniel and Reisen, Helmut: “Monetary Integration for Sustain Convergence: Earning Rather than Importing Credibility”, **Don’t Fix, Don’t Float**, OECD Pub., 2001.
- Domaç, İlker and Peria, Maria Soledad Martinez: “Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?”, **World Bank Working Papers**, August, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org>, 30.10.2003.

- Edwards, Sebastian: “Capital Mobility, Capital Controls and Globalization in Twenty-First Century”, **Annals**, Volume 579, January 2002, p.261-269.
- Edwards, Sebastian: “Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crises Prevention, **NBER Working Paper No: 8529**, October, 2001, (Çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w8529>, 02.03.2004.
- Eğilmez, Mahfi, Kumcu, Ercan: **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, İkinci Baskı, İstanbul, OM Yayınevi, 2002.
- Eğilmez, Mahfi: **Kur Rejimiyle Dış Borçlanma İlişkisi**, Aralık, 2001, (Çevrimiçi) http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_6.htm, 26.10.2003.
- Feige, Edgar L.: “The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries” **Forthcoming in Comparative Economic Studies**, Fall, 2003. (Çevrimiçi) <http://econwpa.wustl.edu>, 03.10.2004, p.2.
- Fischer, Stanley.: **Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?**, January, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/fischer.html>, 02.04.2003.
- Frankel, Jeffrey A.: “Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies”, **NBER Working Paper**, September 26, 2003, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu>, 14.10.2004, p.16.
- Frankel, Jeffrey A.: **No Single Currency Regime Is Right For All Countries Testimony Before The Committee On Banking and Financial Services U.S. House Of Representatives**, May 21, 1999, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu>, 23.10.2003.
- Frankel, Jeffrey E. and Others: **Verifying Exchange Rate Regimes**, May 17, 2000, (Çevrimiçi) <http://econ.woldbank.org/docs/1152.pdf>, 08.09.2003.
- Garamazza Francesco and Aziz, Jahangir: “Fixed or Flexible Exchange Rate Right in The 1990s”, April, 1998, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/#5chosing>, 09.11.2002.
- Goldfajn, Ilan, Werlang, Sergio R.C.: “The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study”, **Banco Central do Brasil Working Paper**, July 2000, (Çevrimiçi) <http://www.bcb.gov.br>, 11.12.2004.
- Grenville, Stephen: “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets”, **Reserve Bank of Australia Bulletin**, November, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.rba.gov.au>, 31.11.2004
- Güven, Semih: “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:185, Ağustos 2001, s.79-100.
- Husted, Steven Melvin, Michael: **Intenational Economics**, New York, Harper & Row Pub., 1990.
- Isard, Peter: **Exchange Rate Economics**, New York, Cambridge Universty Press. 1995.
- İnan, Alpar E.: “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, sayı:40, 2002, s. 36-49.

- Jadresic, Esteban, Mason Paul and Mauro, Paola: “Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context and Individual Choices”, **Journal of The Japanese and International Economies**, October, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sciencedirect.com>, 12.08.2004.
- Juhn, Grace and Mauro, Paolo: “Long-Run Determinants of Exchange Rate Regimes: A Simple Sensitivity Analysis”, **IMF Working Paper**, June, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp00104.pdf>, 23.06.2003.
- Kawalec, Stefan and Krzak, Maciej: **Exchange Rate Policy and Economic Growth**, February, 2002 (Çevrimiçi) <http://eaces.gelso.unitn.it>, 09.10.2003.
- Kenen, Peter B., Clare, Pack: “Exchange Rates, Domestic Prices, and Adjustment Process”, **Exchange Rates and The Monetary System**, Ed. By. Peter B. Kenen, Brookfield, Edward Elgar Pub., Com., 1994.
- Kural, Vural: **Para İkameleri Altında Enflasyonist Finansman**, (Çevrimiçi) <http://www.treasury.gov.tr/makaleler/vkural.pdf>, 09.02.2003.
- Krugman, Paul: **Bunalmış Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Çev., Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2001.
- Leigh, Daniel Rossi, Marco: “Exchange Rate Pass-Through in Turkey”, **IMF Working Paper 204**, November, 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02204.pdf>, 27.02.2004.
- McKinnon, Ronald I.: “Limiting Moral hazard and Reducing Risk in International Capital Flows: The Choice of an Exchange Rate Regime”, **Annals**, Volume 579, January 2002, pp.200-218.
- Mussa, Michael and Others: “Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy”, **IMF Occasional Paper No. 193**, August 2000.
- Rodrik, Dani: “Exchange Rate Regimes and Institutional Arrangements in The Shadow of Capital Flows”, September, 2000, (Çevrimiçi) <http://ksghome.harvard.edu>, 12.11.2002.
- Selçuk, Faruk: “Currency Substitution New Evidence From Emerging Economies”, **Economic Letters 78**, July 11, 2002, (Çevrimiçi) www.elsevier.com, 26.09.2003.
- Siarhei, Tslesliuk: **Exchange Rate and Prices in An Economy With Currency Substitution: The Case of Belarus**, 2002, (Çevrimiçi) <http://eerc.kiev.ua>, 31.10.2003.
- Stiglitz, Joseph E.: “Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk Without Reward”, **Annals**, Volume 579, January 2002, p.219-245.
- Tunay, K. Batu: “Para İkameleri, Ülkelerarası Enflasyon Transferi ve Uluslar arası Döviz Kuru Rejimi Tartışmaları”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:29, Yıl 1999, s.60-77.
- Velasco, Andrés and Céspedes, Luis Felipe: “**Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective**,” October, 1999, (Çevrimiçi) <http://wbln0018.worldbank.org>, 12.11.2002.
- Williamson, John: “The Evolution of Thought on Intermediate Exchange Rate Regimes”, **Annals**, Volume; 579, January 2002, pp. 73-85.