

DÖVİZ KURU SİSTEM TARTIŞMALARI II

Erol İYİBOZKURT*

4. UYGULAMADAKİ DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

Uygulamada dalgalanma ya da askı (pegging-kazık) sistemlerine dayalı çeşitli döviz kuru uygulamalarına raslanmaktadır. Bretton Woods sisteminin 1973 de sona erişinden beri Uluslararası Para Fonu (IMF) ülkeleri döviz kuru sistemini kendileri seçmektedir. IMF ülkelerinin çoğunluğu paralarını öyle ya da böyle bazı paralara asmalarına rağmen, başlıca sanayi ülkelerinin paraları 1973'den beri merkez bankalarının resmi döviz piyasalarına müdahaleleri ile kontrollü (managed) dalgalı sistemi uygulamaktadırlar.

Ülkeler dalgalanma durumunu seçerse bağımsızca dalgalanan kurları mı seçeceklerdir veya bir grup olarak mı paralarını dalgalanmaya bırakacaklardır ya da belirlenmiş bir formüle (örneğin, nisbi enflasyon oranlarına) göre mi hesaplanacaktır? Ülkeler bu uygulamalardan birini tercih etmek zorundadır.

Ülkeler paralarını askılamaya (pegging) karar verirlerse askının tek bir para, özel çekme hakları (SDR) dahil bir para sepeti, altına mı bağlanacağına da karar vermelidirler. Altının sadece standard değer olarak tarihi anlamı kalmıştır. Çünkü 1971'den beri ABD dolara karşı altının serbestçe alınıp satılması bağlantısını kesmiştir.

Bir ülkenin serbest dalgalı döviz kurlarının lehde ve aleyhteki argümanlarını dikkate alarak, döviz kuru sistemini dalgalı ya da askılı sistemlerden birini benimsemesinde hangi faktörler rol oynamaktadır. Bu noktada birkaç faktör ileri sürülebilir¹.

Birinci faktör *açıklıktır*. Bir ülke ekonomisinin uluslararası ticarete açıklığının büyüklüğü döviz kuru seçimindeki kararını etkiler. Ülkenin dışa açıklığı milli ürünün ihracata giden oranı ile ölçülmektedir. Nisbi olarak kapalı sayılabilecek küçük ticaretçi ülkelerin dalgalı kuru benimsemeleri, buna karşılık nisbi olarak büyük ticaretçi açık ekonomilerin ise sabit (fixed) kuru benimsemeleri genellikle tavsiye edilebilir.

* Prof. Dr.; Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

1 Robert Heller, "Choosing an Exchange Rate System" Finance and Development, June 1977, s. 23-27.

Sabit kurlar altında ticaret açığını düzeltmek, toplam talepte çelişkili ayarlamaları zorunlu kılabilir. Dengeleyici ayarlamaların derecesi ülkenin ithalat eğilimi ile ters orantılı bir şekilde bağlantılıdır. Küçük ithal eğilimleri ile nisbi olarak kapalı ekonomiler ticaret açığını kapatabilmek için toplam talepte önemli ayarlamalar yapmak zorundadırlar. Buna karşılık yüksek ithal eğilimleri ile birlikte açık ekonomilerde durum tersine değerlendirilmelidir. ABD' i gibi küçük dış ticaret sektörü olan ülkeler sabit döviz kurunu benimsemek istemezler; çünkü bu durumda ticaret dengesizliğini ortadan kaldırmak için büyük yurt içi ayarlamalar gereklidir. Bu nedenle ABD' ya benzer ülkeler açısından ayarlamaların en az maliyetli dalgalı döviz kuru sistemidir.

Açık ekonomilerin sabit döviz kurunu tercih etmelerinin bir diğer nedeni döviz kuru dalgalanmalarının *milli fiyat seviyelerine* etkisidir. *Fiyat istikrarına öncelik veren ülkeler* sabit döviz kuru sistemini benimseyerek yurtiçi fiyatlarla döviz kuru sistemini ayırmak isterler. Dalgalı döviz kurlarına karşı fiyatların duyarlılığının çok yüksek olduğu Guatemala ve Endonezya gibi gelişmekte olan ülkeler için bu durum özellikle doğrudur.

İkinci faktör ülkenin *mal dağınıklığına* sahip olup olmamasıdır. Nisbi olarak çok çeşitli mallar üretmeyen (mal dağınıklığı olmayan-nondiversified) ekonomilerce sabit kurlar dalgalı kurlara tercih edilir. Örneğin, Zambia' da ihracat kazançlarının tümünü bakır oluşturmaktadır ve ülkenin bütün ekonomisinde en büyük paya sahiptir. Hatalı döviz kuru dalgalanmalarına izin vererek ihracat kazançlarında ve ekonomisinde istikrarsız etkiler oluşmasını istemeyen Zambia askılı (pegged) sistemi ekonomik istikrar arzusu nedeniyle benimsemiştir. Ancak mal dağınıklığı oldukça iyi olan (well-diversified) ülkeler (Batı Almanya gibi) için esnek (flexible) kurlar daha çekicidir. Çünkü mal dağınıklığının fazla olması, herhangi bir mal grubunun ülkenin ekonomisinin sağlığını etkilemesini azaltır. Farklı mal grupları içinde üretim ve fiyattaki dalgalanmalar birbirlerini tarafsızlaştırır (neutralize), böylece döviz kuruna etkide bertaraf edilmiş olur.

Açıklık ve mal dağınıklığı faktörlerine ek olarak daha birçok faktörü sıralamak mümkündür. Bunların arasında ülkeler arasındaki *kısa dönemli sermaye hareketlerinin rolü* sabit ya da dalgalı kurları seçme kararına etki eden diğer önemli bir faktördür. Sabit kurları korumak için hükümetin müdahalesi nispi olarak büyük ve serbest sermaye hareketlerinin bulunduğu ülkelerde zordur. Belçika gibi ülkeler ödemeler dengesine etkilerini bertaraf etmek için sermaye hesabı işlemlerinde uygulanmak üzere dalgalı kurları, mal ve hizmet işlemlerinde ise sabit kurları benimzediler.

Diğer bir faktör olarak da *enflasyon oranlarındaki benzerlik derecesi* de döviz kuru sistemi kararında etkili olur. Enflasyon oranları benzemeyen, ciddi ödeme dengesizlikleri içinde olan ülkeler ayarlamayı dalgalı kurlarla yapmayı tercih edeceklerdir. Ortalamanın üzerinde enflasyon oranına sahip ülkelerde yüksek derecede döviz kuru esnekliği ödemeler eşitliğini sağlamada gereklidir. Bu durum özellikle Brezilya gibi Güney Amerika ülkeleri için doğrudur.

Kısaca son yıllarda dalgalı döviz kurlarını benimsemiş ülkelerin belli başlı ekonomik karakteristikleri; a) Dünya ticaretindeki payları bakımından büyük ülke durumunda olmaları, b) Mal üretimleri açısından yüksek derecede iktisadi dağınıklıkta

bulunmaları, c) İthalatlarının milli hasıllarının küçük bir oranını kapsadığı nispi olarak kapalı ekonomiye sahip bulunmaları, d) Uluslararası sermaye hareketlerinin yüksekliği, e) Yüksek oranlı enflasyonu yaşamalarıdır.

Askılı (pegged) sistemini benimseyen ülkelerde ise bu özelliklerin tersi bulunmaktadır.

a) Kontrollü Dalgalanan Döviz Kurları (Managed Floating Exchange Rates)

1973 yılında sanayileşmiş ülkelerin kontrollü dalgalı döviz kuru sistemini benimsemeleri, Bretton Woods'un par value sistemine dayalı uluslararası para sisteminin yıkılmasına neden oldu. 1970 öncesi sadece bir avuç iktisatçı dalgalı kur sistemine ciddi bir önem veriyordu. Ancak politik eğilim ve uygulama zorluklarından kaynaklanan karar verme sürecindeki hatalar Bretton Woods sisteminin par value'lerinin sık sık tehirlere uğramasına neden oldu. Döviz kurlarının daha acilen ayarlanması genelde benimsendi. Fakat bu ayarlama piyasa güçlerine uyacak şekilde küçük fakat devamlı yapılacaktır.

1973'lere gelindiğinde dünyada enflasyon çok büyük ölçülere ulaşmıştı; başlıca sanayi ülkelerinde durgunluk belirtileri vardı, ayrıca diğer birçok ekonomik ve politik belirsizlikler mevcuttu.

Mart 1973 de sanayileşmiş ülkeler geniş ölçüde dalgalı döviz kurları uygulamasını belirsiz bir süre başlattılar. Günün koşullarına göre, tamamen serbest dalgalı sisteme geçiş gerçekçi değildi, çünkü döviz kuru dışında kalan diğer ekonomik değişkenleri hükümetler başıboş bırakmak istemiyorlardı. Bu nedenle kontrollü dalgalı döviz kuru sistemi benimsendi. Kontrollü dalgalı döviz kuru sisteminde Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) rolü, milli döviz kuru politikalarının resmi olmayan koordinasyonunu sağlamaktır. Dalgalı döviz kuru sisteminde niçin kontrol gerekli görülmüş ve yönlendirme uygulanmıştır?

Kavram olarak dalgalı döviz kurlarının iki aşırı tipi vardır. Birincisi serbest dalgalanmadır. Bu sistemde döviz kuru hareketlerini piyasa güçleri tayin eder. İkincisi, tamamıyla kontrollü dalgalanmadır. Bu sistemde para otoriteleri önceden belirlenen usule göre döviz kurunu yönetir ve kontrolde tutarlar. Bu iki aşırı uç arasında hükümet müdahalesinin çeşitli derecelere vardığı çeşitli döviz kuru sistemi vardır.

Aslında dalgalı döviz kuru sisteminde yönlendirme iki nedenden ortaya çıktı. İlki, ülkelerin dünya piyasalarında rekabetçi durumlarını bozacak döviz kuru değişmelerini önlemek için döviz kurlarına müdahale etmek istemeleridir. Örneğin, ABD aşırı değerlendirilmiş doların ülke ekonomisinin rekabetçi durumunu sarsabileceğini düşünerek doları dalgalanmaya bıraktı. Amaç, ABD dolarının diğer yabancı paralara göre değer kaybederek ekonominin rekabetçi durumunun düzeltilmesinin beklentisi idi. Halbuki daha önce yapılan görüşmelerde Japon Merkez Bankası serbest piyasa çözümü ile *temiz dalgalanmaya* (clean float) yanaşmamış, döviz piyasasında Yene karşılık dolar satın almayı ve doların Yene karşı değer kaybını engellemeyi reddetmişti. ABD bunu *kirlili dalgalanma* (dirty float) olarak nitelendirdi; çünkü, arz ve talebin serbest piyasa güçlerinin dengeyi sağlamasına izin verilmiyordu. Dalgalanmanın yönlendirilmesi için diğer neden ise, serbest dalgalanmanın döviz kuru açısından optimal olmayan davranış şekli göstermesidir. Bunun anlamı, döviz piyasası şartlarının düzensiz olmasıdır. Bu da döviz kurlarında hatalı dalgalanmalara yol

açacaktır. Böyle istikrar bozucu faktörlerde emin olmayan iş iklimine ve dünya ticaretinin düşük düzeyde kalmasına neden olur. Döviz kurları değişmelerinin değindiğimiz rekabetçiliği aksatıcı durumları ve düzensiz döviz piyasası oluşması Uluslararası Para Fonu (IMF) ülkelerinin kontrollü dalgalı döviz kurlarını benimsemelerine neden olmuştur.

Birçok merkez bankasının kontrollü dalgalanmayı benimsemesi üzerine Uluslararası Para Fonu (IMF) 1975 yılında *Dalgalı Döviz Kurlarının Yönetimi İçin Yönlendirmeleri* (the Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates) benimsedi. Yönlendirmeler (guidelines) kelimesi kaideler (rules) yerine kullanıldı. Bunun nedeni, yönlendirmelerin zorlayıcı olmaktan ziyade yönlendirici amaçla benimsenmesiydi; hükümetlerde her yönlendirmelere danışma amacıyla muhatap olacaktı. Yönlendirmeler üç temel alanda yapıldı; a) Çok kısa dönemde döviz piyasasının istikrarı (günlük ya da haftalık dalgalanmalar), b) Döviz kurlarında birkaç aylık dalgalanmalar, c) Ödemeler dengesi durumunda değişmelere bağlı döviz kuru ayarlaması.

Günlük ya da haftalık döviz kuru hareketleriyle ilgili olarak başlıca amaç hatalı döviz kuru dalgalanmalarının meydana çıkışını önlemektir. Bu tip yıkıcı dalgalanmalar Haziran ve Temmuz 1973 de görülmüştü. Bu dönemde döviz piyasalarında spekülasyon hareketleri yoğunlaşmış, ABD doları tek bir günde bazı Avrupa paralarına karşı % 4 değer kaybetmiş, haftalık değer kaybı ise % 10'a kadar ulaşmıştı. Diğer bir örnekte Ocak 1974 yılında yaşandı; ABD doları bazı Avrupa paralarına karşı % 6 değer kazandı, ertesi hafta ise değer yitirdi. Çok kısa bir dönem içindeki böyle hatalı döviz kuru dalgalanmaları döviz kuru istikrarının maliyetini artırır ve ticareti tahrip eder. Bu yönlendirmeye göre, üyelerden biri günlük ve haftalık yıkıcı döviz kuru dalgalanmalarını önlemek için gerekli tedbirleri alacaktır.

Döviz kurları dalgalanmasının ikinci yönlendirmesi de birinci yönlendirmenin aynı genel ilkelerini taşımaktadır, ancak daha uzunca bir dönemi kapsar. Bunun nedeni kısa dönem dalgalanmaları düzleştirme ve oldukça uzunca bir dönem piyasaya baskılarına dayanma açısından yararlı olmasıdır. Bu durum özellikle döviz kurunda normal olmayan dalgalanmaların meydana geldiği zamanlarda önemlidir. Yönlendirme, döviz kurundaki müdahaleyi üyelerin kızgınlık ve şiddetle yapmalarını önermektedir; yani üyeler paraları değer kazanırken ya da değer kaybederken bu durumları desteklemeye yönelik önlemler almayacaklardır.

Döviz kuru hareketleri uzun dönemde uzun dönem sermaye hareketlerinin altında yatan faktörlere ve bir ekonominin rekabetini belirleyen şartlara büyük ölçüde bağlıdır. Uzun dönemli sermaye hareketleri nispi maliyetler, yerleşim, yürürlükteki para ve maliye politikaları gibi faktörlere göre değişiklik gösterir. Bir ekonominin rekabetliliği de üretim girdilerinin mevcudiyeti, zevk ve tercihler ve ikame mallarının mevcudiyeti tarafından etkilenmektedir. Ülkelerin enflasyon dönemlerinde enflasyon oranların büyük farklılıklar göstermesi üretim maliyetlerini nisbi olarak değiştirir ve bunlarda döviz kurlarını önemli ölçüde etkiler.

Ülkelerin rekabetliliğini karşılaştırmada Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) kullandığı ölçülerden birisi enflasyon ve döviz kurlarındaki değişmelerle düzeltilmiş *bir ülkenin mamul mallarının nisbi fiyatlarıdır*. Her bir ülke için fiyat seviyesi; ilgili ülkenin, bir grup olarak başlıca sanayi ülkeleri ağırlıklı ortalamasına göre nisbi fiyat seviyesidir. Ağırlık mamul malların dünya ticaretindeki nisbi paylarını yansıtır.

İhracat fiyatlarıyla maliyetlerinin döviz kuru hareketleri için yönlendiricilik yapması teklifinin altında yatan düşünce, bunların bir ekonominin uluslararası rekabetliliğiyle ilgisinin düşünülmesinden dolayıdır. Bununla beraber fiyatları ya da maliyetleri gösterge olarak kullanmada birkaç sorun bulunmaktadır. Sadece fiyat ve maliyet endekslerinin kapsamının ülkeler arasında farklı olmasının doğurduğu sorun yoktur; bunlara ek olarak anlaşılabilir ve kullanılabilir veriler önemli bir zaman aralığından sonra elde edilmektedir. Bazı olarak (başlangıç) alınan yıl hangi yıl olursa olsun dikkatle gözden geçirilmelidir; çünkü bu yılda döviz kurlarının dengede olduğu varsayılmıştır ve bu da her zaman tartışılabilir durumdadır. Son olarak, fiyat ve maliyetlerin gösterge olarak ele alınmaları bir ülkenin ödeme durumunun sadece bir parçası olan ticaret hesabını yansıttıkları içinde sınırlı kalmaktadır.

Kontrollü dalgalı döviz kuru sisteminin bir bütün olarak değerlemesi para otoritelerinin ekonomik sorunları çözmeye çalışmalarındaki alternatif döviz kuru sistemleriyle karşılaştırılarak, verilebilir. Genelde denebilir ki, döviz piyasası fonksiyonlarını icra ederken, Bretton Woods'un par value sistemini çökerten krizler elimine edilmiş olmaktadır. Bu denemede hatalı (erratic) dalgalanmaların olduğu, dalgalanmanın bazen kirli (dirty) şekli ile yürütüldüğü görülmesine rağmen, dünya ticaretinde arttığı gözlenmiştir.

b) Birleşik Dalgalanma

Bireysel olarak ülkelerin paralarını bağımsızca dalgalanmaya bırakışlarının yanında, uluslararası para sisteminde ülkeler karşılıklı müdahale düzenlemeleri altında paralarını birleşik dalgalanmaya bırakabilirler. 1972 yılında beş Avrupa ülkesi (Danimarka, Norveç, Belçika, Batı Almanya ve Hollanda) paralarının kurlarını birbirlerinin paralarına karşı belirlediler; buna karşılık üye olmayan ülkelerin paralarına karşı bir birim olarak dalgalanmaya bıraktılar. Birleşik dalgalanmanın ilk şekli *yılan tünelde* (the snake in the tunnel) şeklinde oldu. Bu sistemin başlangıcı şöyle idi.

Avrupa Ekonomik Topluluğunun (AET) başlıca amaçlarından birisi yüksek derecede bir para birliğine ulaşmaktır. Böyle bir düzenlemenin AET'nin ekonomik ve politik birleşme amaçlarına ulaşmada yardımcı olacağına ve ek olarak da ABD dolarına rakip önemli bir para blokunun oluşturulacağına inanılmaktadır. Böyle bir durum üyeler arasında sabit döviz kuru sisteminin benimsenmesini ve sonuçta ortak bir para birimine gidilmesini getirecektir. 1970 de Lüksemburg Başbakanı Pierre Werner'in çalışmalarına dayanan *Werner Raporunda* parasal bütünleşmenin özelliklerinin ana hatları belirtilmiştir. Bu raporda AET üyelerinin döviz kuru dalgalanmalarının azaltılması ve nihai eliminasyonu ile sermaye hareketlerinin tamamıyla liberasyonu vardı. Planın resmen benimsenmemesine rağmen, raporda belirlenen birçok ilke daha sonraki programlarda yer aldı. Werner Raporunun etkisi ayrıca 1971 Smithsonian Anlaşmasını izleyen dönemde AET paraları arasındaki dar araların benimsenmesinde kendisini gösterdi.

Smithsonian Anlaşmasına göre, üye ülke paraları ABD dolarına karşı doların par valuesunun etrafında maksimum % 4,5 (artı - eksi % 2,25) genişlikte olmak üzere belirli bir şeritte dalgalanmaya bırakılacaklardı.

Bununla beraber bu düzenleme AET ülkelerinin arzu ettiklerinden daha fazla bir döviz esnekliği getirdi. Sonuç olarak AET ülkelerinin paraları potansiyel dalga-

lanmalarda ABD dolarının par valuesine karşı en çok % 2,25 kadar azaltıldı. AET ülkelerinin paraları Smithsonian dış şeridinin belirlediği ölçüde birleşik bir şekilde dalgalanmaya bırakıldı. Bu düzenleme *yılan tünelde* (the snake in the tunnel) olarak tanınmıştır. Tünelin maksimum genişliği AET döviz kurlarının Smithsonian Anlaşmasının izin verdiği ölçüde ABD dolarına karşı mümkün olan en büyük yayılma durumunu temsil ediyordu. Yılanın maksimum genişliği ise, AET üyeleri paraları arasında mümkün olan en büyük döviz kuru yayılmasını belirliyordu.

Smithsonian Anlaşmasının kısıtlamaları dikkate alınarak ABD dolarına karşı birleşik dalgalanmaya bırakılan üye ülkelerden oluşan Avrupa yılanı, en güçlü ve en zayıf üye paralarının dolara oranları arasında maksimum % 2,25'lik bir yayılmayı kabul etmiştir. Yılan içindeki iç askılama (internal pegging) *çok yanlı para müdahalesi* (multiple currency intervention) yoluyla yürütülür. Buna göre, her üye ülkenin merkez bankası askıyı korumak için diğer üye ülkelerin paraları ile kendi piyasasında istikrar sağlayıcı faaliyetleri yönetecektir. Birleşik dalgalanmanın üyeleri ABD dolarının par valuesu etrafında % 4,5'lük bir şerit ile kalmayı da kabul etmişlerdi. Yılanın tünelin sınırlarına varması durumunda Avrupa merkez bankaları bu askıyı korumak için dolar ile müdahale etmeyi kabul ettiler.

Böylece bu iki bağlı askı (two-tier pegging) sistemi *yılan tünelde* olarak bilinen uygulamayı geliştirdi.

Bu düzenlemeler AET üye ülkeleri arasında döviz kuru dalgalanmalarını elimine amacıyla uyumlu idi. Yılanın dış sınırları tahmin edilebileceği üzere, sabit döviz kuru sistemi tamamıyla tesis edilene kadar tedrici olarak azaltılacaktır. Aynı zamanda AET üyeleri kendi paraları ile ABD doları arasındaki döviz kuru esnekliğinin yararlarından da faydalanmak istediler. Böylece AET paralarının iç şeridi birleşik bir şekilde dış Smithsonian tüneli içinde dalgalandı.

Yılan tünelde planının 1972 yılında benimsenmesi başlangıçta AET'nin parasal birliğe (monetary union) doğru yöneltici güçler açısından bir başarı işareti gibi yorumlanırdı. Sonra 1972'de yeni para krizleri başgösterdi. 1973 Mart'ında Smithsonian şeridi daha fazla devam ettirilemedi ve yılan, dolara karşı önceden belirlenmiş bir sınır içinde değil, serbestce dalgalanmaya bırakıldı. *Tünelsiz yılan* (The Snake Without a Tunnel) uygulaması böylece ortaya çıktı. 1974 yılındaki Arap petrol ambargosu AET içinde yeni politik ve döviz kuru gerginliklerine neden oldu. Birkaç üye birleşik dalgalanmadan kendilerini ayırdılar; çünkü belirsiz avantajlarına karşılık millî egemenlikten fedakârlıkta gerekiyordu. Avrupa'daki son uluslararası para bütünleşmesi aşında tarihi bir başarıyı göstermemektedir. Birleşik dalgalanma üyeliği AET üyeliği ile çakışmamaktadır. Ayrıca, birleşik dalgalanma değiştirilemez sabit döviz kurlarının esası için yapılmış olmasına rağmen, bu arada üye ülke paraları arasında önemli para ayarlamaları olmuştur.

Bütün bu durumlara ve farklı kültür, politika ve ekonomik yapıya rağmen Avrupa'lılar parasal birlik için baskıya devam ettiler. Bu doğrultudaki önemli adımlardan biri 1979 yılında sekiz ülkenin kurmaya karar verdiği Avrupa Para Sistemi (European Monetary System - EMS) idi. Kurucu üyeleri; Batı Almanya, Belçika, Danimarka, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg ve Hollanda'dır. Ortak pazar ülkeleri arasında sadece İngiltere belirli bir zaman için bu sistemin dışında kalmaya karar verdi. EMS'nin kuruluşunu teşvik eden unsurların başında 1977 ve 1978 yılın-

daki istikrarsız döviz piyasası şartları önemli bir rol oynamıştı. Avrupa'lılar döviz piyasasındaki bu istikrarsızlığın uluslararası ticaret akımlarını engelleyeceğinden korktular. Avrupa'da parasal istikrar bölgesi yaratabilmek için EMS'nin iki temel objektifi belirlendi. Birinci, Avrupa paralarını sabit kurlar ile birbirine bağlamak; ikincisi ise, bir Avrupa Para Fonu (European Monetary Fund) kurarak üyelerin ödemeleri dengesi problemlerine yardım etmektir. EMS, topluluğun yılanını yeniden ele almak, düzenlemek ve genişletmeye yönelmiştir. Böylece, yılan içindeki bir grup Avrupa parası birlik içinde ABD dolarına karşı dalgalanacaktır. Üye paralarının bağlılığını güçlendirmek için EMS, Avrupa Para Birimine (European Currenay Unit - ECU) taraftardır. Böyle bir para birimi (aktif) EMS döviz kuru mekanizmasının standardı (numeraire) olarak hizmet verecektir ve üye merkez bankaları arasında dengeleşmenin (settlement) aracı olacaktır. ECU'nun değeri karışık olup, Batı Alman markının ağırlığı fazla olmak üzere bir grup olarak EMS üyelerinin paralarının değerini yansıtır. EMS'ye göre, üye ülke döviz kurları normal olarak ABD dolarına karşı dalgalanan ECU etrafında artı/eksi % 2,25 şeridi içinde kalacaklardır. Bununla beraber İtalya gibi zayıf para birimine sahip olan ülkeler ECU'nun her iki tarafında % 6'lık bir genişlikte parasının değerinin dalgalanması için başvurabileceklerdir. Anlaşma Avrupa Para Fonu'nun kuruluşunun başlatılması için çağrıda yapmıştır. Fonun finansmanı üye ülkelerin katkıları ile Avrupa para rezervlerinden bir havuz oluşturularak yapılacaktır. Fonun ödemelerinde finansman ihtiyacında olan ülkelere rezervlerden borç vermesinin temel amacı, ihtiyaç içinde olan ülkelerin paralarının, para bloku içindeki diğer ülke paralarıyla aynı seviyede tutabilmektir.

Döviz piyasalarındaki istikrar sağlayıcı etkilerine ek olarak, EMS Avrupa ekonomik ve politik birliğine doğru bir hareket olarak görülmektedir. Döviz kurlarını dar bir şerit içinde korumada anlaşma yapmakla üye ülkeler zimmenden ulusal ekonomik politikalarının eşgüdümü ihtiyacını tanımışlardır. Bununla beraber farklı ekonomik yapıları birleştirme gayretleri ulusal egemenlikten önemli ölçüde fedakârlığı gerektirmektedir. Avrupa bütünleşmesinin bazı eleştirmenleri geçmişteki uygulamaları dikkate alarak, Fransa gibi bazı üyelerin ekonomik koşulların kötü gidişi karşısında topluluk yılanından ayrılabilceğini belirtmektedir. Böyle çekilmelerin EMS'nin parasal birlik şansına zarar vereceği açıktır.

c) Ayarlanabilir Askı (The Adjustable Peg)

Kontrollü dalgalanma olsun, Avrupa yılanı olsun arz ve talep şartlarındaki değişikliklerin uyardığı otomatik döviz kuru hareketlerine müsaade ederler. Arz ve talep, diğer ülke para birimleri cinsinden mal fiyatlarındaki değişmelerin anında ve doğrudan doğruya etkisiyle ödemeleri dengeye getirir. Ancak sorun daha esnek döviz kurlarının, sabit döviz kurlarının temin ettiği uluslararası ticaret ve finans işlemlerinde sağlam ve güvenilebilir temelleri sunmakta yeterli istikrara sahip olup olmadığıdır. Bu iki sistem arasındaki uzlaştırma gayretleri sonucunda ayarlanabilir askı sistemi (adjustable peg system) doğmuştur. Gerçekten bu sistem 1944-1973 Bretton Woods düzenlemelerinin bir parçası idi.

Ayarlanabilir askının temel fikri paraların birbirlerine bağlanarak ticari ve finansal işlemler için istikrarlı döviz kurları sağlamalarıdır. Ödemeler dengesi uzun dönem denge durumundan saptığı zaman, ülke döviz kurunu yeniden başka bir

oranda bir par valuedan diğerine değiştirerek (devalüasyon ya da revalüasyon yoluyla) askılayabilir. Ayarlanabilir askı sınırlı bir döviz kuru esnekliği ilkesinin kabulünü temsil etmesine rağmen, döviz kurlarının değişmez şekilde sabit olacağı anlamına gelmez.

Bretton Woods sisteminin prensiplerine göre, üye ülkeler ayarlanabilir askı sistemi altında faaliyette bulundular. Her ülke parasının değerini altın cinsinden ya da alternatif olarak 1944'deki ABD dolarının altın kapsamı cinsinden par valuesini belirledi. Piyasa döviz kurları tamamıyla olmasa bile hemen hemen sabitti; kurun her iki yanında artı/eksi % 1'lik bir şerit ya da toplam % 2'lik şerit içinde dalgalanması benimsendi. Milli döviz istikrar fonları şerit limitlerini korumakta kullanıldı.

Orijinal IMF anlaşmasına göre, ABD doları altına asıldı, diğer üyeler ise döviz kurlarını dolara karşı kurun her iki yanında % 1 sınırları içinde korumak zorunda idiler. Smithsonion Anlaşmasına göre döviz destekleme marjları artı/eksi % 2 1/4'e genişletildi. Döviz kuru marjlarının genişletilmesi birkaç avantaj elde etmeye yöneltti. İlk olarak, döviz kurlarındaki daha fazla esneklik ödemelerdeki dengesizliği, düzeltici ticaret ve sermaye hareketleri tesis ederek, ortadan kaldıracaktı. İkinci olarak, döviz kuru marjlarını genişletme kısa dönemli sermaye işlemlerinden sağlanan gelirlere daha az emniyet sağlayacak, böylece 1971 de Bretton Woods sisteminin çöküşüne neden olan kısa dönemli sermaye hareketleri engellenecekti. Bununla beraber 1972 yılında ülkelerin ödemeler dengelerindeki olumsuz gelişmeler, Smithsonion Anlaşmasının daha geniş marjlarının etkin çalıştığına dair geniş ölçüde şüphe yarattı. 1973 yılında da Bretton Woods sisteminin çöküşü ile Smithsonion anlaşması sona erdi ve dalgalı kurlar yaygınlaştı.

Ayarlanabilir askının Bretton Woods sistemini benimsemesinin rasyonelliği; politika aleti olarak döviz kurlarını tamamıyla feda etme ihtiyacı olmaksızın istikrarlı kurların avantajlarına müsaade etmekte. Üye ülkeler ödemeler dengesizlikleri döneminde mümkün olduğu kadar uzun zaman içinde yürürlükteki par valueları koruma prensibini kabul etmişlerdi. Onlardan beklenen ilk önce maliye ve para politikalarıyla ödemeler eşitsizliğini düzeltmeleriydi. Ancak devamlı bir ödeme dengesizliğinin ülke ekonomisine enflasyon ya da işsizlik şeklinde ciddi tahripler yapması durumunda üye ülkeler *temel dengesizliğe* (fundamental disequilibrium) düşmüş olacaklar ve par valuelarını yeniden belirleyebileceklerdi. Bu belirlemede paraların değerini % 10'a kadar IMF'nin izni olmaksızın ayarlayabiliyorlardı. Ayarlanabilir askı sistemi böylece geniş ölçüde dalgalı döviz kuru sisteminin istikrarsızlık getiren etkilerini bertaraf ederken tamamıyla sabit döviz kuru sisteminin kötü sonuçlarını da ortadan kaldırmaya yöneliktir.

Ayarlanabilir askı kurları geçerli bir ödemeler dengesi ayarlama mekanizması geliştirmeye yönelik olmasına rağmen, bu sistem birçok uygulama problemleri ile karşılaştı. Bretton Woods sisteminde görüldüğü üzere, fiyatlar ve gelirler ile ayarlama sıkca bir şekilde yerel istikrar objektifleri ile çatıştı. Ayrıca, değindiğimiz üzere, devalüasyon yerel politikaların başarısızlığı ve uluslararası prestij kaybını göstermesi nedeniyle arzu edilmedi. Diğer taraftan, revalüasyonlarda ihracatçılara cazip gelmediğinden uygulamasına kolaylıkla başvurulamıyordu. Ek olarak, paranın yeni değerinin ve denge kurunun belirlenmesi de birçok güçlük yaratıyordu. Son olarak,

piyasa döviz kuru bir kere belirlenen kur etrafındaki izin verilebilen şeridin marjlarına vardığında katı bir sabit kur oluyor, bu da spekülörlere tek yönlü spekülasyon yapma durumunu ortaya çıkarıyordu.

d) Sürünen Askı (The Crawling Peg)

1968 yılında Brezilya'nın para birimi Cruzeiro'nun par valuesunu bir yılda birkaç kere değiştirmesiyle bu sistem uygulamada görülmeye başlandı. 1976 yılına gelindiğinde ise Cruzeiro hemen hemen 11 kat devalüe edilmişti. Bu devalüasyonlar *sürünen askı* (The crawling peg) mekanizması olarak nitelendirildi². Bu mekanizmayı, Brezilya'nın yanında Arjantin, İsrail, Şili'de de 1970'ler boyunca uyguladılar.

Sürünen askı sistemi sabit ve dalgalı kurlar arasındaki bir uzlaştırmadan doğmuştur. Sürünen askı sisteminin anlamı bir ülkenin ödemeler dengesindeki fazla ya da açığı düzeltmek için parasının par valuesunu küçük oranlarda fakat sık sık değiştirmektir.

Açık ya da fazla veren ülkeler arzulanan döviz kuru seviyesine ulaşmaya kadar karşılıklı olarak her ikisi de ayarlamaya devam ederler. Böylece askı bir par valueden diğerine sürünür. Sürülen askı mekanizması esas olarak enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere bazılarını (çoğu Güney Amerika'da olmak üzere) enflasyonist dönemlerde askı sisteminin par valuelarda sık ayarlamalar koşulu ile ancak işleyebileceğini belirttiler. Yurt içi enflasyon oranlarını uluslararası rekabetlilikle ilgilendirerek bu ülkeler genellikle fiyat göstergelerini sürünen askı oranlarının temeli olarak kullandılar. Bu ülkelerde döviz kuru belirlenmesinde esas alınan askının tanımlandığı döviz ya da dövizler sepeti yerine döviz kuru hareketlerini yöneten kriterdir.

1970'ler boyunca sürünen askıyı uygulayan ülkeler askı oranlarını ABD doları cinsinden belirlemişler ve askıyı ilgili ülkelere tayin edilen göstergelere göre yerli ve yabancı fiyatlardaki nispi değişimlere göre ayarlamışlardı. 1980'li yılların başında dört ülke sürünen askı mekanizmasını kullanıyordu: Brezilya, Kolombiya, Peru ve Portekiz.

Sürünen askı sistemi özde ayarlanabilir askı kuru sistemiyle çelişki teşkil eder. Ayarlanabilir askı sisteminde, paralar önceden tahmin edilen seyrek fakat büyük oranlarda değiştirilen bir par valueya bağlanmıştır. Sürünen askının altında yatan fikir par valuenun küçük fakat sık olarak değiştirilmesidir; böylece değişen piyasa koşullarına sürünerek yavaşca cevap vermiş olurlar. Sürünen askının savunucuları bu sistemin dalgalı kur sisteminin esnekliği ile sabit kur sisteminin istikrar getirme avantajlarını birleştirdiğini söylerler. Ayrıca par valuelardaki küçük fakat sık değişimler düzensiz olduklarından spekülörlere de cesaretlendirmez, böylece spekülasyonda azalabilir.

1970'ler boyunca sürünen askı formülü hızlı ve kalıcı enflasyonla yüz yüze bulunan gelişmekte olan ülkelere uygulandı. Ancak IMF bu sistemin genellikle uluslararası para düzeninde sorumlulukları bulunan ABD ve Batı Almanya gibi ülkelerde uygulanmamasını, bu ülkelerin yararına olan en iyi sistemin bu olmadığını be-

2 "The Crawling Peg" terimi dilimizde "kayan kazık" olarakta kullanılmaktadır.

lırtmaktadır. IMF uluslararası likidite kaynağı olarak kullanılan sanayileşmiş ülkelerin paralarına sürünen askı sisteminin uygulanmasının hemen hemen imkânsız olduğunu ileri sürmektedir. Sürünen askı sisteminin en hararetli taraftarları dahi bu sistemin çok yaygın bir şekilde uygulama zamanının gelmediğini söylemelerine rağmen, bu sistemin potansiyel yararları üzerinde tartışmalar devam etmektedir.

e) Döviz Kontrolü

Şimdiye kadar ele alınan döviz kuru mekanizmaları genelde önemli bir özelliğe sahiptir. Bunların hepsi serbest döviz piyasası ve otomatik piyasa güçleri ilkesi üzerine kurulmuşlardır. Eğer hükümetler serbest döviz piyasası için izin vermeyi arzulamazlarsa, döviz kurunun denge durumundan ayrılması halinde ödemeler dengesini kontrol altında tutmak için döviz kontrol sistemi kurarlar. Bu amaçla çeşitli araçlar kullanılır; bunların arasında *ödemeler dengesi işlemlerinin dolaysız kontrolü ve çoklu döviz kurları* yer alır.

Döviz kontrolü sistemi 1930'ların ekonomik buhranı döneminde ve hemen takip eden II. Dünya Savaşı'nda uygulamadaki en yoğun dönemini yaşadı. Ancak 1950'lerden sonra Batı Avrupa'nın sanayileşmiş ülkeleri kendilerini finansal olarak istikrarlı hissederek birçok döviz kontrolünü kaldırdılar ve uluslararası işlemlerde yüksek derecede serbesti sağladılar. Bugünde döviz kontrolü sistemi Afrika, Güney Amerika, Uzak Doğu ve Yakın Doğu'nun gelişmekte olan ülkelerinde çok yaygın durumdadır.

Döviz kontrolünün aşırı uygulamasında hükümet uluslararası işlemlere dolaysız kontroller koyarak piyasa güçlerini doğrudan doğruya ortadan kaldırma yoluyla ödeme durumunda kontrol kazanmayı arzu edebilir. Örneğin, döviz işlemleri üzerinde devlet monopolu, döviz kazançlarının belirlenmiş alıcılarca işlem görmesini gerektirir. Hükümette dövizleri yerli tüccar ve yatırımcılara belirlediği fiyattan dağıtır. Böyle bir sistemin avantajı hükümetin sermaye çıkışı ve ithalata gerekli döviz dağıtımını düzenleyerek ödemeler durumuna etki etmesidir. Böylece bu işlemlerin ölçüsü sınırlandırılmış olur. Döviz kontrolü hükümetin bazı işlemleri teşvik etme ya da engelleme amacıyla farklı amaçlarla farklı dövizlere farklı kurlar uygulamasını da getirir. Ayrıca döviz kontrolü yurt içi para ve maliye politikalarına istikrar sağlama rollerinde daha bir serbesti tanır. Ödemeler dengesini döviz kontrolü ile kontrol etmek hükümete ödemeler dengesinin olumsuz değişmelerinin ekonomiye etkilerinin korkusunu taşımadan yurt içi ekonomik politikaları izlemesini mümkün kılar.

Ödemeler dengesini kontrolde uygulanan bir yol da *çoklu döviz kuru sistemidir*. 1970'lerde 30'dan fazla IMF ülkesi (çoğu gelişmekte olan ülkeler) bu sistemi uygulamakta idi.

Çoklu döviz kuru sistemi lüzumlu malların ithal edilebilmesini, daha az gerekli olanların ise ithal edilmemesi amacıyla uygulanır. Hammaddeler ya da sermaye malları gibi temel ithalat hükümetin bu mallar için düşük döviz kuru belirlemesiyle sübvansiyeye edilir; sonuç olarak da bu mallar yerli satın alıcılara düşük fiyatlarla yansıtılır. Lüks mallar gibi daha az arzu edilen ithalatta ise hükümet dövize yüksek bir oran uygulayarak bu malların yurt içi fiyatlarının yüksek düzeyde oluşmasını sağlar.

Çoklu döviz kuru sistemi ithal alımlarını sübvansiyeye eder ya da vergilendirir, böylece ülkenin kıt döviz arzı sadece en önemli mallara tahsis edilmiş olur. Açıktır ki, böyle bir sistem çok iyi bir sınıflandırma gerektirdiği gibi, ayrıca kaçakçılık ve kara-borsa içinde ağır cezalar konulmasını gerektirir.

f) Çift Döviz Kurları (Dual Exchange Rate)

Uluslararası finans sisteminin işleyişini çökerten en önemli faktör uluslararası sermaye hareketleri olmuştur. Kısa dönemli sermaye, döviz kurlarındaki değişiklikler ve faiz oranları farklılıklarının etkisiyle milli sınırlar arasında hareket eder. Bu tip hareketler para otoritelerinin ödemeler dengesindeki problemlerine ve hatta resmi döviz kurunu korumalarını gerektiren politikaları izleyememeleri sonucunu doğurur. Bir ülkenin bu durumda uluslararası sermaye hareketlerini kontrol etmede başvurabileceği yol *çift döviz kuru sistemidir* (dual exchange rates ya da two-tier exchange rates). Böyle bir mekanizma sadece gelişmekte olan ülkelerde değil fakat Belçika, Fransa ve İtalya gibi sanayileşmiş ülkelerde de uygulanmıştır.

Çift döviz kurlarının altında yatan temel fikir, sermaye hareketlerinin ödeme dengesindeki olumsuz etkilerinden ülkeyi kurtarmak ve aynı zamanda mal ve hizmet ticaretini içeren ticari işlemlerde (cari işlemler hesabı) istikrarlı bir iş ortamı oluşturmaktır. Böylece ticaret işlemleri ile sermaye işlemlerine farklı döviz kurları uygulaması yoluna gidilir. Ticari işlemler için döviz kuru ulusal para otoritelerince resmen askılanır, diğer taraftan sermaye işlemleri için ise finansal piyasada döviz kuru dalgalanmaya bırakılır. Ticari ve sermaye işlemleri piyasalarının tamamıyla ayrıldığı çift döviz kuru sisteminin geçmişte herhangi bir örneği bulunmamasına rağmen, Belçika, Fransa ve İtalya'da böyle bir mekanizmaya yaklaşık uygulama yapılmıştır.

Ticari ve sermaye işlemlerini ayırmaya yönelik bir sistemde, bu işlemlerin kesin hatlarıyla ayrımı yapılmalıdır. Örneğin, Belçika'da çift döviz kuru sisteminde mal ve hizmet ithalat ve ihracatını kapsayan bütün cari işlemlerin ticari piyasadan geçtiği kabul edilmiştir. Bütün finansal işlemlerinde sermaye piyasasından geçmek zorunda olduğu varsayılmıştır. Bununla beraber, Fransız sisteminde birkaç cari hesap işlemlerinin (turizm, kâr ve faizle ilgili olanlar) finansal piyasadan geçtiği kabul edilmiştir. Buradaki temel nokta şudur; piyasaların ayrımı ülkelere ülkelere işlemlerin sınıflandırılmasında farklılıklar göstermektedir. Piyasalara hangi işlemlerin gireceği ilgili ülkenin amaçlarına bağlıdır.

Çift kur sisteminde sermaye hesabı her zaman dengede olacak ve ödemelerdeki herhangi bir dengesizlik ticari işlemlerden kaynaklanacaktır. Çift kur sistemi finansal yapıları kısa dönemli sermaye akımlarına özellikle hassas olan ülkelerde kullanılmasına rağmen, birkaç önemli faktör çift kurun işlemlerine engel olmaktadır. Çift kur uygulamasında birinci sorun, ticari ve sermaye işlemlerinin ayrılmasının ticaret ve sermaye akımlarını engelleyici etkisidir. Finansal piyasada bir ülke parasının talebinin devamlı azalışı, finansal kurun ticari kurun yeterli miktarda altına düşmesine kadar parası değer kaybetmelidir. Fonların piyasa içi transferleri daha kârlı hale geldikçe ticari kurun yönetimi artan bir şekilde zorlaşacaktır. Finan-

sal kurla ilgili olarak yatırımcıların gelecekteki beklentileri dengeleyici sermaye akımlarının döviz kuru değişmelerine cevabının ölçüsünü belirler. Eğer spekülâtörler bir ülkenin finansal kurunun ticari kurun altına düşüşünü finansal kurda daha fazla bir düşmenin göstergesi olarak düşünülürse, güçsüzleşen parayı satmaya devam ederler. Bu da finansal kur üzerine aşağıya doğru bir baskı kurar ve döviz piyasasını karıştırır.

Çift kurlar *commercial leads-and-lags* olarak bilinen spekülasyon tipiyle de mücadelede etkin olamamaktadır. Bu spekülasyon tipi paranın değer kaybı beklentisi ile ithalat ödemelerini hızlandırmak, ihracat alacaklarını tehir etmekle ilgilidir.

Paranın değer kazanması beklentisi ise ters işlemlerin oluşması yolunu sağlar. Çift kurlar finansal piyasada spekülâtif sermaye akımlarını hafifletmeye yöneliktir. Spekülâtif baskı zamanlarında mal ticareti yapanlar temel işlemlerinin yahut ödemelerinin zamanlamasını döviz fiyatlarının değişmelerinden ekstra kazançlar elde etmek için değiştirmeye teşebbüs ederler. Bu koşullar altında çift kurlar döviz piyasası spekülasyonu ile mücadele edemez.

Çift kur sisteminin tecrübesi, ülkelerin askılı tek kur sistemi ile kıyaslanınca para politikalarında daha fazla bağımsızlığa sahip olamadığını da göstermektedir. Çünkü, ticari ve sermaye kurlarının ayrılışı, eğer ülke faiz oranlarını da diğer ülkelerden bağımsızca belirlemeye teşebbüs ederse mümkün olabilir. Eğer çift kur uygulayan ülke faiz oranlarını ticaret yaptığı ülkelerinkinden daha yüksek oranda belirlemeye karar verirse, ülkeye sermaye akımı için bir uyarı söz konusu olacaktır. Bunun sonucunda da finansal kurun ticari kura göre değer kazanması (appreciation) mümkündür. Belçika'nın faiz oranlarını diğer yabancı ülkelerinki ile uyum içinde yürütmeye yönelik para politikası izlemesi çift kur sistemindeki farklı kurların bozulması sonucunu doğurmuştu.

Tek ülke açısından çift döviz kurlarının temel yararı ödemeler dengesindeki spekülâtif sermaye akımlarının istikrarsızlık getiren etkilerini geçici olarak engellemeyi sağlamasıdır. Bununla beraber, belirttiğimiz üzere, çift kurlar *commercial leads-and-lags* tipi spekülâtif faaliyetler ile mücadele edememektedir. Eğer spekülasyon devam ederse, çift kurların devamı parasal politika ile müdahaleyi gerektirmekte ya da diğer dolaysız kontrollerle iki kurun birbirinden tamamen kopmasını önlemeyi gerekli kılmaktadır. Böylece çift kurların dış ticaret hacmi büyük olan ülkelere benimsenmediği söylenebilir.

5. DÖVİZ KURU TAHMİNLERİ

Döviz kurunu tayin eden etkenler, ülkelerde ödemeler dengesinde açık ve fazlaların nedenleri ve bu durumlarda teori ve uygulamalardaki çeşitli döviz kuru sistemlerini ele aldık. Döviz kuru sistemlerinin değerlendirilmesi hakkında daha açık bilgi sahibi olunabilmesi için döviz kurlarının tahminini ele almak zorunludur. Çünkü teorik değerlemeler bazen döviz kuru tahminlerine yansımalarak ekonomilerde önemli sorunlar (fiyat yükselişlerinden kaynak dağılıma kadar) yaratabilir.

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde belli başlı sanayi ülkelerinin çoğu uygun olduklarını düşündükleri zamanlarda çeşitli döviz kurlarını uygulama tecrübesi geçirdiler. Hangi sistem benimsenirse benimsensin, döviz kurlarının aşırı derecede faz-

değerli ya da değerinin altında bulunmasını önlemek için ilk önce yapılması gerekli olan döviz kurunun *uzun dönem denge değerini* hesaplamaktır.

Bu noktada hedef (target) *döviz kurları* hesaplanır ve uzun dönem denge değeri kabul edilerek, fiili değerlerin bunlardan kabul edilebilecek sınırları aşacak şekilde sapması durumunda döviz istikrarı sağlanması için çeşitli mekanizmalar çabştırılır.

Ülkelerin ekonomilerine yön veren politika yapıcıları genellikle, döviz kuru ve uzun dönem denge seviyesi arasındaki ilişkiden endişe duyarlar. Bunun çeşitli nedenleri vardır. İlk neden, çok düşük kuru ülke parasını aşırı değerlenmiş yapar, çok yüksek kur ise ülke parasını değerinin altında düşük değerli gösterir. Bu durumlarda ödemeler dengesi açığı ya da fazlasına neden olur. Ödemelerdeki dengesizliklerde yurt içi istihdam seviyesi ve enflasyon oranlarına yansır. 1970'li yıllarda yoğun istikrar faaliyetlerine rağmen, büyük döviz kuru dalgalanmaları görülmüştür. Uzun dönem döviz kuru denge seviyesini tahminde genellikle iki metod kullanılmaktadır. Bunlar, *satınalma gücü paritesi* ile *ödemeler dengesi yaklaşımıdır*.

Satınalma gücü paritesi 1918 yılında Gustav Cassel'in fikirlerinden esinlenerek yaygınlaşmıştır. Satınalma gücü paritesi yaklaşımına göre, iki ülke parasının değişiminde denge oranı iki ulusal paranın satınalma gücünü yansıtır. Mutlak anlamda satınalma gücü paritesi iki para arasındaki değişim oranının iki ülkenin fiyat endeksleri rasyosunu (ratio) eşitleyeceğini belirtir. Satınalma gücü paritesi kavramı; $P_T =$ Türkiye'nin fiyat endeksi, $P_J =$ Japonya'nın fiyat endeksini gösterdiğini düşünerek,

$$S_1 = \frac{P_T}{P_J} \text{ şeklinde ifade edilir. Burada } S_1 = \frac{TL}{Yen}$$

değişim oranını göstermektedir. Bu formüle göre, eğer Türkiye'de fiyat seviyesi Japonya'nın iki katı ise TL. sının satınalma gücü Yen'in yarısı kadar olacak, böylece denge döviz kuru $2 TL = 1 Yen$ bulunacaktır.

Pratikte satınalma gücü paritesi genellikle *nispi* anlamda kullanılır. Satınalma gücü paritesi formülasyonu iki ülkenin nispi fiyatlarındaki değişmeyi yansıttığını gösterir şeklindedir. 0 = baz (başlangıç) yıl ve 1 = ilgili devreyi gösteriyor kabul edelim, nispi anlamda satınalma gücü paritesi:

$$S_1 = S_0 \left(\frac{P_{T1} / P_{J1}}{P_{T0} / P_{J0}} \right) \text{ olur.}$$

Baz yılın özelliği denge şartlarının olduğu yıl olarak kabul edilmesidir. Durumu açıklamak için Türkiye ve Japonya için bir örnek verirsek;

Eğer $P_{T0} = 100$, $P_{T1} = 200$, $P_{J0} = 100$, $P_{J1} = 150$, $S_0 = 0,50 TL$.

$$\text{ise, } S_1 = 0,50 \left(\frac{200 / 150}{100 / 100} \right) = 0,50 (1,33) = 0,67 TL. \text{ bulunur.}$$

Böyle iki dönemin karşılaştırılması sonucunda Türkiye'de enflasyon oranı % 100, Japonya'da ise % 50 yükselmiştir. TL. nin Yen'e göre satınalma gücündeki azalıştan dolayı yeni döviz kuru $1 Yen = 0,67 TL$. olmuştur. Baz yılda ise $1 Yen = 0,50 TL$. idi.

Satınalma gücü paritesi ilgili paranın uzun dönem denge seviyesine göre fazla ya da az değerlendirilmiş olup olmadığını tayin etmede kullanılır. Uygulamada satınalma gücü paritesinin karşılaştığı birçok sınırlamalar bulunmaktadır. Bir kere, baz olarak ele alınacak denge dönemi hangi dönem olacaktır? İkinci olarak, birçok fiyat endekslerinden hangisi hesaplamalarda kullanılacaktır: Toptan eşya fiyatları endeksi mi, yoksa tüketici fiyat endeksleri mi? Fiyat farklılıklarına ek olarak dünya ticaret şeklini belirleyen ulaşım masrafları, gelir, zevk ve tercihler v.b. hesaplara nasıl sokulacaktır? Bu ve bunlara benzer sınırlamalara rağmen satınalma gücü paritesi doktrini iki ülke parası arasında döviz kuru tahmininde diğer bilgilerle birlikte kaba bir gösterge olarak kullanılmaktadır.

Satınalma gücünün gelişmiş ülkelerde kullanımında genellikle toptan eşya fiyatları, gayrisafi yurt içi hasıla deflatörü ve imalat sanayindeki birim işgücü maliyetleri dikkate alınmaktadır³. Ancak bu endekslerin birlikte dahi kullanılmasında bazı yetersizlikler bulunmaktadır. Bir kere, nisbi üretim maliyetlerindeki değişimler son yıllarda belli başlı paralar arasındaki kur değişimlerini açıklamaktan uzak kalmıştır. İkinci olarak, maliyet yaklaşımı kısmi bir yaklaşım olmakta, nisbi üretim maliyetlerinin değişmesinin altında yatan nedenler ele alınmamaktadır.

Ödemeler dengesi yaklaşımı, gerçekçi döviz kuru belirlenmesinde politika belirleyicilerinin başvurdukları diğer bir methoddur. Bu metod bir ülkenin ödemeler denge pozisyonunu ele alır ve ülkenin uluslararası ödeme durumu ile döviz kuru arasındaki yakın bağlantıdan hareket etmektedir. Eğer bir ülke dış gelirlerinin dış ödemelerinden daha az olduğunu görürse, döviz piyasasında o ülkenin para arzı, talebine göre daha fazla olacak, böylece bu ülkenin parası değer kaybedecektir. Bunun aksi olaylar zinciri de doğru olacak, bu durumda ülkenin parası değer kazanacaktır. Ayarlanabilir askı kurlarının (adjustable pegged rates) uygulandığı Bretton Woods döneminde ödemeler dengesi doktrini büyük ölçüde revaçtaydı. Bu rejim döneminde döviz kuru ayarlamaları, bir ülkenin ödemeler dengesindeki *temel dengesizlik* oluştuğunda yapılmakta idi. Bretton Woods sistemi ödemeler dengesizliği ile onları izleyen döviz kurları değişimleri arasında bir korelasyonun varlığından hareket etmişti.

Ödemeler dengesi yaklaşımının işleyişi, optimal uzun dönem ödeme durumu ile ülkenin halihazırdaki ödemeler durumunun karşılaştırılması şeklinde olmaktadır. Bu karşılaştırmada aslında ülkenin fiili döviz kuru ve onun uzun dönem denge oranı arasındaki farkı da yansıtır. Satınalma gücü paritesi ile karşılaştırması sonucunda görülen, bu yaklaşımda ülkenin döviz işlemlerine etki eden bütün faktörlerin kapsanmasıdır. Halbuki satınalma gücü paritesi sadece fiyat faktörlerini ele almaktadır. Bununla beraber ödemeler dengesi yaklaşımında optimum uzun dönem ödeme durumunu hesaplamakta birçok teknik zorlukla karşılaşılır; ayrıca bir ülkenin ödemelerine etki eden geçici faktörleri tanımlamakta oldukça zordur.

Maliyet ve fiyat gelişmeleri cinsinden döviz kurunu açıklamaya yönelik satınalma gücü paritesi ve ödemeler dengesi yaklaşımların birçok temel yetersizlikleri

3 Andrew Crockett, Determinants of Exchange Rate Movements: A Review, Finance and Development, March 1981, s. 33-37.

vardır. İlk olarak, böyle bir yaklaşım ihracat arzı ve ithalat talebine üretim ve gelirlerdeki konjonktürel dalgalanmaların etkilerini hesaba katmamaktadır. İkinci olarak, talep ve üretim yapısındaki değişimleri dikkate alamamakta; bu değişimlerde ülkeler arasındaki toplam maliyet ya da fiyat endekslerinin denge ilişkisine etki etmektedirler. Üçüncü olarak, ayarlama sürecindeki zaman aralıkları ve belirsizlikler sonucunda oluşan döviz kurlarındaki kısa dönemli hareketleri de açıklayamaz. Son olarak da, bu tip bir yaklaşım sermaye akımlarının nasıl tayin edildiği sorusunu da açığa bırakmaktadır.

Bu belirttiğimiz yetersizliklere cevap olarak son yıllarda ödemeler dengesi ve döviz kurunu ele alan iktisatçılar arasında, döviz kuru piyasasını (en azından kısa dönemde) *bir aktifler piyasası* olarak nitelendirmekte fikir birliği mevcuttur. Yani, döviz piyasasında bir para için belirlenen fiyat, o para ile nomine edilmiş aktif stokları tutma arzusu ile bu tip aktiflerin halihazır mevcut miktarlarının arasındaki bir dengeyi temsil etmelidir konusunda bir anlaşma vardır.

Elbette böyle bir teori para talebinin reel malları elde etmek için bir araç olarak kullanılmasını reddetmemektedir. Bununla beraber, nispi olarak çok kısa bir dönemde, likidite ya da yatırım amacıyla tutulan finansal aktif stokunun kaçınılmaz bir şekilde cari işlemleri etkilemek amacıyla ihtiyaç duyulan finansal araç hacmine göre büyük olması doğaldır.

Aktifler (en azından marjinalde) nispi olarak daha kolay değiştirildiğinden (halbuki bu arada mal üretiminde ortaya çıkan mukayeseli avantajlardan yararlanmak zaman alır) kısa dönemde farklı aktifleri elde tutmanın cazibesine etki eden faktörlerin döviz kuru hareketlerini tayinde daha büyük rol oynamaları muhtemeldir. Bundan dolayı kısa dönem döviz hareketlerini açıklamaya yardım etmek için ele alınan para cinsinden belirlenmiş finansal araçların arz ve talebine etki eden faktörleri dikkate almak zorunludur; bu arada ele alınan paranın değiştirilebileceği diğer yabancı paralara etki eden faktörlerde dikkate alınmak zorundadır. Uygulamalı çalışmaların çok geniş ülke grubu için yapılan araştırmalarda gösterdiği gibi finansal aktifler içinde en istikrarlı talebe sahip olan paradır. Bu nedenle de daha önce değindiğimiz üzere, döviz kuru hareketlerinin değerlendirilmesindeki yollar-dan birisi de farklı ülkelerdeki para talep ve arzlarının karşılaştırılmasıdır.

Döviz kurunun mevcut arzı belirli bir para cinsinden belirlenmiş aktif stoklarını tutma arzusunu dengeleyen bir fiyat olması gerçeği, zaman içinde cari işlemlerden oluşan talep akımlarını dengelemeyeceği anlamında değildir. Gerçekten, uzunca bir zaman içinde cari işlemler akımını, daha kısa bir süre içinde de aktif stoklarını dikkate almak daha yararlıdır. Bu basitce bir nispi büyüklük sorunudur. Kısa dönem içinde aktif stoklarının diğer paralar cinsinden aktiflerle değişimi, cari gelirden bu aktiflerin alım ve satımına göre nispi olarak daha geniştir. Ancak uzun döneme gidildikçe, aktiflerin kümülatif akımlarının önemi ve potansiyel ölçüsü daha büyüktür ve paranın denge değerinde cari işlemler faktörlerinin etkisi daha kuvvetlidir.

Ayrıca normal koşullar altında aktif piyasası, şartlardaki değişimlere mal piyasasına göre, daha kolaylıkla uyum sağlar. Eğer bir ülkede para otoriteleri parasal şartları sıkı ve faiz oranlarını yükseltirse, yabancı ülkelere fonlar ülkeye çabukça akar ve bunun da döviz kuruna etkisi hemen hissedilir. Diğer taraftan mal piyasala-

rında ülkenin rekabet durumunu (örneğin, devalüasyon sonucunda) güçlendirmek, yukarıda değindiğimiz üzere yılları alabilir. Yeni piyasa şartlarını tanıtmak için, pazarlama ağlarını kurmak için, üretimi tanıtmak ve rakiplerden ilgili sahalara çekmek için zaman gereklidir.

Bununla beraber cari işlemlerin altında yatan faktörlerdeki değişmelere bu kalemlerin yavaş bir süreçte cevap vermesinin anlamı, kısa dönemli döviz kuru hareketlerine bunların etkilerinin olmadığı anlamına gelmez. Uluslararası yatırımcı ve spekülâtorler bekledikleri döviz kuru değişmelerine göre fonları aktarmayı akıllarında tutarlar. Bir ülkenin ödeme durumu ve uluslararası rekabetliliğinin gelecek gelişmelerinin tahminleri, piyasa oranlarında beklenen düzenlemeleri yapar ve *shadow forward*'ları yayarlar. Bu duruma tipik bir örnek olarak İngiltere ve Norveç'in Kuzey Denizinde petrol çıkarma beklentilerine karşı paralarının döviz piyasalarında değer kazanışı verilebilir. Ayrıca ülkelerde farklı enflasyon oranlarının beklentisi de döviz piyasasında ilgili paraların bu duruma göre değer kazanış ve kaybedişlerini belirleyebilir.

Döviz kuru tahminleri ve dolayısıyla döviz kurundaki dalgalanmalara etki eden açıklamaya çalıştığımız faktörler alternatif açıklamalar değildir. Bunlar bir bütün olarak düşünülmeli gereken birbiriyle içiçe olan sürecin ayrı bakışlardan ele alınmasıdır. Herhangi bir ülke parasının miktarındaki bir artış, diğer şeyler aynı kaldığı sürece, diğer paralar cinsinden fiyatını düşürür. Ülke parası cinsinden faiz oranları düşer, bu da kurlar yoluyla fonların dışarıya akımını sağlar. Ya da para arzının artırılışı her çeşit malların yurt içi emmesinin artmasına neden olur ve sonuçta cari işlemlerde kötüye gidiş (açığın oluşması, mevcut açığın artması ya da mevcut fazlanın azalışı) oluşur. Yerel üretim faktörlerine talep artışı bu faktörlerin fiyatlarının yükselişini kolaylaştırır. Faktör fiyatlarının yükselişi faktör maliyetlerinin artışı demektir; böylece toptan eşya fiyatları artar ve ülkenin dış pazarlarındaki rekabet gücü düşer. Sonuçta döviz kuru üzerine baskı artar.

Döviz kuru tahminini yapmakta dalgalı döviz kurları dünyasında döviz kuru gelişmelerini açıklamakta tek bir değişkenin olmadığı açıklamalardan ortaya çıkmıştır. Farklı faktörler, cari fiyat hareketlerinin farklı yönlerini açıklar; bunlar çok geniş bir bileşim alanında oluşan sebep zincirinin farklı bağlantılarını temsil eder. Böylece, tek bir politika reçetesi döviz kuru tahmini ve istikrarı için ileri sürülemez, ancak yaklaşım yapılabilir. Gerçekten döviz kuru değişmeleriyle bağlantılı politika araç ve göstergelerinin her biri diğer uluslararası ya da yerel politika objektifleri ile bağlantılıdır. Bu nedenle ulusal politika belirleyicileri ortaya çıkacak çelişkileri dik kate almak zorundadırlar. Bununla beraber nominal faiz oranlarında ve yerel fiyatlarında istikrar sağlayıcı yurt içi politikaların uluslararası döviz kuru sistemlerini daha düzenli çalıştırmaya katkısı olacaktır. Bu durumda döviz kurunu belirleyici faktörlerin daha yavaş hareketleri mümkündür, beklentilerini yıkıcı olmaktan ziyade dengeleyici olma durumu daha fazla olur.

6. OPTİMAL SEPET

Yukarıda açıklamaya çalıştığımız gibi ülkelerin paralarının değerini bazı standartlara göre asmalarının çeşitli sebepleri vardır. Döviz kuru bir aktif piyasasın-

da tayin edildiği kabul edilir ve nispi olarak istikrarlı bir dünyada dahi aktif piyasa fiyatları dalgalanmaya yönelir. Bu tip dalgalanmaların reel ekonomik maliyetle ilgisi olduğu kabul edilmektedir. Değindiğimiz üzere bunlarda ticareti engeller, yurt içi fiyat istikrarına zarar verir, belirsizliği artırır ve genel olarak ekonomik karar alıcılarını zor durumda bırakır. Eğer ülkenin parasının büyük ölçüde uluslararası ticareti yoksa, ara sıra yapılan büyük miktardaki işlemler piyasaya hakim olur, döviz kurundaki dalgalanmalarında büyüklüğünü artırır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu da bu kategoriye düşer. Ayrıca bu ülkelerde forward döviz piyasası gelişmemiştir; böylece döviz işlemi yapanlar gelecekte olabilecek döviz kuru değişmelerine karşı kendilerini koruyamazlar. Diğer taraftan ticarete giren malların fiyatları döviz kuru ile bağlı olduğundan yurt içi mallara göre ticarete giren malların nispi fiyatındaki değişmeler yerel ekonomi içinde yatırımların dağılımını bozabilir; yatırımların daha az üretici sektörlere gitmesine yol açabilir.

Ülkeleri bu sakıncalardan korumak için, satınalma gücü paritesindeki bozulmaları minimize eden optimal sepet uygulaması L. Lipschitz ve V. Sundarajan tarafından⁴ ileri sürülmektedir. Para sepetlerinin oluşmasındaki ağırlıklar uygulamada genellikle ticaret elastikiyetleri esası ya da ülkenin uluslararası ticaretteki döviz kompozisyonuna göre belirlenmektedir. Ancak bu şekilde ticarete dayanmış ağırlıklar, Lipschitz ve Sundarajan'a göre, farklı ticaret ortaklarının verilerini toplam döviz kuru endekslerine birleştirmede uygundur, fakat bir para sepeti inşa etmede en iyi ağırlıklar değildirler. Böylece sorun sepetteki çeşitli paraların nispi paylarını tayin etmede en iyi hizmet verecek bir pratik kaide bulmaya dayanmaktadır. Böylece bir kaideye ulaşmada ilk adım reel döviz kurunu bulmak ve uzun dönem denge değeri hakkında bazı değerlendirmeler yapmaktır. Bundan sonra yapılacak iş, farklı paralara dağıtılmış ağırlıklara göre, her nispi fiyat ve onun karşılığında döviz kuru arasındaki geçmişteki bağlantılar üzerine mevcut bütün bilgileri dikkate alan bir sepet inşa etmektir. Bu bağlantıların istikrarlı olduğu kabul edilirse, nominal döviz kurunu bu sepete bağlamak döviz kurunun otomatik ayarını sağlayabilir; öyle ki, ortalama olarak satınalma gücü paritesindeki sapmalar asgariye indirilmiş olur.

Ticaret ortakları arasındaki döviz kurları kısmen de olsa birbirini telafi etmeye yönelir. Sepetteki bir paraya verilen ağırlığın büyük olması halinde o paranın yerel paraya karşı döviz kurundaki dalgalanmaları daha küçük olur. Örneğin birim ağırlık halinde tek para askısı olacak ve ikili döviz kurunda dalgalanmalar olmayacaktır.

Sepetteki ağırlıkların hesaplanmasında istihdam edilen formül geçmiş verilerden hesaplanabilecek, marjinalde nispi fiyat ve döviz kuru arasındaki ilişkiyi temsil eden bir parametreyi kapsar. Bu parametreler ilgili ülke ile ticaret ortaklarının herbirinin arasındaki nispi fiyatlarla bunlara karşılık olan geçmiş (historical) dönemdeki döviz kurları ilişkisini yansıtan doğrusal regresyon denkleminde (the linear regression equations) elde edilen regresyon katsayılarıdır. Eğer parametre herhangi bir ticaret ortağı için sıfırsa, satınalma gücü paritesi aynen geçerli olur ve o ticaret

4 L. Lipschitz and V. Sundarajan, The Optimal Basket in a World of Generalized Floating, IMF Staff Papers, March 1980.

ortağının parası için ağırlık sıfırda belirlenir. Eğer parametre herhangi bir ticaret ortağı için 1'se, satınalma gücü paritesi geçerli olmaz ve o para için ağırlık elastikiyet ağırlığının aynısı olur. Eğer parametre sıfırdan büyük fakat 1'den küçükse, optimum sepet ağırlığı basit olarak elastikiyet ağırlığı ve parametrenin çarpımı ile elde edilen sayıdır.

Nispi fiyat dalgalanmaları ilgili döviz kuru dalgalanmalarından çok daha büyükse, ilgili paranın sepetteki ağırlığı (telafi edici döviz kuru hareketlerini maksimize etmek için) mümkün olduğu kadar küçük olacaktır. Çünkü, bu durumda döviz kuru değişimleri nispi fiyat değişimlerini telafi etmede uygun değildir. Böylece, tek bir paraya askılama; ya satınalma gücü paritesi ticaret ortakları arasında geçerli olduğu zaman ya da nispi fiyat dalgalanmalarının bütün ticaret ortakları için çok büyük olduğu zaman, en uygun olanıdır. Buradan çıkan ilk sonuç; genel olarak kabul edilen, eğer ticaret ortakları arasında satınalma gücü paritesi geçerli oluyorsa bir ülkenin parasını kendi enflasyon oranına benzeyen ülkenin parasına asması en iyidir değerlemesiyle, optimal sepet uygulamasının verdiği sonucun uyumlu olmasıdır. Elbette bir ülkenin tek bir paraya kendi parasını askılaması için başka nedenlerde bulunmaktadır. Örneğin, gelişmemiş finansal servislere sahip olan bir ülkenin parasını bir büyük ülke parasına askılaması yerel tüccarların forward döviz risklerinden korunmaları ve büyük ülke parasının sahip olduğu diğer finansal hizmetlerden yararlanmak için düşünülmüş olabilir. Bununla beraber bu tip düzenlemeden elde edilecek yarar, uygun olmayan bir standarda askılama ve yerel ekonomik değerlendirmelerde bağlantılı olmayan nispi fiyat değişmelerinin maliyeti ile karşılaştırılarak yapılmalıdır. Ayrıca güçlü paraların bağımsızca dalgalandığı bir dünyada bir özel paraya döviz kurunu bağlamak, o paranın bütün diğer paralara karşı birleşik bir dalgalanmasını ifade eder.

Dikkat edilirse optimal sepet yaklaşımında döviz kuru endeksinin "denge değeri" etrafındaki değeriyle ilgilenilmektedir. Bu nedenle denge değeri bulunurken ülkenin dış hesapları açısından kabul edilebilir ölçüde dengede olduğu bir yıldan hareket edilmelidir.

Bu arada şunu da belirtmekte yarar vardır; para sepetine asılış şu anlamdadır; eğer bir ülke parası çeşitli paralardan oluşan bir sepete asılmışsa, yerel paranın bir numeraire paraya karşı döviz kurundaki yüzde değişme, ticaret ortaklarının paralarının herbirinin aynı numeraireye karşı döviz kuru değişmelerinin ağırlıklı ortalamasıdır.