

UTL 511

BÖLÜM 9

DÖVİZ PİYASASI ANALİZLERİ

- Genel bir tanımlamayla yabancı ülke paralarına veya para yerine geçen her türlü ödeme araçlarına **döviz** (foreign exchange) denir.
- Bankacılık uygulamalarında nakit yabancı paralara **efektif döviz** yada sadece **efektif** adı verilir.
- Döviz piyasası, yabancı paraların yada nakit para yerine geçen banka havalesi, ödeme emri, çek vs. gibi araçların kişiler, bankalar veya firmalar tarafından alınıp satıldığı piyasalardır.

DÖVİZ PİYASALARININ İŞLEMCİLERİ

1. Bankalar ve banka-dışı işlemciler

Döviz piyasasının **temel aracı kurumları bankalardır**. Ticari bankalar genel olarak hem döviz alım satımıyla, hem de döviz transferi ve akreditif açmak gibi dış ticaret işlemleriyle uğraşırlar.

Ticari bankaların döviz işlemleri genellikle ayrı bir departman olan **kambiyo bölümünde** yürütülür. Ticari bankalar dışında ülkemizde olduğu gibi yalnızca anında teslim şeklinde döviz alım satım işlemleri yapan, ve halk tarafından **döviz büfesi** olarak bilinen banka dışı mali kurumlar da vardır.

Bankalar ve banka dışı işlemciler, **alış fiyatından** (*bid price*) aldıkları dövizi biraz daha yüksek bir **satış fiyatından** (*ask price*) satarak kâr sağlamaya çalışırlar.

Bu kuruluşların fazlalığı doğal olarak aralarında rekabet oluşmasını sağlayarak, alış ve satış kurları marjının daralmasına neden olur. Bu aynen mallar piyasasında olduğu gibi döviz piyasasında da etkinliğin sağlanmasına katkıda bulunur.

2. Dış ticaret ve dış yatırım işlemleri yapan kişiler ve firmalar

İthalatçılar ve ihracatçılar yaptıkları ticaretin doğal sonucu olarak döviz piyasanın temel işlemcileri arasında yer alırlar.

Ayrıca **dış portfolyo ve dolaysız sermaye yatırımcıları, çok uluslu şirketler ve turistler** de ticari ve yatırım faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla döviz piyasasını kullanmaktadırlar.

3. Spekülatörler ve arbitrajcılar

Spekltrler ve arbitrajcılar piyasada doğrudan işlem yaparak kazanç sağlamaya çalışan kişilerdir. Döviz alım ve satım ticareti ile uğraşanlar alış ve satış kurları farkından faydalanarak kr sağlamak amacındadırlar.

Spekltrler tüm kazançlarını döviz kurlarında bekledikleri değişmelerden elde etmeye çalışırlar.

Arbitrajcılar ise dövizin aynı anda değişik piyasalardaki kur farklılıklarını kullanma yoluna giderler.

Spekülâsyon arbitraj faaliyetlerinin ağırlıklı bölümü büyük bankalar tarafından, bu bankalar adına çalışan işlemciler kanalıyla gerçekleştirilir. Bunun anlamı bankaların hem döviz işlemcisi (*dealer*) olduğu gibi aynı zamanda spekülâtör ve arbitrajcı olarak da faaliyet gösterirler.

4. Merkez Bankaları

Bir ülkenin **Merkez Bankası ve hazinesi**, döviz piyasasını kâr amacıyla değil, **ülkenin döviz rezervlerini belirli düzeyde tutmak** (*eksiklerini piyasadan tamamlamak ve fazlayı piyasada satmak*) ve **ülkenin ulusal parasının değerini istenen doğrultuda ve ölçüde etkilemek** amaçlı kullanırlar.

Merkez Bankası'nın yaptığı müdahaleler ülkenin uyguladığı **kur politikası** ile ilgilidir.(*örnek: çoklu kur sistemi*) Diğer taraftan, bazen hükümetler kur istikrarını sağlamaktan başka amaçlar da gütmekte olabilirler. Bunlara örnek olarak; kısa süreli yabancı mali sermayeyi ülkeye çekmek için aşırı değerlenmiş kur politikası izlemek gösterilebilir.

5. Döviz brokerleri

Broker, kendisi işleme taraf olmadan alıcı ve satıcıyı bir araya getiren, yani işleme aracılık eden kişi demektir. Hizmetinin karşılığı olarak taraflardan **bir komisyon alır**. Anında haberleşme amacıyla bir broker dünya etrafında yüzlerce banka veya öteki mali temsilcilerle açık telefon bağlantısı kurmuş olabilir.

Günümüzde brokerler arasındaki yoğun telefon hatlarının yerini artık bilgisayarlı otomatik işlem sistemleri almaktadır. Yeni sistemlerde broker ihtiyacı olmadan ilgili taraflar fiyat teklif ve taleplerini doğrudan ve anonim olarak girebilmektedir.

6. Enflasyondan korunmaya çalışan işlemciler

Yüksek enflasyonlu ülkelerde, ufak gelir sahipleri gelirlerinin reel değerini enflasyona karşı korumak amacıyla bu paraları harcama vakti gelinceye kadar daha güvenli gördüğü yabancı paralara dönüştürebilirler.

Aslında bu olaya enflasyon nedeniyle ulusal paranın **değer biriktirme aracı olma görevini yerine getirememesi** denilmesi daha doğru olur. Bu durumun **bir ileri aşaması** enflasyonun daha yüksek olması nedeniyle ulusal paranın değişim ve değer birim olarak kullanılma işlevini yitirmesidir. Bu durumda insanlar bütün bu işlevler için de kısa veya az çok uzun süreler için döviz kullanma yoluna gidebilirler. *(döviz ile kira gibi)*

Döviz Talebi ve Döviz Arzı

Döviz piyasasının müşterileri, yani alıcı ve satıcı durumunda olanlar uluslararası ticari, mali işlem yapan veya spekülatif faaliyette bulunan gerçek kişilerle firmalar veya öteki kurumlardır.

Müşteriler çeşitli amaçlarla ulusal para karşılığında bankalardan döviz satın alabilirler. Satın alınan bu dövizler döviz talebini oluşturur.

Aynı şekilde herhangi bir yolla döviz kazanan veya ellerinde döviz bulunduran kimseler ulusal para karşılığında bu dövizleri bankalara satmak isteyebilirler. Döviz arzı bunları kapsar.

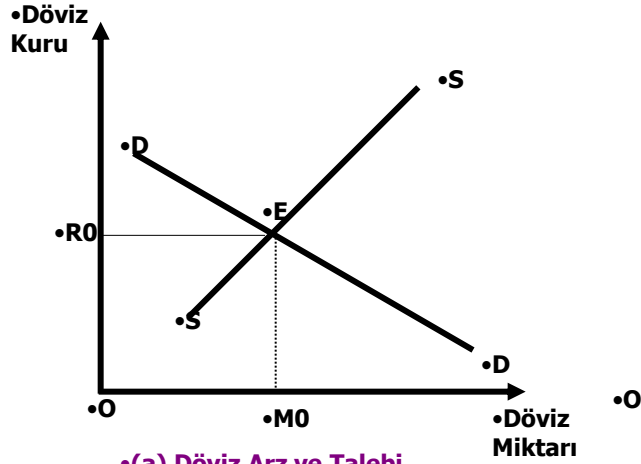
Ana neden olarak herhangi bir anda toplam döviz talebi şu üç etkenden kaynaklanmış olabilir:

- Mal ve hizmet talebi,
- Yurtdışına sermaye yatırımına bağlı talep,
- Spekülasyon ve kur riskinden korunmak amaçlı talep

Toplam döviz arzı da bunların tersinden oluşur:

- Yabancı mal ve hizmet satışı
- Yabancıların yurtiçinde sermaye yatırımı yapmaları
- Spekülatif veya korunma amaçlı döviz satışı

Döviz Talebi ve Döviz Arzı Eğrileri



•(a) Döviz Arz ve Talebi

•Grafik 13.1: Serbest Kur Değişmeleri

- Grafikte görüldüğü gibi döviz piyasasında denge DD döviz talebi ile SS döviz arzının kesiştiği E noktasında olur. Piyasa hacmi OM_0 , denge kuru OR_0 olur

- Toplam döviz talebi, ülkenin mal ve hizmet ithali ile yurt dışına ihraç edilmek istenen sermaye miktarından oluşur.
- Kur yükseldikçe yabancı mallar pahalılaşır ve talep edilen yabancı mal miktarı dolayısıyla döviz talebi azalır.
- Kur yükseldikçe ihraç malları döviz cinsinden ucuzlamış olacaktır.

DÖVİZ PİYASASININ FONKSİYONLARI

A) Satın alma gücü transferi

Normal koşullar altında her ülkede kullanılan para kendi ulusal parası olmaktadır. Bu varsayıma istinaden, başka ülkelerle yapılan ticaret ve mali işlemlerde ilgili ülkelerin paralarına veya ona dönüştürülebilen bir üçüncü ülke parasına gerek duyulmaktadır.

Döviz piyasasının temel işlevi **ulusal paraların birbirine dönüştürülmesini sağlayarak uluslararası ticaret, yatırım ve mali fon transferini mümkün kılmaktır**. Bu yüzden eğer döviz piyasaları olmasaydı, bir ülkede yaşayan insanların sahip oldukları o ülkenin ana parasına bağlı olan servetlerin normal koşullar altında o ülke sınırlarının dışına çıkartılabilmesi çok zor ve olanaksız olurdu.

B) Kredi sağlama

Ticaret işlemlerinde malların ülkeler arasında taşınması zaman alan bir süreçtir. Bir süreç uzaklığa bağlı olarak kısa veya 6 ay gibi uzun süreler olabilmektedir. Bu **taşımanın gerçekleştiği zaman içerisinde finansmanın** da yapılması gereklidir.

Eğer ödeme peşin yapılırsa, bu finansman ithalatçı tarafından karşılanırken, ödeme mal ithalatçıya ulaştıktan sonra yapılırsa bu seferde finansmanı ihracatçı karşılamış olmaktadır. Diğer taraftan yaygın kullanılan bir yöntem ise, ne ihracatçının ne ithalatçının bu finansmanı sağladığı '**akreditif**' sistemidir.

Kısaca, bu finansmanın **bankalar tarafından karşılanmasını** ifade eder. Akreditif yoluyla yapılan ödemede **ihracatçı malını gemiye yüklediği anda sahip olduğu evrakları bankaya getirerek kendisine ödeme yapılmasını sağlar**. Ticaretin diğer tarafı olan **ithalatçı ise, gümrüğe gelen malları almak için bankadan sözü edilen evrakları almak için ödemeyi bankaya yapar**. Bu sayede taşıma süresi boyunca finansmanı bankanın akreditif hesabı sağlamış olur.

Diğer yandan kredi işlevi yalnızca bununla sınırlı değildir. Normal kredi fırsatları da çeşitli amaçlarla ihracatçı veya ithalatçı kişi ve kuruluşlara sunulabilmektedir.

C) Riskten korunma

Hem mal ticareti ile uğraşan ithalatçı ve ihracatçılar, hem de yabancı piyasalarda fon arayışında olan ve dış yatırım yapmak isteyenler beklenmedik kur risklerine açık hale gelmektedir. Bu bakımdan kur risklerini gidermek ve en aza indirmek için döviz piyasalarında uygun işlemler yapılması beklenen bir çözüm olanağını sunar. Sonuç olarak, döviz piyasası önemli bir işlevi olarak **ilgili taraflara kur riskinden korunma olanağı** sağlayabilmektedir. (*hedging*)

DÖVİZ KURU

- Döviz fiyatlarına **döviz kuru** denir.
- Döviz kuru iki milli para birimi arasındaki değişim oranının ifade eder.
- Döviz kuru bir fiyat olmakla beraber herhangi bir malın fiyatından farklıdır. Kurlardaki değişiklik uluslararası ekonomik ilişkilere konu olan mal ve hizmetlerin piyasa fiyatlarını ve sonra da diğer piyasaları etkileyerek ekonomilerde global değişiklikler yaratır.
- Döviz kuru döviz piyasasında oluşur.

DÖVİZ KURU

Dolaylı ve Dolaysız Kotasyon

- Döviz kuru yabancı para biriminin değiştirilebildiği ulusal para miktarı biçiminde tanımlanmışsa

$$1\$ = 1.25 \text{ TL}$$

gibi buna **Dolaysız Kotasyon** (Avrupa Usulü)

- Döviz Kuru bir birim ulusal para ile değiştirilebilen yabancı para miktarı biçiminde tanımlanmış ise

$$1 \text{ TL} = 1/1.25 = 0.80 \$$$

gibi **Dolaylı Kotasyon** (Amerikan Usulü) denir.

- Döviz Kuru yükselirse yabancı paranın değeri ARTAR, ulusal paranın değeri AZALIR.
- Döviz Kuru düşerse yabancı paranın değeri AZALIR, ulusal paranın değeri ARTAR.
- Bankaların döviz alım satımı için kur belirlemeleri “kote etmek” veya “kotasyon” deyimleri ile ifade olunur. Türkçe anlamı “fiyat yazmak” tır

- Bankalar Döviz Kurlarını alış ve satış kurları olarak ayrı ayrı kote ederler.
- Bankalar dövizini düşük fiyattan alır yüksek fiyattan satar. Alış ve satış kurları arasındaki fark bankanın kârını ve işlem giderlerini kapsar buna **Kur Marjı** denir.

Döviz Alış Kuru, Döviz Satış Kuru ve Kur Marjı

- Kur marjını yıllık faiz veya kâr oranı ile karşılaştırabilmek için bunların yüzdelik oranlara dönüştürülmesi gerekir:

$$\text{Kur Marjı (yüzde)} = \frac{\text{Satış Kuru (PS)} - \text{Alış Kuru (PA)}}{\text{Satış Kuru (PS)}} \times 100$$

- Örneğin doların alış kuru 1.40TL ve satış kuru 1.50TL ise kur marjı % 6.6 olur.

$$\text{Kur Marjı (yüzde)} = \frac{1.50 - 1.40}{1.50} \times 100 = \% 6.6$$

- Marj ödemelerinin süresi kısadır. Bunu Yıllık yüzdelerle dönüştürürsek, örneğin alış ve satış arasında 10 gün süre geçiyorsa yıllık kur marjı % 18.5 olur.

$$\text{Kur Marjı (yıllık yüzde)} = \frac{1.50 - 1.40}{1.50} \times \frac{360}{10} \times 100 = \% 18.5$$

Bir bankanın uyguladığı **alış kuru 2,1510** €/TL ve **satış kuru 2,1590** €/TL olsun. Dövizin satın alınması ile müşteriye satılması üzerinden **20 günlük** bir süre geçmiş olsun.

- Buna göre yıllık yüzde kur marjı şu olmaktadır:

- **Kur Marjı (yıllık yüzde) =**

$$(2,1590-2,1510) / 2,1590 \times (360/20) \times 100 = \% 6,669$$

Kur Marjını Etkileyen Faktörler

Alış ve satış kurları arasındaki farklılıkların nedenleri:

- 1- Döviz işlemlerinin miktarı fazla olursa alım satım marjı düşük olur.
- 2- Döviz piyasası istikrarsızsa yani iniş ve çıkışlar varsa marjlar yüksektir.
- 3- O paranın gelecekteki piyasa koşullarına ilişkin istikrarsızlık beklentileri de marjları artırır.

Kur Marjını Etkileyen Faktörler

Efektif Kurlarda Alış Satış Marjının Yüksek Oluş Nedenleri:

- 1- Efektif Dövizler genellikle ufak miktarda alınır satılır. Bu ufak miktarlar için de aynı **idari masraflar** yapılır.
- 2- Efektif dövizler bankalarda nakit olarak bulunur. Değişik yabancı paraları kasasında tutan banka bu alım satım süresi içinde **faiz geliri elde etmez**.
- 3- Nakit dövizlerin **güvenlik problemi** vardır. Ayrıca nakit dövizlerin ilgili ülkeden getirilmesi bir masrafı gerektirir.

Bu nedenlerle “**efektif döviz**” kurları “**döviz**”e göre daha fazla alım satım marjını içerir. .

Dolaysız Kur ve apraz Kur

- İki ulusal para arasında piyasada fiilen uygulanan değişim oranına Düz Kur (Dolaysız Kur) denir.

$$1\text{\$}=1\text{ TL}$$

- Farklı paraların kurlarının \$ gibi ortak bir payda üzerinden hesaplanmasına apraz Kur (Dolaylı Kur) denir.

$$1\text{\$}=2\text{ €}$$

Frankfurt Piyasasında

$$1\text{\$}=1\text{ TL}$$

Tahtakale Piyasasında

$$1\text{ €}=0.5\text{ TL}$$

Dolaylı Kur olur

Çapraz Kur:

İki yabancı para biriminin aralarındaki oranın üçüncü bir para birimi cinsinden yazılmasıdır. Bu şekilde çapraz kur hesaplamaları ile kurların birbirine hızlı bir şekilde çevrilmesi de mümkündür.

Dünyada her döviz kurunu, çapraz kur halinde yazabilmek mümkündür. Bu konuda en çok kullanılan para birimleri üzerinde çapraz kur hesaplamaları daha sık yapılmaktadır.

Dünya ticaret para birimleri rezerv para birimleri olan dolar, euro, japon yeni çapraz kur hesaplamalarında en sık kullanılan para birimleridir.

Çapraz kur özellikle kendi parası dışında ticaret yapan ülkeler için önem arz etmektedir.

Çapraz kur hesabı için öncelikle elinizde üç farklı para biriminin değeri bulunmalıdır. Bunların da birbirlerine oranları bilinmelidir. Örneğin Euro/TL, Dolar/TL ve Euro/Dolar paritelerini ele alalım:

•1 Dolar= 0,87 Euro olsun

•1 Dolar= 5,43 TL olarak ele alalım.

•Euro / TL **çapraz kurunu** bulmamız için şu işlemleri yapmamız lazım.

• $1/0,87=1,149$ ise 1 Euro 1,149 Dolar olduğunu görüyoruz.

•1 Dolar = 5,43 TL ise 1,149 dolar= Kaç TL olur?

• $1,149 \times 5,43 = 6,239$ TL

• $6,239/5,43 = 1,14$ TL

• $5,43/6,239 = 0,87$ TL

Yani bu hesaplamalar sonunda Euro/Dolar paritesinin 1,14 TL Dolar/Euro paritesinin 0,87 TL olduğunu görüyoruz.

Paritenin tanımı ise bir ülkenin para biriminin başka bir ülkenin para birimi karşısındaki değerine denir.

Forex piyasalarında kullanılan önemli pariteler ise USD/EUR, EUR/USD, USD/JPY gibidir. Bu paritelerin önemli olma nedenleri ise ait olduğu ülkenin bölgenin ve dünyanın ekonomik canlılığındaki etkilerinden kaynaklanmaktadır.

Parite, ülke paralarının birbirlerine oranı demek ise **dolar paritesi ise** doların ilgili ülke para birimine oranı anlamına gelir.

USD/TL yani Dolar / Türk Lirası paritesi 5.9 TL ise 1 Dolar ile 5,9 tane Türk Lirası alabilirsiniz demektir.

Dolar dünyada en çok kullanılan para birimi olduğundan *dolar paritelerinin* sayısı da fazladır.

Dolar paritesi dendiğinde ilk önce dolar ile başlayan, paritelere göz atmanız gerekir. Euro/USD Avro-**Dolar paritesidir**. Euro, daha değerli olduğundan 1 Euro ile kaç dolar alabileceğinizi gösterir.

En sık kullanılan **dolar paritesi çeşitleri:**

- USD/EUR
- USD/JPY: Dolar Japon Yeni
- USD/GBP: Dolar Sterlin Paritesi
- USD/BTC : Dolar Bitcoin Paritesi
- USD/TRY

Efektif Döviz Kurları

- Bir ulusal paranın dış değeri (**satınalma gücü**) onunla satın alınabilecek yabancı mal, hizmet veya mali değerlere bağlıdır.
- Bu ise dolaysız kotasyonda döviz kurunun tersine eşittir.
- Bir ulusal paranın dış değerini hesaplamak için efektif döviz kuru hesaplanır: ulusal paranın, ülkenin başlıca ticaret ortaklarının paralarıyla olan kurlarının ağırlıklı ortalamasına eşittir.

Efektif Döviz Kuru, Döviz kurundan farklı anlama gelen bir kur çeşididir.

Efektif döviz kuru, ilgili ülkenin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre, ana ülkenin para biriminin oranıdır.

Reel efektif döviz kuru ise, Nominal efektif döviz kurunun enflasyondan arındırılması ile ulaşılan döviz kurudur.

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

Uluslararası para sistemi (UPS) genel anlamda ülkelerin döviz kuru sistemlerini, uluslararası anlaşmalarla yapılan düzenlemeleri, öngörülen mekanizmaları ve oluşturulan mali kuruluşları ifade eder.

- UPS ülkeler arasında dış ödemelerle ilişkili sorunların çözümlenmesine yönelik kurallar, yöntemler, uygulamalar ve örgütler bütünüdür.
- UPS özellikle, döviz kurlarının nasıl oluştuğunu ve hükûmetlerin döviz kurlarını nasıl etkileyebileceklerini belirler. Ayrıca, farklı ülkelerden alıcı ve satıcılar tarafından kabul gören ödeme araçlarını sağlar. Bu ödeme araçları uluslararası ticaretteki dalgalanmalara uygun olarak yeterli likiditeyi oluşturmalıdır.
- Ek olarak UPS, küresel dengesizliklerin giderilmesini sağlayacak araçları da sağlamalıdır.

- Uluslararası para sisteminde merkezî pozisyonda bulunan unsur, döviz kurlarının oluşturulmasıdır.
- Döviz kuru sistemlerinin amacı uluslararası ticaret ve finansı kolaylaştırmaktır.
- Tarihî perspektiften bakınca üç ana döviz kuru sistemi olduğu görülmektedir: **Sabit, esnek ve yönetimli döviz kuru sistemleri.**
- **Sabit kur sistemi** döviz kurlarının hükûmet tarafından belirlendiği ve belirlenen bu resmî kurların döviz piyasasına müdahale ve para politikası vasıtasıyla muhafaza edildiği sistemdir. Altın standardı, Bretton Woods sistemi ve Avrupa Para Sistemi (EMS) tarih içinde uygulanmış sabit kur sistemleridir.

- **Esnek ya da serbest değişken kur sistemi**, döviz kurlarının hiç bir devlet müdahalesi olmadan, serbestçe arz ve talep tarafından belirlendiği sistemdir. Bu, gerçek hayatta uygulanan bir sistem olmaktan çok teorik bir durumdur.
- Uygulamada ülkeler, genellikle, katı bir sabit kur ile serbestçe değişen kur arasında bir yol tuttururlar. Zaman zaman merkez bankaları piyasaya müdahale etse de; ABD, AB ve Japonya'da sistem serbest kura yakındır.

- Aslında farklı döviz kuru sistemlerinin bir yelpaze oluşturdukları düşünülürse bu yelpazenin bir ucunda serbest değişken veya esnek kur sistemi, diğer ucunda ise sabit kur sistemi yer almaktadır. Ancak bu iki sistemde aşırı uygulamalardır, bunların arasında bir çok **karma model** bulunmaktadır. Uygulamada doğal olarak bu iki aşırı sistemin belirli özelliklerini barındıran karma modellere rastlanılmaktadır.
- Örneğin, **yönetimli döviz kuru sistemi** sabit ve serbest kur sistemlerinin karışımından oluşan melez bir sistemdir. Bu sistemde devlet, zaman zaman doğrudan, döviz alıp satmak suretiyle ya da dolaylı olarak, faiz hadlerini yükseltip alçaltmak suretiyle döviz kuruna müdahale eder.

Peki Kur Rejimi Nedir?

Kur rejimi; bir ülkenin kendi parasını yabancı paralarla değer açısından ne şekilde ilişkilendireceği konusunda izleyeceği yöntemin adıdır.

Her paranın bir iç değeri, bir de dış değeri vardır. Bir paranın iç değerini o paranın ülke içindeki kullanımı ve satın alma gücü belirler. Paranın iç satın alma gücü yurtiçinde satılan mal ve hizmetler karşısında sürekli olarak düşüyorsa para içeride değer kaybediyor demektir ki buna enflasyon denir. Yılbaşında 100 TL'ye aldığınız bir sepet malı yılsonunda 110 TL'ye alıyorsanız para, satın alma gücünü yani iç değerini kaybetmiş demektir.

Bir paranın dış satın alma gücü ise yabancı paralarla olan ilişkisiyle ölçülür. Örneğin 1 USD = 6,0 TL dediğimizde bu eşitlik bize dolar kurunu verir. ABD'de 100 dolara satılan çeşitli mallardan oluşan bir sepeti yılbaşında 377 TL'ye alırken bugün 600 TL'ye alıyorsak o zaman TL, dolara karşı çok ciddi anlamda değer kaybetmiş demektir.

SABİT KUR REJİMİ

Yerli paranın dış değerinin Merkez Bankası tarafından belirli bir kurla yabancı paralara karşı eşitlenmesi rejimidir. Sabit kur, bir kez belirlendiğinde Merkez Bankası tarafından değiştirilinceye kadar aynı kalır.

Sabit kur rejiminin çeşitli uygulanma biçimleri vardır. **Sabitleme rejimi**; yerli parayı yabancı paralara belirli bir kur ile sabitleyip orada tutmak demektir. **Peg rejimi**; yerli parayı belirli bir rezerv paraya ya da birden fazla paranın oluşturduğu bir sepete bağlamaya peg etme deniyor. **Para kurulu rejimi**; bu da asıl olarak peg rejimiyle aynı ilke içinde yürür, yani peg rejimi için yapılan tanımlama bu rejim için de geçerlidir. Para kurulu rejiminin belirgin farkı, yerli paranın basılmasının döviz girişine bağlanmış olmasıdır. Yani yerli para bu rejimde döviz karşılığında basılmış olur.

Sabit kur sistemlerinin ana özelliği döviz kurlarının belirli bir düzeyde sürdürülmesidir.

En eski sabit kur sistemi altın standardıdır. Ancak çağdaş ekonomilerdeki kağıt para sistemlerinde de sabit kur sistemleri uygulanmaktadır.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1970 başlarına kadar dünyada uygulanan ve Bretton Woods Sistemi olarak adlandırılan sistem bir sabit kur sistemi idi. Bugünkü farklı uygulamalar içinde de çoğu ülkeler sabit kur sistemleri uygulamaktadırlar.

A. ALTIN PARA SİSTEMİ

Dünyada altın para standardı 19. yüzyılın ikinci yarısından 1. Dünya Savaşı'nın başlangıcına kadar kesintisiz biçimde uygulanmıştır. Savaşın bitişinden sonra ülkeler yeniden altın standardına dönmüşseler de bu ikinci deneme uzun süreli olmamıştır.

Altın para standardında her ülkenin parasının değeri belirli ağırlıkta saf altın olarak tanımlanır. Bu fiyata altın paritesi adı verilir.

Ulusal paranın değerinin parite düzeyinde sürdürebilmesi için merkez bankası veya darphane gibi görevli bir kurum bu fiyattan dileyen herkese altın satar ve kendisine arz edilen altınları bu fiyattan satın alır. Böylece ülke düzeyinde sabit altın fiyatı uygulaması gerçekleştirilmiş olmaktadır.

Her lke bu Şekilde ulusal parasını altına bağlayınca tüm ulusal paralar otomatik biĀimde sabit kurlarla birbirine bağlanmış olmaktadır.

Ulusal paralar arasındaki değişim oranı bu paraların kapsadığı altın miktarlarının oranına bağlı olarak belirlenir. Örneğin, **bir Osmanlı akĀesi bir gram, bir İngiliz sterlini iki gram saf altına eŐitse olduğu durumda, 1 ingiliz sterlini 2 osmanlı akĀesine eşit olmaktadır.*

Altın standardı sisteminde serbest ticaret söz konusudur ve döviz piyasasına devletin herhangi bir müdahalesi olmamaktadır. Devlet ancak, parasının altın içeriğini muhafaza etmekle yükümlüdür. Devlet bunu, belirlenen fiyattan altın alıp satmakla, yani altın piyasasına müdahale etmek suretiyle yerine getirir.

Altın standardı sisteminin mantığı diğer sabit kur sistemlerinde de mevcuttur. Sabit kur sistemlerinde ödemeler bilançosu otomatik olarak dengeye gelmektedir. Fakat bunun bir maliyeti vardır. Ödemeler bilançosu ayarlamalarına uygun olarak yurtiçi fiyatlar da değişmektedir. Ödemeler bilançosu açığı olduğunda altın çıkışı (altın standardında) ya da döviz çıkışı (sabit kur sisteminde) sebebiyle para arzı azalmakta; buna bağlı olarak da ekonomi resesyona girmektedir. Fiyatlar düşmekte ve işsizlik artmaktadır. Kısacası, dış denge sağlanırken iç denge ortadan kalkmaktadır

- **Altın Para Sisteminin başlıca özellikleri şunlardır:**

- Ulusal paralar arasındaki değişim oranı, ilgili paraların altın değerine göre belirlenmektedir.
- Döviz kurlarındaki değişimler, altının bir ülkeden diğerine gönderilmesi için gerekli masrafların belirlediği altın ithal ve ihraç noktalarıyla sınırlandırılır.
- Bu durumda iktisat politikasının temel amacı olan dış denkleşme, otomatik gelir ve fiyat mekanizması aracılığıyla sağlanmaktadır.
- Altın Para Standardı gereği olarak ülkeler, bir dış dengesizliğin para arzı üzerindeki otomatik etkilerini önleme (*kısırlaştırma*) yoluna gidememektedir.

Altın standardının avantajları:

Altın standardının temel avantajı sağladığı parasal disiplin ve simetrik parasal ayarlamadır. Bütün dünyadaki merkez bankaları altının ülke parası cinsinden fiyatını sabitlemekle yükümlü olduğundan; bir parasal disiplin ortaya çıkmaktadır. Para arzı reel para talebinden fazla artırılamamaktadır. Çünkü artırılması durumunda, altın dahil bütün malların fiyatlarında artış ortaya çıkacaktır.

Simetrik para ayarlaması ise şu anlama gelmektedir: Sistem içinde hiç bir ülke parasının değerini muhafaza etme yükümlülüğünden muaf olma şeklinde bir ayrıcalığa sahip değildir. Ödemeler bilançosu ayarlamalarının maliyetini ya da yükünü (nisbî fiyatlarda değişme, işsizlik ya da resesyon) ülkeler eşit bir şekilde üstlenmektedirler.

Altın standardının dezavantajları:

1. Altın standardının çeşitli dezavantajları da vardır. Bir ülkede para arzı altın miktarına bağlı olduğu için; işsizlikle mücadele etmede para politikasını kullanma konusunda sınırlamalar söz konusudur. Dünya çapında bir resesyon sırasında, bütün ülkeler için para arzını genişletmek arzu edilir bir durum olabilir. Fakat ülkeler, altın standardını muhafaza etmek istiyorlarsa bunu yapamazlar.
2. İkinci bir dezavantaj, altın rezervlerinin kısıtlı olması durumudur. Ekonomi büyüdükçe, artan ekonomik işlemleri kolaylaştırmak üzere daha fazla miktarda paraya ihtiyaç duyulacaktır. Fakat altın arzının sınırlı olması sebebiyle bu mümkün olmayacak ve bu durum ekonomik büyümeyi yavaşlatacaktır.
3. Bu sistemin bir başka dezavantajı da altın üretiminin ve stoklarının asimetrik dağılımıdır. Potansiyel olarak büyük miktarda altın üretimine sahip olan ülkeler, bu sistemde, altınları piyasada satmak suretiyle dünya çapında makroekonomik şartları etkileme kabiliyetine sahip olacaklardır.

Altın standardı sisteminin yıkılışı:

- Birinci Dünya Savaşı'nın başlaması altın standardı sisteminin yıkılışında rol oynayan doğrudan bir faktördü. Savaş sırasında ülkeler, paralarının altına bağlılığına son vererek yüksek askerî harcamalarını para basmak suretiyle finanse etmişlerdir. Ayrıca, savaşın getirdiği yıkım sebebiyle işgücünde ve üretim kapasitesinde düşüş yaşandı; savaş sona erdiğinde bütün ülkelerde fiyatlar genel seviyesi yükselmişti.

- Rezerv para olarak İngiliz sterline duyulan güvenin azalması bir başka sebebi oluşturmaktadır. Rezerv para merkez bankalarının uluslararası rezervlerinde tuttukları paradır ve sabit kur sisteminde her ülkenin merkez bankası, kendi parası ile rezerv para arasındaki kuru sabit tutar. Bunun için, belirlenen kurdan rezerv parayı alıp satar. Altın standardı sisteminde İngiliz sterlini rezerv para idi ve altın kadar iyi olarak kabul ediliyordu. İngiltere'nin ödemeler bilançosu açığı vermesi, diğer ülkeleri İngiltere'nin sterlini altına dönüştürme kabiliyeti konusunda şüpheye düşürdü.

- Birinci Dünya Savaşı'nın ardından (1918-1939) birçok ülke altın standardına geri döndü. Fakat büyük depresyon sebebiyle bunlardan çoğu altın standardı ile ilgili yükümlülüklerine son verdi ve paralarının döviz piyasasında serbestçe dalgalanmasına müsaade etti.

- I. Dünya Savaşı'nın sonunda, bazı ekonomilerde enflasyon çok yükselmişti. Bunlardan en bilineni Almanya'daki hiperenflasyon olup; fiyat endeksi Ocak 1919'da 262 iken Aralık 1923'te 126.160.000.000.000'a yükselmişti. İngiltere'ye olan güvenin sarsılması, birden çok rezerv paranın (sterlin, amerikan doları ve Fransız frankı) mevcut olması ve Almanya'daki hiperenflasyon altın standardına dönüş çabalarının başarısız olmasına yol açtı.

B. BRETTON WOODS SİSTEMİ

1930'larda yaşanan büyük depresyon ve ardından gelen dünya savaşı, uluslararası ticareti, para değişimlerini ve ülkeler arasında borç alışverişini büyük ölçüde azaltmıştı. Ticaret ve yatırımı kolaylaştıracak, savaşta tahrip olmuş ekonomilerin yeniden imarına yardımcı olacak istikrarlı bir sisteme ihtiyaç vardı.

Temmuz 1944'te, ABD'nin Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin temsilcileri bu amaçla toplandılar ve Bretton Woods Antlaşması olarak bilinen antlaşmayı imzaladılar. Bu antlaşmayla, altın standardının temel özelliklerini bünyesinde barındıran, sabit fakat ayarlanabilir bir sistem kuruldu. Dünya ekonomisindeki artan önemine bağlı olarak, bu antlaşmayla ABD, yeni sistemde de merkezî bir yere sahipti ve ABD doları anahtar para rolünü üstleniyordu. İki önemli finansal kurum olan IMF ve Dünya Bankası da bu antlaşmayla kuruldu.

IMF'nin kuruluş amaçları:

- Üye ülkelerin döviz kurlarının dengede tutulması ve birbirleriyle uyumlu olması. Keyfi devalüasyon yok.
- Kambiyo kısıtlamalarından konvertibiliteye geçiş,
- Dış ödemelerde sıkıntısı olan ülkelere parasal kaynak sağlanması
- Dünya ticaretinin dengeli büyümesi için gerekli koşulların oluşturulması ve parasal konularda işbirliği

Bretton Woods anlaşmasıyla ortaya çıkan yeni uluslararası para sisteminin özellikleri şöyledir:

- Anlaşmayı kabul eden her ülkenin parasının değeri dolara göre saptanmıştır. Dolar altın ile dönüştürülebilirliğini koruyan tek ulusal para olarak kalmıştır. Anlaşma ile 1 ons altın = 35 dolar ya da 1 dolar 0,88867 gr. altın olarak belirlenmiştir.
- Ulusal paraların dolar paritesi etrafında dalgalanma marjı, alt ve üst yüzde bir ($\pm\%1$) olarak sınırlandırılmıştır.
- Anlaşma, ancak çok özel ve düzeltilmesi olanaksız parasal dengesizliklerde herhangi bir ülkeye, parasının dolar karşısındaki değerini değiştirme olanağı tanımaktadır. Bu tür düzeltmeler için öngörülmüş olan devalüasyon ve revalüasyon oranları en çok % 10'dur. Ancak söz konusu ekonominin yapısından doğan dengesizlikler nedeni ile yapılacak değişiklik % 10'u aşacaksa , bu takdirde IMF'nin izni gerekmektedir.

Bretton Woods Sisteminde dolar altına bağlı, değeri sabit bir para idi. Diğer taraftan bütün ulusal paraların bağlandığı ortak payda (*numeraire*) olmaktaydı.

Bu özellikleri neticesinde dolar uluslararası ekonomik ve mali alanda aşığıdaki işlevleri üstlenmiş olmaktaydı.

1. Uluslararası Ödeme Aracı

Dolar bir uluslararası ödeme aracı idi; çünkü uluslararası ödemelerde ağırlıklı olarak dolar kullanılıyordu. (*günümüzde bu durum Euro'nun ortaya çıkışı ve ABD nin tek güç özelliğini yitirmesine bağlı olarak değişim içerisindedir*)

2. Uluslararası Değer Standardı

Değeri değişmeyen bir para olduğu için uluslararası borç, alacak, ödeme, bütçe gibi mali değerler dolara bağlanıyor veya bu değerler dolar ile ölçlmekteydi.

3. Rezerv Aracı

Dış ödemelerde yaygın olarak kullanıldığı için dolar, altın ile birlikte ülkelerin dış ödemelerinde kullanmak üzere biriktirdikleri bir dış rezerv parası durumundaydı.

4. Müdahale Aracı

Tüm ülkeler paralarının resmi değerini dolar cinsinden tanımladıkları için bu değer sabit tutulması için piyasaya yaptıkları müdahalelerde (merkez bankasının piyasadan döviz alım ve satımları) dolar kullanılmıştır.

Bütün bu özellikler ise Amerikan dolarına uluslararası ekonomide bir çeşit “**anahtar para**” (*key currency*) statüsü sağlamıştır.

BRETTON WOODS SİSTEMİ UYGULAMASI

Dolar Kıtlığı Dönemi

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra 1950'lerin başına kadar olan süreçte dünyada şiddetli bir **dolar kıtlığı** (*dollar shortage*) meydana gelmiştir. Aynı dönemde, Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya, savaşta yıkılan ekonomilerini onarmak için yoğun bir çaba içinde idiler. Onarım için gerekli araç gereçlerin sağlanabileceği tek kaynak ABD idi. Bu sebeple, bu ülkelerin tüm altın rezervleri Amerika'ya akmaktaydı. Ayrıca ABD de çoğunluğu hibe yoluyla olan Marshall yardımlarıyla söz konusu ülkelerin kalkınmalarına önemli ölçüde destek olmuştur.

Ancak 1950'lerin başlarında ilerisi için çok önemli olan, fakat dikkatleri fazla çekmeyen bir olay ortaya çıkmıştır. ABD'nin ödemeler bilançosu ilk kez açık veriyordu. O dönemde sisteminin işleyişi açısından açıkların yararlı olacağı bile düşünülüyordu. Çünkü dünyada likidiye arzının arttırılması, her şeyden önce, Amerika'nın dış ödeme açıklarına bağlı olmaktaydı.

1945-1958 Dolar kıtlığı Dönemi:

Sorun dünyada uluslararası likidite yetersizliği biçiminde yaşanmıştır. ABD buna önlem alabilmek için, 1940 yılında Marshall Planı olarak bilinen Planı uygulamaya koyarak, rezerv sıkıntısı çeken ülkelere, öncelikli olarak 30 Milyar Dolardan oluşan bir paketle dış yardım programı başlatmıştır. Ancak bu yardım da yeterli olmamış birçok ülkenin ödemeler dengesi açıkları sisteme rağmen büyümeye devam etmiştir. Bu durum karşısında 1949 yılında Avrupa ülkeleri paralarını Dolar karşısında %30 devalüe etmek zorunda kalmışlardır. ABD'de 1950 yılından sonra dış ödemeler dengesi açık vermeye başladı. Bu açıklar 1958 yılından itibaren Avrupa ve Japonya ödemeler dengesi fazlası olarak ortaya çıkmıştır. Bu sebeple, 1958-1971 dönemine Dolar bolluğu dönemi denilmektedir.

Aşırı Dolar Bolluğu (Dolar bolluğu dönemi)

Amerika'nın dış açıkları giderek süreklilik kazanmış ve bu durum Bretton Woods sisteminin yıkılmasındaki temel etken olmuştur. 1958'e gelindiğinde dünyada artık bir dolar kıtlığı değil, aşırı '**dolar bolluğu**' (*dollar glut*) sorunu ortaya çıkmıştır. Yani bu tarihlerde Amerikan doları aşırı-değerlenmiş bir para durumuna gelmiş olmaktaydı. Bu sebeple dolar devalüasyonu gerekiydi. Fakat doların sahip olduğu anahtar para statüsü nedeniyle, onun devalüasyonu engelleniyordu. ABD'nin bunu tek başına yapması da mümkün değildi.

Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya, 1960'ların kalkınmalarını gerçekleştirip önemli birer ekonomik güç halinde ortaya çıkınca, biriktirdikleri doları vakit geçmeden FED (*Federal Reserve Bank*) ta altına çevirmeye başlamışlardır. Amaçları, Savaş sırasındaki altın stoklarında yaşanan erimeyi geri getirmek ve doğal olarak altın rezervlerini büyütme idi. Ayrıca Fransız Devlet Başkanı aynı dönemde dolara adeta savaş ilan etmişti. Bu ülke sisteminin ABD'ye sağladığı ayrıcalıklar nedeniyle sistemi eleştirmekteydi. Altın fiyatlarınının 2 veya 3 kat arttırılarak yeniden altın para standardına dönüşün gerekli olduğunu savunuyorlardı.

Uluslararası mali alanda beklenen kriz ilk kez 1960 yılında “altına hücum” ile başlamıştır. Amerika’nın giderek eriyen altın stokları karşısında spekülâtorler doların er geç altına göre devalüe edileceğini tahmin ederek, altın borsasında yoğun alımlara başlamıştır. Bu aşırı talep karşısında sekiz sanayileşmiş ülke (*ABD, İngiltere, Belçika, Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda, İsviçre*) altın resmi fiyatı 35 dolar seviyesinde tutabilmek için söz konusu tarihte “Londra Altın Fonu” (*Gold Pool*) adı verilen fonu oluşturmuştur. Bu fonla amaçlanan altın fiyatlarının sabit tutulması ve İngiliz bankasına altın satışlarında destek olmaktır. Bu satışların büyük bir bölümünü karşılayan ABD olmuştur.

Buhran Dönemi

Bu dönemde uluslararası para piyasalarındaki buhranlar giderek yoğunluk kazanmaya başlamıştı. Örneğin, İngiliz Sterlini 1964 den beri sarsıntı geçiriyordu. **Sterlin 1967 yılında devalüe edildi.** 1968 başlarında spekülâtorler yeniden altına hücumla başladılar. Bunun üzerine 1968'de altın fonu üyeleri, bundan böyle serbest piyasada altın fiyatlarını destekleme kararı almışlardır. Merkez bankaları arasındaki işlemlerde resmi altın fiyatı uygulaması sürdürülecekti. Böylece Altın Fonu dağılmış ve altın için ikili bir fiyat sistemi benimsenmiş olmaktadır. Birisi serbest piyasada arz ve talebe göre oluşan fiyat, diğeri ise merkez bankaları arasındaki işlemlerde geçerli olan resmi fiyattır. **İkili fiyat uygulaması,** altının parasal fonksiyonunda önemli bir gerilemeye sebep olmuştur. Bu süreçten sonra Fransız Frankı baskı altına girmiştir. Mali fonlar kitleler halinde franktan kaçırılıp, Alman markı gibi sağlam paralara yöneltiliyordu. **1969 yılında frank devalüe edilmiştir.**

Doların Devalüe Edilmesi ve Bretton Woods Sisteminin Yıkılması

1960'ların sonlarında “**sürekli istikrarsızlıklar**” uluslararası mali alanın başlıca özelliği durumuna gelmişti. ABD ise bu şartlar altında Almanya ve Japonya gibi ödemeler bilançosu fazla veren ülkelere paralarını dolara göre revalüe etmelerini istiyor. Fakat onlar ise buna yanaşmıyorlardı. Bunun doğal nedenlerine saymak gerekirse, dış ödeme fazlaları bu ülkelere önemli bir ekonomik ve siyasal güç sağlıyordu. Ayrıca ihracatçı firmalar ve çiftçiler revalüasyona gitmemesi için hükümete baskı yapıyorlardı. Sonuç olarak Amerikan Devlet Başkanı **Nixon**, Batılı ülkeleri ve Japonya'yı revalüasyona zorlamak amacıyla, 1971 de çeşitli önlemler almıştır. Örneğin, **ithalat üzerindeki gümrük vergileri yüzde 10 oranında arttırılmış ve yerli malların satın alımında vergi indirimi sağlanmıştır.**

Bu gelişmeler üzerine Washington'da **Smithsonian Institute**'de toplanan **“Onlar Grubu”**nun üyeleri, doların devalüasyonu konusunda anlaşmaya vardılar ve 1971 deki Smithsonian Kararları ile dolar, diğer paralara göre ortalama yüzde 9 oranında devalüe edildi. **Altının resmi fiyatı 35 dolardan 38 dolara çıkartılmıştır.**

Sonuç olarak doların altın konvertibilitesi sürekli olarak kaldırılmış olmaktaydı. Smithsonian düzenlemeleri, uluslararası para sisteminde çok az değişiklik yapmıştır. Ulusal paralar, daha yüksek kurlardan yine dolara bağlanmış ancak dalgalanma marjları genişletilmekle, sisteme biraz esneklik kazandırılmış oluyordu.

- Doların devalüasyonuna karşın, ABD'nin dış ödeme açıklarındaki artışlar sürmekteydi. Bu büyük açıklar, uluslararası ticari ve mali çevrelerde Smithsonian düzenlemelerinin başarısız olduğu ve yeni bir devalüasyonun gerekli olduğu düşüncesini ortaya çıkarmıştı.

- 1973 yılında dolar bir kez daha spekülâtif baskı altına girmiş ve Batılı sanayileşmiş ülkeler doların yeniden devalüasyonuna karar vermişlerdir. Böylece, ikinci kez, ortalama yüzde 5 oranında dolar devalüasyonu gerçekleştirilmiştir.

- Altının resmi fiyatıda 38 dolardan 42,3 dolara yükseltilmiştir. Fakat yapılan kur ayarlamalarına ve alınan tüm önlemlere karşın uluslararası mali piyasalarda istikrar bir türlü sağlanamıyordu.

Bu karışıklık ortamında Japonya, Kanada ve İskandinav ülkeleri paralarını dalgalanmaya bıraktılar. AET (Avrupa Ekonomik Topluluğu-Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, İngiltere, Yunanistan, Portekiz, İspanya, Finlandiya, İsveç ve Avusturya) ülkeleri de 16 Mart tarihinde ulusal paralarını dolar karşısında dalgalanmaya bıraktıklarını ilan ettiler. Bu sabit kurlu Bretton Woods sisteminin yıkılması anlamına geliyordu.

Bretton Woods Sistemi Neden Yıkıldı?

1944 yılında ortaya çıkarılan ve sabit kurlara dayanan **Bretton Woods Sistemi**, **1973 yılında gelişmiş ülke paralarının dalgalanmaya bırakılmasıyla yıkılmıştır.**

Ancak sistem 1960'ların ortalarına kadar herhangi bir aksaklık yaşamadan işleyişini sürdürmüştür. Almanya ve Japonya gibi ülkeler de bu sistemde o meşhur kalkınmalarını gerçekleştirmişlerdir.

Önemli nokta bu sistemin **neden 1970 lerde yıkıldığı**nın irdelenmesidir. **Bretton Woods sisteminin temel aksaklıkları beş temel grupta toplanabilir.**

1. Dış Denkleşme Sorunu

Bretton Woods Sistemi, altın standardı veya dalgalı kur sistemlerinde olduğu gibi otomatik bir denkleşme mekanizmasına da dayanmıyordu. Denkleşme sorunu, hükümetlerin alacağı kararlara bırakılmıştı.

Başlıca kur ayarlamaları, **açık veren ülkenin devalüasyon, fazla veren ülkenin de revalüasyon yapması** şeklinde olmaktaydı. Fakat sistem sabit kur modeli olduğu için, çok sık kur ayarlaması da yapılamazdı. Devalüasyona en son çare olarak başvurulacak, öncesinde para ve maliye politikası gibi yurtiçi önlemler denenmesi öngörülüyordu.

- Bretton Woods Sistemi'nin sabit kur özelliği, uygulamada döviz kurlarına adeta bir dokunulmazlık kazandırmıştı. Kamuoyu, devalüasyonu hükümetlerin uyguladığı ekonomik ve mali politikaların bir göstergesi olarak değerlendirdiyordu. Bu nedenle, hükümetler de bu aracı olabildiğince kullanmaktan kaçınıyorlar ve bir takım yapay önlemler de dış açıkları baskı altına alma yoluna gitmişlerdir.

- Devalüasyon etkin bir biçimde kullanılamayınca geriye, daraltıcı para ve maliye politikası ile dış ticaret ve kambiyo kısıtlamaları gibi önlemler kalmaktaydı. Dış ticaret ve kambiyo denetimleri, serbest ticaret mantığına ters düşüyordu. Para ve maliye politikası ile toplam harcamaları değiştirerek dış denkleşmeyi sağlamak da kendine özgü zorlukları mevcuttu.

Örneğin; dış ticaret kesiminin ulusal ekonomi içindeki payı göreceli olarak küçük olan ülkelerde, bir dış açığı kapamak için toplam harcamaların çok büyük ölçülerde kısılması gereklidir ki, bu da ülkedeki işsizlik sorununu inanılmaz boyutlarda arttıracaktır. Kısaca, istikrar yönünde ekonominin içinde bulunduğu durum, dış dengeyi sağlamak amacıyla toplam harcamaların kısılmasına olanak vermediği durumlar söz konusu olabilmektedir.

Tüm bunlardan ayrı olarak, Bretton Woods Sistemi uluslararası denkleşme yükünü, açık veren ülkelerin sırtına yüklemektedir. Buna karşılık dış fazla veren ülkeler açısından dış rezerv biriktirmenin bir üst sınırı yoktur. Dolayısıyla dış fazla veren ülkeyi denkleşmeye zorlayan böyle bir mekanizma bulunmamaktadır. Bu da denkleşmenin yükü açısından açık veren ülkelerle dış fazlaya sahip ülkeler arasında **eşitsizlik** bulunması demektir.

Kısaca, DIŞ DENGESORUNU

IMF sistemi otomatik denkleştirme mekanizmasına dayanmamaktadır. Etkin dış denge mekanizmasından yoksundur. Sabit kurun esasından dolayı otomatik bir denkleşme oluŐmamaktadır.

2. Likidite Sorunu

Sabit kur rejimlerinde dış açıkları finanse etmek için uluslararası rezervlere gerek duyulmaktadır. Çünkü açık veren ülkede döviz talebinin döviz arzını aşması karşısında kur yükselme eğilimi gösterecek, bunu önlemek için de merkez bankasının piyasaya müdahale edip döviz satması gerekecektir.

Bütün ülkelerin buldukları dış rezervlerin toplamına uluslararası likidite adı verilmektedir. Bretton Woods Sistemi'nin temel rezerv araçları, altın ve Amerikan Doları idi. Ancak, altın, üretiminin yetersizliği ve sanayideki yaygın kullanım alanları nedeniyle, giderek büyüyen uluslararası likidite ihtiyacına cevap verecek durumda değildi. O bakımdan likidite ihtiyacı, zorunlu olarak, Amerikan Doları ile karşılanmıştır. Bu da sistemin en arızalı yönlerinden birini oluşturmaktaydı. Çünkü uluslararası likiditenin elde edilmesi, bir ülkenin dış ödeme açığı vermesi gibi istikrarsız ve uluslararası denetimden uzak bir kaynağa bağlanmış olmaktadır. Diğer yandan, Amerika'nın dış ödeme açıkları likidite artışı sağlarken, ayrıca dolara olan güveni sarsmıştır. Sonuç olarak, dünya çapında istikrarsızlıklar ortaya çıkmıştır.

3. Güvensizlik Sorunu

Bretton Woods Sistemi, uygulamaların sürdürülebilir olup olmayacağı konusunda güvensizlik doğurmaktaydı. Bu yüzden, **spekülasyonu adeta körükleyen bir sistemdi**. Spekülasyon hem döviz piyasalarında hem de altın piyasalarında kendini göstermekteydi.

Sistemin temelinin altına dayalı olması, ABD'nin sınırsız dış açıkları vermesi nedeniyle bir gün gelip ABD'nin yabancı merkez bankalarına tanıdığı dolar altın konvertibilitesini sürdüremeyeceği beklentisi ortaya çıkmıştır. Bu durum resmi altın fiyatlarındaki olası bir yükselişten yararlanmak üzere altın spekülasyoncularını yoğun bir satın alma faaliyetine yöneltmişti.

Aynı şekilde sistemin özünü oluşturan sabit parite modeli, döviz spekülasyonları için uygun bir ortam yaratıyordu. Artan dış açıklar karşısında ülkenin hala eski sürdürmeye çalışmasının er geç başarısız olacağı biliniyor, böyle olunca da yoğun spekülatif kaçışlar ortaya çıkabiliyordu. Bu da olası bir devalüasyon kaçınılmaz ve daha derin hale getiriyordu.

Özetle, sistemin temelinde yatan sabit kur uygulaması, doğurduğu güvensizlik nedeniyle adeta spekülasyonu teşvik eden bir mekanizma özelliği taşıyordu.

4. Emisyon Kazançları Sorunu

Altın ve gümüş gibi, para olarak kullanılan madenlerin üretimi için, diğer mallarda olduğu gibi, değişen ölçülerde reel üretim faktörlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Yani, madeni paraların bir **“reel üretim maliyeti”**, bir de **“paralık değeri”** (*üzerinde yazılı olan değer*) bulunmaktadır. Altın standardının uygulandığı dönemlerde altın madenin üretim maliyetinden yüksek olan paralık değeri farkı, bu paraları çıkartan ülkelerin kral ve hükümdarlarına gidiyordu. (*bu yüzden buna **seignorage hakkı** denilmektedir*)

Günümüzde kağıt para standardı geçerlidir, kağıt paraların üretim maliyeti yok denecek kadar azdır. Dolayısıyla, merkez bankalarının para basması, net olarak basılan paranın değerine yakın miktarda mal ve hizmeti temsil etmektedir. Seignorage hakkı bugünkü toplumlar için de söz konusudur. Yalnız bu haktan hükümdar veya herhangi bir kurum değil, bütün toplum yararlanmaktadır. Kağıt para rejiminde seignorage yerine emisyon kazançları terimini kullanmak daha doğru olmaktadır.

Bretton Woods sisteminde seignorage veya emisyon kazançları sorunu, ABD'nin rezerv para ülkesi olarak elde ettiği ayrıcalıklarla ilgili olmaktadır. Kısaca, dolar basmanın sifıra yakın maliyeti ile bu dolarları kullanarak elde edilen yabancı mal ve hizmetlerin değeri arasındaki fark, bir anlamda ABD'nin seignorage kazancı oluyordu.

ABD'nin bu karşılık sorumluluğu ise, önceleri yabancı merkez bankaları tarafından kendisine sunulan dolarları altına çevirmekten ibaretti. 1960 lardan sonra bu yükümlülükte fiilen sona ermiştir. Bugünde devam eden sorumluluğu ise yabancıların elinde bulunan dolarlar ABD'nin bu ülkelere karşı borçlarını temsil etmesidir. Bu durum ABD için bir tür faizsiz kredi açılması gibi özellik taşımaktadır.

Kısaca, Emisyon kazancı; bir paranın tedavül değeriyle üretim ve reel maliyeti arasındaki farktır. Emisyon kazancına senyoraj hakkı da denilmektedir. IMF sisteminde ABD emisyonundan önemli kazanç elde etmektedir. ABD dışındakilerin ise likidite sağlamaları için mal, hizmet ihracı gerçekleştirmesi gerekmektedir. Fakat; dünyanın Merkez Bankası olan ABD için bu zorunluluk geçerli değildir.

5. Az Gelişmiş Ülkelerin Kalkınma Sorunları

Bretton Woods Sistemi, az gelişmiş ülkelerin kalkınma gereksinimlerini karşılayamamıştır. Sistemin temel felsefesi olan serbest ticaret ve sınırsız konvertibilite, o dönemlerde çoğu gelişmekte olan ülkenin ekonomik gerçeklerine ters düşmekteydi. Yani sistemin az gelişmiş ülkelere yeterli ölçüde reel kaynak transferi sağladığı söylenemez.

Sistemin temelindeki serbest ticaret ve sınırsız konvertibilite bu ülkelerin ekonomilerine ters düşmüştür. IMF sistemi az gelişmiş ülkelere yeteri kadar kaynak sağlayamamıştır.

C. AVRUPA PARA SİSTEMİ (EMS)

Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra paralarını dolar karşısında dalgalanmaya bırakan AB ülkeleri, kendi paraları arasındaki dalgalanma marjını daraltmaya başladılar. Bu çabalar 1 Ocak 1999'da avronun doğmasıyla sonuçlandı. Başlangıçta bu ülkeler, dolar karşısında resmî olmayan bir ortak dalgalanma sistemine katıldılar. "Yılan" olarak adlandırılan bu sistemde, Avrupa ülkelerinin paraları dolar karşısında ortak bir şekilde dalgalanıyordu. 1979 yılına gelindiğinde; sekiz Avrupa ülkesi, resmî bir karşılıklı sabitlenmiş kur sistemi oluşturdu. Buna Avrupa Para Sistemi (EMS) adı verildi. Daha sonra, 1999 yılında avro tedavüle sürüldü. İlk tedavüle çıktığında avronun değeri 1,18 dolar idi. Daha sonra değeri azalarak 25 Ekim 2000'de en düşük seviyeye indi (0,827 dolar). Bundan sonra yükselerek bugünkü değerine ulaştı.

Mal, sermaye ve emek hareketlerinin serbest hale gelmesi ve bir gümrük birliği oluşması ye ülkeler arasında karşılıklı olarak ekonomik bağımlılığı artırmıştır.

lke ekonomilerinin gelişmesi ve dış ticaretin sürdürülmesi ise, ye ülkeler paralarının döviz kurlarında ani değişmeler olmaması ve ulusal paraların konvertibl olmasını gerektirmektedir.

Bu da para birliği gerektirir. Ancak ülkelerin paraları ulusal bağımsızlıklarının bir parçası gibi kabul edildiğinden, ortak bir para birimine geçmek, ulusal bağımsızlıktan feragat etmek anlamına gelecektir.

Avrupa Para Sistemi (EMS): 13 Mart 1979'da İngiltere dışında bütün Avrupa Topluluğu ülkelerinin katılımıyla Avrupa Para Sistemi (EMS) kuruldu ve parasal birliğin adımı atılmış oldu. Avrupa Para Sistemi ekonomik ve parasal birliğin kurulması için kurulmuştur. AB içinde serbest mal, hizmet, emek ve sermayenin dolaşımı ile birlikte tek para biriminin kabulü anlamına gelmektedir.

APS 'nin temel hedefi ülke içinde ve dışında daha fazla istikrar sağlamaya yönelik politikalar oluşturarak Avrupa'da bir parasal istikrar alanı meydana getirmektir.

Avrupa Para Sisteminin Amaçları

- 1- Ortak bir para birimi,
- 2- Kambiyo kurlarındaki dalgalanmaları düzenleyen kurallar,
- 3- Üyelere kaynak tahsisini öngören bir fon oluşturulmak istenmesidir.

ESNEK DÖVİZ KURU REJİMLERİ

Dalgalı (Esnek-Serbest-Değişken) Kur: Yerli paranın yabancı paralarla ilişkisinin piyasalarda (arz ve talep kurallarına göre) belirlendiği kur rejiminin adıdır. Bu rejimde yerli paranın yabancı paralarla olan ilişkisi gün içinde sürekli olarak yeniden belirlenir. Dalgalı kur rejiminin farklı uygulanma biçimleri vardır. **Tam dalgalı kur rejimi;** dalgalı kur rejiminde Merkez Bankası ya da başka bir kurum paranın dış değerine müdahale etmiyorsa bu rejime tam dalgalı kur rejimi denir. **Müdahaleli dalgalı kur rejimi;** dalgalı kur rejiminde Merkez Bankası kurdaki değişimlere döviz alım satımı yaparak ya da başka yollarla müdahale ediyorsa bu rejime müdahaleli dalgalı kur rejimi denir. **Bant içinde dalgalanma rejimi;** döviz kurunun belirli bir bant aralığında dalgalanmasına bu bandın altına veya üstüne geçmesi halinde Merkez Bankası'nın müdahale etmesi biçiminde uygulanan rejime verilen addır.

SERBEST DEĞİŞKEN KUR SİSTEMİ LEHİNDEKİ GÖRÜŞLER

A) Ulusal Paranın Gerçek Değerini Yansıtması

Döviz piyasasına hükümetlerin karışmadığı bir sistemde, döviz kurları **arz ve talep dengesine bağlı olarak** oluşacak ve dolayısıyla **para gerçek değerini bulmuş olacaktır**. Ancak, döviz kurlarının resmi makamlarca belirlendiği sistemlerde ise daima kurların gerçekçi olmaması olasılığından söz etmek mümkündür.

Kurlar başlangıçta denge düzeyinde belirlenmiş olsa bile, belli bir zaman geçtikten sonra arz ve talep koşulları değiştiğinde sabit resmi kurlar gerçek değerleri yansıtmayacaktır. Özellikle enflasyon oranı yüksek olan ekonomilerde **sabit kur sistemi uygulamalarının doğal sonucu**, ulusal parada aşırı değerlenmenin ortaya çıkmasıdır.

B) Dış Ödemeler Bilançosunun Dengesinin Sağlanması

Serbest değişken kur sisteminin en önemli özelliği, bu sistemde **dış açık** ve **dış ödeme fazlalarının** kendiliğinden serbest değişmelerle dengeye gelebilmesidir. Oysa sabit kur sistemlerinde dış denge **hükümet kararlarını ve yoğun bürokratik faaliyetleri** gerektirecektir.

C) İç Ekonomik Politika Uygulamalarında Bağımsızlık

Serbest dalgalı kur sisteminde hükümetler, sabit kur sistemindeki gibi i ekonomi politikaları belirlerken dış dengeyi bozacağı endişesi taşımazlar. Yani, **iç denge amacına yönelik politika uygulamalarında bağımsız hareket etme olanağı** elde edilmiş olacaktır.

Böylece, dış denge amacına yönelik harcama genişletici ve harcama daraltıcı politikaların uygulanması ihtiyacı doğmayacaktır. Dış denge, kur değişmelerinin serbest olarak değişmesine bağlı olarak kendiliğinden sağlanacağı için, hükümetler **demeler bilançosundan bağımsız olarak**, ülkenin iç meseleleri olan işsizliğin önlenmesi veya enflasyonla mücadele gibi konularla ilgilenebilir.

D) Dış Rezervlere İhtiyacı Azaltması

Sabit kur sisteminin gereği olarak merkez bankaları yüksek miktarlarda döviz rezervlerine sahip olmak zorundadırlar. Ancak, değişken kur sisteminin özelliği bu **dış rezervlere olan ihtiyacı en aza indirmektir**. Sonuç olarak, ülkeler kıt kaynaklarını dış rezervlere bağlamak gibi bir zorunluluktan kurtulmuş olmaktadır.

Bu sistemde sabit resmi bir kur olmadığı için, **merkez bankası döviz piyasasına müdahale yapma gereksinimi duymayacaktır**. Olabilecek rezerv ihtiyacı yalnızca döviz arz ve talebi arasında görülebilecek geçici dengesizliklere bağlı ortaya çıkabilecektir.

E) Ekonomiyi Dış Şoklardan Koruma

Sabit kur sistemi, ulusal ekonomiyi dışarıdan kaynaklanan **enflasyon ve deflasyon** gibi ekonomik istikrarsızlık etkilerine karşı korumasız bırakmaktadır. Ekonomik istikrarsızlıkların ülkeler arasında hızlı bir şekilde yayılması sabit kur sistemlerinde daha güçlü olmaktadır. Özetle, değişken kur sistemi, yabancı enflasyon ve duruma bağlı dalgalanmalara karşı **daha yüksek bir koruyucu etki** sağlamaktadır.

F) Sadelik

Değişken kur sistemi uygulama anlamında **basit ve kolay bir yöntem**dir. Döviz kurlarını belirlemek ve kurları bu doğrultuda devam ettirmek için sabit kur sisteminde mevcut olan bürokratik kararlara gerek duyulmaz.

Dalgalı döviz kurlarında hükümet döviz işlemlerini piyasanın işleyişine bırakmıştır. Bu piyasaya karışılmaması anlamına gelmektedir. Sonuç olarak bu sistemde kur sistemini yürütmek için sabit kur sisteminde gerekli olan birçok kurum ve kuruluşa ihtiyaç duyulmamaktadır. Bu devletin **kaynaklarının daha tasarruflu kullanılması** manasına gelmektedir. Bu nedenle değişken kur sisteminin, en az kaynak maliyeti ile uygulanabilecek, etkin bir sistem olduğu söylenmektedir.

G) Ani ve Büyük Kur Değişikliklerinden Korunma

Döviz kurlarının arz ve talep güçlerine bağlı olarak kendiliğinden belirlenmesi, kurların piyasadaki gelişmelere göre sürekli değişmesi anlamına gelecektir. Kurların bu şekilde değişebildiği durumda, büyük değişiklikler doğal olarak **daha ufak miktarlarda ve uzun sürelerde gerçekleşmektedir**. Sabit kur sisteminde bunun aksine, uzun süre zorla elde tutulmaya çalışan kur tutulamayacak duruma geldiği zaman, döviz kurlarında çok büyük değişmelerin olması muhtemeldir.

Ekonomi açısından değişikliklerin böyle alıştıra alıştıra gelmesi, ani ve büyük değişikliklere nazaran **daha çabuk ve kolay uyum sağlamayı** getirmektedir.

H) Karşılaştırmalı Üstünlük Modeline Uygun Ticaret

Değişken kur sistemi, döviz kurlarının uzun dönemde denge düzeylerine yönelmesine ortam hazırlayarak, Karşılaştırmalı Üstünlük modeline uygun bir uluslararası uzmanlaşmanın oluşmasına yardımcı olmaktadır.

Bir ülkenin ulusal parası resmi kurdan aşırı değerlenirse, o ülkeye ait kaynaklar dünya piyasalarında **yapay olarak pahalılaşacaktır** ve böylece dışarıya satacağı mal ve hizmetlerin hacmi daralırken, ithalatı da genişlemiş olacaktır. Özetle, döviz kurlarının uzun dönem denge değerlerini almasına izin verilmesi, **dünya ticaret hacminin ve kaynak dağılımını optimuma ulaşması** konusunda yardımcı olacaktır.

SERBEST DEĞİŞKEN KUR SİSTEMİNE KARŞI GÖRÜŞLER

- 1) Ticaret Ve Yatırımları Caydırıcı Etki
- 2) Esnekliklerin Düşüklüğü
- 3) İstikrar Bozucu Spekülasyon
- 4) Yurtiçi Enflasyon
- 5) Ödemeler Bilançosu Disiplinin Bozulması
- 6) Kısa Dönem Kur Değişmelerinde Hedefi Aşma

1. Ticaret ve Yatırımları Caydırıcı Etki

Dalgalı kur sistemi, kurların gelecekteki değişmeleri konusunda **belirsizliğe yol açtığı için** uluslararası ekonomik işlemlerde riskleri arttırmaktadır. Bunun anlamı dış ticaret ve uluslararası sermaye hareketlerinin bir bakıma kısıtlanması demektir. Eğer işadamları yapacakları dış alım veya satım işlemlerinin bedelini, önceden sağlıklı biçimde tahmin edemezlerse, bu durum onların **dış ticaret işlemlerini caydırıcı** bir etkiye sebep olacaktır.

Kur değişmelerinin ticari ve mali faaliyetlerde doğuracağı bu risk, vadeli döviz işlemleri ile giderilebilmektedir (*hedging*). Ancak bu işlemlerin bir maliyete yol açtığı da unutulmamalıdır. Ayrıca, çoğu ülkede vadeli döviz piyasaları henüz kurulmamış veya kurulmuş olanlarda da etkinlik çok düşük seviyelerde gerçekleşmektedir.

2. Esnekliklerin Düşüklüğü

Döviz piyasalarında istikrar, **Marshall-Lerner Koşulu**'na bağlıdır. Değişken kur sisteminden yana olanlar, döviz arz ve talep esnekliklerinin yüksek olduğunu söylemektedir, yani arz ve talebin kurlardaki değişmeye hemen tepki vereceğini varsaymaktadırlar. Bu şartlar altında kurdaki ufak bir değişme, arz ve talep dengesini sağlamaya yeterli olabilecektir. Bu nedenle, değişken kur sistemlerinde kurlardaki değişimin istikrarlı olacağı söylenmektedir. Ancak döviz arz ve talep esnekliklerinin düşük olduğu varsayımında, bu kez dış ticaret akımlarında belirli bir değişme sağlayabilmek için döviz kurlarının önemli ölçüde değişmesi gerekli olacaktır. Bu sebeple, değişken kur sistemin karşı olanlar, **esnekliklerin değerinin düşük olduğunu varsayarak, döviz piyasasının istikrarsız olacağını savunmuşlardır.**

Diğer taraftan ekonometrik tekniklerin gelişmesiyle yapılan uygulamalı çalışmalar döviz arz ve talep esnekliklerinin yeterince büyük olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda bu eleştirinin pek destek bulduğunu söylemek doğru olmaz.

Marshall – Lerner Koşulu : Devalüasyonun dış açık üzerindeki etkisini inceler. Marshall-Lerner'e göre ihraç malının yurt dışı esnekliği ile ithal malının yurt içi esnekliği toplam birden büyük olursa ($ex+em>1$) devalüasyon amacına ulaşabilir.

Bir ekonomide, devalüasyonun dış ticaret dengesini iyileştirici bir sonuç doğurması, Marshall-Lerner koşuluna bağlıdır. Arz esnekliklerinin sonsuz olması varsayımı altında, Marshall-Lerner koşulu ithal mallarının yurtiçi talep esnekliği (em) ile ihraç malları dış talep esnekliği (ex) toplamının 1'e eşit veya 1'den büyük olması şeklinde ifade edilir: $em+ex \geq 1$ 'dir. Söz konusu ifadenin geçerliliği ve anlamlılığı açısından, söz konusu esneklikler toplamının anlamlı ölçüde 1'den büyük olması gereklidir.

3. Maliyet Enflasyonu Yaratma

Değişken kur sistemine karşı olanlar, bu sistemin iç maliyetler üzerinde “**tek yönlü**” etkiler doğurarak yurtiçi enflasyonu körükleyeceğini belirtirler.

Örnek vermek gerekirse, ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda, dışarıdan ithal edilen temel gıda maddelerinin fiyatları yükselecektir. Bu işçileri reel gelirleri korumak maksadıyla ücret artışı talebinde bulunmaya itecektir. Diğer taraftan, paranın değer kaybı ile birlikte sanayide kullanılan yabancı hammadde ve yarı mamul fiyatları da aynı şekilde yükselecektir. Böylece bir yandan ücretlerin artışı, diğer yandan ithal mal girdileri fiyatlarındaki bu artışlar yurtiçi üretim maliyetlerini yükseltecektir.

Sonuç olarak, tüm bunlara bağlı olarak **ekonomi enflasyonist bir ortama sürüklenecektir.**

Önemli bir nokta, ulusal paranın değer kazandığı durumda bu mekanizmanın tersine işlemediği gerçeğidir. Özetle, ücretlerde ve ithal malı girdilerin yurtiçi fiyatları buna bağlı olarak düşüş göstermeyecektir. Ulusal paranın değer kaybetmesinin veya değer kazanmasının net etkisi sadece üretim maliyetlerinin artması yönünde ortaya çıkmaktadır. Bu da maliyet enflasyonunun önemli bir nedenini oluşturmaktadır.

Karşı görüşü savunanlar ise, kurlara bağlı fiyat artışlarının dış ticaret kesiminin ulusal ekonomideki payına ve sanayinin gelişme düzeyine bağlı olduğunu belirtmektedirler. **GSYİH** (*Gayri Safi Yurtiçi Hasıla*) içinde dış ticaret kesiminin payı göreceli olarak düşük ve yabancı girdilerin fiyatlarındaki artışın yerli üretimi özendirceği durumlarda, iç fiyat artışı beklendiği gibi çok yüksek olmayacağı düşünülmektedir.

Ayrıca, kur değişmelerinin tek-yönlü fiyat artışı sonucunu doğurması ancak merkez bankasının iç para arzını genişleterek buna bir anlamda onay vermesiyle gerçekleşeceği açıktır. Bu görüşte olanlar **tek yönlü fiyat etkisinin sabit kur sistemlerinde de söz konusu olabileceğini** söylemektedirler. Çünkü, döviz kurunun sabit tutulması, kurlarda bir değişme yerine döviz rezervlerinin bundan etkilenmesi sonucunu doğuracaktır. Sabit kur sistemlerinde dış ödeme fazlası oluşmuşsa bu fazlalık ulusal para arzını arttıracak ve ekonomide genişletici bir etki yapacaktır. Eğer hükümet yetkilileri ekonominin genişlemesine karşı koymazlarsa, ortaya çıkacak etki; iç fiyatların artışı şeklinde olacaktır.

4. Enflasyon Üzerindeki Denetimi Gevşetmesi

Bu görüşe göre, sabit kur sistemi yurtiçi fiyat artışlarını engelleyici bir sistemdir. Değişken kur sisteminin ise böyle bir sınırlayıcı etkisi yoktur. Diğer bir ifade ile, sabit kur sisteminde genişletici yönde uygulanan para ve maliye politikaları enflasyonu hızlandırarak ülkenin ödemeler bilançosu açıkları vermesine neden olur. Bu da ülkenin dış rezervlerinin erimesine yol açar. Ama dış açıklar sınırsız bir şekilde sürdürülemeyeceğine göre, ülke aşırı enflasyonu önlemek ve fiyat istikrarı sağlamak zorunda kalır.

Oysa serbest değişken kur sisteminde dış açıklar, kur değişimleri ile hiç değilse teoride otomatik biçimde ve ani olarak giderileceğinden, esnek kur sisteminde böyle bir zorlayıcı etki yoktur. Hükümet yetkilileri dış dengeyi bozma endişesi taşımadıkları için aşırı dozda bir para ve maliye politikası izlemekten çekinmeyebilirler.

5. İstikrar Bozucu Spekülyasyon

Serbest değişken kur sistemine karşı olanlar, bu sistemin istikrar bozucu spekülyasyona yol açabileceğini ve kur dalgalanmalarının şiddetleneceğini iddia etmektedirler. Ulusal paranın değerindeki bir düşmeyi, **spekülatörler bunu ilerde daha büyük düşüşler olacağı şeklinde yorumlayarak, elindeki ulusal parayı satıp, daha sağlam paralara geçiş yapma yoluna gidebilirler.** Bu durumda, ulusal para daha büyük değer kayıplarına uğramış olacaktır. Gerçekçi olmak gerekirse, döviz piyasalarının istikrarında spekülyasyonun etkisinin büyük olduğunu söylememiz gereklidir. Ancak, spekülyasyonla kur değişmeleri arasındaki ilişkiler araştırılırken, önce değişken kur sisteminin spekülyasyona sebep olup olmadığı, eğer spekülyasyona neden oluyorsa bunun niteliğinin ne olduğu iyice araştırılmalıdır.

Bu bağlamda, dalgalı kur sisteminin yanında ve karşısında olanlar, bu sistemde **spekülasyonun niteliği** konusunda ayrışmaktadırlar. Karşı olanlara göre spekülasyon istikrar bozucu olarak kabul edilirken, diğerleri tarafından ise spekülasyon istikrar sağlayıcı olarak düşünülmektedir.

Serbest döviz kuru sistemini savunanlara göre, spekülatörler uzun vadeli hesaplar yaparak, bir para ucuz olduğunda o parayı satın almayı seçecektir. Doğal olarak kâr etmeleri de ancak bu şekilde mümkün olmaktadır. Bu görüşte olanlara göre istikrar bozucu spekülasyon yapanlar yanlış hesap yapanlar ve sonuçta zarara uğrayacak kesimler olarak kabul edilmektedir.

Bazı iktisatçılarda spekülasyon konusunda **sabit döviz kuru sisteminin daha kötü olduğunu** ifade ederler. Bu iktisatçıların söyledikleri; kısaca, sabit kur sisteminde devalüasyon veya revalüasyon beklentisi olduğunda bu durum spekülasyoncular tarafından büyük spekülasyon akımlarına dönüşeceği ve söz konusu etkilerin **daha yıkıcı bir hal alması** olasılığıdır. Nitekim, bu yazarlar sabit kur sistemlerinde spekülasyon faaliyetlerinin ciddi boyutlara ulaşmasını önleyecek bir mekanizma bulunmadığını da söylemektedirler.

6. Kısa Dönem Kur Değişmelerinde “Hedefi Aşma”

Kısa dönemde döviz kurlarının uzun dönem denge değerlerinin etrafında iniş çıkışlar göstermesine “**hedef aşma**” (*over-shooting*) olayı denilmektedir. Değişken kur sistemine karşı olanlar, denetimsiz bir dalgalanmanın kaynakları gereksiz yere dış ticaret kesimleri ve yurtiçi kesimler arasında ileri geri kaydırarak bir kaynak israfı doğurabileceğini öne sürerler. Bu düşünceye göre devletin müdahalesi bu noktada gereklidir. Ancak bu müdahale **kısa dönemli dalgalanmaları önlemeye yönelik** olması beklenmektedir.

Serbest Dalgalanan Kur Sistemini Düzenleyici Yaklaşımlar

Akademik çevrelere ne kadar çekici görünürse görünsün, **tam bir serbest değişken kur uygulamacılar tarafından benimsenmemektedir.** Gerçek uygulamalara bakıldığında sınırsız bir dalgalanmayı bazı olağan dışı durumlar hariç neredeyse hiçbir ülkede görmemekteyiz. Bu yüzden serbest değişken döviz kuru sistemlerine uygulanabilir bir nitelik kazandırabilmek amacıyla çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu yeni tasarlanan modellerin bir kısmında dalgalı kur sistemine değişik ölçülerde müdahale edilerek daha istikrarlı bir model oluşturulmaya çalışılmıştır.

1. Yönetimli Dalgalanma (Müdahaleli dalgalı kur rejimi)

Günümüzde birçok sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkede kur uygulamaları “**yönetimli dalgalanma**” (*managed float*) modeline dayanmaktadır. Bu sistemde kurlar serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Ancak, bu dalgalanma merkez bankasının denetimi altında yürütülen bir serbest değişken kur yaklaşımıdır. Yani, kurlar arz ve talebe göre değişebilmektedir, fakat aşırı kabul edilen değişimler söz konusu olduğunda merkez bankası piyasaya müdahale etmektedir.

Merkez bankasının bu müdahaleleri kurlarda **arzulan istikrarın ölçüsüne bağlı** olarak belirlenir. **Piyasa mekanizmasına daha çok olanak vermeyi amaçlayan ülkelerde merkez bankası müdahaleleri minimum düzeyde olurken, daha çok kur istikrarından yana olan ülkelerde ise bu müdahaleler daha yoğun olmaktadır.*

Görüldüğü gibi, yönetimli dalgalanma hem serbest dalgalanan hem de sabit kur sisteminin belirli özelliklerini taşıyan karma bir uygulama niteliğindedir. Bu şekilde, her iki sistemin olumlu yönlerinin bir araya getirilmesiyle her iki sistemden de yararlanmak ve olumsuz yönlerden kaçınmak mümkün olmaktadır.

Yönetimli dalgalanma sisteminde amaç kısa süreli aşırı dalgalanmaların giderilmesidir. Bu nedenle kurlardaki **uzun dönemli değişme trendi** merkez bankası müdahalelerinden etkilenmemelidir. Doğal olarak burada karşılaşılabilecek olan sorun döviz kurlarının uzun dönemde denge değerlerinin tahmini olmaktadır. Bu konuda hükümetlerin diğer mali işlemcilerden daha ileri bir durumda olduğunu söylemek de mümkün değildir.

Ancak, izlenebilecek **“rüzgara karşı durma”** (*leaning against the wind*) diye adlandırılan bir politika ile bu sorundan kurtulmak mümkündür. Kısaca, sözü edilen politikalarla kurlardaki uzun vadeli değişme trendini bilmeye gerek duymadan, kısa süreli dalgalanmalar istikrara kavuşturulabilmektedir.

Rüzgara Karşı Durma politikası şöyle özetlenebilir. Döviz piyasasında kısa süreli bir talep fazlası ortaya çıkınca, merkez bankası bu talep fazlasının belirli bir oranı kadar (*tümü değil*) piyasaya döviz satışı yapacaktır. Bu sayede **ulusal paradaki değer kaybı** (*kurlardaki yükselme*) **yumuşatılmış olmaktadır**. Bunun gibi, kısa süreli bir döviz fazlası durumunda da piyasadan aynı oranda döviz satın alınarak ulusal paranın değerinde görülecek artış frenlenmektedir.

Bu tarz bir politikanın uygulanması kurlardaki uzun dönemli trendi etkilemeden **kısa süreli dalgalanmaların şiddetini azaltacaktır**. Ayrıca söz konusu müdahaleleri gerçekleştirebilmek için doğal olarak merkez bankası yeterli miktarda döviz rezervine sahip olmak zorundadır.

2. Dalgalanma Sınırlarının Genişletilmesi ve Sürünen Pariteler (Bant içinde dalgalanma rejimi)

Bu sistemde döviz kurlarının sabit paritelere bağlılığı sürdürölür. Fakat parite etrafında izin verilen dalgalanma sınırı genişletilir.
(Geniş Marjlı Pariteler)

Merkezi kurun (Parite) otomatik biçimde küçük miktarlarda ve sürekli değiştirilmesine dayanan bir yöntemdir.

Döviz kurlarının parite etrafında belirli sınırlar içinde dalgalanmasına izin verilir.

Sistemin temel özelliği merkezi kurun son birkaç hafta veya ayın ortalamasına göre değiştirilmesidir.

Sabit ve esnek kurlar ayrı ayrı dikkate alındığında her bir kur rejiminin avantajlarını Frankel şu şekilde sıralamaktadır (Frankel, 2002; 8-12):

Sabit Kur Rejiminin Avantajları:

- Para politikası için nominal bir çıpa olması,
- Ticaret ve yatırımı arttıracak yönde güdülemesi,
- Rekabetçi değer düşüşünü önlemesi,

Esnek Döviz Kuru Rejiminin Avantajları:

- Para politikası uygulamalarındaki sağladığı esneklik,
- İktisadi şoklara karşı otomatik ayarlamalara olanak tanınması,
- Merkez bankasına senyorej gücünü elinde bulundurma ve son borç mercii yeteneğini sağlaması,
- Spekülatif atakları önlemesi,

Türkiye’de uygulanacak döviz kuru rejimini, Hükûmet ile birlikte belirlemek ve uygulamak Merkez Bankasının temel görevlerinden biridir. Belirlenen döviz kuru rejimi çerçevesinde döviz kuru politikasının biçimlendirilmesi ile uygulanması görevi ve yetkisi ise Merkez Bankasına aittir.

Merkez Bankası, kur politikası uygulamalarını, para politikası hedeflerine uygun olarak belirlemektedir. Uygulanan para politikasının değişmesi durumunda, kur politikasında da değişikliğe gidilebilmektedir.

Türkiye; 2001 ekonomik krizinin ardından, piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlenen **dalgalı döviz kuru** uygulamasına geçmiştir. Dalgalı kur rejiminde döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir.

Döviz arz ve talebini belirleyen temel unsurlar şunlardır:

- Uygulanan para ve maliye politikaları
- Ekonomik altyapı
- Uluslararası gelişmeler
- Bekleyişler

Türkiye Uygulaması

Türkiye 1980'li yıllara gelene kadar sabit döviz kuru rejimi uyguladı. Bu rejim, TL'nin değerinin Merkez Bankası'nca belirlenmesi ve o değerinde sabit tutulması yoluyla uygulanan sabitleme rejimi biçimindeydi. TL'nin değerinde ortaya çıkan ve çoğunlukla değer kaybı biçiminde olan değişiklikler genellikle bir defada ve devalüasyon biçimindeki müdahalelerle düzeltiliyor ve bu kez yeni eşitlik yeni sabit kur olarak belirleniyordu. Bu uygulamanın olduğu dönemlerde kimin ne kadar ve ne zaman döviz alacağına Hazine karar veriyordu. Bu uygulama döviz yetersizliği çekilen ve taleplerin karşılanamadığı dönemlerde (ki bu sıklıkla olurdu) döviz karaborsası yaratıyor, yasa dışı yollarla döviz giriş çıkışı yaşanmasına yol açıyordu.

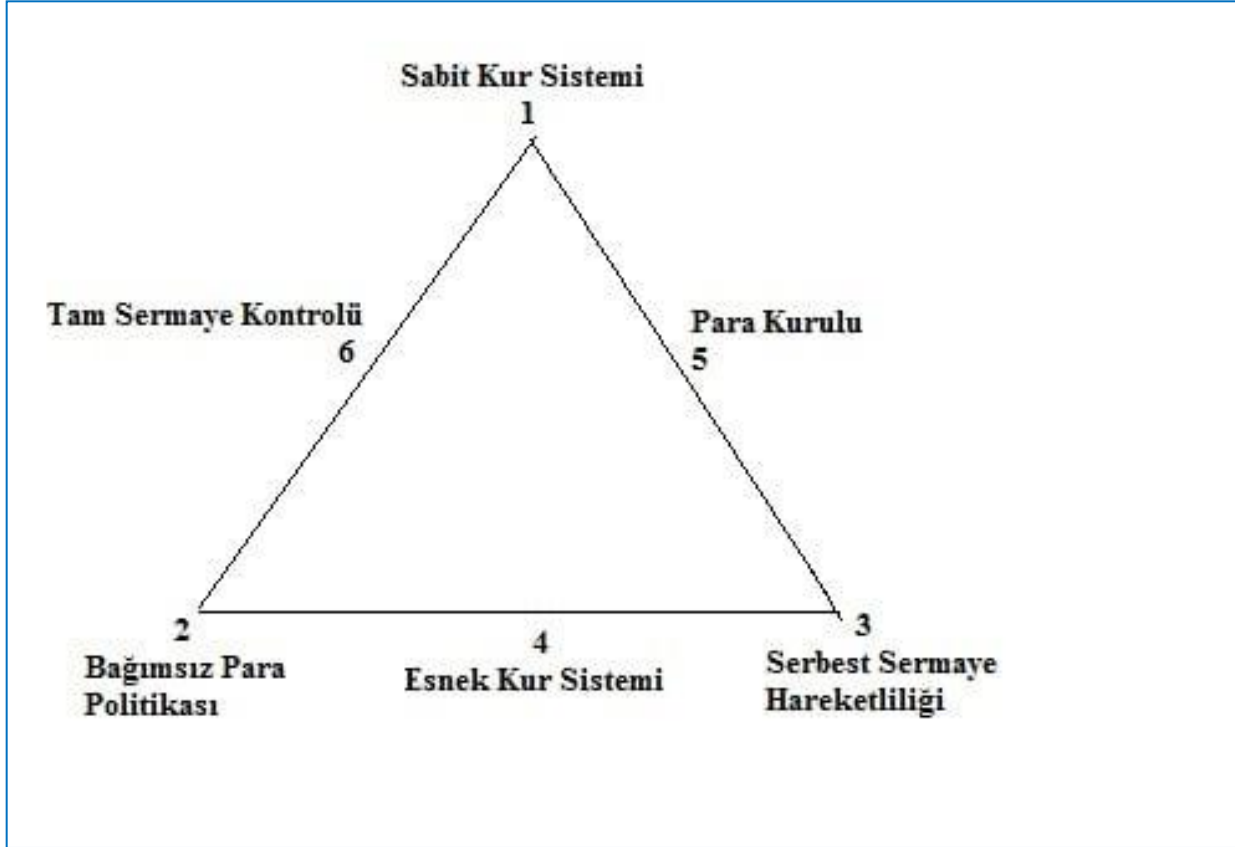
Türkiye 1980'lerde döviz kurlarının piyasada belirlendiği ancak Merkez Bankası'nın müdahaleleriyle yön verdiği müdahaleli dalgalı döviz kuru rejimine geçti. Bu rejim 2000'lere kadar sürdürüldü. Kur rejimindeki üçüncü değişiklik 2000'lerde yapıldı ve 2001 krizi öncesinde Türkiye bant içinde dalgalanma rejimi uyguladı. Bu rejim uzun süreli olmadı ve 2001 kriziyle birlikte çöktü. Kriz sonrasında Türkiye dalgalı kur rejimine geçti.

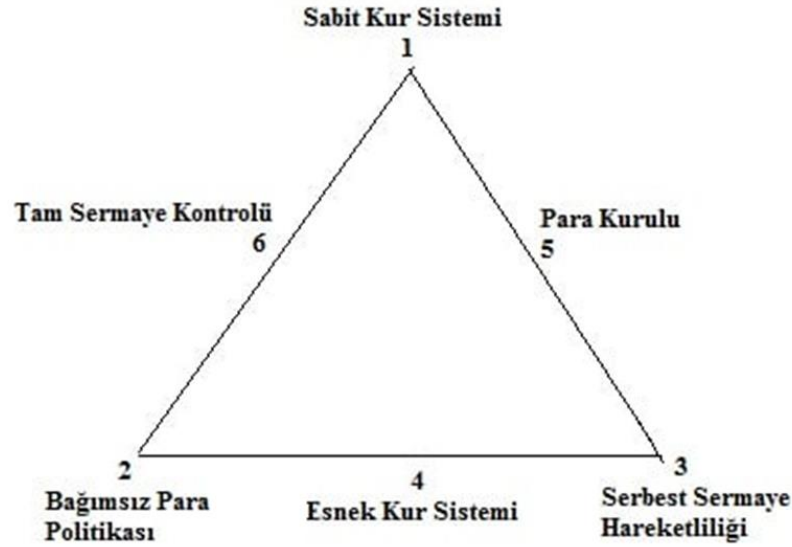
İmkânsız üçleme nedir?

Ekonomideki imkânsız üçleme ya da üçlü açmaz (impossible trinity ya da trilemma) hipotezine göre; sermaye hareketlerinin serbestliği, sabit döviz kuru ve bağımsız bir para politikası uygulaması aynı anda var olamaz.

Eğer bir ekonomide sermaye hareketleri serbestse ve sabit döviz kuru rejimi uygulanıyorsa o zaman bağımsız para politikası uygulamak mümkün değildir. Bu durumda para politikası sermaye hareketleri ve döviz kurundaki eğilimlere göre biçimlenecektir.

Eğer bir ekonomide sermaye hareketleri denetim altında ise sabit döviz kuru rejimi uygulanabileceği gibi bağımsız para politikası da uygulanabilir.





Yukarıdaki Üçlü açmaz grafiğine göre;

1-2-3 oluşamaz Yani sabit kur, bağımsız para politikası, esnek sermaye hareketliliği bir arada olmaz.

1-2-6 oluşur Yani sabit kur, bağımsız para politikası, tam sermaye kontrolü bir arada olur.

1-3-5 oluşur Yani sabit kur, serbest sermaye hareketliliği, para kurulu bir arada olur.

2-3-4 oluşur. Yani bağımsız para politikası, serbest sermaye hareketliliği, esnek kur sistemi oluşur.

Sermaye hareketleri deyimiyle kastedilen Őey ekonomik sistemin yabancı paralar karşısındaki durumudur. Sermaye hareketlerinin serbestliği deyimi bir Őlkenin, Őlkeye gelen yabancı paralara veya Őlkeden dıŐarı çıkan paralara herhangi bir kısıtlama uygulamaması anlamına gelir. Sermaye hareketlerine denetim getirilmesi ise iki Şekilde olur: (1) Yabancı paraların giriş ve çıkışı denetim altında tutulur ya da kısıtlanır. (2) Yabancı paranın (özellikle kısa vadeyle gelen sıcak paranın) çıkıŐında vergi alınır (Tobin vergisi.)

Döviz kuru rejimi temel olarak üç biçimde belirlenebilir:

- (1) Eğer döviz kuru merkez bankası ya da bir kamu otoritesi tarafından yeni bir karara kadar değişmemek üzere belirleniyorsa buna sabit kur rejimi deniyor.
- (2) Eğer döviz kuru piyasa koşullarına göre piyasada belirleniyorsa buna da tam dalgalı kur rejimi deniyor.
- (3) Eğer döviz kuru piyasa koşullarına göre piyasada belirlenmekle birlikte zaman zaman merkez bankası tarafından müdahale edilerek biçimlendiriliyorsa buna da müdahaleli esnek döviz kuru rejimi deniyor. Ki bugün dünyada en yaygın uygulama budur.

Bağımsız para politikası: Para politikasının bağımsızlığı merkez bankasının bağımsızlığıyla yakın bir kavram olsa da temelde farklı bir kavramdır. Para politikasının bağımsızlığı, faiz, zorunlu karşılıklar, APİ gibi para politikası araçlarının sistemin öteki belirleyicilerinden (sermaye hareketleri ve döviz kuru rejimi) ayrı, tek başına kullanılıp kullanılamayacağıyla ilgilidir. Eğer öteki belirleyicilerden ayrı, tek başına kullanılamıyorsa bağımsız bir para politikasından söz etmek mümkün olmaz.

Kaynakça:

FRANKEL, Jeffrey A. On Exchange Rates London, The MIT Press, 1993

FRENKEL Jeffrey, Serven Luis and Schumacher Sergio. Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regimes, NBER Working Paper Series 7901, 2000.

<http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/imkansz-ucleme-ya-da-uclu-acmaz.html>

Çağlar, Ü. Ve Dışkaya, S. K. (2018). Küreselleşme, Uluslararası Para Sistemi Ve Kriz . İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi , 5(2), 1-24.

Kibritçioğlu, Aykut. 1996, Uluslararası Makro İktisat, Ankara: TDFOB Yayıncılık.

Savaş, Vural Fuat. 2010, Uluslararası Para Sistemi, Ankara: Siyasal Yayın Dağıtım.