

T1680

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
MERKEZ KÜTÜPHANESİ

Burcu BERKE

PARA İKAMESİ ALTINDA
PARA VE MALİYE POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ

T1680/1-1

Danışman
Doç. Dr. Hacer OĞUZ

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2004

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

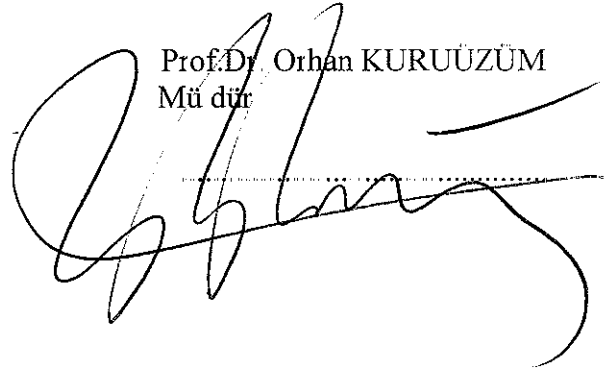
Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : *Orhan Kuruüzüm*
Üye (Danışmanı) : *Hacer Ögür H. Ögür*
Üye : *Zelha Göker 2*
Üye :
Üye :

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

... / ... / 200 ..

Prof.Dr. Orhan KURUÜZÜM
Müdür



İÇİNDEKİLER

ŞEKİLLER ve TABLOLAR LİSTESİ	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM 1: TANIMLARI, NEDENLERİ, MEKANİZMALARI VE ÖLÇÜM SORUNLARIYLA PARA İKAMESİ.....	6
1.1. Para İkamesi.....	6
1.2. Para İkamesinin Nedenleri	14
1.3. Para İkamesi Mekanizmaları	22
1.3.1 Denge ve Dengesizlik Mekanizmaları	23
1.3.2. Doğrudan ve Dolaylı Mekanizmaları	25
1.3.2.1. Doğrudan Para İkamesi Mekanizması.....	25
1.3.2.2. Dolaylı Para İkamesi Mekanizması	28
1.3.3. Arz ve Talep Yönlü Mekanizmaları.....	31
1.3.3.1. Arz Yönlü Para İkamesi Mekanizması	31
1.3.3.2. Talep Yönlü Para İkamesi Mekanizması	32
1.4. Para İkamesinin Ölçüm Sorunu	35
1.5. Para İkamesi ve Gresham Yasası II.....	42
1.6. Değerlendirme	45
BÖLÜM 2: KURAMSAL PARA İKAMESİ MODELLERİ	49
2.1. Para İkamesinin Para Talep Modelleri.....	51
2.1.1. Cash-In-Advance Modeli	51
2.1.2. İşlem Maliyetleri Modeli	56
2.2. Para İkamesinin Makroekonomik Modelleri	60
2.2.1. Monetarist Para İkamesi Modelleri	61
2.2.2. Global Para İkamesi Modelleri	70
2.2.2.1. Sınırlandırılmış Portföy Dengesi Modeli	71
2.2.2.2. Dinamik Optimizasyon Modeli	81
2.2.2.3. Sınırlandırılmamış Portföy Dengesi Modeli.....	86
2.3. Değerlendirme	91

BÖLÜM 3: PARA İKAMESİ ALTINDA PARA VE MALİYE POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ	98
3.1. Para Politikasının Etkinliği	99
3.1.1. Para Arzında Bir Kerelik Artışın Etkileri	100
3.1.2. Para Arzında Kalıcı Bir Artışın Etkileri	102
3.1.3. Para İkamesi Altında Nominal Çıparların Etkinlikleri.....	104
3.1.4. Para İkamesinin Para Politikalarının Bağımsızlığına Etkisi	109
3.2. Maliye Politikasının Etkinliği	116
3.2.1. Para İkamesinin Enflasyon Vergisinin Miktarına Etkisi	118
3.2.2. Kamu Finansman Yaklaşımı	123
3.3. Tam Dolarizasyonun Fırsatları ve Tehditleri	130
3.4. Değerlendirme	141
SONUÇ	145
KAYNAKÇA	150
ÖZGEÇMİŞ.....	158

ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Para ve Varlık İkamesi Türleri	13
Tablo 1.2: Mevduat Kategorileri	38
Şekil 2.1: Çoklu Döviz Kuru Dengesi	55
Şekil 2.2: Monetarist Para İkamesi Modeli	67
Şekil 3.1: Para İkamesinin Yokluğunda Senyoraj Laffer Eğrisi	119
Şekil 3.2: Para İkamesinin Varlığında Senyoraj Laffer Eğrisi	120

Ö Z E T

Para ikamesi kavramı farklı çalışmalarda farklı anlamlarda kullanılmış olmakla birlikte en genel anlamda ulusal para yerine yabancı bir paranın değişim aracı olarak kullanılmasıdır. Para ikamesi bir taraftan makroekonomik istikrarsızlıkların ve finansal piyasalardaki sapmaların varlığının bir yansıması iken diğer taraftan bu istikrarsızlıkların ve sapmaların bir nedeni olabilmektedir. Para ikamesi genellikle finansal piyasaları yeterince gelişmemiş yüksek enflasyonlu ülkelerde görülmektedir. Bu ülkelerde enflasyon oranları arttıkça ulusal paradan yabancı bir paraya geçilmektedir.

Bu çalışmada para ikamesi altında para ve maliye politikalarının etkinliği tartışılmaktadır. Para ikamesi ulusal para talebinin azalmasına, enflasyon vergisi tabanının daralmasına ve yurtdışına senyoraj geliri transferine neden olmaktadır. Para ikamesi altında ulusal hükümet yurtiçi enflasyon vergisi tabanının ve senyoraj gelirlerinin bir kısmını kaybetmektedir. Başka bir deyişle, karar birimleri ulusal paradan yabancı bir paraya kaydıkça yurtiçi enflasyon vergisi tabanı aşınmaktadır.

Para ikamesi altında merkez bankası finansal krizi piyasalara likidite vererek durduramamakta ya da "nihai ödünç verici" olarak müdahale edememektedir. Ayrıca, para ikamesi altında toplam para arzının yabancı para kısmını para otoritesi olarak merkez bankası doğrudan kontrol edemediğinden merkez bankasının para politikasını yürütme gücü (bağımsızlığı) büyük ölçüde zayıflamaktadır. Özellikle ekonomide dolaşan yabancı para merkez bankasının doğrudan kontrolü dışında kalmaktadır. Sonuç olarak, para ikamesi altında politika yapıcının para ve maliye politikalarını etkin bir şekilde uygulama gücü zayıflamaktadır. Bu anlamda para ve maliye politikalarının etkinliği azalmaktadır.

ABSTRACT

In fact, currency substitution concept could have been used with different meanings in different studies, the most general meaning refers to useage as mean of exchange of a foreign currency instead of domestic currency. On the one hand, while currency substitution reflects the macroeconomic instabilities and the existence of distortions in financial markets, on the other hand, it could be a reason of the this instabilities and its distortions. Currency substitution usually occurs in the high inflation countries with underdeveloped financial markets. As in this countries inflation rates increase, there is usually a shift away from the domestic currency toward a foreign currency.

The subject of the study is to discuss the effectiveness of monetary and fiscal policies under the currency substitution. Currency substitution leads to a downward shift in the demand for domestic money, narrowing the inflation tax base and transferring seigniorage to abroad. Thus, under the currency substitution, domestic government loses part of its domestic inflation tax base and seigniorage revenues. In other words, as public shift from domestic currency to a foreign currency, the domestic inflation tax base is erodes.

Under the currency substitution the central bank can be unable to stop financial crisis by injecting liquidity or can not serve as the "lender of last resort". In addition, the central bank's ability to conduct monetary policy may be substantially undermined, since the foreign currency component of the total money supply cannot be direct controlled by monetary authority. Particulary, foreign exchanges circulating within the economy is out of the direct control of the central bank. Consequently, under the currency substitution, the ability of policy maker to conduct monetary and fiscal policies effectively is weak. In this mean, the effectiveness of monetary and fiscal policies reduces.

GİRİŞ

Dünyada Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla birlikte esnek kur sistemine geçilerek bağımsız bir para politikası uygulama umudu doğmasına karşın, o dönemde döviz kurlarında oluşan oynaklık ve yüksek enflasyon gibi sorunlar geleneksel para talep fonksiyonlarının istikrarına ilişkin bir kuşku yaratmıştır. Para talep fonksiyonunun ve dolayısıyla paranın dolaşım hızının istikrarsız olmasıyla birlikte parasal hedefleme yapmanın güçlüğü bazı iktisatçılarca farkedilmiş ve para ikamesi literatürü oluşmaya başlamıştır.

Para ikamesi kavramı yaklaşık otuz yıldır tartışılmakla birlikte tanımı konusunda tam bir fikir birliği sağlanamamıştır. Bazı iktisatçılar para ikamesini ulusal paranın hesap birimi, değişim ve değer saklama aracı olarak tüm fonksiyonlarını yabancı bir paraya bırakması şeklinde tanımlarken, bazı iktisatçılar ise para ikamesini ulusal para yerine yabancı bir paranın sadece değişim aracı olarak kullanılması şeklinde tanımlamışlardır. Bu tanımlama tartışmaları ilk olarak uluslararası finansal sorunların çıkmasıyla başlamış ve daha sonraları ise döviz kurlarının değerlerini etkileyen faktörleri analiz ederken varlığını hissettirmiştir.

Para ikamesi, dışa açık ekonomilerde gözlenen önemli bir parasal olgudur. Para ikamesinin asıl nedeni yüksek ve değişken enflasyon oranının ulusal paranın reel getirisini düşürerek yabancı paraların ve bu paralar cinsinden finansal varlıkların nispi getirilerini yükseltmesi iken esnek kur politikaları da kura ilişkin belirsizlik yaratarak karar birimlerini parasal portföylerini çeşitlendirmeye itmektir. Para ikamesi esas olarak ülkenin finansal sisteminin gelişmişlik seviyesiyle bağlantılıdır ve genellikle ulusal paraya alternatif finansal enstrümanların yetersiz olduğu az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir. Bu ülkelerde enflasyon oranının artmasıyla birlikte reel getirisi azalan ulusal parayı ikame edebilecek değeri istikrarlı ulusal finansal varlıklar bulunmamaktadır. Bu ise karar birimlerini genellikle değeri istikrarlı yabancı para(lar) ile bu para(lar) cinsinden finansal enstrümanları kullanmaya sevk etmektedir. Ayrıca, finansal yenilikler ve yeni teknolojilerin benimsenmesi de finansal piyasalar arasında bilgi transferinin daha hızlı ve düşük maliyetle yapılmasına yol açmaktadır. Bu gelişmelerle birlikte uluslararası finansal piyasaların globalleşerek ulusal yatırımcıların mevcut yurtiçi finansal varlıkların dışında yabancı finansal varlıkları da içeren geniş bir finansal enstrüman yelpazesine sahip olması, yurtiçi finansal sistemde döviz mevduat hesapları ile döviz işlemlerinin serbestleşmesi ve ekonomik liberalleşme hareketleri de para ikamesine imkan yaratmaktadır. Karar birimleri, fiyat seviyeleri, faiz oranları ve döviz kurları gibi ulusal makroekonomik değişkenlerin gelecekte alacakları değerleri

öngöremediklerinden, bu değişkenlerdeki olumsuz değişmelere karşı paralar ve finansal varlıklar arasında ikame yaparak portföylerinin reel değerini korumaya çalışmaktadır.

Para ikamesi gerek politik gerekse analitik açıdan çeşitli soruları beraberinde getirmiş ve bu soruların bir çoğu henüz yanıtlanamamıştır. Bu tartışmalar herhangi bir paranın başka bir para cinsinden değerine kayarak farklı türden varlık taleplerini önemli hale getirmiş ve bu konuyla ilgili teorik yapıyı oluşturmak için spesifik modellere ihtiyaç duyulmuştur. Dolayısıyla, para ikamesinin politika odaklı tartışmalarının özü bu olgunun hangi koşullarda desteklenmesi ya da desteklenmemesi gerektiği iken, analitik odaklı tartışmaların özünü ise teorik modellerdeki hipotezlerin ampirik olarak doğrulanması oluşturmuştur.

Teorik açıdan para ikamesinin varlığı para ve maliye politikalarının etkin bir şekilde yürütülmesinde önemli iktisadi sonuçlar yaratmaktadır. Para ikamesinin yokluğunda para talep fonksiyonu yabancı ekonomik değişkenleri içermediğinden genellikle istikrarlı olma eğilimindedir. Ancak, para ikamesinin varlığında para talep fonksiyonu fiyat seviyeleri, faiz oranları ve döviz kurları gibi yabancı ekonomik değişkenleri de içerdiğinden istikrarını yitirmekte ve ülkeler arasında karşılıklı politika bazlı bağımlılık oluşmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesiyle birlikte yabancı ekonomik değişkenlerdeki değişmeler para ve maliye politikalarını etkilemekte ve karar birimleri paralar arasında kaydıçça ülkeler bağımsız para ve maliye politikaları izleme güçlerini kaybetmektedir. Bu konudaki temel hipotez para ikamesinin para talep fonksiyonunu istikrarsız kılarak para politikasının bağımsızlığını zayıflattığı ve maliye politikası yönünden ise hükümetin para basarak gelir sağlama (senyoraj) imkanını sınırladığı şeklindedir. Dolayısıyla, bu hipotez bu çalışmanın da temel hipotezini oluşturmaktadır.

Para ikamesiyle ilgili geliştirilen ilk teorik yapıda para arzı büyüme hızındaki değişmelerin reel döviz kurunun davranışını nasıl etkilediği analiz edilmekte ve para ikamesinin reel döviz kurlarının oynaklığını arttırdığı gösterilmektedir. Takip eden bir kısım teorik modeller ise Calvo ve Rodriquez'in (1977) başlattığı bu yapıyı eleştirme ve karşı görüşler geliştirme şeklinde ortaya çıkmıştır. Bu ilk çerçevenin ardından Miles (1978) esnek kur sistemi altında para ikamesinin varlığında para politikalarının bağımsızlık derecesini gerek teorik gerekse ampirik olarak analiz etmiştir. Miles'in çalışmasıyla birlikte para ikamesinin ampirik olarak test edilmesine ilişkin tartışmalar başlamıştır. Takiben bu çalışma bazı iktisatçılarca eleştirilmiş ve kullanılan varsayımlar kısmen modife edilerek para ikamesi altında para politikalarının bağımsızlığına ilişkin farklı sonuçlar bulunmuştur. Para ikamesinin

makroekonomik modellerinin bir kısmı dinamik yaklaşım içerirken bir kısmı ise karar birimlerini kısıtlı ya da kısıtsız portföy seçimiyle karşı karşıya bırakan portföy dengesi yaklaşımı içermektedir. Bazı teorik modeller ise ulusal ve yabancı paraların varlığında para talep modellerinin genişletilmesinden oluşturulmuştur. Bu para talep fonksiyonu esaslı modellerde ulusal paranın fonksiyonları itibariyle yabancı bir parayla ikame edilmesine odaklanılmış ve para ikamesi ile para talep fonksiyonunun istikrarsızlığı arasındaki ilişkiye işaret edilmiştir. Ancak, para ikamesiyle ilgili para ve döviz kuru politikalarını içeren bu teorik modellerde bu olgu farklı varsayımlar ve sınırlamalar altında incelenerek birbirinden farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

Para ikamesinin para politikasının etkinliğini esas alan teorik modellerinin yanısıra maliye politikasının etkinliğine yönelik teorik modeller de oluşturulmuştur. Literatürde, para ikamesinin enflasyonist finansmana etkisi iki farklı yaklaşımla incelenmiştir. İlk yaklaşımda hükümetin bütçe açığı veri alınarak para ikamesinin enflasyon vergisinin miktarına ve değişkenliğine etkileri analiz edilerek para ikamesinin ulusal reel para balansları talebinin esnekliğini arttırdığı öne sürülmektedir. İkinci yaklaşımda ise para ikamesi meselesi kamu finansman teorisi çerçevesinde tartışılmakta ve bu olgunun varlığının yurtiçi nominal faiz oranını ya da ulusal enflasyon vergisinin optimalitesini nasıl etkilediği üzerinde durulmaktadır.

Bu çalışmada para ikamesinin para ve maliye politikaları yönünden yarattığı sonuçlar belirlenmeye çalışılmaktadır. Yöntem olarak, büyük ölçüde teorik literatür ve kısmen ampirik literatür survey edilmektedir. Çalışma üç ana bölümde sunulmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümü ilerleyen kısımlara hazırlık amacıyla kavramsal tartışmalara ayrılmıştır. Bu bölümde ilk olarak para ikamesi kavramının tarihsel süreç içerisinde farklı tanımları sunularak tanımsal tartışmalar ile bu olgunun nedenleri netleştirilmeye çalışılmıştır. Takiben para ikamesinin değişik mekanizmaları sunulmaktadır. Bu bağlamda ilk olarak karar birimlerini portföylerini çeşitlendirmeye iten etkenlerle birlikte oluşan para ikamesinin denge ve dengesizlik mekanizmaları açıklanmaktadır. İkinci olarak, doğrudan ve dolaylı para ikamesi mekanizmaları üzerinde durulmaktadır. *Doğrudan* para ikamesi sabit kur sisteminde iki ayrı paranın aynı mal donanımı için rekabet etmesidir. Bunun gerçekleşmesi için ulusal ve yabancı paraların fırsat maliyetlerinin eşit olması gerektiği görülmektedir. *Dolaylı* para ikamesi mekanizması, ulusal ve yabancı faiz taşıyan finansal enstrümanların değer saklama aracı olarak rekabet etmesidir. Bu mekanizma ulusal ve yabancı faiz oranlarındaki

değişmelere bağlı olarak oluşmakta ve uluslararası tahvil piyasasındaki değişmeler ulusal para piyasasına aktarılarak ulusal para stokunu değiştirmektedir. Bu mekanizmaları takiben sabit kur sisteminde görülen *arz yönlü* para ikamesi mekanizması tartışılmaktadır. Para otoritesi kuru sabit tutmak için döviz piyasasına müdahale ederek ulusal ve yabancı paraları arz yönlü ikame etmektedir. Esnek kur sisteminde ise karar birimleri beklenen döviz kuru değişmeleri ile paraların nispi getirilerindeki farklılıklara dayanarak ulusal paradan yabancı paralara kaymaktadır. Spesifik olarak, bu farklı mekanizmaların para politikalarında ne tür değişmeler ve sonuçlar yarattığı ortaya konmaktadır. Karar birimlerinin ulusal paraları yanında yabancı paraları nerede ve ne amaçla tuttuklarının tam olarak bilinmemesi ya da bunlara yönelik verilerin yetersiz olması hem para ikamesinin ölçümünü güçleştirmekte hem de para ve maliye politikası otoritelerinin kararlarını etkilemektedir. Dolayısıyla, konunun önemi dikkate alınarak para ikamesi olgusunun ampirik olarak ölçülmesi ve ölçümünde geliştirilen göstergeler ayrı bir alt başlıkta sunulmaktadır. Son olarak çıkış noktası çift metal sistemi olan Gresham yasası ile para ikamesi değerlendirilmektedir.

İkinci ana bölümde esas olarak para ikamesinin para politikasının etkinliğine etkisini belirlemeye yönelik geliştirilen teorik modeller sunulmaktadır. Bu bölümde sunulan modeller para ikamesinin para ve döviz kuru politikalarını ne yönde etkilediğinin açıklanması yönünden önemlidir. Bu modeller para talep esaslı ve makroekonomik esaslı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu nedenle çalışmanın bu bölümünde ilk olarak dışa açık ekonomilerde para talebi meselesi ele alınmaktadır. Para ikamesi durumunda para talebinin başlıca modelleri olarak *cash-in-advance modeli* ile *işlem maliyeti modeline* yer verilmektedir. Bu modeller ulusal ve yabancı paraları işlevleri yönünden birbirinden ayırmaktadır. Bu modelleri takiben, para ikamesi olgusunu veri olarak kabul eden ve bu olguyu makroekonomik yapıya dahil ederek iktisadi sonuçlarını tartışan makroekonomik para ikamesi modelleri sunulmaktadır. Bu çerçevede ilk olarak Calvo ve Rodriguez'in (1977) *monetarist para ikamesi modeli* ayrıntılarıyla açıklanmakta ve takiben global para ikamesi modelleri başlığı altında üç farklı model sunulmaktadır. Bunlardan ilki, ulusal ve yabancı paraların sadece likidite hizmetlerini dikkate alarak bu paraları parasal hizmet üretim fonksiyonunun birer girdisi olarak gören ve karar birimlerinin varlıklar arasında aşamalı olarak seçim yaparak bu fonksiyonun çıktısını (getirisini) maksimize ettikleri Miles'in (1978) geliştirdiği *sınırlandırılmış portföy dengesi modelidir*. İkinci olarak, *sınırlandırılmış portföy dengesi* modelinin sınırlamalarını gidermek amacıyla oluşturulan ve Ratti ve Jeong (1994)'un geliştirdiği *dinamik optimizasyon modeli* sunulmaktadır. Bu model, *sınırlandırılmış portföy dengesi* modelinden farklı olarak ulusal ve yabancı paralar yanında faiz taşıyan finansal

varlıkları da içermektedir. Üçüncü olarak, ulusal ve yabancı paralar ile ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlıklar olmak üzere dört farklı finansal varlığa yer veren ve karar birimlerinin bu dört farklı varlık türü arasında eşanlı kararlarını içeren Cuddington'un (1983) *sınırlandırılmamış portföy dengesi modeli* açıklanmaktadır. Bu modeller para ikamesi ve para politikasının karşılıklı etkileşimleri dikkate alınarak sunulmakta ve belli varsayımlar altında oluşturulan bu teorik modellerde para ikamesi altında para politikasının etkinlik kaybı vurgulanmaktadır.

Üçüncü ana bölümde ise para ikamesi altında para ve maliye politikalarının etkinliği tartışılmaktadır. Çalışmada para politikasının etkinliği para otoritesinin para arzı üzerindeki kontrolünün güçlü olması ve maliye politikasının etkinliği ise enflasyonist finansman mekanizmasının kusursuz işlemesi anlamında kullanılmaktadır. Para politikası bağlamında, ilk olarak para ikamesinin varlığında para politikası etkinliği konunun ilklerinden Miles (1978)'in teorik çerçevesinde analiz edilmektedir. İkinci olarak, para ikamesinin fiyat istikrarını sağlamaya yönelik ekonomik programlarda nominal çıpa olarak para arzının mı yoksa döviz kurunun mu sabitlenmesini etkin kıldığı tartışılmaktadır. Üçüncü olarak, para ikamesi altında merkez bankasının "nihai ödünç verici" olarak finansal sisteme likidite sağlama gücü ve dolayısıyla bağımsız para politikası uygulama yeteneği tartışılmaktadır. Maliye politikası bağlamında ise para ikamesi altında maliye politikasının etkinliği iki temel yaklaşımla sunulmaktadır. İlk yaklaşımda hükümetin parasal finansman ihtiyacı veri kabul edilerek para ikamesinin senyoraj gelirinin miktarına etkisi Laffer eğrisi üzerinde analiz edilmektedir. İkinci yaklaşımda ise para ikamesi altında enflasyon vergisi yoluyla finansmanın optimalitesi diğer saptırıcı vergilerin (distortionary taxes) varlığında tümünün birlikte belirlendiği bir çerçevede değerlendirilmekte ve pozitif bir yabancı nominal faiz oranının ulusal enflasyon vergisinin optimalitesini nasıl etkilediği tartışılmaktadır. Son olarak, para ikamesinin para ve maliye politikaları yönünden yarattığı fırsatlara ve tehditlere birlikte yer verilmekte çalışmada ulaşılan sonuçlar sunulmaktadır.

BÖLÜM 1: TANIMLARI, NEDENLERİ, MEKANİZMALARI ve ÖLÇÜM SORUNLARIYLA PARA İKAMESİ

Para ikamesi kavramı tarihsel süreç içerisinde farklı iktisatçılarda tartışılmış ve tanımı konusunda tam bir fikir birliği oluşmamıştır. Bu olgu kimi zaman dolarizasyonla eş anlamlı görülmüş ve kimi zaman da birbirinden farklı olgular olduklarına işaret edilmiştir. Bu bölümde ilk olarak, para ikamesi kavramı tarihsel süreç içerisinde ele alınacak ve takiben literatürde gözlenen farklı dolarizasyon türleri sunulacaktır. Para ikamesinin temel nedeni yüksek enflasyonun ulusal para ile bu para cinsinden finansal varlıkların reel getirilerini düşürmesidir. Ancak, enflasyon oranının değişkenliği de para ikamesinin farklı boyutlara bürünmesine ya da ters para ikamesi ve histeri gibi olguların oluşmasına ortam yaratmaktadır. Dolayısıyla, tanımsal açıklamaları takiben para ikamesinin nedenleriyle birlikte bu farklı olgular sunulacaktır.

Bu kavramsal ve nedensel tartışmaları takiben para ve maliye politikaları açısından önemli etkiler yaratan para ikamesinin temel mekanizmaları üzerinde durulacaktır. Bu bağlamda karar birimlerini portföylerinin bileşimini değiştirmeye iten etkenlerle bağlantılı olarak oluşan denge ve dengesizlik mekanizmaları; para politikasının değişmesiyle ortaya çıkan doğrudan ve dolaylı para ikamesi mekanizmaları; ile kur sistemine göre değişkenlik gösteren talep ve arz yönlü para ikamesi mekanizmaları sunulacaktır.

Para ikamesinin ölçüm meselesi ampirik düzeyde olduğu kadar para ve maliye politikalarının uygulanması yönünden de büyük önem arz etmektedir. Dolayısıyla, tanımsal ve kavramsal açıklamaları takiben, bu olgunun ölçümünde karşılaşılan güçlükler ve ampirik çalışmalarda geliştirilen göstergeler açıklanacaktır. Son olarak para ikamesinin Gresham yasasını nasıl tersine döndürdüğü ayrıntılarıyla tartışılarak bölümün değerlendirmesi yapılacaktır. Bu bölümde belirtilen konular giriş düzeyinde olmakla birlikte takip eden bölümlere önemli ölçüde kaynaklık etmektedir.

1.1. Para İkamesi

Para ikamesi, tarihsel süreç içerisinde farklı şekillerde tanımlanmış ve bu tanımlamalarda paranın işlevleri yönünden farklı varsayımlar yapıldığı görülmüştür. Bazı iktisatçılar yabancı bir paranın sadece değişim aracı işlevine odaklanırken, bazıları ise hesap birimi, değişim ve değer saklama işlevlerini birlikte değerlendirerek para ikamesini tanımlamışlardır. Para

ikamesinin tüm tanımlarında yabancı ekonomik değişkenlerin ulusal para talebini etkilediği fikri ortak biçimde mevcuttur. Bu alt bölümde ilk olarak para ikamesinin tarihsel süreç içerisinde farklı tanımları tartışılacak ve takiben literatürde karşılaşılan farklı dolarizasyon türleri açıklanacaktır.

Para ikamesi terimini ilk olarak Calvo ve Rodriguez (1977) kullanmıştır. Bu yazarlar Kouri'nin (1976) kısa ve uzun dönemde döviz kurunun belirlenmesi çalışmasına dayanarak para ikamesi altında döviz kurunun belirlenmesine yönelik bir çalışma yapmışlardır¹. Calvo ve Rodriguez, fiyatların esnek olduğu dışa açık küçük bir ekonomide döviz kurunun belirlenmesine yönelik iki sektörlü bir model oluşturmuştur². Model, ticarete konu olan ve konu olmayan mallar olmak üzere iki sektörden oluşmaktadır. Yurtiçi yerleşiklerin ulusal para yanında yabancı para tuttıkları ve rasyonel beklentilere sahip oldukları varsayılmıştır. Ayrıca, karar birimlerinin ulusal ve yabancı paraları tutma kararları, paraların beklenen getiri oranlarıyla ilişkilendirilmiştir. Bu ilişkilendirme ise modele açıkça "para ikamesi" olgusunu getirmiştir.

Miles'a (1978) göre yurtiçi yerleşiklerin yabancı para balansları tutmaları tek başına para ikamesinin varlığı için *yeterli* bir koşul oluşturmamaktadır. Çünkü her ülkede kurumsal ya da tarihsel nedenlerle belli miktarda yabancı para balansları bulunmaktadır. Para ikamesinin varlığı için yabancı para balanslarının olması yeterli olmayıp bu yabancı para balanslarının seviyesinin hem ulusal hem de yabancı ekonomik değişkenlerdeki değişmelerle tepkisel bir ilişki içinde olması gerekir. Ayrıca, ülke içerisinde *tüm* bireylerin yabancı para balansları tutmaları da para ikamesinin varlığı için gerekli değildir. İktisadi değişkenlerin cari değeri veri iken ülkede sadece bir grup karar birimi para ikamesini gerçekleştirebilir. Para ikamesi için bir kısım karar birimlerinin ulusal ve yabancı para balanslarını birlikte bulundurmaları yeterlidir.

Cuddington (1983) yurtiçi yerleşiklerin yabancı para ile yabancı faiz taşıyan varlıklara olan talepleri arasında ayırım yaparak para ikamesini tanımlamıştır. Cuddington, karar birimlerinin

¹ Kouri (1976), çalışmasında döviz kurunu iki paranın nisbi fiyatı ya da uluslararası piyasalarda dengeyi sağlayan nisbi fiyatlardan biri olarak almıştır. Dolayısıyla, döviz kurlarının davranışının açıklanması, çeşitli para ve finansal varlıkların talep ve arzlarının incelenmesini gerektirmiştir. Kouri bu düşünceden hareketle varlık piyasası yaklaşımını izleyerek modelini oluşturmuş ve modelinde varlık olarak sadece ulusal ve yabancı paralara yer vermiştir. Kouri'nin belirtilen çalışması, para ikamesinin varlığında döviz kurunun davranışının belirlenmesinde ve para ikamesi teorisinin geliştirilmesinde hareket noktası olmuştur.

² Çalışmanın ikinci bölümünde Calvo ve Rodriguez (1977) modeli "monetarist para ikamesi modelleri" başlığı altında ayrıntılarıyla incelenecektir.

ulusal paradan yabancı paralara kaymalarını para ikamesi olarak isimlendirirken, faiz taşıyan ulusal varlıklardan yabancı varlıklara kaymalarını ise “sermaye hareketi” olarak adlandırmıştır. Dolayısıyla, Cuddington, paraların değişim aracı işlevine ve faiz taşıyan varlıkların ise değer saklama işlevine odaklanmıştır. Ayrıca, Cuddington’a göre para ikamesi ve sermaye hareketi birbirinden farklı olgulardır ve teoride bu kavramları birbirinden ayırmaya yönelik fazla çaba gösterilmemiştir³.

Ramirez-Rojas (1985) “simetrik para ikamesi” ve “asimetrik para ikamesi” olmak üzere para ikamesinin ikili bir sınıflandırmasını yapmıştır. Yurtiçi yerleşiklerin yabancı parayı ve yabancı yerleşiklerin de bu ülkenin ulusal parasını birlikte talep etmesi simetrik para ikamesini oluşturmaktadır. Yurtiçi yerleşiklerin yabancı para talepleri artarken yabancı yerleşiklerin bu ülkenin ulusal parasına taleplerinin değişmemesi ya da azalması ise asimetrik para ikamesini oluşturmaktadır. Ramirez-Rojas’ın bu tanımlamaları finansal sistemi gelişmiş ve az gelişmiş ülkeler arasındaki para akımlarında görülen farklılığı açıklamak yönünden faydalıdır. Asimetrik para ikamesi, özellikle enflasyonist politikalar izleyen az gelişmiş ülkelerde görülmektedir. Yaygın para ikamesi türü asimetrik para ikamesidir. Ulusal enflasyon oranı düşük iken yurtiçi yerleşikler yabancı para tutmamalarına karşın, ulusal enflasyon oranı yüksek iken ulusal paradan yabancı bir paraya kayabilmektedir. Ancak, bu koşullarda yabancı yerleşiklerin ulusal ekonominin parasına olan talepleri düşüktür.

Giovannini ile Turtelboom (1992) “para ikamesi olgusu” ile “paranın ikame edilebilirliği olgusu” arasında ayırım yaparak tanımlama tartışmalarına katkıda bulunmuşlardır. Bu iktisatçılara göre, para ikamesi olgusunda ilk problem “ikame (substitution)” teriminin kendisinde görülmektedir. Çünkü, “ikame” terimi hem bir isim hem de bir eylemdir ve eylem olarak “yerine koymak (substitute)” anlamına gelmektedir. İktisatçılar ve politika yapıcılar, ulusal ve uluslararası açıdan paraların getirilerindeki değişmelerle bağlantılı olarak “ikame edilebilirliği” kullanırken, herhangi bir paranın başka bir para ile değiştirilmesinin nedenlerini ve büyüklüğünü açıklarken “ikameyi” kullanmışlardır. Giovannini ve Turtelboom belirtilen eleştirilerinden hareketle para ikamesi olgusunu herhangi bir paranın tamamen başka bir paranın yerine geçmesi olarak (örneğin, Panama) tanımlarken⁴ paranın ikame edilebilirliğini ise paraların tamamen birbirlerinin yerine geçmesi değil yabancı bir paranın ulusal parayı ikame etme süreci olarak tanımlamışlardır. Bazı Latin Amerika ülkelerinde ABD doları

³ Cuddington’un (1983) yaklaşımı çalışmanın ikinci bölümünde “sınırlanmamış portföy dengesi modeli” başlığı altında ayrıntılarıyla açıklanacaktır.

⁴ Bu tanımlama ileride karşılaşılabilecek olan “tam ve resmi ya da yasal (de jure) dolarizasyona” eşdeğerdir.

tamamen ulusal para yerine kullanıldığından burada paranın ikame edilebilirliği değil para ikamesi olgusu geçerlidir. Dolayısıyla, paranın ikame edilebilirliği olgusunda yabancı para tamamen ulusal para yerine kullanılmamaktadır. Para ikamesi ile paranın ikame edilebilirliği ayırımı genellikle paralar büyük ölçüde ikame edilmekle birlikte tam olarak ikame edilemedikleri için önemli bir ayırımdır.

Para ikamesine ilişkin bir diğer önemli ayırımı McKinnon (1996) yapmıştır. McKinnon, para ikamesini “doğrudan” ve “dolaylı” para ikamesi olarak ikili bir sınıflandırmaya tabi tutmuştur. Ona göre *doğrudan para ikamesi*, iki veya daha fazla paranın ödeme aracı olarak aynı mal donanımı için rekabet etmesidir. Bu anlamda karar birimleri, iki farklı parayı işlem amaçlı olarak tutabilmekte ve bu paraları birbirleriyle serbestçe değiştirebilmektedir. Ancak, doğrudan para ikamesi ulusal paraların değerlerinin aşırı derecede istikrarsız olmasından kaynaklandığından para ikamesinin bu formuna nadiren raslanmaktadır. Ulusal paranın değerinin aşırı istikrarsız olduğu durumlarda ulusal parayı yabancı paralarla ikame etme yönünde güçlü bir eğilim vardır. McKinnon karar birimlerinin farklı paralar cinsinden parasal olmayan (non-monetary) finansal varlıkları (tahvil vb.) tutmalarını ise *dolaylı para ikamesi* olarak tanımlamıştır. Dolaylı para ikamesinde ise değer saklama aracı olarak ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlıklar arasında rekabet bulunmaktadır.

Calvo ile Végh (1997) ise para ikamesi ve dolarizasyon arasında ayırım yapmıştır. Bu iktisatçılar ulusal para yerine yabancı bir paranın sadece değişim aracı olarak kullanımını “para ikamesi” (currency substitution) olarak tanımlarken, yabancı paranın hesap birimi, değişim ve değer saklama aracı olarak birlikte kullanımını ise “dolarizasyon” (dollarization) olarak tanımlamışlardır. Hatta bu iktisatçılara göre dolarizasyon durumunda yabancı paraların değişim aracı olarak kullanılması gerekli de değildir⁵. Aslında, bu iktisatçılar “dolarizasyon” terimini Latin Amerika ülkelerindeki para ikamesini göstermek için kullanmışlardır. Onlara göre, bir ekonomide büyük ölçüde dolarizasyon olgusu bulunmasına (geniş tanımlı ulusal para miktarının (M2Y)⁶ büyük bir kısmı yabancı para cinsinden olmasına) karşın ulusal para işlemlerde değişim aracı olarak kullanımını sürdürebilmektedir. Dolayısıyla, böyle bir ekonomide dolarizasyonun varlığına karşın para ikamesi yoktur.

⁵ Bundan dolayı, ulusal para yerine yabancı bir paranın sadece hesap birimi ve/veya değer saklama aracı olarak kullanıldığı bir ekonomide “dolarizasyon” mevcut iken, “para ikamesi” bulunmamaktadır (Calvo ve Végh, 1992, s.2)

⁶ Burada, geniş tanımlı para miktarı M2Y, dolaşımdaki banknot (emisyon), vadeli ve vadesiz mevduat hesapları (M2) ile döviz cinsinden tutulan mevduat hesaplarının toplamından oluşmaktadır (Özel, 2000, s.62).

Ortiz (1983) dolarizasyonu, reel ve finansal işlemlerin ulusal paradan çok yabancı bir parayla gerçekleştirilmesi olarak tanımlamaktadır. Ortiz'in dolarizasyon tanımı farklı paraların beklenen nisbi getiri ve risklerindeki değişimlere bağlı olarak bu paralar arasında gerçekleşen ikame anlamındaki para ikamesi tanımına yakındır. Melvin (1988) ise dolarizasyonu, piyasa baskısıyla oluşan parasal bir reform olarak tanımlamaktadır. Melvin'e göre parasal reformlar karar birimlerinin geçmişteki ve bugünkü parasal koşullara tepkilerinin bir sonucu olarak gerçekleştirilmektedir. Ulusal paraya güvenleri kaybolan karar birimleri güvenilirliği düşük ulusal parayı güvenilirliği yüksek yabancı bir parayla ikame etmektedir. Başka bir deyişle, karar birimlerinin ulusal paranın değerinin istikrarlı olacağına güven duymamaları bunları ulusal paradan yabancı bir paraya doğru kaydırmaktadır. Sonuçta öyle bir noktaya gelinir ki piyasada kendiliğinden oluşan dolarizasyon resmi olarak kabul edilir. Burada, arz yönlü resmi bir parasal reform değil piyasa kaynaklı talep yönlü bir parasal reform söz konusudur.

Pedro Pou (1999) dolarizasyonun üçlü bir sınıflandırmasını yapmıştır. Birincisi, tek taraflı dolarizasyon (unilateral dollarization) olarak adlandırılır. Bu dolarizasyon türünde, taraflar arasında karşılıklı bir anlaşma olmaksızın herhangi bir ülke diğer ülkenin parasını ulusal para olarak benimsemektedir⁷. İkinci tür dolarizasyon, ortak bir paranın kullanımına ilişkin bir parasal birlik anlaşmasıyla oluşmaktadır. Bu tür bir dolarizasyonda yeni para politikası kurallarıyla şekillendirilen Avrupa Merkez Bankası gibi yeni kurumlar ve yeni bir para yaratılır. Bunun en bilinen örneği, Euro'yu benimseyen Avrupa Para Birliğidir. Üçüncü tür dolarizasyon çift taraflı dolarizasyon (bilateral dollarization) olarak adlandırılır. Bu dolarizasyon türünde ise dolarizasyonu seçen ülke ile parası resmi ödeme aracı olarak seçilecek ülke arasında bu ikinci ülkenin parasının (örneğin, doların) yasal ödeme aracı olarak kabulüne ilişkin karşılıklı bir anlaşma yapılmaktadır (Hausmann ve Powell, 1999, s 2)

Literatürde dolarizasyonun "resmi (official) ve gayri resmi (unofficial)" ya da eş anlamlı olmak üzere "yasal (*de jure*) ve fiili (*de facto*)" şeklinde ikili bir ayırımı yapılmıştır. Bir ülkedeki karar birimlerinin (bireyler ve firmalar) herhangi bir yasal zorunluluk olmaksızın başka bir ülkenin parasını kullanmaya karar vermeleri durumu "gayri resmi veya fiili" dolarizasyon olarak adlandırılmaktadır (Dean, 2000, s 2). Birçok ülkenin kendi resmi parası

⁷ Bir ülkenin tek taraflı olarak dolarizasyona geçmesi için öncelikle bazı koşulları sağlaması gerekir. İlk olarak, dolarizasyon kararı için hükümete yasal ve kurumsal olarak yetki verilmesi gerekir. İkinci olarak, bu sisteme geçecek ülkenin ulusal parasını yabancı para ile değiştirebilmesi ve dolaşımdaki paraları geri satın alabilmesi gerekir. Bu ise ülkenin yeterli miktarda uluslararası rezerv biriktirmiş olmasını gerektirmektedir. Çünkü, rezerv stoklarının bir kısmının dolaşımdaki ulusal parayı yabancı paraya çevirirken kullanılması gerekecektir (Hausmann ve Powell, 1999, s.5)

olmasına karşın, ülkedeki karar birimleri büyük ölçüde hesap birimi, değişim ve değer saklama aracı olarak başka bir ülkenin parasını tercih etmektedir. Yüksek enflasyonun görüldüğü bazı ülkelerde 1980'li yıllarda başlayan bu olgu gayri resmi (fiili) dolarizasyon olarak adlandırılır. Meksika, İsrail, Peru gibi birçok ülkede enflasyon oranları üç haneli rakamlara ulaştığında, yurtiçi yerleşikler ulusal paralarını yabancı bir parayla ikame ederek portföylerinin reel değerini (satın alma gücünü) korumaya çalışmışlardır. Hükümetler, yurtiçinde yabancı paraların dolaşımına ve yurtiçi yerleşiklerin bu paralar cinsinden mevduat hesabı açmalarına izin vererek gayri resmi (fiili) dolarizasyona zemin hazırlamaktadır (Chang, 2000, s.2). Dolayısıyla, gayri resmi (fiili) dolarizasyon, aslında hükümetin (resmi otoritenin) bir seçimi olmayıp bireylerin ulusal para yerine yabancı bir parayı tercih etmeleriyle ortaya çıkmaktadır. Resmi (yasal) dolarizasyon ise yabancı bir paranın kanunlar yoluyla ulusal para yerine kullanılmasına izin verilmesi durumudur (Dean, 2000, s.3). Başka bir deyişle, resmi (yasal) dolarizasyon, bir ülkede tüm işlemlerde ve sözleşmelerde ulusal para yerine yabancı bir paranın yasal ödeme aracı olarak kabul edilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Resmi (yasal) dolarizasyonda yasa yoluyla ulusal para dolaşımından çekilerek yabancı bir paranın ulusal para yerine dolaşımına izin verilmektedir (Humpage, 2002, s.4).

Literatürde, karşılaşılan bir diğer ayırım ise tam dolarizasyon⁸ (full dollarization) ve yükümlülük dolarizasyonu (liability dollarization) şeklindedir⁹. "Tam dolarizasyon" ülkelerin kendi ulusal paralarını dolaşımından tamamen çekerek yabancı bir parayı yasal ödeme aracı (legal tender) olarak kabul etmeleridir (Calvo ve Vegh, 1992, s.8). Finansal alanda giderek artan küreselleşmeyle birlikte finansal piyasaların dalgalı kur sistemlerine karşı kırılganlıklarının arttığı fikrinden hareketle bazı iktisatçılar, finansal olarak dışa açık ekonomilerin daha esnek kur sistemlerine geçmelerini önerirken, bazı iktisatçılar ise sabit kur sistemleri ya da ülkenin kendi parasının kontrolünden vazgeçip yabancı bir parayı benimsemesi (parasal birlik durumu veya tam dolarizasyon) şeklinde uç öneride bulunmuştur (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.1). Dolayısıyla, tam dolarizasyon aynı zamanda bir sabit kur rejimine ilişkin bir seçimdir. Ekvador 2000 yılında tam dolarizasyonu benimseyen bir ülkedir. Bu ülkede, ciddi politik ve parasal kurumlarda gözlenen kredibilite eksiklikleri beraberinde finansal krizleri getirmiş ve tam dolarizasyon bu krizlerle başa çıkabilme yöntemlerinden biri

⁸ Literatürde, tam dolarizasyon ile resmi ya da yasal dolarizasyon kavramları birbirleri yerine de kullanılabilir (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.42).

⁹ Ulusal ekonomi tam dolarize olmamasına karşın, karar birimleri portföylerinde yüksek oranda yabancı para balanslarına yer veriyorlar ise bu ekonomi *kısmen dolarize olmuş* demektir. Dolayısıyla, ilerleyen bölümlerde ne tam dolarize olmuş ne de tamamen ulusal paranın kullanıldığı bir ekonomi için *oldukça dolarize* terimi kullanılacaktır.

olarak görülmüştür Ekvador'un yanısıra El Salvador da 2001 yılında ABD dolarını yasal ödeme aracı olarak kabul etmiştir¹⁰ (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.5).

Yükümlülük dolarizasyonu (liability dollarization) ise karar birimlerinin borçlanmalarını ulusal para yerine yabancı bir parayla yapmalarınıdır (Calvo, 1999, s.1). Daha açık olarak, yükümlülük dolarizasyonu, ülkelerin ve/veya karar birimlerinin yabancı bir paraya endeksli olarak ya da yabancı bir para cinsinden borçlanmalarını ifade etmektedir (Antinolfi ve Keister, 2001, s.35). Bu dolarizasyon türü özellikle finansal piyasaların az gelişmiş olduğu ülkelerde görülür. Bu tür ekonomilerde, karar birimleri döviz kurundaki değişmelere karşı duyarlı olan ulusal para cinsinden borçlanma ile genellikle daha avantajlı olan yabancı para cinsinden borçlanma arasında seçim yaparlar.

Bu dolarizasyonun yurtiçi finansal piyasaların gelişimine ve bu piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesine katkıda bulunarak dolaylı bir faydasının olduğu düşünülmektedir (Antinolfi ve Keister, 2001, s.36) Ancak, bu dolarizasyon türü genellikle ihmal edilmektedir. Yükümlülük dolarizasyonu Türkiye¹¹ dahil Arjantin, Bolivya ve Peru gibi çok sayıda ülkede görülmüştür. Bu ülkelerdeki bankaların yabancı para cinsinden borçlanmaları ile ülkelerin yabancı ülkelere ve yabancı kredi sağlayan kuruluşlardan aldıkları yabancı para cinsinden borçları oldukça yüksek düzeydedir (Calvo, 1999, s.1). Bu ülkelerin yanısıra, yeni gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde (emerging market economies) özel kesimin yabancı paralar (özellikle dolar) cinsinden borçlanması hızla artmaktadır. Bu tür borçlanmaya yabancı para cinsinden hem bireysel borçlanma hem de ulusal bankacılık kesimi borçlanması girmektedir (Antinolfi ve Keister, 2001, s.35). Bu dolarizasyon özellikle bankaların yükümlülüklerinin varlıklarını aştığı bir dengesizlikten kaynaklanmaktadır (Calvo, 1999, s.1). Ayrıca, sabit kur sisteminde ulusal paranın devalüasyon riski nedeniyle ulusal para cinsinden borçlanmada karşılaşılan faiz oranının yabancı para cinsinden borçlanmada karşılaşılan faiz oranına göre yüksek olması ise bankaları yabancı para cinsinden borçlanmaya iten ikinci bir unsurdur (Antinolfi ve Keister, 2001, s.35).

¹⁰ 2002 yılı itibarıyla dünyada resmi olarak ABD dolarını yasal ödeme aracı olarak kabul eden 16 ülke vardır (Humpage, 2002, s.1).

¹¹ Türkiye'de döviz cinsi borçların toplam borç stokuna oranı 2002'de %58 ve 2003'de %46 iken, Haziran 2004 itibarıyla ise %44'dür (Referans, 20 Ağustos 2004, s.5).

Tablo 1.1'de ilerleyen kısımlarda sıklıkla karşılaşılabilecek olan para ikamesi tanımları daha açık hale getirilmektedir. Bu tablo farklı para ve varlık ikamesi¹² türlerini birlikte içerecek biçimde oluşturulmuştur.

Tablo 1.1 Para ve Varlık İkamesi Türleri

	PARALAR	TAHVİLLER
Ulusal	M_D	B_D
Yabancı	M_F	B_F

Kaynak: Mizen ve Pentecost, 1996, s. 12

Tablo 1.1'de M_D ve M_F sırasıyla ulusal ve yabancı paraları B_D ve B_F ise ulusal ve yabancı tahvilleri simgelemektedir. Ulusal (M_D) ve yabancı (M_F) paralar arasındaki dikey hareketler *doğrudan* para ikamesini oluştururken, ulusal (B_D) ve yabancı (B_F) tahviller arasındaki dikey hareketler ise *sermaye hareketini* oluşturmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s. 11). Tablo'da ulusal ve yabancı tahvillerin kendi aralarındaki dikey hareketleri (sermaye hareketi) McKinnon (1996) *dolaylı* para ikamesi olarak tanımlamıştı. Cuddington (1983)'ün "sermaye hareketi" kavramı ile McKinnon (1996)'un "dolaylı para ikamesi" kavramı birbirine eşdeğerdir. Ayrıca, sermaye hareketi ile varlık ikamesi kavramları da birbirleri yerine kullanılabilirlerdir.

Teoride doğrudan ve dolaylı para ikamesi ayrımı yapılmış olmasına karşın bu ikisi eşanlı olarak ortaya çıkabilmektedir. Para ikamesi ile sermaye hareketinin eşanlılığı bir karar biriminin likidite tercihi yardımıyla açıklanabilir. Dış ticaret yapan bir şirket eşanlı olarak ulusal ve yabancı para balansları tutabilmektedir. Ayrıca, her iki ülkenin faiz taşıyan varlıklarını tutabilmekte ve faiz oranı beklentileri ile döviz kuru hareketlerine göre servetini para ile tahvil arasında dağıtabilmektedir. Bu koşullarda, para ikamesi ile sermaye hareketi arasında uygulamada ayırım yapmak güçleşmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.13). Dolayısıyla, teoride, karar birimlerinin ulusal ve yabancı paraları tutma amaçları arasında ayırım yapılmasına karşın, uygulamada paraların hesap birimi, değer saklama ve değişim aracı olarak ikame edilebilirliğini ayırmak oldukça güçtür. Çünkü, portföylerde likidite hizmetleri (değer saklama) sağlayan yabancı paralar ile faiz taşıyan yabancı varlıklar birlikte bulunabilmektedir.

¹² Literatürde, bu iki kavramın farklılığına dikkat çekilmektedir. Ulusal para yerine yabancı bir paranın değişim aracı olarak kullanılması "para ikamesi" olarak adlandırılırken, yabancı bir para ve bu para cinsinden finansal varlıkların değer saklama aracı olarak kullanılmasına "varlık ikamesi" denir (Dean, 2000, s. 1).

1.2. Para İkamemesinin Nedenleri

Karar birimlerinin, ulusal ve yabancı paraları portföylerinde eşanlı olarak bulundurmaları bir tür portföy çeşitlendirmesidir. Yurtiçi yerleşikler alışkanlıklar, gelenekler ya da birtakım kolaylıkları nedeniyle portföylerinde yüksek oranda ulusal para balansları tutmakla birlikte ulusal paranın yerine getiremediği fonksiyonları kısmen veya tamamen üstlenebilen yabancı paralara da portföylerinde yer vermektedir. Karar birimleri, portföylerinin toplam riskini minimize etmek için genellikle para balanslarını çeşitlendirme eğilimindedirler (Rosenberg, 2002, s 166). Özellikle, çok uluslu şirketlerin böyle bir eğiliminden bahsedilebilir. Çok uluslu şirketlerin yanısıra bireyler de genellikle işlem, ihtiyat ve spekülatif amaçla talep ettikleri para miktarını farklı paralarla çeşitlendirme eğilimindedirler. Ayrıca, ithalatçılar, ihracatçılar, yurt dışı seyahatlerinde iş alemi, turistler ve sınır bölgelerinde yaşayan yerleşikler, para balanslarını çeşitlendirmeye isteklidirler (Miles, 1978, s 428). Ülke sınırlarında yaşayan bireyler genellikle sınır bölgelerindeki ülkelerin mal ve hizmetlerini talep ederler. Bu koşullarda, yabancı paralar ulusal paraya göre daha likit olduğundan bireyler nakit balanslarını kısmen yabancı para olarak tutarlar (Gärtner, 1993, s.143). Bazı ülkelerde dış ticaret ve turizm gibi faaliyetler önemlidir ve bu sektörlerdeki faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için yabancı para kullanımı gerekir. Dolayısıyla, karar birimlerinin uluslararası boyuttaki işlemlerini gerçekleştirmek için ulusal para yerine yabancı para tutmaları para ikamesinin varlığına işaret etmektedir. Ancak, bu olağan işlemlerin gerektirdiğinin ötesinde karar birimleri ülkedeki makroekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle yabancı paralar ve bu paralar cinsinden varlıklar tutabilmektedir.

Karar birimleri, genellikle güçlü enflasyonist baskılar ve zayıf dış ticaret dengesi gibi makroekonomik istikrarsızlık yaratan olumsuz politikalar nedeniyle yabancı paraları ve bu paralar cinsinden finansal varlıkları talep etmektedir. Bu tür politikalar ise artan bütçe açıkları, aşırı para basılması, artan döviz ve ticaret kısıtlamaları, düşük faiz oranları ve özellikle yabancı paranın ulusal paraya göre aşırı değerlenmesinden kaynaklanmaktadır. Bu koşullarda ulusal para cazibesini yitirmekte ve ekonomideki bu olumsuzlukları giderebilecek politikalar uygulanmadığında para ikamesi süreci başlamaktadır (El-Erian, 1987, s.38). Para ikamesine yol açan en önemli etken ise yüksek enflasyondur.

Aşağıda para ikamesine yol açan başlıca faktörler olarak yüksek enflasyon, döviz kurlarının belirsizliği, ulusal para ve bu para cinsinden varlıkların nispi getirisine ilişkin

beklentiler ve ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyleri (kuramsal yapıları) üzerinde durulacaktır.

Yüksek enflasyonun ekonomi üzerinde çok sayıda olumsuz etkisi vardır. Yüksek enflasyon, ulusal seviyede sermaye birikimini engelleyerek büyüme ve gelişmeyi aksatmaktadır. Ayrıca, yüksek enflasyon tasarrufların reel getirilerini belirsiz kılarak finansal sektörde kaynak dağılımında etkinliği bozmakta ve ekonomide çeşitli sapmaları beraberinde getirmektedir. Yüksek enflasyon, para ikamesine uygun bir ortam hazırlamaktadır¹³ (Humpage, 2002, s.2) Bir ülkede enflasyonun diğer ülkelere göre yüksek olması, bu ülkede değeri yüksek ve istikrarlı yabancı paralara doğru talep kayması yaratmaktadır. Çünkü, yüksek enflasyonlu ülkede ulusal paranın değer kaybedeceği yönünde beklentiler oluşmaktadır. Ulusal paranın değer kaybedeceği beklentisi ise yabancı paralardan sağlanabilecek kar beklentilerini arttırmaktadır (Hakioğlu, 1988, s.2). Karar birimleri genellikle varlıkların cari fiyatlarıyla değil beklenen getiri oranlarıyla ilgilenir ve portföylerinin beklenen getirisini maksimize etmek isterler. Bir varlığın getiri oranı ise varlığın cari fiyatı ile beklenen fiyatı kıyaslanarak belirlenmektedir. Gelecek dönemlere ilişkin fiyat beklentileri varlık talebinin önemli bir belirleyicisidir (Boyer, 1996, s.98). Başka bir deyişle, para ikamesinin temel nedenlerinden biri de herhangi bir parayı bulundurmanın diğer paraları bulundurmaya göre daha avantajlı olmasıdır. Bu avantajlar genellikle bir paranın diğer paralara kıyasla sunduğu likidite hizmetleri ya da getiri oranlarıyla ilgilidir (Lewis ve Mizen, 2000, s.200). Parasal getirileri ile parasal olmayan hizmetleri yönünden alternatif paralar arasındaki farklılıklar, bir ülkedeki toplam para balanslarının ulusal ve yabancı paralar arasındaki dağılımını belirlemektedir. Diğer şeyler sabit iken, yurtiçi enflasyon oranı arttığında yabancı paranın ulusal paraya göre getirisi artmaktadır. Karar birimleri, vergi ödemelerinde ve bazı yurtiçi işlemlerde ulusal para kullanmalarına karşın, yurtiçi enflasyon oranının artması yabancı paraların ulusal paraya kıyasla geleneksel parasal hizmetleri daha iyi yerine getirmelerine neden olmaktadır (Melvin ve Peiers, 1996, s.33). Ülkede yabancı para cinsinden varlıkları tutmanın serbest bırakılmasıyla birlikte ulusal para cinsinden varlıkların yabancı para cinsinden varlıklara göre reel getirilerinin daha düşük (ve hatta negatif) olması para ikamesine yol açmaktadır (Sahay ve Végh, 1996, s.212). Ayrıca, karar birimleri ulusal para tutarken enflasyon vergisine maruz kalabilmekte ve bu vergiden

¹³ Yüksek enflasyon ise kamu maliyesindeki dengesizlikler nedeniyle oluşmaktadır. Kısa dönemli bütçe açıklarının borçlanmayla finanse edildiği durumlarda bütçe açıkları ile enflasyon arasında ampirik olarak çok sıkı bir ilişki bulunmamasına rağmen, kalıcı büyük bütçe açıklarının yüksek enflasyonun temel nedeni olduğu görülmüştür (Calvo ve Végh, 1992, s.3).

kaçınmak için de servetlerinin daha az değer kaybedeceğine inandıkları yabancı bir paraya yönelebilmektedir (Humpage, 2002, s 2)

Para ikamesi, bir anlamda karar birimlerinin servet ve gelirlerinin reel değerlerini koruma çabalarından kaynaklanır. Bu olgu, karar birimlerinin yabancı para cinsinden varlıkların likiditesine göre ulusal para cinsinden varlıkların likiditesine ilişkin beklentilerini etkileyen kurumsal, politik ve dışsal faktörlerdeki değişimlere karşı tepkilerini yansıtmaktadır. Ayrıca, finansal koşulların kötüleşmesi ve ulusal paranın yabancı paralara göre beklenen nisbi getirisinin düşmesi de karar birimlerini para ikamesine sürüklemektedir (Oskoee ve Domaç, 2002, s.4).

Yüksek enflasyonun yıkıcı gücü karşısında değerini koruyabilen para yoktur. Para ikamesinin nedenleri büyük ölçüde paranın fonksiyonlarıyla bağlantılıdır. Para ikamesi, paraların sağladığı hesap birimi, değişim ve değer saklama aracı işlevlerinin farklılığına bağlıdır. Dolayısıyla, para ikamesinin belirleyicileri her paranın sağladığı bu üç işlevin farklı olmasıdır. Yüksek enflasyon, paraların hesap birimi, değer saklama ve değişim aracı gibi temel fonksiyonlarını yerine getirebilme güçlerini önemli ölçüde zayıflatmaktadır.

Paraların değerlerinde enflasyonla birlikte oluşan ve genellikle tahmin edilemeyen düşmeler *değer saklama işlevlerini*¹⁴ zayıflatmaktadır. Ulusal enflasyon oranı artarken, yurtiçi yerleşikler başlangıçta ulusal paranın hızla değer kaybetme ihtimalinden kaçınmak için değer saklama aracı olarak yabancı bir parayı talep ederler. Dolayısıyla, yabancı paraların değer saklama aracı olarak ikame edilmesi dolarizasyon sürecinin *ilk* aşamasını oluşturmaktadır (Melvin ve Peiers, 1996, s.33). Benzer şekilde, enflasyon (nominal fiyatların artması) paraların *hesap birimi*¹⁵ olarak kullanılmasını engellemektedir. Ülkede, yüksek ve istikrarsız

¹⁴ Değer saklama aracı olarak para, karar birimlerinin parayı istedikleri zaman kullanmalarına imkan tanır. İnsanların çoğu, kazançlarının en azından bir kısmının tüketimini ertelemek isterler. Mal satın almalarını ertelemelerinin çeşitli nedenleri vardır. Para yerine malları stoklamak zahmetli olduğu kadar büyük maliyetler de içermektedir. Stoklanan mallar zaman içinde aşınabilmektedir. Bu nedenle mallar yerine belirsizliklerin olduğu bir ortamda satın alma gücünün (para) biriktirilmesi daha avantajlıdır. Özellikle aileler, firmalar, bankalar, hükümetler gibi çeşitli karar birimleri mal ve hizmetlere ilişkin alış ve satış kararlarını kolaylıkla oluşturamazlar. Bu ise gelir ile giderler arasında dengesizlik yaratabilir. Bu nedenle, nakitlerinde önemli dalgalanmalar meydana gelebilir. Bu dengesizlikleri gidermek için karar birimleri para tutarlar (Lewis ve Mizen, 2000, s.11).

¹⁵ Paranın hesap birimi işlevi değişim aracı ve değer saklama işlevlerinden farklıdır. Değişim aracı ve değer saklama işlevlerinde somut (elle tutulabilir) varlıklar (para, vadeli mevduatlar vs.) söz konusu iken hesap birimi işlevinde somut bir varlık söz konusu değildir ve herhangi bir para benimsenebilir. Para hesap birimi olarak mal ve hizmetlerin değişimi sırasında karşılaşılan işlem ve bilgi maliyetlerini azaltır. Para olmaksızın tüm mal ve hizmetlerin fiyatları diğer mal ve hizmetlerin fiyatları cinsinden ifade edilir. Bu koşullar altında, n malı bir ekonomide $(n/2)(n - 1)$ adet nisbi fiyat hesaplanması gerekir. Bu ise işlem maliyetlerini yükseltir. Çünkü mal ve hizmetlerin fiyatlarını karşılaştırmak zaman ve emek gerektirir. Ancak, para bir hesap birimi olarak bu tür maliyetleri ortadan kaldırır (Bofinger, 2001, s 13).

bir enflasyon oranı mevcut iken, dolarizasyonun *bir sonraki* aşamasında ulusal para yerine yabancı bir para hesap birimi olarak kullanılır. Mal ve hizmet fiyatları yabancı para cinsinden saptanır ve sözleşmeler bu yabancı para cinsinden yapılarak işlemlerin reel değerleri korunmaya çalışılır. Değeri istikrarlı yabancı bir paranın hesap birimi olarak kullanılması ise fiyatların uzun bir süre sabit kalmasını sağlayarak fiyatlamada etkinliği sağlar. Karar birimleri ulusal para hızla değer kaybederken bu paranın değerindeki değişimleri izleyememekte ya da fiyatlara ilişkin bilgi edinme güçlerini kaybetmektedir. Değeri düşük ulusal paranın varlığında oluşan bu bilgi maliyetleri ise değeri istikrarlı yabancı bir paranın kullanımıyla azalmaktadır (Melvin ve Peiers, 1996, s.34). Ayrıca, değeri belirsiz paraların *değişim aracı*¹⁶ olarak kabulü güçtür. Nihai olarak, karar birimleri değeri istikrarsız ulusal para yerine değeri istikrarlı yabancı bir parayı değişim aracı olarak talep ederler. Para ikamesi ise dolarizasyonun bu *son* aşamasında ortaya çıkmaktadır (Calvo ve Végh, 1993, s.34).

Kısaca, karar birimleri ulusal paranın yerine getiremediği geleneksel fonksiyonları bazı yabancı paraların ve bu paralar cinsinden faiz taşıyan varlıkların yerine getirdiğini düşünürler ve bu şekilde nominal servetlerinin reel değerini bu yabancı paralar ile varlıklardan tutarak korumaya çalışırlar. Gelişmekte olan ülkelerde yerleşikler tasarruflarının büyük bir kısmını yabancı paralarda değerlendirmektedir. Bankaların ödünç portföylerinin önemli bir kısmı da değeri istikrarlı yabancı para mevduatlarından oluşmaktadır (Humpage, 2002, s.2).

Para ikamesinin temel nedeni yüksek enflasyon olmakla birlikte enflasyon oranı düştükten sonra ulusal para talebinin enflasyondan önceki seviyesine dönmeyebileceği öne sürülmektedir. Böyle bir durum bir kısım Latin Amerika ülkelerinde (Bolivya, Peru ve Uruguay) görülmüştür (Calvo ve Végh, 1993, s.36). Latin Amerika ülkelerinde finansal serbestleşme ve kambiyo kısıtlamalarının kaldırılması beraberinde dolarizasyonu getirmiştir (Sahay ve Végh, 1996, s.193). Bu ülkelerde yabancı para(lar) zamanla ulusal paralarla ikame edilerek ulusal paranın tüm fonksiyonlarını yerine getirmeye başlamıştır. Estonya, Litvanya ve Polonya gibi Eski Doğu Bloku ülkelerinde enflasyon oranları artarken karar birimleri değeri düşük ulusal paralarını değeri istikrarlı yabancı bir parayla ikame etmişler ve enflasyon oranları düştükten sonra ise tekrar ulusal paraya dönmüşlerdir. Literatürde, bu ikinci aşamaya

¹⁶ Para değişim aracı işlevini yerine getirerek takas ekonomisinde alış ve satış sırasında karşılaşılan güçlükleri ortadan kaldırır. Paranın kullanımı ekonomik işlemleri basitleştirir; bir takas işlemi, parayla yapılan alış ve satış işlemine göre oldukça karmaşıktır. Takas işlemlerinin kompleksliği, takasın alış ve satış olmak üzere her iki yönünün de düşünülmesi gerektiğinden kaynaklanır. Takas işlemi aynı anda iki ekonomik kararı içerir. Ancak, değişim aracı olarak para, takasın alış ve satış işlemlerinin eşanlılığını ortadan kaldırır. Mal ve hizmetlerin ya alış ya da satış yönü ön plana çıkar. Değişim aracı olarak para, takastaki iki taraflı ticaretin yerini çok taraflı ticaretin almasına neden olur (Lewis ve Mizen, 2000, s.9)

“tersine dolarizasyon” (de-dollarization) denilmektedir ve karar birimlerinin yabancı paralardan ulusal paraya dönüş yapmalarını ifade etmektedir. Aslında tersine dolarizasyon süreci, ulusal para cinsinden varlıkların yabancı para cinsinden varlıklara göre reel getirilerinin daha yüksek olmasından kaynaklanır. Başka bir deyişle, ulusal paranın yabancı paralara göre daha yüksek reel getiri sağlaması koşuluyla karar birimleri yabancı paralardan ulusal paraya dönmektedir¹⁷ (Sahay ve Végh, 1996, s.212). Ancak, bazen başarılı istikrar programlarıyla enflasyon oranı düşürülse bile paraların değişimi sırasında karşılaşılan maliyetler nedeniyle tam bir tersine dolarizasyon süreci gerçekleşmemektedir. Bunun yanısıra, beklenen enflasyon ve parasal belirsizlikler de tersine dolarizasyon sürecini geciktirebilmektedir (Humpage, 2002, s.3).

1980’li yıllarla birlikte oldukça dolarize olan bir kısım Latin Amerika ülkelerinde (Bolivya, Peru ve Uruguay) dolarizasyon süreci tersine dönmemiştir. Bu ülkelerde enflasyon oranı artarken ulusal reel para balansları talebi azalmasına karşın, enflasyon oranı düşerken ise ulusal reel para balansları talebi artmamış ya da dolarizasyon tersine dönmemiştir (Rodriguez, 1992, s.2). Ülkedeki yabancı para cinsinden mevduatların geniş tanımlı ulusal para miktarına (M3)¹⁸ oranı olarak ölçülen dolarizasyon derecesi 1993 yılının sonlarında Peru ve Uruguay’da yaklaşık %70, Bolivya’da ise %80 olmuştur (Sahay ve Végh, 1996, s.193). Bolivya’da 1985 yılında bütçe açığını azaltmayı hedefleyen bir istikrar programı uygulanmış ve bu programla birlikte enflasyon oranı düşmesine karşın dolarizasyon oranı azalmak yerine artmıştır. Dolayısıyla, Bolivya’daki başarılı istikrar programı tersine dolarizasyonla sonuçlanmamıştır (Melvin ve Peiers, 1996, s.37). Normalde yurtiçi enflasyon oranı artarken dolarizasyonun olması ve yurtiçi enflasyon oranı düşerken ise tersine dolarizasyon olması beklenir. Böyle bir süreç belirtildiği gibi Estonya, Litvanya ve Polonya gibi Eski Doğu Bloku ülkelerinde yaşanmıştır. Bu geçiş ekonomilerinde reform programları öncesinde yüksek enflasyon oranları ve regüle edilen nominal faiz oranları, ulusal para cinsinden varlıkların reel getirilerini negatif yapmış ve karar birimleri bu getirisi düşük ulusal para cinsinden varlıklardan getirisi yüksek yabancı para cinsinden varlıklara kaymıştır. Sonraki yıllarda, bu ekonomilerde enflasyon oranlarını düşürmeye yönelik istikrar programları başarılı olmuş ve ulusal para cinsinden varlıklara yüksek reel faiz uygulanarak dolarizasyon oranlarının

¹⁷ Türkiye’de ulusal para cinsinden finansal varlıkların reel getiri oranları, yabancı para cinsinden finansal varlıkların reel getiri oranlarına göre yüksek iken, dolarizasyon oranı oldukça yüksek seviyelerde kalmıştır. Bu ise reel getiri oranı kriterinin Türkiye gibi oldukça dolarize olan bir ülkede hanehalklarının davranışını açıklayamadığına işaret etmektedir (Civcir, 2003, s.3)

¹⁸ Burada, geniş tanımlı para miktarı M3, M2 + Merkez Bankasında tutulan kamu mevduatları olarak tanımlanmaktadır (Özel, 2000, s.62)

düşürülmesi ile bu süreç tersine çevrilmiştir (Sahay ve Végh, 1996, s.194). Bolivya örneğinde ise enflasyon oranı düşerken, tersine dolarizasyon görülmemiştir. Bunun nedenlerinden biri karar birimlerinin istikrar politikasına güven duymamalarıdır. Enflasyon oranı düşmesine ve döviz kuru istikrar kazanmasına karşın karar birimleri hükümetin yeni makroekonomik politikayı sürdüreceğine inanmamışlar ve yabancı paradan ulusal paraya geri dönmemişlerdir (Melvin ve Peiers, 1996, s.38). Diğer bir ifadeyle, Latin Amerika ekonomilerinde enflasyon oranları düşmesine ve ulusal para cinsinden varlıkların reel getirileri artmasına karşın dolarizasyon oranı oldukça yüksek seviyelerde kalmıştır. Bu ekonomilerde makroekonomik istikrarsızlıklar ve finansal yenilikler beraberinde literatürde dolarizasyonun tersine çevrilemezliği ya da “histeri” (hysteresis) olarak adlandırılan olguyu getirmiştir¹⁹ (Sahay ve Végh, 1996, s.193).

Para ikamesi sürecinde “histeri” ya da “tersine çevrilemezlik” mümkündür²⁰ Daha açık olarak, yurtiçi enflasyon oranı düşse bile dolarizasyon oranı düşmeyebilir. Dolayısıyla, enflasyon oranı yükselmeden önceki aynı enflasyon seviyesinde karar birimleri daha az ulusal para ve daha fazla yabancı para tutmayı sürdürebilirler. Para ikamesi sürecinde oluşan bu tersine çevrilemezlik, büyük ölçüde finansal uyum süreciyle ilişkilendirilmektedir. Yüksek enflasyon yeni finansal araçlar ve yabancı para mevduatları gibi yeni kurumlar yaratmakta ve ekonomi buna alışmaktadır. Yeni finansal araçların oluşumu hem oldukça maliyetlidir hem de bir öğrenme süreci gerektirmektedir. Böyle bir durumda ise aynı yurtiçi nominal faiz oranı ya da aynı enflasyon oranında ulusal para talebi azalmaktadır (Calvo ve Végh, 1993, s.36). Daha açık olarak, finansal uyum süreçleri batık maliyetler²¹ (sunk costs) ile yaparak öğrenme (learning by doing) maliyetleri içermektedir. Bu maliyetler veri iken dolarizasyon oranı düşmemektedir (Sahay ve Végh, 1996, s.212). Bu tür maliyetleri kapsayan yatırımlardan sonra enflasyon oranı düşse bile karar birimleri bu yeni finansal enstrümanları kullanmayı sürdürebilirler (Calvo ve Végh, 1993, s.36). Histeri olgusunun diğer bir nedeni ise yabancı paradan ulusal paraya dönüş yaparken karşılaşılan işlem maliyetleridir. Aslında, işlem

¹⁹ Enflasyon oranı artarken dolarizasyon oranının artması, ancak, enflasyon oranı düşerken dolarizasyon oranının düşmemesi literatürde “ratchet etkisi” olarak da adlandırılmaktadır (Melvin ve Peiers, 1996, s.38).

²⁰ “Histeri” (Hysteresis) olgusunu, Calvo ve Rodriguez (1977)’in likidite hizmetlerini sağlamada faiz taşıyan yabancı varlıklar ile ulusal para arasında rekabetin olduğunu varsayan geleneksel para ikamesi modeli açıklayamamıştır. Geleneksel para ikamesi modelinde, yabancı paranın ulusal para cinsinden varlıklara oranı yurtiçi nominal faiz oranıyla pozitif ilişkili olduğundan enflasyon oranının düşmesi (ya da ulusal nominal faiz oranının düşmesi) yabancı paranın ulusal paraya göre talebini düşürür. Bu modelin “histeri” olgusunu açıklayabilmesi için para ikamesi sürecinin tersine dönmesini engelleyen bazı maliyetlerin olduğunun varsayılması gerekir (Sahay ve Végh, 1996, s.212)

²¹ Batık maliyetler, herhangi bir piyasaya girmek için yapılması gereken ve geri dönüşü olmayan harcamalardır (Nicholson, 1998, s.806)

maliyetleriyle bağlantılı olarak tersine dolarizasyon sürecinin olmaması büyük ölçüde paranın değişim aracı fonksiyonuyla ilgilidir (Melvin ve Peiers, 1996, s 38)

Değişim aracı işlevinde ulusal paralar doğal monopol konumundadır. Karar birimlerinin belli bir parayı değişim aracı olarak kullanmayı tercih etmeleri zamanla bu paranın kullanıcı ağını genişletmektedir. Bu kullanıcı ağı genişleyen paranın kullanımı ise diğer paralarla işlem yapmanın maliyetli olmasına neden olur. Dolayısıyla, bu yabancı paranın kullanımının yaygınlaşmasıyla birlikte diğer paraların kullanımı belli ölçüde işlem maliyetine katlanmayı gerektirir ve parasının kullanımı genişleyen ülkenin enflasyon oranı bu işlem maliyetlerini aşacak ölçüde yüksek olmadığı sürece bu kullanıcı ağı genişleyen yabancı para diğer ülkelerde değişim aracı işlevini sürdürür. Literatürde bu duruma "ağ dışsallığı" (network externality) denilmektedir (Melvin ve Peiers, 1996, s.39). Bu ağ dışsallığı ya da herhangi bir yabancı paranın değişim aracı olarak kullanımının yaygınlaşması bu yabancı paradan ulusal paraya dönüşü maliyetli yapabilmekte ve dolarizasyon süreci tersine dönmemektedir.

İşlem maliyetlerinin yanısıra, karar birimlerinin yabancı paradan ulusal paraya dönmeleri halinde sağlayabilecekleri kazançlar (enflasyon oranının düşmesi sonucu azalan enflasyon vergisi) katlanmak zorunda kaldıkları maliyetleri karşılamaya yetmeyebilir. Dolayısıyla tersine dolarizasyon enflasyon oranının seviyesine bağlıdır (Calvo ve Végh, 1997, s.161).

Yabancı para balanslarını tutma nedenleri arasında yüksek enflasyon, paraların getiri oranları ve sağladıkları likidite hizmetleri farklılıkları yanısıra, döviz kuru riski de önemli bir etkidir. Esnek kur sisteminde, ulusal para tutmanın kur riski sabit kur sistemine göre daha fazladır. Bu nedenle esnek kur sisteminde karar birimleri likit parasal varlık portföylerini sabit kur sisteminde olduğundan daha fazla çeşitlendirme eğilimindedir (Ortiz, 1983, s.177). Bireylerin, firmaların ve diğer kurumların parasal portföylerini çeşitlendirme nedenlerinin başında bu kur riski gelmektedir. Döviz kurlarının istikrarlı olacağına beklendiği dönemlerde, döviz kurlarındaki değişimlerin neden olacağı kayıp ve maliyetler düşük beklendiğinden karar birimlerinin portföylerini çeşitlendirme arzuları zayıftır. Dolayısıyla, döviz kurlarının istikrarlı olması bekleniyorsa değişim aracı ve değer saklama hizmetleri gibi geleneksel fonksiyonlar yönünden rekabet halinde olan paralar yaklaşık olarak benzerler. Bu nedenle, döviz kurlarının istikrarlı olacağına beklendiği dönemlerde karar birimleri ulusal ve yabancı paralar arasında kayıtsız kalabilirler. Buna karşın, gerçekleşen veya beklenen döviz kurunun istikrarsız olduğu dönemlerde ise belirtilen hizmetler yönünden paralar benzer

değildir (Rosenberg, 2002, s 166). Böyle bir durumda, bazı paralar diğerlerine göre değer saklama işlevini daha iyi yerine getirmektedir.

Döviz kuru hareketleri karar birimlerinin portföylerinin parasal kompozisyonunu etkilemektedir. Özellikle, döviz kuru²² artarken yurtiçi yerleşiklerin yabancı paralara doğru kaymaları beklenirken döviz kuru düşerken ise ulusal paraya doğru kaymaları beklenmektedir (Kraft, 2002, s.9). Döviz kurlarının istikrarını yitirdiği dönemlerde, karar birimleri değeri istikrarlı paraları tutmaya özen gösterirler. Dışa açık ekonomilerde döviz kurları dalgalı iken yüksek enflasyon ya da devalüasyon portföy tercihlerini ulusal paradan yabancı bir paraya doğru kaydırabilmektedir (McKinnon, 1996, s 44).

Para ikamesinin diğer nedenleri arasında karar birimlerinin döviz kurlarındaki değişimlerden spekülâtif kar sağlama arayışları ve yabancı paraların uluslararası işlemlerde kolaylık sağlaması sayılabilmektedir (Krueger ve Ha, 1996, s 61) Yabancı para tutulmasıyla birlikte yabancı mal ve hizmetlerin alımı sırasında karşılaşılan işlem maliyetleri azalır (Miles, 1978, s 428). Çünkü, ortak bir para kullanımı çok uluslu şirketler, finansal kurumlar ve uluslararası ticari aracılar için kur riskini gidererek dış ticarete olumlu katkı yapmaktadır (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.40). Bunlar, dış ticaretle uğraşan firmaların yabancı para tutmalarını önemli ölçüde etkileyen nedenler arasında yer alırlar (Visser, 2000, s 29).

Yabancı para ile bu para cinsinden varlıklara olan talep temelde makroekonomik faktörlere bağlı iken bu yabancı paralar ile varlıkların elde edilebilirliği ise yurtiçi finansal kısıtlamalarla ilişkilidir. Bir ekonomide, döviz ve bankacılık sistemine sıkı kontroller uygulanıyor ise para ikamesi olgusu görülmeyebilir. Aslında, para ikamesi sürecini başlatan ve hızlandıran başlıca iki kurumsal faktör vardır. İlki, piyasa ekonomisine geçiş reform programlarının başında yabancı paraların kullanımlarının serbestleştirilmesi iken ikincisi, ulusal faiz taşıyan finansal enstrümanların yokluğu (finansal sektörün yeterince gelişmemesi) ve bunun bireyleri alternatif varlıklar aramaya itmesidir (Sahay ve Végh, 1996, s.211). Yurtiçi yerleşiklerin ulusal paradan yabancı bir paraya kaymaları (para ikamesi süreci) büyük ölçüde ülkenin kurumsal yapısına bağlıdır. Dolayısıyla, para ikamesi, ülkelerin finansal gelişmişlik seviyeleriyle bağlantılı olarak ortaya çıkmaktadır.

Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde karar birimlerinin portföylerinin reel değerini koruyan ulusal para cinsinden likiditesi ve getirisi yüksek finansal enstrümanlar

²² Burada döviz kuru, bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri olarak tanımlanmaktadır.

mevcuttur. Bu enstrümanlar yüksek enflasyona hızla uyum sağlayabilmektedir. Buna karşılık, finansal piyasaların az gelişmiş olduğu yüksek enflasyonlu ülkelerde, karar birimlerinin portföylerinin reel değerini koruyabilecekleri yabancı para cinsinden enstrümanlar dışında çok az sayıda likiditesi ve getirisi yüksek ulusal varlık bulunmaktadır (Savastano, 1996, s.226). Dolayısıyla, finansal piyasaların az gelişmiş olduğu ülkelerde ulusal paranın ikame edilebileceği alternatif varlıkların azlığı beraberinde para ikamesi sürecini getirmektedir (Melvin ve Peiers, 1996, s.35). Bu faktör, yabancı paranın dolaşımına yönelik serbestiler ya da regülasyonlarla (kurumsal faktörler) birlikte para ikamesi sürecini etkileyebilmektedir. Gerçekte, kambiyo kontrolü olan bir ülkede oluşan para ikamesi sürecinin yapısı hem yurtiçi yerleşiklere ulusal bankalarda yabancı para mevduatları açmalarına izin veren hem de yasal ödeme aracı olarak yabancı bir para kullanılan bir ülkede oluşan para ikamesi sürecinin yapısından farklıdır; ve dolayısıyla farklı etkilere yol açmaktadır (Savastano, 1996, s.226). Kambiyo kontrolü olan ülkede, karar birimlerinin yabancı para tutmaları ülkenin uluslararası rezervlerine azaltıcı yönde baskı yaratmakta ve zaman içinde bu fonların yurtiçi bankacılık sisteminden uzaklaşarak kayıt dışı ekonomi kapsamına girmesine neden olmaktadır. Buna karşın, karar birimlerinin ulusal bankalarda yabancı para cinsinden mevduat açmalarına izin veren finansal sistemde ise fonların mali sistem dışına çıkması engellenebilmektedir. Bu kambiyo kontrollerinin olmadığı finansal yapıda, döviz mevduatlarıyla ilgili kurumsal düzenlemeler ülkenin uluslararası rezervlerini iyileştirebilmekte ve yurtiçi bankacılık kesiminin finansal aracılıktaki yerlerini arttırabilmektedir.

Sonuç olarak, ulusal ekonomide yüksek enflasyonun varlığı, döviz kurlarının belirsizliği, ulusal paranın getirisinin yabancı paralara ve bu paralar cinsinden varlıklara göre düşüklüğü, yurtiçi bankacılık sisteminde döviz işlemlerinin serbestliği, ulusal paraya ve bu para cinsinden varlıklara alternatif finansal enstrümanların yetersizliği para ikamesi sürecini beraberinde getiren başlıca etkenlerdir. Bu etkenlerdeki değişimler para talep fonksiyonunun istikrarını etkileyerek para ve maliye politikalarının etkinliğini etkilemektedir. Para ikamesine yol açan bu etkenlerden özellikle yüksek enflasyon ve dolayısıyla enflasyon vergisi ile döviz kurlarının belirsizliği ilerleyen bölümlere önemli ölçüde kaynaklık etmektedir.

1.3. Para İkamesi Mekanizmaları

Bu alt bölümde para ikamesinin temel mekanizmaları üzerinde durulacaktır. Ulusal ve yabancı paraların birbirleriyle değişimini etkileyen işlem maliyetlerinin varlığı para ikamesine yol açmaktadır. Yabancı paranın stok mu yoksa akım büyüklük mü olarak alındığı para

ikamesine nasıl bakılacağını belirlemektedir. Para ikamesi bunlara bağılı olarak bir denge ya da dengesizlik mekanizması olabilmektedir. Ekonomide olası bir dışsal şok (para arzının artması gibi) karar birimlerinin portföylerinin bileşimini değiştirmelerine ya da portföy dengesinin bozulmasına yol açmaktadır. Bu anlamda para ikamesinin oluşumu portföy dengesi ya da dengesizliğini etkilediğinden denge-dengesizlik ayırımı önemlidir ve bu kavramlar kur sistemlerine göre değişkenlik göstermektedir.

Para politikalarında özellikle faiz oranı ve döviz kuru bazlı değişimler beraberinde doğrudan ve dolaylı para ikamesini getirebilmektedir. Dolayısıyla, para politikalarından para ikamesine doğru bir nedensellik ilişkisi olmakla birlikte bu para ikamesi türleri de para otoritesinin kararlarını etkilemektedir. Bu bağlamda doğrudan ve dolaylı para ikamesi mekanizmaları tartışılacak ve takiben sabit ve esnek kur sistemlerinde oluşan arz ve talep yönlü para ikamesi mekanizmaları ele alınacaktır. Sabit kur sisteminde oluşan arz yönlü para ikamesinde para otoritesinin bağımsızlığı olmamasına karşın, esnek kur sisteminde para otoritesi bağımsız olabilmekle birlikte bu sistemde de talep yönlü para ikamesi oluşarak para politikaların bağımsızlığı zayıflamaktadır.

1.3.1. Denge ve Dengesizlik Mekanizmaları

Mizen ve Pentecost (1996)'a göre para ikamesinin tanımlama tartışmaları önemli ölçüde yurtiçi yerleşiklerin tuttukları yabancı paranın bir akım büyüklük mü yoksa bir stok büyüklük mü alındığına dayanmaktadır. Onlara göre para ikamesi tanımlanırken stok-akım ayırımının yanısıra denge-dengesizlik ayırımı da önemlidir. Yurtiçinde tutulan yabancı parayı *stok* bir büyüklük alan yaklaşımda, işlem maliyetlerinin bulunmadığı ve dolayısıyla finansal piyasalarda dengenin anında sağlandığı (anlık intibak) varsayılır. Örneğin, karar birimlerinin portföylerinde arzulanandan fazla ulusal para mevcut ise karar birimleri bu varlıklarını kısa sürede yabancı para ile ikame edebilmektedir. Buna karşılık, *akım* yaklaşımda işlem maliyetleri nedeniyle portföyün anında intibak edemediği ve dolayısıyla finansal piyasalarda dengenin anında gerçekleşmemesi şeklinde bir dengesizliğin olduğu varsayılır. Akım yaklaşımına göre finansal piyasalarda dengenin oluşması zaman almaktadır (Kouri, 1976, s.281).

Şimdi para ikamesi altında stok-akım ayırımından sonra denge-dengesizlik ayırımı ayrıntılı olarak açıklanacaktır. Yurtiçi yerleşiklerin farklı varlıklardan oluşan çeşitlendirilmiş bir portföye sahip oldukları varsayalım. Karar birimleri portföyleri dengede iken

portföylerinin bileşimini değiştirmezler. Karar birimlerinin portföyleri çeşitlendirilmiş olmasına karşın, dengede para veya varlık ikamesi durmuştur. Çünkü, ikamenin gerçekleşmesi için bir dengesizlik olması gerekir ve bu dengesizlik ikame yoluyla giderilerek denge yeniden sağlanır. Başlangıçta böyle bir denge mevcut iken bu dengeyi dışsal bir şokla bozulduğu varsayılırsın. Bu durumda yurtiçi yerleşikler tercihlerini değiştirebilirler ve ulusal para yerine kısmen yabancı bir para tutmayı isteyebilirler. Yurtiçi yerleşiklerin daha fazla yabancı para ve daha az ulusal para içerecek şekilde portföylerini tekrar dengelemeleri halinde para ikamesi gerçekleşmektedir.

Belirtilen intibak sürecinde para ikamesi yönünden yürürlükteki döviz kuru sisteminin ne olduğu önemlidir. Esnek kur sisteminde yurtiçi yerleşikler portföylerini genellikle değeri istikrarlı yabancı paralar lehinde ayarlarken, yabancı para için talep fazlası ve ulusal para için ise arz fazlası olacağından bu dengesizlik giderilene ya da ulusal ve yabancı varlıklar aynı derecede arzu edilene kadar ulusal paraya kıyasla yabancı paranın fiyatı (döviz kuru) yükselir ya da bir başka ifadeyle ulusal para değer kaybeder. Döviz kuru artışının (ulusal para değer kaybının) durduğu ve portföyde dengenin tekrar sağlandığı noktada ise para ikamesi süreci tamamlanır. Bu yeni durumda, başlangıçtaki duruma göre portföyde nisbi olarak yabancı paranın payı ulusal paranın payından fazladır. Dolayısıyla, yabancı para ulusal parayla ikame edilmiş demektir.

Sabit kur sisteminde ise dengeyi bozan şoku takiben sabit kurdan daha fazla yabancı para tutmak için yurtiçi üreticilerin çıktılarını ülkedeki yerleşiklere değil yurtdışındaki yabancılara satmaları gerekir. Dolayısıyla, yurtiçi yerleşiklerin portföyelerine yabancı para girişi dış ticaret fazlasını beraberinde getirir. Böyle bir durumda, yurtiçi yerleşiklerin portföyelerinde yabancı paranın payı artmaktadır. Sabit kur sisteminde dış ticaret fazlası olduğu sürece para ikamesi süreci yaşanır. Dış ticaret dengesi tekrar sağlandığında ise para ikamesi süreci kesilir. Ancak gelinen noktada yurtiçi yerleşiklerin portföyelerindeki ulusal paranın belli bir kısmı yabancı paraya çevrilmiştir. Bu ise sabit kur sisteminde yurtiçi yerleşiklerin portföyelerinde neden yabancı para tuttıkları sorusunu akla getirmektedir. Örneğin, karar birimlerinin düzenli olarak yabancı ülkelerle ilişkileri bulunuyor ise ulusal paranın değer kaybı riskinden kaçınmak için yabancı para tutabilirler (Mizen ve Pentecost, 1996, s.13). Ancak, yabancı para getiri sağlamıyor ve döviz kuru güvenilir bir oranda sabit değil ise yurtiçi yerleşiklerin sabit kur sisteminde yabancı para tutma istekleri düşüktür. Dolayısıyla, para ikamesi, karar birimlerinin döviz kurlarının sabit kalıp kalmayacağına yönelik endişelerinin olduğu döviz kuru rejiminde önemli olabilmektedir.

Para ikamesi sabit ve esnek kur sistemlerinde oluşan hem bir dengesizlik hem de bir denge olgusudur. Bir denge olgusu olarak para ikamesi, yurtiçi yerleşiklerin yabancı bir parayı kısmen ya da tamamen ulusal parayla ikame etmeleridir. Dinamik bir dengesizlik süreci olarak para ikamesi ise karar birimlerinin portföylerinin intibakını sağlar (Mizen ve Pentecost, 1996, s 14). Dolayısıyla, dengesizlik süreci olarak para ikamesi, diğer şeyler sabit iken, toplumun ulusal ve yabancı paralar arasındaki tercihlerinin değişmesini ifade ederken, denge olgusu olarak para ikamesi ise bu tercih değişmelerinin yarattığı dengesizliğe karşı portföylerde para ikamesinin oluşması ve bu şekilde dengenin yeniden sağlanması anlamındadır.

1.3.2. Doğrudan ve Dolaylı Mekanizmaları

Daha önce de belirtildiği gibi para ikamesi olgusunun değişik tanımlamaları yapılmıştır. Bu alt bölümde teorideki önemi dikkate alınarak McKinnon (1996)'nın "doğrudan" ve "dolaylı" para ikamesi mekanizmaları daha ayrıntılı olarak sunulacaktır.

1.3.2.1. Doğrudan Para İkamesi Mekanizması

Aynı mal donanımı için değişim aracı olarak rekabet halinde olan A ve B şeklinde iki fiat paranın olduğu varsayalım. Bir ülkede ulusal ticaretin sadece A parası cinsinden ve diğer ülkede ise sadece B parası cinsinden yapılması şeklinde coğrafik farklılık olmadığı varsayalım. Dolayısıyla, burada aynı coğrafyada iki ülke ve iki para biriminin olduğu birleşik mal bölgesi mevcuttur. Ayrıca, bu iki paradan birinin küçük alışverişlerde veya vergileri ödemede diğer paraya göre daha kullanışlı olması gibi farklılıklar da bulunmasın. Her paranın her işlemde diğeriyle aynı avantaja sahip olduğu varsayalım. Satışa sunulan bir mal A ya da B parası cinsinden fatura edilebildiğinden her iki para birlikte dolaşımdadır. Satıcıların her iki parayı ödeme aracı olarak kabul etmeleri halinde doğrudan para ikamesi ortaya çıkmaktadır.

İki para arasında satın alma gücü paritesinin²³ geçerli olduğu varsayalım. Satın alma gücü paritesi ilişkisi aşağıdaki gibi gösterilebilir:

²³ Uluslararası ekonominin belki de en iyi bilinen ilişkilerinden birisi satın alma gücü paritesi (PPP) kavramıdır. Sabit kur sisteminde satın alma gücü paritesi ülkelerin enflasyon oranı ile ilgili bir ilişkidir. Buna karşın esnek kur sisteminde PPP bir döviz kuru belirleme teorisidir. Esnek kur sisteminde herhangi bir anda iki para arasındaki döviz kurunu, bu ülkelerin nisbi fiyat seviyelerindeki değişiklikler belirlemektedir. Bu teori, bir ülkenin fiyat seviyesi değişikliklerinin döviz kurunu etkilediğini ifade ettiğinden "döviz kurlarının enflasyon teorisi" olarak da adlandırılır. PPP teorisi, miktar teorisine benzerdir. Ancak, miktar teorisi, parasal şokların etkilerini özellikle hiperenflasyon dönemlerinde izah etmede başarısızdır. Çünkü, bu dönemlerde beklenen enflasyon oranındaki değişimler para ile fiyatlar arasındaki sistematik ilişkinin kırılmasına neden olur. Aynı

$$P_a = SP_b \quad (1.1)$$

Burada, S, B parasının A parası cinsinden değerini ifade eden nominal döviz kurudur; P_a , A parası cinsinden fiyatlar genel seviyesini ve P_b ise B parası cinsinden fiyatlar genel seviyesini ifade etmektedir. Nominal döviz kuru artar ise satıcılar hemen A parası cinsinden fiyatları B parası cinsinden fiyatlara göre ayarlarlar. Bu nedenle, döviz kuru değişmesine karşın tüketiciler coğrafik olarak da aynı yerde bulduklarından mallar arasında yer arbitrajı gerçekleşmez. Dolayısıyla, mutlak satın alma gücü paritesi²⁴ kolaylıkla sürdürülebilmektedir.

McKinnon'un bu çerçevesinde, sabit kur sisteminde mallar üzerinde aynı reel satın alma gücüne sahip A ve B paraları arasında "doğrudan" ve "tam" para ikamesi gerçekleşir. Başka bir deyişle, ulusal ve yabancı paralar birbirlerinin yerine tam olarak geçebilmektedir. Bu modelde paraların birlikte dolaşabilmesinin *gerekli* koşulu A ve B paralarını tutma maliyetlerinin eşit olmasıdır. Tahvil piyasaları mevcut iken tahvillerin kısa vadeli nominal faiz oranlarını ise faiz taşımayan işlem amaçlı para balanslarının fırsat maliyetlerini oluşturmaktadır. Dolayısıyla, paraların birlikte dolaşımı için A ve B paraları cinsinden tahvillerin nominal faiz oranları birbirine eşit olmalıdır:

$$i_a = i_b, \text{ burada } i_a = \pi_a + r, \text{ ve } i_b = \pi_b + r \quad (1.2)$$

Birleşik mal bölgesinde ortak reel faiz oranı (r) ile ulusal ve yabancı paralar cinsinden beklenen enflasyon oranları eşit iken ($\pi_a = \pi_b$) nominal faiz oranları ($i_a = i_b$) da eşittir. Burada beklenen enflasyon oranı ile nominal faiz oranının birebir hareket ettiğini öne süren Fisher²⁵

şekilde, parasal şoklar, PPP'den geçici sapmalar yaratarak döviz kurunu etkiler. Uzun dönemde, reel gelir değişimleri ya da finansal yenilikler para arzı ile fiyatlar arasındaki bire birlik ilişkisinin kırılmasına neden olur (Dornbusch, 1988, s 265).

²⁴ Satın alma gücü paritesinin mutlak versiyonu, yurtiçi fiyatlar genel seviyesinin yurtdışı fiyatlar genel seviyesine oranının döviz kuruna eşit olmasını ifade eder (Frankel, 1978, s 201). PPP'nin mutlak versiyonu, tek fiyat kanununa benzemektedir. Farklı ülkelerde satılan aynı malların, aynı para cinsinden ifade edildiği durumda aynı fiyata satılmaları gerekir. Her malın fiyatı dolar cinsinden ifade edilirse her iki ülkede de fiyatlar aynı olmalıdır. Mutlak PPP'nin geçerli olabilmesi için, her ülkenin piyasasında aynı maldan yer alması gerekir. Ancak, tek fiyat kanunu sadece bir mal için geçerliiyken, PPP fiyatlar genel seviyesi (tüm mal sepetleri) ile ilgilidir. Mutlak satın alma gücü paritesinin bazı güçlükleri bulunmaktadır. Gerçekte, herhangi bir malın fiyatı, ulaşım maliyetleri ve diğer ticari engeller (tarifeler ve kotalar vs.) nedeniyle aynı olmayabilir. Kısacası, dış ticaret engelleri ve aksak rekabet malların fiyatlarının farklı olmasına neden olabilir. Bu durumlar PPP'nin mutlak versiyonunu sınırlandıran unsurlardır (Dornbusch, 1988, s 266)

²⁵ Fisher hipotezine göre beklenen enflasyon oranları ile nominal faiz oranları birebir hareket etmektedir. Fisher'a göre, piyasaların etkin olduğu durumda beklenen nominal faiz oranı, beklenen reel faiz oranı ile beklenen enflasyonun toplamına eşittir. Fisher hipotezine göre, para arzındaki uzun dönemli büyüme, enflasyonda ve nominal faiz oranlarında tam intibaka neden olduğu için reel faiz oranları sabit kalmaktadır (Çakmak, Aksu ve Başar, 2002, s 32).

hipotezi geçerlidir. Ancak, gerçekleşen enflasyon oranlarının eşitliği için nominal döviz kurunun değişmemesi gerekir. Bu nedenle, sabit kur sistemi karar birimlerinin her iki para cinsinden işlem balansları tutmalarının gerekli bir koşuldur (McKinnon, 1996, s.45).

Şimdi ise esnek kur sisteminde A parasının B parasına göre değer kaybetmekte olduğu ve bu durumun A parası cinsinden tüm fiyatlarda enflasyon beklentisi yarattığı varsayalım. A parası cinsinden tahvillerin faiz oranları B parası cinsinden tahvillerin faiz oranlarına göre artacağından bireyler A parası cinsinden faiz taşımayan işlem balanslarını azaltmaya çalışırlar ve sadece B parası cinsinden işlem balansları bulundururlar. Bireyler A parasını B parasıyla ikame edecekleri için B parası cinsinden işlem amaçlı reel balanslar talebi hızla artacaktır. Bu durumda, B parası cinsinden nominal para miktarı artırılarak B parasıyla ölçülen mal fiyatlarının düşmesi önlenabilir.

İki paranın birlikte dolaşması halinde her iki paranın talebi de büyük ölçüde istikrarsızlık göstermektedir. Para otoritesi bu tür ekstrem parasal istikrarsızlıkları önlemek için ya sabit kur sistemini benimseyerek paralardan birini dolaşımdan çekebilir ya da diğerinin dolaşımını sürdürmek için sterilizasyon yapmadan²⁶ para piyasasına müdahale edebilir. Bu ikinci durum paraların nisbi arzının bu paraların nisbi talebindeki değişmelere otomatik olarak intibak ettirilmesini içermektedir. Ancak, sabit kur sisteminde bile birleşik mal bölgesinde tek paranın kullanımı daha avantajlıdır. Çünkü, standart bir değer ve değişim aracı olarak paralardan sadece birinin kullanılması halinde işlem maliyetleri azalmaktadır. Fiyatlar sadece bir para birimi cinsinden gösterildiğinde ve bu para belli seviyede parasal kolaylık sağladığında bireyler faiz taşımayan işlem balanslarını minimize etmek ister. Kısacası, McKinnon'un varsaydığı ekonomide iki paradan birinin diğerinin yerine geçtiği "köşe çözümü" (corner solution) ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, esnek kur sisteminde fiat paralar arasındaki rekabetin beraberinde getirdiği finansal sıkıntılar sabit kur sistemi benimsenerek elimine edilebilmektedir (McKinnon, 1996, s.46).

²⁶ Merkez bankaları ve hükümetler, döviz kurlarındaki değişimleri minimize etmek isterler. Çünkü, ulusal paranın değer kaybetmesi yabancı malların ulusal para cinsinden fiyatlarını arttırarak ekonomiye maliyet yükleyebilir. Bu nedenle, merkez bankası döviz piyasasında kendi parasını satın alarak bu değer kaybını azaltmaya çalışır. Buna karşılık, döviz kurundaki değişimler ulusal paranın değerlenmesine neden olabilir. Bu durum ise ulusal ekonominin mallarının dünya piyasalarındaki rekabetinin düşmesine yol açar. Bu koşullarda merkez bankası döviz piyasasında kendi parasını satarak bu değerlenmeyi azaltmaya çalışır. Dolayısıyla, merkez bankası, döviz piyasasında ulusal paranın alımını ve satımını yaparak parasal tabanı ayarlar. Bu işlem "sterilize edilmemiş (unsterilized) döviz müdahalesi" olarak adlandırılır. Alternatif olarak, merkez bankası döviz müdahalesinin beraberinde getirdiği parasal tabandaki değişimleri dengelemek için yurtiçi açık piyasa işlemleri yapabilmektedir. Bu ise "sterilizasyon" olarak adlandırılır (Hubbard, 2002, s.572).

1.3.2.2. Dolaylı Para İkamesi Mekanizması

McKinnon'a göre yurtiçi yerleşikler yabancı parayı dolaylı şekilde talep edebilmektedir. Bireyler ve firmalar ithalatlarını gerçekleştirmek için işlem amaçlı yabancı para balansları tutarak ödemelerini bunlarla gerçekleştirmek yerine gereken yabancı parayı bankalardan sağlayabilmektedir. Ayrıca, bankalar yerleşiklerin yurtdışı ödemelerini gerçekleştirerek bunların hesaplarını ulusal paraya denk gelecek şekilde borçlandırabilmektedir. Diğer taraftan, yurtiçi yerleşikler yabancı paralar cinsinden faiz taşıyan varlıklar –vadeli mevduat ve tahvil- bulundurabilmektedir (McKinnon, 1996, s.52)

McKinnon (1996) daha öncede belirtildiği gibi ulusal ve yabancı faiz taşıyan finansal varlıklar arasındaki talep kaymalarını dolaylı para ikamesi olarak adlandırmaktadır. Burada, yurtiçi parasal olmayan varlıklara (örneğin, tahvil) karşı yabancıların tercihlerinin değişmesinin yurtiçi parasal dengeyi nasıl etkilediği gösterilecektir. Dolaylı para ikamesi meselesi esnek kur sisteminde incelenecektir. Burada esnek kur sistemi ile para otoritesinin döviz piyasasına müdahalesinin dışlandığı ya da ulusal para arzı değiştirilerek döviz kuru dalgalanmalarının önlenemediği ve döviz kurunun serbestçe belirlendiği sistem kastedilmektedir.

A ve B şeklinde iki ülkenin bulunduğu, ulusal fiyat seviyelerinin istikrarlı olduğu, ulusal fiyat seviyeleri arasında satın alma gücü paritesinin işlediği ve döviz kurunun satın alma gücü paritesine göre belirlendiği varsayalım. B ülkesi parasının A ülkesi parası cinsinden değeri S (nominal döviz kuru) ile gösterilsin. S^{PPP} satın alma gücü paritesine göre oluşan denge döviz kurudur. Başlangıçta, $S = S^{PPP}$ olduğu varsayalım. A ve B ülkelerinin tahvil piyasaları birleşik olmasına karşın, her ülkede dar tanımlı para stokunun (M_1) –emisyon ve vadesiz mevduatlar toplamı- sadece kendi ülkesinde dolaştığı varsayalım.

Yukarıdaki varsayımlara ilave olarak, B ülkesindeki yatırımcıların A ülkesindeki beklenmeyen olumsuz politik veya ekonomik gelişmeler karşısında arzulanan portföy bileşimlerini B_a 'dan (A parası cinsinden tahviller) B_b 'ye (B parası cinsinden tahviller) kaydardıkları varsayalım. A ülkesi hükümeti döviz kuru dengesini korumayı taahhüt etmesine karşın, A ülkesindeki döviz satıcıları bu denge durumunun ($S = S^{PPP}$) geçici olduğuna inanmakta ise A ülkesinde nominal faiz oranı (i_a) artmaya B ülkesinde ise nominal faiz oranı (i_b) düşmeye başlar. A ülkesinde faiz oranı artışı ulusal likidite tercih fonksiyonu yoluyla faiz taşımayan ulusal para (M_a) talebini etkiler. Ulusal faiz oranı (i_a) artışı başlangıçta ulusal para

(M_a) tutmanın fırsat maliyetini arttırdığından ulusal para talebini düşürür. Bu şekilde uluslararası tahvil piyasasında meydana gelen beklenti şoku ulusal para piyasasına aktarılır (McKinnon, 1996, s. 53). Buna karşın, ulusal para talebi düşerken ulusal hükümet para arzının (M_a) bir kısmını dolaşımdan çekmediği sürece yurtiçi yerleşiklerin portföylerindeki ulusal para miktarı değişmez. Ulusal para miktarı sabit iken ise yurtiçi yerleşikler ulusal paradan (M_a) ulusal tahvillere (B_a) yönelerek ulusal faiz oranının (i_a) başlangıç seviyesine geri dönmesine neden olmaktadır. Ulusal faiz oranındaki geçici artış -B ülkesi yatırımcılarının A parası cinsinden tahvilleri tutmaları için gereken risk primine karşılık gelmektedir- sürdürülebilir olmadığından (faiz oranı tekrar eski seviyesine döndüğünden) başlangıç para talebine geri dönlür. Bu süreçte, gelecekteki döviz kuru beklentileri gerçekleşen döviz kurlarına eşitlenene kadar döviz kuru (S) denge değerinin (S^{PPP}) üzerindedir ve ulusal para nisbi olarak değer kaybetmiştir. Bu değer kaybı yurtiçi yerleşiklerin ulusal para taleplerini azaltıp ulusal ve yabancı tahvil taleplerini ise geçici olarak arttırabilmektedir. Dolayısıyla, tahvil piyasalarında ulusal faiz oranının yükselmesi, yurtiçi yerleşiklerin ulusal tahvillere olan taleplerini arttırmalarına ve yabancı faiz oranının yükselmesi ise yabancı tahvillere olan taleplerini arttırmalarına neden olmaktadır. Dolayısıyla, faiz taşıyan finansal varlıklar arasındaki bu kaymalar dolaylı para ikamesini oluşturmaktadır.

Döviz kuru istikrarsız iken dolaylı para ikamesi gerçekleşebilmektedir. Parasal bir gösterge olarak döviz kurları değeri düşük olan paraların miktarını azaltma ve değeri yüksek olan paraların miktarını artırma yönünde para otoritesine sinyal verir. Bu nedenle, para otoritesi ulusal para arzına müdahalelerde bulunur. Para otoritesi ulusal paranın değerini yabancı paralara karşı korumak için yurtiçinde açık piyasa işlemleri yaparak ulusal para arzını değiştirir. Bunlara rağmen, koşullar döviz kuru istikrarını sağlamaya yeterli olmayabilir. Dolaylı para ikamesi ise ulusal ve yabancı para politikalarının koordineli olarak yürütülmesini gerektirebilmektedir. Genel fiyat seviyesinin istikrarı için ülkeler kurumsal düzenlemeler yapabilirler. Örneğin, bir ülkenin para arzındaki düşmenin diğer ülkenin para arzındaki artış kadar olması yönünde bir düzenleme yapılabilir. Ulusal para arzındaki düşmenin yabancı para arzındaki artışla dengelenmemesi (offsetting) halinde döviz kuru istikrarlı kalsa bile ulusal ekonomide beklenmeyen bir deflasyon oluşabilmektedir (McKinnon, 1996, s.54).

Şimdi ise reel ve parasal şokların yatırımcıların kararlarını etkileyerek nasıl dolaylı para ikamesi yarattığı izah edilecektir. Analizi basitleştirmek için, dışa açık küçük bir ülke ele alınsın ve bu ülkenin tahvil piyasasının uluslararası yatırımcılara açık olduğu varsayılınsın. Para otoriteleri nominal döviz kurunun istikrarını korumak için parasal tabanda ayarlamalar yapsın.

Nominal döviz kurunun istikrarının hedeflendiği varsayalım. Ulusal para politikaları, nominal döviz kuru istikrarını sürdürmeye yöneliktir ve uluslararası finansal sermaye akımları otomatik olarak ticaret dengesindeki açıkları veya fazlaları gidermektedir (McKinnon, 1996, s.55). Buna karşın, döviz kuru dalgalı iken uluslararası ticarete ortaya çıkan reel şoklar ya da sermaye hareketleri ekonominin parasal dengesini bozabilmektedir.

Ulusal tahvillerin daha riskli olmasına neden olarak dolaylı para ikamesi yaratan üç şok üzerinde durulabilir. Bunlardan birincisi, politik risklerdir. Döviz kontrollerine ilişkin endişeler, servet vergileri veya ulusal paradan vazgeçip yabancı para cinsinden varlıkları tutmayı elverişli kılan başka faktörler politik riskleri oluşturmaktadır. İkincisi, enflasyon riskidir. Yurtiçi fiyat enflasyonunun gelecekte artacağı beklentisi ulusal paranın değeri istikrarlı yabancı paralar karşısında değer kaybetmesine neden olur. Üçüncüsü, cari hesap dengesinde beklenmedik bir düşmenin yaratacağı reel döviz kuru riskidir.

Bireysel yatırımcılar genellikle politik riskler ile enflasyon risklerini birbirinden ayıramamaktadır. Örneğin, karar birimleri, genellikle yeni iktidara gelen bir hükümetin yeni servet vergileri koyup koymayacağını, gelecekte ulusal paranın değer kaybedip kaybetmeyeceğini önceden öngöremezler. Ulusal yatırımcılar, politik riskler ile enflasyon risklerini birbirinden ayırsalar bile yurtiçi finansal varlık talepleri hızla azalabilir. Merkez bankası, ulusal para arzını azaltmadığı ve yurtiçi kısa vadeli faiz oranının artmasına izin vermediği sürece ulusal finansal varlıkları tutmanın risk artışı telafi etmek için döviz kurunun değer kaybetmesini sağlayacaktır. Döviz kurunun değer kaybetmesi ise ulusal paranın cazibesini arttırdığından, merkez bankasının döviz kurunu kullanarak uyguladığı bu politika yurtiçi yerleşiklerin yabancı varlıklara kaymalarını engellemektedir (McKinnon, 1996, s. 56).

Sonuç olarak, dışa açık ekonomilerde merkez bankaları, karar birimlerinin ulusal ve yabancı paralar ile ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlıklar arasındaki kaymalarını ya da doğrudan ve dolaylı para ikamelerini kolaylıkla birbirinden ayırt edemezler. Çünkü, karar birimlerinin yabancı finansal varlıkları değişim aracı mı yoksa değer saklama aracı mı olarak talep ettikleri tam olarak bilinemez. İlerleyen kısımlarda ayrıntılı olarak açıklanacağı gibi para ikamesi olgusunun temel sorunu işte budur. Para otoritesi, karar birimlerinin parasal tercihlerine bağlı olarak nominal döviz kurunun artış veya azalışlarını gözlemleyebilmektedir. Uluslararası yatırımcıların enflasyona, politik istikrara ve dış ticaret koşullarına ilişkin risk değerlendirmeleri ve beklentileri sürekli değişmektedir. Bu nedenle, merkez bankalarının

nominal döviz kuru dalgalanmalarını gözlemlemeleri gerekir. Ayrıca, merkez bankalarının nominal döviz kuruna odaklanmaları para arzını ve talebini daha iyi dengelemelerine neden olarak doğrudan ve dolaylı para ikamelerini açığa çıkarabilmelerini sağlar (McKinnon, 1996, s.57).

1.3.3. Arz ve Talep Yönlü Mekanizmaları

Teoride arz ve talep yönlü para ikamesi olmak üzere ikili bir ayırım daha yapılmaktadır. Sabit kur sisteminde oluşan para ikamesi "arz yönlü para ikamesi" olarak esnek kur sisteminde oluşan ise "talep yönlü para ikamesi" olarak kabul edilmektedir. Bu alt bölümde her bir para ikamesi türünün ortaya çıkma mekanizmaları tanıtılmakta ve tartışılmaktadır.

1.3.3.1. Arz Yönlü Para İkamesi Mekanizması

Sabit kur sisteminde merkez bankalarının sabit kurdan ulusal ve yabancı paraları değiştirmeleri "arz yönlü para ikamesini" oluşturmaktadır. Başka bir deyişle, merkez bankalarının sabit kur sisteminde kuru sabit tutmak için döviz alımı ve satımı yaparak kura müdahale etmeleri arz yönlü para ikamesine işaret etmektedir. Ancak, arz yönlü mekanizmanın kullanımı için merkez bankasının yeterli miktarda uluslararası rezervinin bulunması gerekir. Sabit kur sisteminde piyasada yabancı para talebi fazla iken merkez bankası bu yabancı para talep fazlasını karşılamak için piyasada yabancı para satarak (rezervlerini azaltarak) ve karşılığında ulusal para alarak kuru sabit tutmaya çalışır. Diğer taraftan, sabit kur sisteminde piyasada yabancı para talebi düşük iken merkez bankası bu defa piyasada yabancı para satın alarak (rezervlerini arttırarak) ve karşılığında ulusal para vererek kuru sabit tutmaktadır. Ancak, bu yaygın bir para ikamesi türü değildir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.16). Sabit kur sisteminde arz yönlü para ikamesinin çok sayıda tarihsel örneği bulunmaktadır. Bu para ikamesi türü en çarpıcı biçimde altın standardı ile Bretton Woods sistemlerinde yaşanmıştır (Boyer, 1996, s.99). Esnek kur sistemi, bir ülkedeki para arzını dünyanın geri kalan kısmındaki parasal gelişmelerden korurken sabit kur sistemi bunu yapamamaktadır.

Sabit kur sisteminde ulusal para ile yabancı para arasında sabit bir değişim haddi belirlenir. Bir anlamda, ulusal paranın değeri yabancı bir paranın değerine endekslenir. Merkez bankası bu belirlenen pariteyi korumak için arz yönlü olarak yabancı parayı ulusal parayla tam olarak ikame eder. Ancak, merkez bankasının kuru sabit tutabilmek için ödemeler bilançosunun açık

ve fazla durumuna göre para arzını ayarlamaktadır. Dolayısıyla, bu sistemde para arzı merkez bankasının kontrolündeki dışsal (egzojen) bir değişken olmayıp içsel (endojen) bir değişkendir. Bu durum merkez bankasının parasal bağımsızlığının olmadığı anlamına gelmektedir.

Merkez bankasının arz yönlü para politikası izlemesi ödemeler dengesi yönünden önemlidir. Örneğin, ulusal para otoritesi, para arzını bir kereye mahsus arttırdığında ulusal para arz fazlası oluşur ve dinamik intibak sürecinde bu ulusal para fazlası ödemeler dengesi açığı (döviz arzı yetersizdir) yaratarak dışarı çıkar. Merkez bankası ise piyasada döviz satarak bu açığı gidermeye çalışır. Ulusal ülkenin ödemeler dengesinde oluşan bu açık yabancı ülkenin ödemeler dengesinde ise bir fazla (döviz arzı fazladır) anlamına gelmektedir. Yabancı ülkenin ödemeler dengesinin fazla vermesi ise yabancı ülkede para arzının artmasıyla sonuçlanır. Çünkü, yabancı merkez bankası sabit kur sisteminde bu fazlayı gidermek için piyasada döviz almakta ve bunun karşılığında ulusal para vermektedir. Ulusal ve yabancı merkez bankaları sterilizasyon yapmadan döviz piyasasına müdahale ederek kuru sabit tutmaya çalışmaktadır. Dolayısıyla, ulusal ve yabancı para arzlarının artması sonucunda her iki ülkede de enflasyon ortaya çıkar. Sabit kur sisteminde ödemeler dengesi sürekli açık veriyor ise merkez bankasının rezervleri tükenecek ve kuru sabit tutması güçleşecektir. Bu koşullarda kur serbest piyasada belirlenmeye başlanır. Burada merkez bankası kuru sabit tutma anlamında piyasalara müdahale etmez ve döviz kuru döviz talebi ile arzını eşitleyecek şekilde piyasada belirlenir. Dolayısıyla, esnek kur sisteminde ülkeler arasında parasal bağımlılık bulunmamaktadır. Esnek kur sisteminde ödemeler bilançosu her zaman dengededir ve merkez bankaları arasında net parasal akım yoktur. Merkez bankaları kendi paralarının değerlerini korumak için müdahalede bulunmadıkları için arz yönlü para ikamesi gerçekleşmez (Miles, 1978, s.428).

1.3.3.2. Talep Yönlü Para İkamesi Mekanizması

Döviz kurlarının piyasa koşullarında serbestçe belirlendiği esnek kur sisteminde, ödemeler bilançosu her zaman dengede olup merkez bankaları arasında net parasal akım gerçekleşmediğinden arz yönlü para ikamesi oluşmaz. Dolayısıyla, ülkeler arasında net para hareketlerinin bulunmadığı varsayımı, merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahale etmemeleri ve arz yönlü para ikamesinin yokluğu sonuçlarına götürmektedir. Esnek kur sistemi arz yönlü para ikamesine fırsat vermemekle birlikte talep yönlü para ikamesine ortam hazırlamaktadır (Hakioğlu, 1988, s.2) Talep yönlü para ikamesi özellikle yirminci yüzyılın

ikinci yarısında finansal piyasalarda gözlenen gelişmelerle birlikte ortaya çıkmıştır. Ülkeler arasında farklı paralar cinsinden sermaye hareketleri ise merkez bankalarının para arzını kontrol güçlerini zayıflatarak para arzını kontrol etmeye yönelik arz yönlü politikalar izleme yeteneklerini azaltmış ve talep yönlü para ikamesi yaratmıştır (Boyer, 1996, s.100).

Talep yönlü para ikamesi, ulusal paranın değer kaybı ya da ulusal paranın değerine ilişkin güvensizlikler nedeniyle oluşmaktadır. Karar birimleri, genellikle paraları nisbi getirilerine bağlı olarak talep ederler. Talebe bağlı olarak gerçekleşen para ikamesi "talep yönlü para ikamesi" olarak adlandırılır (Lewis ve Mizen, 2000, s.200). Sabit kur sisteminde merkez bankasının parasal bağımsızlığı olmamasına karşın, esnek kur sisteminde talep yönlü para ikamesi olmadığı sürece merkez bankasının parasal bağımsızlığı bulunmaktadır. Dolayısıyla, esnek kur sisteminde parasal bağımsızlık olduğu argümanı zımnen de olsa talep yönlü para ikamesinin bulunmadığını ve her karar biriminin sadece kendi ülkesinin parasını tuttuğunu varsaymaktadır. Başka bir deyişle, yurtiçi yerleşikler işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı yabancı para bulundurmazlar. Ancak, karar birimleri genellikle portföylerini çeşitlendirme eğiliminde olduklarından uluslararası ekonomi literatüründe bu varsayıma şüpheyle bakılmaktadır. Bireyler, parasal portföylerini çeşitlendirme eğiliminde iken ülkenin yurtdışındaki parasal gelişmelerden bağımsız olması mümkün değildir. Bir ülkenin para politikasını değiştirmesi ise bireyleri portföylerindeki para balanslarının bileşimini değiştirmeye itmektedir. Bireylerin bu tepkisi politika değişmelerinin etkisini kısmen de olsa nötralize eder. Ülkeler arasında oluşan karşılıklı para hareketleri ise bağımsız bir para politikası izlemeyi engellemektedir (Miles, 1978, s.428). Dolayısıyla, esnek kur sistemi arz yönlü para ikamesini dışlamakla birlikte ulusal para politikalarının etkinliğini zayıflatmaktadır (Thomas, 1985, s.347). Sabit kur sisteminde parasal bağımsızlık para arzının kontrol edilmesi anlamında idi. Merkez bankası para arzını kontrol edemiyor ise parasal bağımsızlık yoktu. Esnek kur sisteminde ise para arzının kontrol edilip edilmemesinden öte bir para arzı değişikliği yapıldığında bu politikanın istenen sonuca götürmeyeceği anlamında bir para politikası etkinliği vurgulanmaktadır.

Talep yönlü para ikamesinin, ulusal para politikası uygulanmasını önemli ölçüde etkilemesinin bir nedeni, bu tür bir para ikamesinin ulusal para talep fonksiyonunu istikrarsız kılmasıdır. Talep yönlü para ikamesinde farklı paralara olan talep miktarları bu paraları tutmanın fırsat maliyetlerine bağlıdır. Ulusal para balansları talebi, yabancı para tutmanın fırsat maliyetindeki değişmelere ne kadar duyarlı ise para ikamesinin derecesi de o kadar yüksek ve para talep fonksiyonu da istikrarsızdır (Joines, 1985, s.303)

Talep yönlü para ikamesi, gerçekte ülkeler arasında parasal akımlara ve fiyat seviyelerinde değişmelere neden olmaktadır. Ulusal ekonomide para otoritesinin para arzını arttırdığı varsayılınsın. Para ikamesi nedeniyle bu artışın etkisi ulusal ekonomiyle sınırlı kalmaz. Bu ulusal ekonomide fiyat artışı yoluyla ulusal para arz fazlası giderilerek denge sağlanır. Ulusal para arzı artışının bir kısmı ise yabancı ülke piyasalarına gider. Bu gelişmelere ulusal veya yabancı ülke hükümetleri herhangi bir müdahalede bulunmadığında yabancı nominal para arzı da artar. Yabancı fiyat seviyesinin olası değişmesi dikkate alındığında belirtilen etkiler daha açık olarak görülebilir. Ulusal ve yabancı reel para balansları arasında talep yönlü ikame veri iken ulusal para arzının artırılması sadece ulusal ekonominin genel fiyat seviyesini arttırmakla kalmayıp yabancı ülkenin genel fiyat seviyesini de artırır. Dolayısıyla, enflasyon ülkeler arasında aktarılır. Ülkeler arasında enflasyonun ne oranda aktarılacağı ise paralar arasındaki ikame derecesine bağlıdır. Dolayısıyla, para ikamesinin derecesi ile enflasyon oranı arasında oransal bir ilişki vardır. Fiyatlar sabit iken, ülkelerden birinde nominal para arzının artırılması ilk etapta her iki ülkedeki reel para balanslarını artırır ve takiben her iki ülkede fiyatlar genel seviyesi artar (Miles, 1978, s.432). Sonuç olarak, talep yönlü para ikamesi derecesi ampirik olarak önemli bir parametredir ve para arzı artışı karşısında enflasyonun hangi oranda artacağını belirlemektedir.

Joines (1985), talep yönlü para ikamesi altında paranın gelir dolaşım hızının istikrarlı olup olmadığını incelemiştir. Ona göre, yabancı parayı tutmanın fırsat maliyetinin değişmesi ulusal para talebini ve buna bağlı olarak ulusal paranın gelir dolaşım hızını istikrarsız olma yönünden etkilemektedir. Joines, ulusal ve yabancı paraların gelir dolaşım hızları arasındaki korelasyonu incelemiş ve talep yönlü para ikamesi altında bu korelasyonun yüksek düzeyde olduğunu bulmuştur. Ancak, bu korelasyonu yorumlarken dikkatli olmak gerekir. Para ikamesi altında bu dolaşım hızları arasındaki korelasyonlar ulusal para politikası uygulamasına ilişkin bilgi verebilir. Para ikamesinin para politikası uygulamasını nasıl etkilediği hakkında bilgi edinmek için ulusal paranın gelir dolaşım hızı ile yabancı para balanslarını tutmanın fırsat maliyeti arasında doğrudan ilişki kurulması gerekir. Kapalı ekonomi parasal modeller, ulusal paranın gelir dolaşım hızının ulusal kısa vadeli faiz oranlarıyla pozitif ilişki içinde olduğunu ve yabancı faiz oranlarıyla ilişkisinin olmadığını varsayar. Ancak bu varsayım para ikamesi altında geçerli değildir (Joines, 1985, s.304). Çünkü, paralar arasındaki ikame esneklik değerinin yüksekliği hem ulusal para talep fonksiyonunun hem de paranın dolaşım hızının istikrarını olumsuz yönde etkilemektedir. Paranın dolaşım hızındaki değişmeler para ikamesinin büyüklüğüne ilişkin bilgi verir.

Genellikle, ulusal paranın yabancı parayla ikamesinin büyük bir kısmı ulusal bankacılık sistemi içinde ise paranın dolaşım hızı değişkenlik göstermektedir(Savastano, 1996, s.242).

1.4. Para İkamesinin Ölçüm Sorunu

Bu alt bölümde para ikamesi ve dolarizasyonun boyutunu ölçen ampirik çalışmalarda kullanılan ölçütler ile bu göstergelerin zayıflıkları ve temel ölçüm problemleri ayrıntılarıyla açıklanacaktır. Bu konudaki mevcut kavramlar sunularak ampirik çalışmalardan örnekler verilecektir.

Karar birimlerinin yabancı paraları nerede ve nasıl tuttukları sadece para ikamesinin ölçümünü değil aynı zamanda bu olgunun önemli makroekonomik sonuçlarını da etkilemektedir. Karar birimleri farklı paraların risk ve getiri koşullarını dikkate alarak para taleplerini gerçekleştirirler. Döviz ve sermaye kontrolleri²⁷ veri iken, karar birimleri yurtiçinde yabancı para mevduatları, yabancı banknotlar ve yurtdışı yabancı para mevduatları olmak üzere bu üç varlığın risk içeren getiri oranlarındaki farklılıklara yönelik beklentilerine göre yabancı para tutmaya karar verirler. Karar birimlerinin bu varlıklara yönelik tercihleri ise ulusal para ve döviz piyasalarındaki gelişmeleri etkilemektedir (Savastano, 1996, s.235). Para ikamesinin gerçeğe yakın tahmin edilmesi para ve maliye politikalarının yürütülmesi yönünden önemlidir. Para ikamesinin oluşumu para arzının büyüklüğünü etkilemekte ve para otoritesinin doğru karar verebilmesi ise bu büyüklüğün gerçek miktarını tahmin etmesine bağlıdır.

Bazı ekonomilerde, para ikamesi oldukça büyük boyutlu olmasına karşın dolaşımdaki yabancı paralar ulusal ve uluslararası para stoku tahminlerinde gözükmemektedir. Hatta bazen dolaşımda birden fazla sayıda yabancı paranın varlığı kabul bile edilmemektedir. Para, finansman ya da ödemeler dengesi politikaları belirlenirken para ikamesinin varlığı ihmal edilmektedir. Gerçekte, para politikalarının ve ödemeler dengesine ilişkin hedeflerin belirlenmesinde para ikamesi tahminleri büyük önem arz etmektedir. Ayrıca, para otoritesinin dolaşımdaki yabancı para kullanımı ve büyüklüğü hakkında bilgi sahibi olması gerekir (Krueger ve Ha, 1996, s.61). Paralar arasındaki ikame esneklik bilgileri parasal ekonomilerde çok sayıda sorunun yanıtlanmasında önemlidir. Para otoriteleri genellikle likidite (para

²⁷ Sermaye kontrolleri, hükümetin yabancı tasarruf sahiplerinin ulusal varlıklara yatırım yapmalarını veya ulusal tasarruf sahiplerinin yabancı varlıklara yatırım yapmalarını engellemeye yönelik yaptığı düzenlemelerdir (Hubbard, 2002, s.575)

miktarı) kontrolüyle yakından ilgilenirler. Örneğin, likit varlıkların arzının artması, diğer şeyler sabit iken, bu varlıkların fiyatlarını düşürür. Para otoriteleri, para talep fonksiyonunu kullanarak para talebindeki değişme miktarlarını belirlemek isteyebilirler. Para ikamesi esneklik bilgisi bu noktada para talep miktarındaki değişimin ölçümünde oldukça yardımcıdır. Ayrıca, ikame esneklik bilgisi kullanılarak para ile diğer likit varlıklar arasındaki değişme miktarları bulunabilmektedir. Özellikle para ikamesi altında bu para ikame esneklik değeri ekonomideki likidite seviyesini korumak için para arzının ne kadar değiştirilmesi gerektiğini göstermektedir (Chetty, 1969, s.271). Dolayısıyla, para ikamesinin derecesinin ne olduğunu bilmek para ve maliye politikalarının yürütülmesinde önemlidir. Para ikamesi, senyoraj gelirlerinin dağılımını değiştirerek hükümetlerin mali durumlarını etkilediğinden, para ikamesinin ölçümü para ve maliye politikalarının yürütülmesinde önemli bir unsurdur. Bu nedenle çalışmanın bu kısmı para ikamesinin ölçüm meselesine ayrılmıştır.

Bir ülkede, karar birimlerinin hesap birimi, değişim ve değer saklama fonksiyonlarından birini ya da birkaçını yerine getirmesi için ulusal para yanında yabancı para tutmak istemeleri paraların eşanlı dolaşımına neden olmaktadır²⁸. Paraların birlikte dolaşımı ise ülkelerin para stoklarını etkilemektedir (Krueger ve Ha, 1996, s.60).

Dolaşımda kendi parası dışında yabancı paraların bulunduğu ülke "kullanıcı" (user) ülke olarak adlandırılır. Yabancı para bu parayı basan diğer ülke merkez bankasının bir yükümlülüğü olduğundan bu ikinci ülke "basıcı" (issuer) ülke olarak tanımlanır. Eşanlı dolaşımda bu yabancı para kullanıcı ülke için sermaye çıkışı ve basıcı ülke için sermaye girişini gösterir. Yabancı paranın fiziki olarak "ihracatı" basıcı ülkenin uluslararası yükümlülüklerini arttırdığından bu ülkenin ödemeleri dengesinde bir sermaye girişi anlamına gelir. Buna karşılık, kullanıcı ülkenin uluslararası alacaklılığı arttığından sermaye çıkışı anlamına gelir.

Belirtilen anlamdaki uluslararası sermaye akımları, ulusal ve uluslararası istatistiksel kayıtlara eksik geçmektedir. Yapılan çalışmalar, yüksek gelirli ülkelere büyük sermaye girişleri olduğunu ve orta gelirli Latin Amerika ülkeleri ile Doğu Avrupa'nın geçiş ekonomilerinden ise büyük sermaye çıkışları olduğunu göstermiştir. Ancak, bu fiziki para hareketleri belli ölçüde de olsa ters sermaye hareketleriyle gideriliyor olabilir. Örneğin, kullanıcı ülkedeki bir karar birimi basıcı ülkedeki yabancı bir bankada yabancı para cinsinden

²⁸ "Eşanlı dolaşım"(cocirculation), bir ülkede iki ya da daha fazla paranın birlikte dolaşmasıdır (Krueger ver Ha, 1996, s.60)

mevduat sahibi ise bu hesabından para çekebilir. Yabancı bankanın hesaplarındaki bu azalma ise basıcı ülkenin uluslararası yükümlülüklerini azaltır. Sonuç olarak bu eylem basıcı ülke için bir sermaye çıkışı ve kullanıcı ülke için ise bir sermaye girişidir. Ancak, banka hesaplarının bu şekilde değişmesi (fiziki para hareketi) ödemeler dengesi istatistiklerine yansımaz ve her iki ülkenin ödemeler dengesi hesaplarında istatistiksel hatalar oluşur. Diğer bir ifadeyle, ödemeler dengesinin ortaya koyduğu rakamlar ile parasal kayıtların ortaya koyduğu rakamlar arasında fark belirir.

Belirtilen istatistiksel hataların oluşumu başka fiziki para hareketleriyle de olabilmektedir. Yurtdışına havayolu ve gemi yolculuğu yapanlar ile iş seyahatine çıkanların yanlarında yabancı para tutmaları; yabancı para balanslarıyla çalışan finansal kurumlar, firmalar ve hükümetlerin yurtdışı döviz işlemleri yapmaları; ve yabancı ülkelerde çalışan işçilerin ailelerine döviz transfer etmeleri²⁹ fiziki para hareketlerinin diğer örnekleridir (Krueger ve Ha, 1996, s 62). Bunların yanısıra, ihracatçıların faturalarını düşük ve ithalatçıların faturalarını yüksek göstermelerinden doğan döviz işlemlerinin miktarı ile kaçak mal ve hizmetlere yapılan nakit ödemeler de vardır (Tanzi ve Blejer, 1982, s.783) Dolayısıyla, bunlar da parasal kayıtlar ile ödemeler bilançosu hesaplarına girmediği için istatistiksel hata oluşturmaktadır

Para ikamesi süreci ilerledikçe yabancı paralar resmi ekonomi dışına çıkmakta ve yasadışı işlemlerin artmasıyla birlikte kayıt dışı ekonomi oluşmaktadır. Bu şekilde istatistiksel hata ve noksanı giderek büyümektedir³⁰. Bu ise para otoritesinin ulusal ve yabancı paralar üzerindeki kontrolünü daha da güçleştirerek mevcut verilere dayanarak kararlar almasını zorunlu kılmaktadır.

Şimdi öncelikle para ikamesi kapsamında değerlendirilmesi gereken mevduatlar tanıtılacak ve takiben para ikamesinin gerçek miktarını ölçmeye yönelik geliştirilen çeşitli göstergeler ele alınacaktır. Ulusal ve yabancı para başlığı altında farklı mevduat kategorileri bulunmakta olup bu durum para ikamesinin ölçümünü oldukça karmaşık hale getirmektedir. Literatürde para

²⁹ Cari işlemler hesabı içinde yurtdışında yaşayan yerleşiklerin gönderdikleri yabancı paralar ile yurtiçindeki yabancıların yurtdışına gönderdikleri paralar özel karşılıksız transferler kalemine kaydedilir.

³⁰ Bu gittikçe artan enformel para ikamesi karşısında hükümetler yabancı parayla yapılan işlemleri yasallaştırarak bunları resmi ekonomiye dahil etmeye çalışırlar. Bu ise hükümete iki farklı avantaj sağlayabilmektedir. İlki, hükümetler yabancı paraların bankacılık sistemine girişini sağlayarak yabancı paralar üzerinde kontrollerinin artacağına inanırlar. İkincisi, hükümetler yurtdışında çalışan işçiler ile yabancı para tutan yerleşiklerden gelen döviz girişlerini artırarak sermaye kaçışını azaltmaya çalışırlar (El-Erian, 1987, s 39)

ikamesinin para balanslarının cinsi (ulusal-yabancı para), tutuldukları coğrafik alan (yurtiçi-yurtdışı) ve yerleşik (ulusal-yabancı) kriterlerine göre sınıflandırılması önerilmiştir. Goodhart (1990), Angeloni, Cortarelli ve Levy (1986) bu kriterlere göre mevduatları sınıflandırmış ve hangilerinin para ikamesinin ölçümüne dahil edilmesi gerektiğini göstermiştir.

Tablo 1.2. Mevduat Kategorileri

	Yerleşiklerin Ulusal Bankalardaki Mevduatları	Yerleşiklerin Yabancı Bankalardaki Mevduatları	Yabancıların Ulusal Bankalardaki Mevduatları	Yabancıların Yabancı Bankalardaki Mevduatları
Ulusal Para	D_{111}	D_{112}^*	D_{211}^*	D_{212}^*
Yabancı Para	D_{121}^*	D_{122}^*	D_{221}^*	D_{222}

Kaynak: Mizen ve Pentecost, 1996, s 15

Tablo 1.2'de, para ikamesi bağlamında değerlendirilmesi gereken mevduatlar yıldız işaretiyle gösterilmektedir. 1 ve 2 alt indeksleri ise sırasıyla yurtiçi ve yabancı yerleşikleri simgelemektedir. Para ikamesiyle ilgili ampirik literatürün büyük bir kısmında, yurtiçi yerleşiklerin ulusal bankalarda tuttukları ulusal para miktarı (D_{111}) ile yabancı para miktarı (D_{121}) değerlendirmelere alınırken, yurtiçi yerleşiklerin yabancı bankalarda tuttukları yabancı para (D_{122}) ile yabancıların ulusal ve yabancı bankalarda tuttukları ulusal para (sırasıyla D_{211} ve D_{212}) miktarı ihmal edilmiştir. Bunun başlıca nedeni ise ülkeler arasında parasal akımlarla ilgili verilere kolaylıkla ulaşılamamasıdır. Para ikamesinin ölçümünde karşılaşılan sorunların başında veri problemi gelmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s 16). Genellikle ulusal bankacılık sisteminde yabancı para mevduatlarına ilişkin veriler kolaylıkla bulunurken, yurtiçi yerleşiklerin yurt dışında tuttukları yabancı para miktarının ölçülmesi oldukça zordur. Bazı gelişmekte olan ülkelerde yabancı birinin aracılığıyla yurtdışında mevduat tutulması oldukça yaygındır ve bunlarla ilgili verilere de kolaylıkla ulaşılamaz (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s 18). Ülkelerin gelişmişlik düzeyi de para ikamesinin ölçümünde güçlük yaratan ilave bir unsurdur. Para ikamesinin ölçüm problemi az gelişmiş ülkelerde daha fazladır. Bu ülkelerde genellikle yurtiçi yerleşiklerin birçoğu yabancı paralarını nakit olarak tuttuklarından ülke içinde tutulan yabancı para miktarı bilinmemektedir. Başka bir deyişle, D_{121} kalemi yurtiçinde tutulan yabancı para miktarının eksik bir göstergesidir. Bu nakitler bankacılık sistemine girmediği için araştırmacılar para ikamesini aşağıda sunulan dolaylı yollara ölçmeye çalışmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s 16).

Para ikamesi ile dolarizasyon üzerine yapılan ampirik çalışmalarda bunların nasıl ölçüleceği karşılaşılan temel sorunu oluşturmaktadır. Bu ölçümde iki temel noktanın dikkate alınması gerekir. Birincisi, para ikamesinin bir tanımı seçilmelidir. İkincisi, bu tanıma uygun veri bulunmalıdır. Para ikamesinin, yabancı bir paranın ulusal paranın tüm işlevlerini yerine getirmesi (dolarizasyon) şeklindeki geniş tanımı seçilir ise para ikamesinin ideal ölçüsü yurtiçi yerleşiklerin tuttukları tüm yabancı para balanslarından oluşturulmalıdır. Bu büyüklüğün içine yurtiçinde dolaşımdaki yabancı para cinsinden banknotlar, ulusal bankacılık sistemindeki yabancı para cinsinden mevduatlar (D_{121}) ve yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında tuttukları yabancı para cinsinden mevduatlar (D_{122}) dahil olmalıdır. Bu ideal ölçüye yabancı para cinsinden tahviller ile diğer tüm parasal olmayan varlıklar dahil edilmemektedir. Bu tutumun altında likidite hizmetleri sağlayan büyüklükler olarak tanımlanan paralar arasındaki ikame derecesine odaklanılması yatmaktadır. Ancak, uygulamada yüksek enflasyon ve/veya sermaye hareketi nedeniyle yabancı para cinsinden vadeli mevduatlar ile yabancı para cinsinden kısa vadeli tahviller arasında likiditeleri yönünden ayırım yapmak oldukça güçtür. Bu durum para ikamesine yönelik ampirik literatürde temel karışıklığı oluşturmaktadır. Bir diğer ifadeyle, faiz taşıyan varlıklar arasında ikame olarak adlandırılan sermaye hareketi ile ulusal ve yabancı paralar arasında ikame olarak adlandırılan para ikamesi arasında ampirik bir ayırım yapmak güçtür.

Para ikamesinin yabancı bir paranın ulusal paranın değişim aracı işlevini yerine getirmesi şeklindeki dar tanımı seçilir ise yabancı para cinsinden faiz taşıyan mevduatlar ile varlıkların (yabancı tahviller) da yukarıdaki ölçüye dahil edilmesi gerekir. Seçilen tanımın ne olduğundan bağımsız olarak, para ikamesi ile ilgili ampirik çalışmalarda veri sorunlarıyla karşılaşmaktadır (Savastano, 1996, s.229). Özellikle finansal yenilikler ciddi düzeyde tanımlama ve ölçüm problemleri yaratmaktadır. Para ikamesini beraberinde getiren yeni enstrümanlar (kredi kartları gibi) kullanılarak yapılan işlemlere ilişkin verilere ulaşmak oldukça güçtür (Viren, 1990, s.1591). Ayrıca, karar birimlerinin hem ulusal ekonomide dolaşımda tuttukları yabancı paralarla ilgili hem de ulusal bankacılık sistemi dışında tuttukları yabancı paralara ilişkin verilere ulaşmak ve mevcut verilere dayanarak güvenilir tahminlerde bulunmak oldukça zordur (Savastano, 1996, s.229). Dolayısıyla, bu büyüklükleri ölçmeye yönelik çalışmalarda, genellikle elde edilemeyen verilere ilişkin katı varsayımlar yapılmaktadır. Tüm bu kısıtlar altında yapılan ampirik çalışmalarda genellikle yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında tuttukları yabancı para mevduatları ile yurtiçinde dolaşımdaki yabancı paralardan biri ya da her ikisi dikkate alınmayarak para ikamesi tam ölçülememektedir (Savastano, 1996, s.230).

Latin Amerika ülkeleri için yapılan ampirik çalışmalarda ABD dolarının illegal yollarla da olsa değer saklama ve değişim aracı olarak elde tutulduğu bilinmesine karşın, bunlara ilişkin hiçbir resmi veri bulunmadığından, araştırmacılar dolar ile ulusal para arasındaki ikamenin göstergesi olarak yabancı para mevduatları ile ulusal para arzlarını içeren ölçütler geliştirmişlerdir (Melvin ve Parra, 1989, s.393).

Savastano (1996) geniş anlamda para ikamesi tanımını kullanarak 1970-93 yıllarını kapsayan dönem için bazı Latin Amerika ülkelerinin (Bolivya, Meksika, Peru ve Uruguay) dolarizasyon oranlarının ölçümü üzerine yaptığı çalışmasında yurtiçi yerleşiklerin ulusal finans sistemi dışında tuttukları yabancı para balanslarını dikkate almayan iki gösterge geliştirmiştir. *İlk gösterge* ulusal bankacılık sistemindeki yabancı para mevduatları toplamının geniş tanımlı ulusal para miktarı (M3) içindeki payıdır³¹. Bu değere literatürde *dolarizasyon endeksi* denilmektedir. *İkinci gösterge* ise yurtiçi yerleşiklerin yurtiçinde ve yurtdışında tuttukları yabancı para mevduatları toplamının toplam parasal varlıklar içindeki payıdır. Bu değere ise literatürde *varlık ikamesi endeksi* denilmektedir. Her iki değerde bir oran olduğundan sıfır ile bir arasındadır³².

Savastano'nun geliştirdiği birinci gösterge (dolarizasyon endeksi) bazı kusurlar içermektedir. İlki, bu gösterge ülkenin daha önce bahsedilen kurumsal yapısı kadar karar birimlerinin yabancı parayı nerede ve nasıl tuttuklarına da bağlıdır. Karar birimleri yabancı parayı farklı işlevleri nedeniyle tutabilmekte ve bunların özellikle değişim aracı olarak tutulan

³¹ Selçuk (1994) Türkiye'de 1986-1992 dönemleri için yabancı para cinsinden mevduatların geniş tanımlı para miktarı (M2Y) içindeki payını para ikamesinin bir ölçüsü olarak almış ve bu oranda gözlenen değişimleri bir VAR modelinde tahmin etmiştir. Modelinde Türkiye'de para ikamesi, faiz oranları ve TL'de beklenen değer kaybı dinamiklerini belirlemeye çalışmıştır. Para ikamesinin ulusal varlıkların nominal getirileri ile döviz kurundaki beklenen değişmeden etkilendiğini varsaymıştır. Döviz kurunun beklenen değişme oranı tam olarak ölçülemediğinden ticaret ağırlıklı reel döviz kuru endeksi ile TL ve ABD doları arasındaki nominal döviz kurunu bu değişkenin ölçütü olarak almıştır. Çalışmasında ulusal varlıkların nominal faiz oranının para ikamesi sürecinde önemli olduğunu ve ulusal nominal faiz oranının düşmesinin bu varlıkların cazibesini düşürerek para ikamesi yarattığını ifade etmiştir. TL'nin reel olarak değerlendirilmesi ve ulusal varlıkların nominal getirilerinin artmasıyla para ikamesinin tersine çevrilebileceği sonucuna ulaşmıştır.

³² Adı geçen çalışmada, ilk göstergenin (yurtiçi dolarizasyon derecesinin) ülkeler arasında ve zaman içinde değişken olduğu sonucuna varılmıştır. Bu değişkenliklere karşın, bu ülkelerin dolarizasyon oranları arasında belli benzerlikler gözlenmiştir. Özellikle, Bolivya, Meksika ve Peru'nun bu dolarizasyon göstergesinde üç ortak niteliği ortaya çıkmıştır. Birincisi, ulusal enflasyon oranı artarken yabancı para mevduatlarının geniş tanımlı ulusal para miktarına (M3) oranı olarak tanımlanan dolarizasyon endeksi artmıştır. Dolayısıyla, dolarizasyon oranları enflasyon oranlarıyla birlikte artmıştır. Diğer bir ifadeyle aralarında pozitif bir korelasyon bulunmuştur (Savastano, 1996, s.230). İkincisi, yabancı para mevduatlarının konvertibilitesi ya da likiditeye dönüşümleri düşük iken, bu ülkelerde ulusal enflasyon oranlarının artması karşısında dolarizasyon oranları düşük seviyelerde kalmıştır. Diğer bir ifadeyle, aralarındaki korelasyon miktarı küçük çıkmıştır. Üçüncüsü, bu ülkelerde döviz kontrollerinin kaldırılmasıyla birlikte yabancı para cinsinden mevduatların konvertibilitesi artarken, ulusal enflasyon oranları düşmesine karşın, dolarizasyon oranları düşmek yerine artmış ya da dolarizasyonda histeri süreci ile karşılaşmıştır (Savastano, 1996, s.233).

kısmını tahmin etmek hemen hemen imkansızdır. Ayrıca, karar birimleri yabancı paraları ulusal bankacılık sistemi dışında nakit olarak tutabildiklerinden bunların miktarını da tahmin etmek oldukça güçtür. İkincisi, bu birinci gösterge yabancıların ulusal bankacılık sisteminde tuttukları yabancı paraları (D₂₂₁) dikkate almamaktadır. Dolayısıyla, bu belirtilen dolarizasyon ölçüsü gerçeği tam yansıtmamaktadır. Bu gösterge, yurtiçi yerleşiklerin ulusal bankacılık sisteminde yabancı para mevduatları açmalarının kısıtlamasız olduğu, hükümetlerin bu mevduatların konvertibilitesini sürdürme taahhütlerine karar birimlerinin güven duyduğu ve bu yabancı para mevduatları ile bunlara alternatif varlıklar arasında istikrarlı bir ilişkinin bulunduğu koşullarda iyi bir göstergedir. Ancak, bu koşulların aynı anda gerçekleşmesi zordur. Bu gösterge dolarizasyon sürecini etkileyen ulusal para talebi hakkındaki bilgiyi doğru yansıtmamaktadır. Bu gösterge ulusal para balansları talebinin temel açıklayıcılarından bağımsızdır. Uygun göstergenin, paranın dolaşım hızındaki, çeşitli varlıkların getiri oranlarındaki ve toplam mevduat hacmindeki değişimleri dikkate alması gerekir.

Savastano, bu birinci göstergenin eksikliklerinden hareketle ikinci göstergesini geliştirmiştir. Belirtildiği gibi bu göstergede, yurtiçi yerleşiklerin yurtiçinde ve yurtdışında tuttukları yabancı para mevduatları, toplam parasal varlıklara oranlanmaktadır. Savastano bu yöntemle Latin Amerika ülkelerindeki (Bolivya, Meksika, Peru ve Uruguay) dolarizasyonu ölçmüştür. Bu ikinci yöntemle hesaplanan değer öncekinden iki yönde farklı çıkmıştır. Birincisi, bu ülkelerde dolarizasyonun daha yüksek bir değerde olduğu gözlenmiştir. İkincisi, bu ikinci gösterge ülkelerin kurumsal yapılarındaki değişmelere daha az duyarlı bulunmuştur (Savastano, 1996, s.234). Çünkü, bu ülkelerde yurtiçi yerleşiklere ulusal bankacılık sisteminde yabancı para mevduatı tutmalarına izin verilmeden önceki dönemde bile yerleşiklerin önemli miktarda yabancı para tuttukları gözlenmiştir (Savastano, 1996, s.235).

Sonuç olarak, esnek kur sisteminde para ikamesi, para arzını etkilemekte ve para miktarındaki değişmelerin tahmin edilememesi ise para otoritesinin kararlarını güçleştirmektedir. Para ikamesinin ölçüm tahminleri ise merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünü etkileyerek para ve maliye politikaları yönünden önemli sonuçlar doğurmaktadır. Enflasyon yaratarak halkın elindeki ulusal paralardan maksimum gelir sağlamaya çalışan hükümetin bu gelir kaynağını doğru tahmin etmesi ise para ikamesini gerçeği yansıtacak şekilde ölçmesine bağlıdır. Ayrıca, banka dışı kanallar yoluyla mal veya yurtdışından döviz kaçakçılığı gibi enformel aktivitelerin artışıyla oluşan para ikamesi de maliye politikasının etkinliğini bozmaktadır. Çünkü, enformel para ikamesi artarken dış ticaret ve yurtiçi satışlardan alınan gelir vergileri azalmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesinin

doğru ölçülmesi ekonomik istikrar yönünden önemlidir. Konunun bu önemine karşın, ekonomide dolaşan yabancı para miktarına ilişkin veri sorunları ise para ikamesinin ampirik olarak tahminini güçleştirmektedir. Bu nedenle ampirik tahminlerde genellikle eşanlı dolaşımdaki yabancı paranın sadece değer saklama aracı olarak kullanılmasının boyutu görülmekte ve değişim aracı olarak kullanılmasının boyutu görülmemektedir.

1.5. Para İkamesi ve Gresham Yasası II

Literatürde, “kötü para iyi parayı kovar” şeklinde tanımlanan Gresham yasası yerine yüksek enflasyonla birlikte “iyi para kötü parayı kovar” şeklinde “Ters Gresham Yasası” olarak adlandırılabilir aksı bir durum ortaya çıkmıştır. Ancak bu iki yasa farklı koşullarda oluşmaktadır. Gresham yasası sabit kur sisteminde geçerli iken Ters Gresham yasası ise talep yönlü para ikamesinin ortaya çıktığı esnek kur sisteminde geçerlidir³³ (Bernholz, 1989, s.466)

Gresham yasası, ondokuzuncu yüzyılda çift metal para standardı ve değeri istikrarsız paralar üzerine çalışan iktisatçılar tarafından tanımlanmıştır. Çift metal sisteminin en belirgin özelliği bu metallerin hem mal hem de para olarak kullanılabilmesidir. Gresham yasası, çift metal sisteminde belli bir tür metalden yapılan madeni paranın farklı bir tür metalden yapılan madeni paraya göre resmi olarak tanımlanmış parite değerinin (para olarak para piyasasındaki resmi değişim değerinin) bu metallerin mal piyasasındaki değişim değerinden farklı olmasıyla ortaya çıkmaktadır (McKinnon, 1996, s.46). Çift metal para sistemi, iki değerli madene ve genellikle altın ve gümüşe dayanan bir para sistemidir. Bu sistemde para otoritesi bu metal paralar için sabit nominal fiyatlar belirlemekte ve dolayısıyla bunlar arasında değişim haddi (resmi parite) oluşturmaktadır. Bu değişim hadlerinden paralar serbestçe değiştirilmektedir. Altın ve gümüş aynı zamanda mal olarak mal piyasasında ticareti yapılan metaller olduğundan bu piyasada oluşan bir değişim haddi vardır. Altın ve gümüş için para ve mal piyasalarında eşanlı denge için yukarıda bahsedilen resmi parite (official parity) ile mal piyasasında oluşan değişim haddinin (nisbi fiyatın) birbirine eşit olması gerekir.

Başlangıçta her iki piyasa eşanlı dengede iken gümüş üretiminin artmasıyla gümüş mal piyasasında ucuzlarken altın ise pahalır. Bu durumda iki madenin mal piyasasındaki nisbi fiyatı para piyasasındaki resmi pariteden sapar. Gümüşün mal olarak değeri para olarak

³³ Literatürde, yüksek enflasyon dönemlerinde “iyi paranın kötü parayı kovması” durumu Thiers yasası olarak adlandırılmaktadır (Bernholz, 1989, s.466)

değerinin altına düşerken, altının mal olarak değeri ise para olarak değerinin üstüne çıkar. Bu durum, karar birimleri için karlı bir arbitraj imkanı yaratmaktadır. Karar birimleri belirlenen resmi pariteden merkez bankasına gümüş vererek karşılığında altın alıp bunları mal piyasasında satarak kar sağlarlar. Bu arbitraj süreci sonunda gümüş sadece para piyasasında altın ise sadece mal piyasasında kullanılan nesne haline gelirler. Bu durum “kötü” paranın “iyi” parayı dolaşımdan çıkarması olarak bilinmektedir.

Gresham yasası, fiat para sisteminde işlemesi beklenmeyen bir yasadır. Çünkü, aynı ulusa ait iki farklı fiat paranın mal piyasasında arbitrajı olanaksızdır. Buna karşın değişik ülkelere ait değerleri farklı fiat paralar birbirlerinin dolaşımlarını etkileyebilmektedir. Basit olarak iki paranın nisbi fiyatının değişmesinin paraların nisbi parasal hizmetlerini -işlem ve değer saklama hizmetlerini- değiştirdiği ve karar birimlerinin ulusal paranın gelecekte değer kaybedeceği (dolayısıyla yabancı paraların değer saklama işlevlerinin ulusal paraya göre artacağı) beklentisi içinde oldukları düşünülür ise karar birimleri “kötü” parayı (ulusal para) merkez bankalarına götürüp “iyi” para (yabancı para) ile değiştireceklerdir. Başka bir deyişle, Gresham yasasının aksine “iyi” para “kötü” parayı dolaşımdan kovacaktır (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.15). Bu durum, Gresham yasasının tersine işlediğini gösterir ve McKinnon bunu “Gresham Yasası II” olarak adlandırmıştır.

Bernholz (1989), sabit kur sisteminden başlayarak Gresham yasası ile bu yasanın tersine işlemlerini dinamik ve yüksek enflasyon koşullarında bir model oluşturarak göstermiştir. Bernholz’un dinamik modelinde önce Gresham yasası sonra Gresham yasası II ortaya çıkmaktadır. Modelde, dışa açık küçük bir ülkede, yurtiçi yerleşikler değeri istikrarlı (yabancı para) ve değeri istikrarsız (ulusal para) iki tür para tutmaktadır ve kamunun veri bir reel bütçe açığı para arzı arttırılarak finanse edilmektedir.

Bu küçük ülkede enflasyonist süreç dört döneme ayrılarak Gresham yasası ile bu yasanın tersine işlemesi gösterilmektedir. İlk dönemde, sabit kur sistemi mevcuttur ve hükümet veri bütçe açığını finanse etmek için sabit kurdan yabancı parayı uluslararası rezervler yoluyla ekonomiye dahil etmektedir. Karar birimleri bu değeri istikrarlı yabancı parayı kolaylıkla benimserler ve portföylerindeki ulusal paranın bir kısmını yabancı parayla değiştirirler (Bernholz, 1989, s.468). Dolayısıyla, karar birimlerinin ulusal para talepleri azalmış ve yabancı para talepleri artmıştır. Sonunda, karar birimleri yabancı parayı kullanarak daha fazla yabancı mal ve hizmet satın alırlar. Artan ithalat sonucu ülkenin ödemeler dengesi açık verir.

İkinci dönemde, karar birimleri portföylerinin bileşimini değiştirirler ve portföydeki ulusal ve yabancı paraların optimal bileşimine karar verirler. Hükümet ikinci dönemde dolaşımdaki ulusal para miktarını değiştirmeden rezervlerden döviz vererek yabancı parayı arttırmayı sürdürmektedir. Ancak, bu dönemde sabit reel bütçe açığının finansmanında ulusal para kullanılmaktadır. Ulusal ve yabancı para arasında sabit pariteden para otoritesi ilave yabancı parayı resmi rezervlerden ulusal parayla değiştirir. Bu ikinci dönemde de ödemeler dengesi açık vermektedir.

Üçüncü dönemde, resmi rezervler minimum düzeye ulaşmıştır. Ancak, resmi rezervler bu minimum seviyeye ulaştıktan sonra sabit reel bütçe açığı artık rezervlerden yabancı para vermeden (karşılıksız) ulusal para basılarak finanse edilmektedir. Hükümet, bu dönemde döviz piyasasına müdahale etmeden sabit döviz kurunu sürdüremez hale gelir. Bu nedenle, ulusal parayı tek yasal ödeme aracı yaparak ve çeşitli yaptırımlarla bu paranın kullanımını zorlayarak ulusal ve yabancı para arasındaki pariteyi sürdürmeye çalışır. Sonuç olarak, bu yasal kısıtlamalarla birlikte karar birimlerinin portföylerindeki yabancı para miktarı azalırken ulusal para miktarı artar. Bu dönemde karar birimlerinin yabancı para talepleri azalır ve ödemeler dengesi açık vermeyi sürdürür. Kötü para (ulusal para) iyi parayı (yabancı para) dolaşımdan çıkarır ve Gresham yasası işler.

Dördüncü dönemde, ülkenin sınırlı miktarda yabancı para rezervi vardır ve hükümet bu dönemde de veri reel bütçe açığını rezervlere dokunmadan ulusal para yaratarak finanse edebilmektedir. Ancak, ekonomide artık çok güçlü yasal kısıtlamalarla bile sabit döviz kurunu sürdürmek imkansızlaşır ve kur serbest dalgalanmaya bırakılır. Sabit reel bütçe açığının para yaratılarak finanse edilmesi beraberinde fiyatlar genel seviyesinin (yurtiçi enflasyon oranının) ve döviz kurunun giderek artmasını getirir. Enflasyonla birlikte ulusal parayı tutmanın maliyeti arttığından ya da bu paranın satın alma gücü düştüğünden, karar birimleri değeri yüksek yabancı para taleplerini arttırırlar. Bu şekilde para ikamesi ortaya çıkar. Sonuç olarak, karar birimleri değeri istikrarlı yabancı para taleplerini arttırıp değeri istikrarsız ulusal para taleplerini azalttıkları için "iyi para kötü parayı kovar" ve Gresham yasası tersine işler (Bernholz, 1989, s.469).

1.6. Değerlendirme

Kapalı ekonomi para talep analizlerinde, para talebinin servet ve gelir gibi ölçek değişkenler ile paraya alternatif varlıkların nisbi getiri oranlarının bir fonksiyonu olduğu

kabul edilmektedir. Ancak, dışa açık ekonomilerde, ulusal paraya alternatif varlıklar arasında yabancı paralar ile bu paralar cinsinden finansal varlıklar da bulunmaktadır. Aslında, yabancı paraların ne derece ulusal paraların alternatifi oldukları, ulusal ekonominin finansal sisteminin gelişmişlik seviyesine ve finansal varlıklarının genişliğine bağlıdır. Ulusal paraya alternatif varlıkların fazla olmadığı ya da finansal piyasaların az gelişmiş olduğu ülkelerde, yabancı paralar ulusal portföylerde önemli bir yer tutmaktadır. Dolayısıyla, finansal enstrümanların yetersiz olduğu ve yüksek enflasyonun ulusal paraların değerlerini istikrarsız kıldığı ülkelerde portföylerde ulusal para yanında değeri istikrarlı yabancı paralar da bulunmaktadır. Farklı işlevleri nedeniyle talep edilen yabancı paralar ise para ikamesinin varlığına işaret etmektedir.

Karar birimleri ulusal ve yabancı paraların fırsat maliyetlerini (ulusal ve yabancı nominal faiz oranları) dikkate alarak portföylerini çeşitlendirirler. Ulusal nominal faiz oranının artması karar birimlerine portföylerinde ulusal para cinsinden faiz taşıyan varlıkları arttırmaları ve yabancı para ile yabancı para cinsinden faiz taşıyan enstrümanları ise azaltmaları yönünde sinyaller vermektedir. Dolayısıyla, yabancı para talebi ulusal para tutmanın fırsat maliyeti olan ulusal nominal faiz oranıyla ters yönde değişmektedir. Para ikamesi, bu fırsat maliyetleri yanında paraların sağladıkları likidite hizmetleri ile beklenen getiri oranlarına bağlıdır. Özellikle, yüksek enflasyon dönemlerinde karar birimlerinin ulusal paranın değer kaybedeceği beklentisi artmakta ve bu ise portföylerinde ulusal para miktarını azaltarak yabancı para miktarını arttırmalarına neden olmaktadır. Hükümetlerin para yaratarak gelir sağlama yöntemini benimsedikleri dönemlerde, karar birimleri yabancı para tutmayı enflasyon vergisinden kaçınmanın bir yolu olarak görmektedir. Dolayısıyla, enflasyon vergisi para ikamesine ortam hazırlayan temel bir faktördür.

Para ikamesinin asıl nedeni, yüksek enflasyonun ulusal paranın değerini düşürerek reel getirisini belirsiz hale getirmesidir. Enflasyon oranı düşerken ise yabancı para(lar)dan ulusal paraya dönüş olabilmektedir ki bu literatürde "ters para ikamesi" olarak bilinmektedir. Ancak, özellikle Latin Amerika ülkelerinin büyük bir kısmında dolarizasyon sürecinin tersine dönmediği ya da yabancı para talebinin enflasyon oranındaki düşmeden etkilenmediği gözlenmiştir. Histeri olarak adlandırılan bu olgunun temel nedeni ise karar birimlerinin hükümetlerin enflasyonu düşürmeye yönelik uyguladıkları politikaları sürdürülebilir bulmamalarıdır. Dolayısıyla, histeri olgusu bu yeni makroekonomik politikalara güvenin zayıf olmasından kaynaklanmaktadır. Bu ülkelerde güvensizlik dışında histeri olgusunu tetikleyen ve besleyen başka unsurlar da göze çarpmaktadır. Bunlar arasında, yabancı paralardan (özellikle bu ülkelerde dolar) ulusal paraya dönerken karşılaşılan işlem maliyetleri, yüksek

enflasyonla oluşan yeni finansal enstrümanlara yapılan yatırımlar ve öğrenme süreçleri sayılabilmektedir.

Literatürde, para ikamesi ve dolarizasyona yönelik farklı tanımlar yapılmış ve bu kavramlar konusunda tam bir fikir birliği oluşmamıştır. Bazı yazarlar para ikamesi ile dolarizasyonu eş anlamlı görürken bazıları ise bu iki olguyu birbirinden ayırmaktadır. Bu ikinci gruptakiler, ulusal paranın hangi fonksiyonunu yabancı paranın aldığına dayanarak bu olgular arasında ayırım yapmak gerektiğini vurgulamaktadır. Bu bağlamda, ulusal paranın değişim aracı olma işlevini yabancı bir paranın alması para ikamesi olarak, hesap birimi ve değer saklama işlevlerini yabancı paranın alması ise dolarizasyon olarak adlandırılmıştır. Ayrıca, para ikamesi olgusu dinamik dolarizasyon sürecinin en son aşaması olarak görülmüştür.

Bu tanımlama farklılıklarının ötesinde literatürde doğrudan ve dolaylı para ikamesi ile arz ve talep yönlü para ikamesi ayırımları yapılmıştır. Ulusal ve yabancı paraların aynı mal donanımı için ödeme aracı olarak rekabet etmesi durumu doğrudan para ikamesi olarak tanımlanırken, ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlıkların değer saklama aracı olarak rekabet etmesi ise dolaylı para ikamesi olarak adlandırılmaktadır.

Para ikamesi türlerinin para ve maliye politikaları yönünden önemli sonuçları bulunmaktadır. Doğrudan para ikamesinde, ulusal ve yabancı paraların tam ikamesi için bunların fırsat maliyetlerinin ya da nominal faiz oranlarının eşit olması gerekir. McKinnon, sabit kur sistemini karar birimlerinin her iki parayı da tutmalarının gerekli bir koşulu olarak görmektedir. Sabit kur sisteminde karar birimleri ulusal ve yabancı paralar arasında kayıtsız kalabilirler. Ancak, esnek kur sisteminde ise ulusal paranın değer kaybı karşısında karar birimleri ulusal paradan uzaklaşarak değeri yükselen yabancı paraya kayarlar. Ulusal ve yabancı paralar eşanlı dolaşırken, para talepleri istikrarsız olmakta ve bu ise merkez bankasının müdahalesini gerekli kılmaktadır. Merkez bankası bu istikrarsızlığı sabit kur sistemini benimseyerek giderebileceği gibi sterilizasyon yapmadan da müdahale ederek önleyebilmektedir. Ancak, McKinnon birleşik mal bölgesini içeren yapay bir çerçevede tek paranın daha kullanışlı olduğunu ve bu şekilde para talep istikrarsızlıklarının önlendiğini ifade etmiştir.

Sabit kur sisteminde faiz taşıyan finansal varlıkların fırsat maliyetindeki değişimler bu varlıklar arasında ikameye neden olmaktadır. Dolaylı para ikamesinde ulusal nominal faiz

oranının artması yurtiçi yerleşiklerin ulusal paradan getirisi artan ulusal tahvillere yönelmelerine neden olur. Dolayısıyla, bu durum ulusal para stokunda değişmeler yaratmaktadır. Ulusal para talebindeki düşme sonucu merkez bankası açık piyasa işlemleriyle ulusal paranın değerini arttırabilmektedir. Ancak, bunlara karşın döviz kuru istikrarsız olabilmektedir. Döviz kuru değişmeleri merkez bankasına sinyal vermekte ve bu enstrümanı kullanarak ulusal varlıkların cazibesini arttırmasını sağlamaktadır. Kısaca, ulusal ve yabancı tahvillerin getirileri farklı iken, uluslararası tahvil piyasası yeni döviz kuru beklentilerine intibak etmekte ve ulusal ülkeden sermaye çıkışına yol açmaktadır. McKinnon'un bu dolaylı para ikamesi kanalı beraberinde büyük boyutlu para ikamesini getirmektedir.

Doğrudan ve dolaylı para ikamesi yanında para ikamesi döviz kuru sistemine göre sınıflandırılmaktadır. Sabit kur sisteminde ulusal para yabancı parayla belirlenen pariteden arz yönlü olarak ikame edilirken, esnek kur sisteminde karar birimlerinin paralar için bekledikleri nisbi getirilere göre yabancı para talebi oluşarak talep yönlü para ikamesi gerçekleşmektedir. Arz ve talep yönlü para ikamelerinin merkez bankasının parasal bağımsızlığı üzerinde farklı düzeyde etkileri vardır. Arz yönlü para ikamesinde merkez bankalarının parasal bağımsızlıkları mevcut değildir ve ülkeler arasında parasal etkileşim söz konusudur. Ancak, esnek kur sisteminde mevcut olan parasal bağımsızlık talep yönlü para ikamesiyle birlikte zayıflamaktadır. Hem ülkenin kendi izlediği parasal politikalar ulusal portföylerdeki yabancı paraları basan merkez bankalarının para politikalarını etkileyebilmekte hem de yabancı merkez bankalarının politikaları ulusal ekonomiye yansiyabilmektedir. Özellikle, ülkeler enflasyon vergisi yöntemine sıklıkla başvuruyorlar ise bu ülkelerde para arzı artışının beraberinde getirdiği fiyat artışları sadece bu ülkeyi değil bu ülkenin parasını kullanan ülkelerin genel fiyat seviyesini de etkilemektedir. Para ikamesi altında enflasyonist politika izleyen hükümetler diğer ülkenin parasal politikalarını etkileyerek bu ülkenin para politikalarının etkinliğini azaltmaktadır.

Ülkeler arasında çeşitli şekillerde oluşabilen fiziki para hareketlerinin ölçülmesi oldukça güçtür. Para ikamesi olgusunun ölçüm güçlüklerinin temelinde tanımlama ve veri problemleri gelmektedir. Özellikle yurtiçindeki karar birimlerinin başkalarının aracılığıyla yurtdışındaki bankalarda açtırdıkları hesapların miktarını tesbit etmek hemen hemen imkansızdır. Para ikamesini ölçmeye yönelik ampirik çalışmaların büyük bir kısmında yabancı para mevduatlarının geniş tanımlı para miktarına oranı (dolarizasyon oranı) kullanılmaktadır. Bu ölçüm ise gerçeği yansıtmaktan oldukça uzaktır. Bu ölçü, karar birimlerinin değişim aracı olarak yabancı para kullanımını ölçmekten uzak olup sadece karar birimlerinin değer saklama

aracı olarak yabancı para kullanımını ölçmektedir. Dolayısıyla, gerçek para ikamesi miktarı olduğundan düşük tahmin edilmektedir.

Para ikamesi altında piyasa değeri düşük paranın piyasa değeri yüksek parayı dolaşımdan çıkarması anlamında Gresham yasası tersine işlemektedir. Çünkü, para ikamesi esas olarak değeri düşük ve istikrarsız ulusal paradan değeri yüksek ve istikrarlı yabancı paralara kayma anlamına gelir. Bu koşullarda iyi para (yabancı para) kötü parayı (ulusal para) dolaşımdan çıkararak bu yasanın tersine işlemesine neden olmaktadır.

BÖLÜM 2: KURAMSAL PARA İKAMESİ MODELLERİ

Kapalı ekonomi para talep teorisi modellerinde bir ülkede sadece bir malın üretildiği ve ulusal para ile tahvil olmak üzere iki tür varlığın bulunduğu varsayılr. Ancak, para ikamesi modelleri bu geleneksel finansal yapıdan farklı bir yapı gerektirmektedir. Dolayısıyla, para ikamesi modellerinde karar birimlerinin uzun vadeli finansal varlıklar ile farklı paralar arasında seçim yapabildikleri bir yapı getirilmektedir. Para ikamesinin olduğu bir ekonomide geleneksel para talep fonksiyonu para talebinin tüm belirleyicilerini içermemektedir. Para ikamesi altında enflasyon, faiz oranları ve döviz kuru gibi yabancı ekonomik değişkenlerde para talep fonksiyonunun belirleyicileri arasındadır.

Para ikamesi para talep fonksiyonunun istikrarını etkilemektedir. Bu koşullarda ulusal ekonominin para talep fonksiyonuna yabancı ekonomik değişkenler de girdiğinden yabancı ekonomide enflasyon, faiz oranları ve döviz kuruna ilişkin beklentileri değiştiren bir para politikası değişikliği ulusal para talep fonksiyonunun istikrarını etkilemektedir.

Para ikamesi teorileri bir ülkede ulusal ve uluslararası paraların eşanlı dolaşımını incelemektedir. Para ikamesi olgusu özünde bir para talep konusudur. Dolayısıyla, para ikamesine teorik yaklaşımlar para ikamesini veren para talep teorileri oluşturmakla başlamıştır. Buradan hareketle bu bölümde ilk olarak dışa açık ekonomilerde para talebini etkileyen faktörler, para ikamesi olgusunun temelini oluşturan ve para talebini açıklayan para talep teorileri olarak “cash-in-advance modeli” ile “işlem maliyetleri modeli” tanıtılacaktır. Para talep modelleri, paraların değişim ve değer saklama aracı olarak ikame edilmelerini para talebi ile bağlantılı olarak açıklarken, para ikamesinin makroekonomik modelleri ise para ikamesi olgusunu ekonominin veri bir niteliği olarak varsayıp bu olgunun iktisadi sonuçlarını analiz etmekte ve politika önerileri sunmaktadır. Bu nedenle takiben para ikamesinin makroekonomik modelleri olarak “monetarist para ikamesi modeli” ile global para ikamesi modellerinden “sınırlandırılmış portföy dengesi modeli”, “dinamik optimizasyon modeli” ve “sınırlandırılmamış portföy dengesi modeli” ayrıntılarıyla açıklanacaktır. Para ikamesinin para talep modelleri ile makroekonomik modellerinin bir kısmı sadece doğrudan para ikamesine yer verirken, bir kısmı ise doğrudan ve dolaylı para ikamelerini birlikte içermektedir.

Ancak bu modellere geçmeden önce dışa açık ekonomilerde para talebine ilişkin genel bilgiler sunulacaktır. Dışa kapalı bir ekonomide para talebi, servet ve gelir gibi ölçek

değişkenler ile paranın ve alternatif varlıkların nispi getiri oranlarının bir fonksiyonudur. Bu alternatif varlıklar arasında tahviller ve mevduat hesapları gibi finansal enstrümanlar yanında dayanıklı mallar ve gayrimenkuller gibi reel varlıklar da bulunmaktadır. Dışa açık bir ekonomide ise ulusal para ve bu para cinsinden varlıkların alternatifleri arasında yabancı para(lar) ve bu para(lar) cinsinden finansal varlıklar da yer almaktadır. Yabancı para(lar) ve bu para(lar) cinsinden finansal varlıkların nispi getiri oranları yüksek iken, ulusal para talebi düşüktür.

Ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikame düzeyini büyük ölçüde döviz kuru riski (exchange risk) ile paraların nispi getiri oranları belirlemektedir. Faiz taşımayan yabancı varlıkların (yabancı paraların) ulusal para cinsinden nominal getiri oranı, ulusal ve yabancı para arasındaki döviz kuru değişmelerine dayalı iken, faiz taşıyan yabancı varlıkların ulusal para cinsinden nominal getiri oranları ise o ülkelerdeki faiz oranlarına bağlıdır. Kur riski³⁴ mevcut iken, ulusal ve yabancı paralar cinsinden varlıklar arasındaki ikame düzeyi, ulusal paranın beklenen değer kayıp (devalüasyon) ya da kazanç oranına bağlıdır. Ulusal ve yabancı para cinsinden finansal varlıklar ile reel varlıklar arasında genellikle likiditesi en yüksek olan yabancı paralardır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde ve hatta bazı gelişmiş ülkelerde bireyler büyük miktarda işlem amaçlı yabancı para bulundururlar (Tanzi ve Blejer, 1982, s.781).

Para ikamesinin para talep teorileri, karar birimlerinin parasal hizmet taleplerini nakit olarak ulusal ve yabancı paralar ile bu paralar cinsinden mevduat tutarak gerçekleştirdiklerini kabul etmektedir. Ulusal ve yabancı paraların portföyün parasal kısmı içindeki payları ise bu paraların nispi likidite hizmetleri yanında beklenen getiri oranlarına bağlıdır. Ulusal paranın değer kaybedeceği beklentisi artarken (yabancı paranın beklenen getirisi artarken) karar birimleri ulusal para da dahil ulusal para cinsinden varlıkları azaltıp yabancı para da dahil yabancı para cinsinden varlıkları artırırlar. Enflasyonun hızlandığı dönemlerde ulusal para tutmanın maliyetinin artması (satılma gücünün azalması) ve dış dengeyi sağlamak için döviz kurunun ulusal para aleyhine değişmesi, ulusal para talebini azaltarak yabancı para talebini artırır. Ulusal sermaye piyasalarına uygulanan geniş çaplı sermaye kontrolleri ise ulusal paranın ve bu para cinsinden varlıkların getirilerini düşürerek yabancı paranın nispi getirisini yükseltir ve yurtiçi yerleşikler ulusal para taleplerini kısarak getirisi yüksek yabancı para taleplerini artırırlar. Bunun yanısıra, sermaye kontrolleri, yabancı paranın beklenen

³⁴ Daha önce de belirtildiği gibi kur riski esnek kur sisteminde görülmekte ve kura ilişkin belirsizliği ifade etmektedir.

kazanç oranını ulusal para cinsinden vadeli mevduatlara ve diğer likit varlıklara ödenen nominal faiz oranlarına göre arttırır. Bu durumda da yabancı para, faiz taşıyan ulusal varlıklar yerine ikame edilir ve aynı zamanda genellikle yabancı paranın likiditesi artar (Tanzi ve Blejer, 1982, s.782).

2.1. Para İkamesinin Para Talep Modelleri

Çeşitli paraların dolaşımında olduğu bir ekonomide, para ikamesinin varlığının araştırılması esasında bir para talebi araştırmasıdır. Bir kısım para talep teorisi para ikamesi olgusuna açıklık getirmeye yönelik olarak geliştirilmiştir. Para ikamesi olgusunu açıklayacak biçimde para talep teorileri oluşturularak bu olguya teorik temel sağlanmıştır. Para ikamesinin para talep teorileri olarak cash-in-advance modeli ile işlem maliyetleri modeli geliştirilmiştir. Gerek cash-in-advance modeli gerekse işlem maliyetleri modeli “paraların ikame edilebilirliğini belirleyen nedir” sorusuna yanıt aramaktadır.

2.1.1. Cash-in-Advance Modeli

Cash-in-advance yaklaşımı Clower'ın (1967) geliştirdiği ve son yıllarda yaygın hale gelen bir para talep modelleme yöntemidir³⁵. Literatürde, değişik cash-in-advance modelleri geliştirilmiş olmakla birlikte tümünde karar birimlerinin mal satın alımlarında önceden tuttıkları parayı kullanmaları gerektiği varsayılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, karar birimlerinin harcama miktarı tuttıkları para miktarını aşamaz. Bu harcama kısıtı cash-in-advance kısıtını oluşturmaktadır.

Bu alt bölümde cash-in-advance modellerinden Giovannini ve Turtelboom'un (1992) dışa açık ekonomide değişim aracı işlevleri yönünden paraların ikame edilebilirliklerini açıklamak için geliştirdikleri para talebinin cash-in-advance modeli sunulacaktır. Modelde “paraların ikame edilebilirliklerini belirleyen nedir” sorusuna yanıt aranmaktadır.

³⁵ Clower (1967), paranın sadece değişim aracı işlevini dikkate almış ve malların mallar ile değiştirildiği bilinen reel Walrasçı genel denge sistemine parayı değişim aracı işleviyle dahil etmiştir. Clower'a göre paralı ekonomilerde karar birimlerinin mübadele öncesinde değişimi gerçekleştirebilmeleri için para tutmaları gerekir. Çünkü, parasal ekonomide *para malları ve mallar parayı satın alırken, mallar malları satın almaz*. Böyle bir ekonomide para, değişimin vazgeçilmez bir nesnesidir. Dolayısıyla karar birimleri sadece gelire (bütçe) değil aynı zamanda ellerindeki likidite (para) miktarıyla da kısıtlıdır. Modelde gelir ve harcama (cash-in-advance) olmak üzere iki kısıta yer verilmiştir. Gelir kısıtı karar birimlerinin mevcut mal stokları karşılığında parasal gelir elde etmelerine imkan verecek biçimde oluşturulur ve para talebi buradan kaynaklanır. Harcama kısıtı ise karar birimlerinin o dönemdeki satın alımlarının (harcamalarının) değişime hazır para miktarını aşamayacağı şeklinde tanımlanmaktadır.

Modelde karar birimleri biri bütçe kısıtı diğeri cash-in-advance kısıtı olmak üzere iki kısıt altında fayda maksimizasyonu yapmaktadır. Kapalı ekonomide cash-in-advance kısıtı bir adet iken dışa açık ekonomide ise ulusal ve yabancı paranın her biri için olmak üzere iki adet cash-in-advance kısıtı vardır. Ulusal ve yabancı reel para balansları cinsinden cash-in-advance kısıtları aşağıda gösterilmektedir (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s 6):

$$\left(\frac{M}{P}\right) \geq C \quad (2.1)$$

$$\left(\frac{M^*}{P^*}\right) \geq C^* \quad (2.2)$$

Burada, M/P ulusal reel para balanslarını, M^*/P^* yabancı reel para balanslarını, C ulusal malı ve C^* ise yabancı malı simgelemektedir. Karar birimleri ulusal ve yabancı olmak üzere iki farklı mal tüketebilmektedir. Modelde, cash-in-advance kısıtları (2.1) ve (2.2) her zaman bağlayıcıdır. Bu kısıtlarda karar birimlerinin ulusal malı satın almak için portföylerinde ulusal para ve yabancı malı satın almak için yabancı para tutmaları gerektiği için para ikamesine yer verilmemektedir. (2.1) no lu kısıta göre karar birimlerinin ulusal mala yapacakları harcama miktarı ulusal paranın reel değerini aşamaz. Cash-in-advance kısıtı gereği bireyler ellerindeki para miktarının üzerinde harcama yapamazlar. Modelde, paranın likiditesinin diğer finansal ve reel varlıkların likiditesinden yüksek olduğu varsayılmaktadır. Her iki ülkede fiyat seviyesi miktar teorisi denklemine³⁶ göre belirlenmekte iken malların nispi fiyatının (reel döviz kurunun) mal piyasasında dengede (arz ve talep eşitliğinde) belirlenmekte olduğu varsayılmaktadır. Kolaylık olması için her iki ülkenin mal arzı dışsal (egzojen) alınıp temsili bir karar birimi varsayılır ise temsili karar biriminin marjinal ikame oranı ulusal ve yabancı malların üretim miktarlarının bir fonksiyonu olup dışsal olacaktır. Marjinal ikame oranı dışsal iken dengede buna eşit olan nispi fiyat da dışsaldır. Modelde malların nispi fiyatının temsili karar biriminin marjinal ikame oranına eşitliği olarak denge koşulu aşağıda gösterilmektedir:

³⁶ Burada, Cambridge miktar teorisi denklemleri kullanılmaktadır. Cambridge yaklaşımında miktar teorisi denklemleri bir para talep fonksiyonudur. Paranın dolaşım hızının yaklaşık olarak sabit olduğu varsayılır ve para piyasası denge koşulu (para arzının para talebine eşitliği) kullanılır. Buna göre ulusal ve yabancı ülkeler için miktar denklemleri oluşturulur:

$$M = kPy \text{ (ulusal ülke)} \quad M^* = k^*P^*y^* \text{ (yabancı ülke)}$$

Denklemlerde, M ve M^* ulusal ve yabancı para arzlarını, P ve P^* ulusal ve yabancı fiyatlar genel seviyelerini, y ve y^* ulusal ve yabancı gelir seviyelerini simgelerken, k katsayısı ise ulusal ve yabancı gelirlerin bir oranı olarak tutulmak istenen para miktarını gösterir. Ancak, k ve y sabit iken, para arzı ile fiyatlar genel seviyesi arasında birebirlik bir ilişki vardır (Visser, 2000, s.165)

$$\left(\frac{eP^*}{P}\right) = \frac{U_1(C, C^*)}{U_2(C, C^*)} \quad (2.3)$$

Burada, 1 ve 2 alt indeksleri sırasıyla fayda fonksiyonunun (U) birinci (ulusal) ve ikinci (yabancı) değişken cinsinden kısmi türevlerini göstermektedir. P yurtiçi fiyatlar genel seviyesini ve P* ise yurtdışı fiyatlar genel seviyesini simgelemektedir.

Böyle bir modelde para ikamesi olgusu nasıl açıklanabilir? Açıkça modelde cash-in-advance kısıtlarında para ikamesine izin verilmemektedir. Ancak, temsili karar biriminin fayda fonksiyonunda ulusal ve yabancı olmak üzere iki malın birlikte bulunması ulusal ve yabancı paralar arasında ikame edilebilirliğe imkan yaratmaktadır³⁷ (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.7). Dolayısıyla, bu modelde para ikamesi doğrudan varsayılmayıp temsili karar biriminin ulusal ve yabancı mallara olan talebi yoluyla oluşmaktadır. Modelde, para ikamesi olgusunun varlığı dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Başka bir deyişle, para talebi mallar arasındaki ikame derecesiyle ilişkilendirilmektedir (Boyer ve Kingston, 1987, s.236). Fayda fonksiyonunun sabit ikame esneklikli olduğu varsayımı altında (mallar arasında ikame esnekliği sabit) σ sabit esneklik parametresini göstermek üzere (2.3) no.lu denge koşulu aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$\left(\frac{eP^*}{P}\right) = \left(\frac{y}{y^*}\right)^{1/\sigma} \quad (2.4)$$

Burada, y ve y* miktarı sabit alınan ulusal ve yabancı çıktı seviyeleridir. (2.4) no.lu denklem miktar teorisi denklemlerinde yerine konularak nominal döviz kuru bulunur:

$$e = \left(\frac{y}{y^*}\right)^{\left(\frac{1-\sigma}{\sigma}\right)} \left(\frac{M}{M^*}\right) \quad (2.5)$$

Miktar denkleminde sabit varsayılan ulusal çıktı (y) miktarının (gelirin) artması ulusal para talebini artırır. Bu koşullarda ulusal paranın değerlendirilerek satın alabileceği mal ve hizmet miktarının artması için nominal döviz kurunun (e) düşmesi gerekir (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.7). (2.4)'no.lu denklem ulusal çıktı miktarı (y) artarken malların nispi

³⁷ Burada Giovannini ve Turtelboom'un birinci bölümde açıklanan para ikamesi ile paranın ikame edilebilirliği tanımlamaları geçerlidir.

fiyatının (reel döviz kurunun) ne kadar düşeceğinin $1/\sigma$ değerine bağlı olduğunu göstermektedir. Malların temsili tüketici nezdinde ikame esnekliği yüksek iken, malların arzındaki (y) değişmeye malların nispi fiyatının (reel döviz kurunun) tepkisi küçüktür ve para talebi nominal döviz kurunu etkilemektedir. Başka bir deyişle, malların temsili tüketici nezdinde ikame esnekliği yüksek iken ($\sigma > 1$) malların arzının değişmesi malların nispi fiyatını (reel döviz kurunu) fazla değiştirmeyip daha çok nominal döviz kurunu etkilemektedir. Ulusal çıktı (y) miktarının artması miktar teorisi denkleminde para talebini arttırırken $\sigma > 1$ iken para talebindeki bu artış daha çok nominal döviz kurunu etkiler ve reel döviz kurunu çok fazla etkilemez. Dolayısıyla, yurtdışı üretim miktarı artarken ulusal para talebi de artar ve bunu yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri olarak tanımlanan nominal döviz kurunun düşmesi (ulusal paranın değerlenmesi) izler. Ulusal paranın değerlenmesi temsili karar biriminin ulusal para talebinin artmasına ve yabancı para talebinin düşmesine neden olur. Modelde, ulusal ve yabancı malların arzlarının değişmesi, ulusal ve yabancı para taleplerini değiştirmektedir. Modelde, mal arz miktarları ile para talepleri arasında bağlantı vardır. Denge de arz ve talep eşitliği nedeniyle para ikamesi karar biriminin mallara olan talebiyle açığa çıkmaktadır.

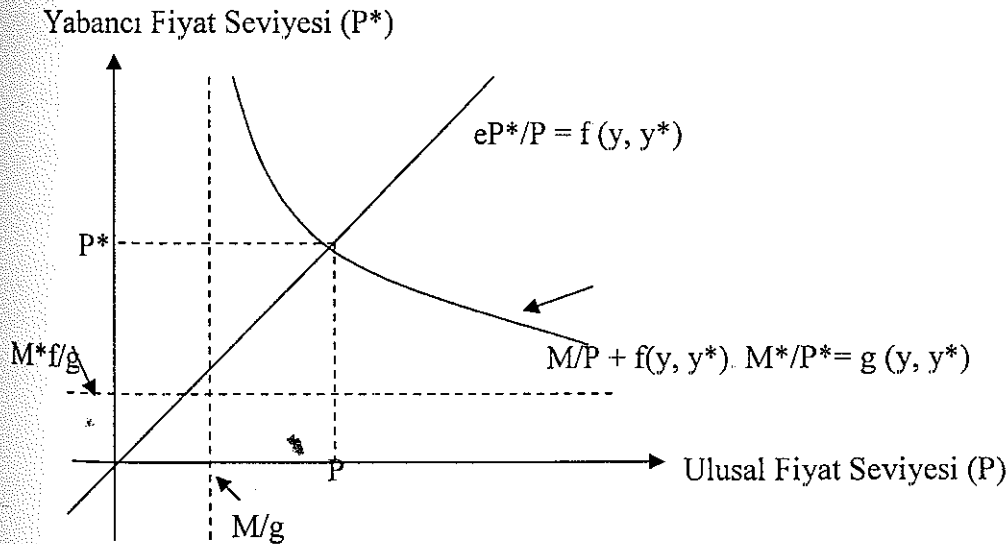
Bu modeldeki cash-in-advance kısıtı oldukça özeldir ve geçerli olması oldukça güçtür. Karar birimleri iki maldan (ulusal ve yabancı mallar) birini satın almak için neden ulusal ve yabancı paralardan herhangi birini kullanmasın! Uluslararası para piyasalarındaki işlem maliyetlerinin mal piyasalarındaki işlem maliyetlerinden daha küçük olduğu düşünülür ise yukarıdaki varsayım oldukça kısıtlayıcıdır. Ancak, bu kısıt altındaki cash-in-advance modeli belirtilen kusuruna karşın, "paralar arasındaki ikame edilebilirliği belirleyen nedir" sorusuna yanıt getirebilmektedir.

Modelde, paraların ikame edilebilirliğini fayda fonksiyonunun parametresi (σ) ile cash-in-advance kısıtının varsayılan biçimi belirlemektedir. İlk olarak fayda fonksiyonunun mallar arasındaki ikame esneklik parametresi (σ) ele alınsın. Ulusal ve yabancı mallar arasındaki ikame esneklik parametresi (σ) artar ise karar birimlerinin mal satın alma tercihlerinin değişmesi önemini yitireceğinden ulusal ve yabancı paraların kendi aralarındaki ikame edilebilirlikleri de artar. Ulusal ve yabancı mallar arasındaki ikame esnekliği artar ise ne olur? $\sigma > 1$ iken (2.5)'no.lu denklemde σ 'nın değeri arttığında nominal döviz kurunun değişkenliği (volatility) artmaktadır. Çünkü, iki mal büyük ölçüde ikame edilebilir iken malların arzlarının değişmesi para talep etkisi yoluyla nominal döviz kurunu değiştirmektedir.

Cash-in advance kısıtının formunun değiştirilmesi para ikamesini nasıl etkiler? Her iki paradan herhangi birinin her iki maldan birini satın almak için kullanılabilceği diğer uç duruma göre kısıt yeniden tanımlansın. Önceden olduğu gibi malların satın alınması para kullanmayı gerektirmektedir. Bu yeni durumda cash-in-advance kısıtı aşağıdaki biçimdedir:

$$\frac{M}{P} + \frac{eP^*}{P} \frac{M^*}{P^*} \geq y + \frac{eP^*}{P} y^* \quad (2.6)$$

(2.6)'no.lu cash-in-advance kısıtının sol tarafı ulusal ve yabancı reel para balanslarının yurtiçindeki toplam değerini (satın alma gücünü) göstermekte iken, sağ tarafı ise ulusal ve yabancı çıktı için harcamaların ulusal para cinsinden toplam değerini göstermektedir. Kısıta göre mal arzları toplamı, paraların toplam değerini aşamaz. Bu koşullarda, (2.6)'no.lu denklemdeki eşitliğin (dengenin) nasıl belirlendiği şekil 2.1'de gösterilmektedir (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s 8). Şekil 2.1'de, iki fonksiyona yer verilmektedir. Bunlardan f fonksiyonu, ulusal ve yabancı reel para balanslarının yurtiçindeki toplam değerini göstermektedir ve bu fonksiyon (2.6)'no.lu denklemin sol tarafını simgelemektedir. g fonksiyonu ise ulusal ve yabancı çıktıların ulusal para cinsinden toplam değerini (karar biriminin toplam mal satın alımlarının değerini) göstermektedir ve bu fonksiyon (2.6)'no.lu denklemin sağ tarafını simgelemektedir



ŞEKİL 2.1. Çoklu Döviz Kuru Dengesi

Kaynak: Giovannini ve Turtelboom, 1992, s 54.

Ulusal (y) ve yabancı (y^*) çıktı fonksiyonları dışsaldır (egzojen) ve bunlar değiştiğinde eğriler kayar. Şekil 2.1'de negatif eğimli eğri üzerinde her nokta cash-in-advance kısıtını

karşılacaktır. Cash-in-advance kısıtının karşılandığı her noktada belli bir (P, P^*, e) üçlüsü vardır. Bu üçlü ise negatif eğimli eğri ile orjinden çıkan doğrunun kesişim yerinde belirlenir. Orjinden geçen doğru, M, M^*, y ve y^* veri iken kısıtın karşılandığı P, P^* ve e üçlülerini göstermektedir. Bu doğrunun eğimi f fonksiyonunun nominal döviz kuruna bölünmesiyle elde edilen değere eşittir (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.9). Nominal döviz kurunun her bir değerine farklı bir denge üçlüsü gelmektedir. Dolayısıyla, bu modelde cash-in-advance kısıtını karşılayan çoklu döviz kuru dengesi vardır. Her farklı nominal döviz kuru değerine farklı bir denge noktası karşılık gelmektedir.³⁸

Modelde, ulusal ve yabancı mallar arasındaki ikame esnekliği (σ) ile bu malların arzları (y, y^*) nominal döviz kurunun alacağı değeri etkilemektedir. Model para ikamesinin varlığını doğrudan açıklamayıp karar biriminin ulusal ve yabancı mallara olan talebiyle açığa çıkmaktadır. Bununla birlikte, modelde cash-in-advance kısıtının formu değiştirildiğinde nominal döviz kurunun değişkenliği artmaktadır³⁹. Para ikamesinin boyutu ve değişkenliği cash-in-advance kısıtının formuna bağlıdır.

2.1.2. İşlem Maliyetleri Modeli

Cash-in-advance modeli değişim aracı olarak farklı paralar arasındaki ikameyi belli ölçüde açıklarken değer saklama aracı olarak farklı paralar arasındaki ikameyi dışlamaktadır. Sermaye piyasasının liberalizasyonu ve finansal serbestleşme düzeylerine göre paraların likidite hizmetleri farklıdır. Değer saklama işlevine dayanan para ikamesi uluslararası sermaye hareketiyle yakından ilişkilidir. İşlem maliyetleri modeli, para ikamesini paranın değer saklama işlevine bağlı olarak açıklayan teorik bir modeldir. Model, paranın değer saklama aracı olarak diğer finansal ve reel varlıklardan üstün olduğunu varsaymaktadır (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.5). Karar birimleri mal satın almalarını gerçekleştirmek için diğer varlıkları istedikleri anda herhangi bir maliyete katlanmadan paraya dönüştürebiliyorlar ise portföylerinde nakit balans tutmazlar. Mal satın almak için gereken

³⁸ Girton ve Roper (1981) ulusal ve yabancı paraların dolaşımında olduğu esnek kur sisteminde denge döviz kurunun nasıl belirlendiğini incelemişlerdir. Modellerinde, para ikamesi artarken parasal dengenin korunabilmesi için döviz kurunun daha oynak hale geldiğini ve para ikamesinin döviz kurunu istikrarsız kıldığını göstermişlerdir. Ayrıca, tam para ikamesi durumunda döviz kurlarındaki belirsizlik sorununa işaret etmişlerdir. Ancak bu sonucun arkasında merkez bankasının döviz kuru dalgalanmaları karşısında nominal para miktarını ya da paranın nominal getirisini değiştirmediği varsayımı vardır.

³⁹ Akçay, Alper ve Karasulu (1997), Türkiye'de 1987-1996 dönemleri arasında para ikamesinin döviz kuru istikrarsızlığına etkisini ampirik bir model oluşturarak incelemişler ve para ikamesinin seviyesi yüksek iken döviz kuru oynaklığının arttığı sonucuna varmışlardır.

parayı ise portföylerindeki tahvilleri ya da diğer varlıkların bir kısmını anında likit bir varlık olan paraya dönüştürerek sağlayabilirler. Ancak, diğer varlıklardan paraya ve paradan diğer varlıklara dönerken işlem maliyetiyle karşılaşılır.

Cash-in-advance modelinde, paranın değer saklama fonksiyonu dışlanmıştır. Oysa, bir çok ampirik çalışma paranın farklı ülkelerde farklı derecelerde de olsa değer saklama aracı olarak tutulduğunu göstermiştir. Finansal varlıklardan mallara ya da paraya (likidite hizmetlerine) dönerken karşılaşılan işlem maliyetleri paranın değer saklama amaçlı olarak tutulmasını beraberinde getirmiştir. İşlem maliyetleri, paranın değer saklama işlevini güçlendirerek paranın diğer finansal ve reel varlıklara göre daha likit olmasını sağlamaktadır.

Paranın değer saklama işlevini dikkate alan işlem maliyetleri modelinde işlem maliyetlerinin varlığı para ikamesine yol açan temel unsurdur. Modele göre, para işlem maliyetlerini dışlayarak mal satın alımlarını kolaylaştırmaktadır ve karar birimleri gelecek dönemdeki mal satın alımlarında kullanmak üzere nakit balans tutmak istemektedir.

Cash-in-advance modelinde olduğu gibi, işlem maliyetleri modelinde de temsili karar birimi varsayılmaktadır. Modelde, temsili karar birimi sonsuz zaman ufkunda fayda maksimizasyonu yapmaktadır. Temsili karar biriminin problemi aşağıda formel olarak gösterilmektedir. Amaç fonksiyonu (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.10):

$$\text{maks } \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(C_t, C_t^*) \quad (2.7)$$

t döneminde karşılaşılan zamanlararası bütçe kısıtı:

$$\begin{aligned} \frac{B_{t+1}}{P_t} + \frac{e_t B_{t+1}^*}{P_t} + \frac{M_{t+1}}{P_t} + \frac{e_t M_{t+1}^*}{P_t} &= y_t + \frac{e_t P_t^* y_t^*}{P_t} - \\ C_t - \frac{e_t P_t^* C_t^*}{P_t} - \Phi \left(C_t, C_t^*, \frac{M_t}{P_t}, \frac{M_t^*}{P_t^*} \right) &+ \frac{B_t(1+i_{t-1})}{P_t} + \\ \frac{e_t B_t^*(1+i_{t-1}^*)}{P_t} + \frac{M_t}{P_t} + \frac{e_t M_t^*}{P_t} + \frac{Z_t}{P_t} + \frac{e_t Z_t^*}{P_t} & \end{aligned} \quad (2.8)$$

Burada, y ve y^* ulusal ve yabancı mal donanımlarını, B ve B^* ulusal ve yabancı tahvilleri ve Φ işlem maliyetlerini göstermektedir. Modelde, işlem maliyetlerinin, ulusal (C) ve yabancı (C^*) mal tüketim miktarlarının artan, ulusal (M/P) ve yabancı (M^*/P^*) reel para balansları stoklarının azalan bir fonksiyonu olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla, işlem maliyetleri ulusal ve yabancı malların miktarlarıyla pozitif yönde ilişkili iken ulusal ve yabancı reel para

balansları miktarları ile negatif yönde ilişkilidir. Dikkat edilirse para ikamesinde işlem maliyetleri önemli bir unsur olduğundan para ikamesi önemli ölçüde Φ fonksiyonunun seçilen formuna bağlı olacaktır. Burada Z ve Z^* sırasıyla ulusal ve yabancı nakit balansların dışsal olarak belirlenen değişme miktarlarıdır. Karar birimi, her t döneminde vadesi $t + 1$ 'de dolan ulusal ve yabancı tahvil miktarları (B_{t+1} ve B^*_{t+1}) ile ulusal ve yabancı nominal para balansları miktarlarına (M_{t+1} ve M^*_{t+1}) karar vermektedir. Dolayısıyla, tahvil ve para miktarları önceden belirlenen karar değişkenleridir. Ayrıca, i_t ise bir yıl vadeli ulusal tahvilin nominal faiz oranıdır.

λ_t bütçe kısıtına ait Lagrange çarpanını gösterebilir. Problemin Lagrange fonksiyonundan ulusal (C) ve yabancı (C^*) mal tüketimleri için çıkarılan birinci sıra koşulları aşağıda yer almaktadır:

$$U_C(C_t, C_t^*) = \lambda_t [1 + \Phi_{t,C}] \quad (2.9)$$

$$U_{C^*}(C_t, C_t^*) = \frac{e_t P_t^*}{P_t} \lambda_t \left[1 + \frac{P_t}{e_t P_t^*} \Phi_{t,C^*} \right] \quad (2.10)$$

$\Phi_{t,C}$ ile Φ_{t,C^*} terimleri işlem maliyetleri fonksiyonunun t döneminde ulusal (C) ve yabancı (C^*) mal tüketim miktarları yönünden kısmi türevlerini göstermektedir. Likidite hizmetleri ya da işlem maliyetleri, ulusal ve yabancı mallar için temsili karar biriminin marjinal ikame oranını, malların nispi fiyatına (reel döviz kuruna) eşit olan marjinal dönüşüm oranından saptırmaktadır (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.11). İşlem maliyetleriyle oluşan bu sapmanın büyüklüğü ise işlem maliyetlerinin ya da likidite hizmetleri fonksiyonunun formuna bağlıdır. Yukarıdaki iki kısmi türev aynı iken belirtilen sapma yoktur. Ancak, bu durum sadece ulusal ve yabancı mallar arasında ikame tam iken mümkündür. Ulusal ve yabancı mallar arasında ikame tam iken karar birimi ulusal ve yabancı paralar arasında kayıtsızdır. Dolayısıyla, bu koşullarda ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikame de tamdır.

Problemin Lagrange fonksiyonunun diğer karar değişkenleri olarak $t+1$ 'deki ulusal para (M_{t+1}) (2.11) ve yabancı para (M^*_{t+1}) (2.12) ile ulusal tahvil stoku (B_{t+1}) (2.13) yönünden bulunan birinci sıra koşulları⁴⁰:

⁴⁰ Burada (2.9), (2.10) ve (2.11) no.lu denklemler geleneksel sermaye-varlık fiyatlandırma modellerinin bilinen birinci sıra koşullarını oluşturmaktadır. Bu modellerde, β beklenen (ex-ante) varlık getiri oranıdır. Getiri risk oranı yüksek bir varlığın getirisi, getiri risk oranı düşük bir gösterge (benchmark) varlığın getirisi β 'dan taşıdığı risk oranı kadar yüksektir.

$$\frac{\lambda_t}{P_t} = \beta E_t \left[\frac{\lambda_{t+1}}{P_{t+1}} (1 - \Phi_{t+1, M/P}) \right] \quad (2.11)$$

$$\frac{e_t \lambda_t}{P_t} = \beta E_t \left[\frac{e_{t+1} \lambda_{t+1}}{P_{t+1}} \left(1 - \frac{P_{t+1}}{P_{t+1}^* e_{t+1}} \Phi_{t+1, M^*/P^*} \right) \right] \quad (2.12)$$

$$\frac{\lambda_t}{P_t} = \beta E_t \left[\frac{\lambda_{t+1}}{P_{t+1}} (1 + i_t) \right] \quad (2.13)$$

Ulusal tahvil yönünden birinci sıra koşulu (2.13) aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir:

$$1 = (1 + i_t) \beta E_t \left(\frac{\lambda_{t+1}}{\lambda_t} \frac{P_t}{P_{t+1}} \right) \quad (2.14)$$

(2.14)'e göre ulusal para cinsinden tahvilin getirisini (i_t), deflasyon oranı (P_t/P_{t+1}) ile servetin marjinal faydasının büyüme hızı (λ_{t+1}/λ_t) arasındaki kovaryans belirlemektedir. Dikkat edilirse lagrange fonksiyonunun her bir reel para stokuna göre alınan kısmi türevi ulusal ve yabancı paraların sağladıkları likidite hizmetlerini içermektedir (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.12). (2.11) ve (2.12)'den görülebileceği gibi ulusal ve yabancı para talepleri bu paraların beklenen likidite hizmetleriyle (işlem maliyetleriyle) ilişkilidir. Karar birimi, paraların ve diğer varlıklarının beklenen getirileri ile getiri kovaryansları matrisine bakarak seçim yapmaktadır. Modelde, likidite hizmetleri ile tahvillerin nominal getiri oranı (i_t) arasında doğrudan bir ilişki yoktur. Likidite hizmetleri, karar birimlerinin tüketim harcamaları (C_t, C_t^*) ile reel para balansları ($M_{t+1} \setminus P_{t+1}, M_{t+1}^* \setminus P_{t+1}^*$) miktarıyla ilişkilidir.

Özetle, para talebinin işlem maliyetleri modelinde, değer saklama işlevleri nedeniyle yabancı para talebinin belirleyicileri açıklanmaktadır. Bu modelde karar biriminin para talebinde likidite hizmetleri önemli bir unsurdur. Karar birimi paraların sundukları likidite hizmetlerini karşılaştırarak seçim yapmaktadır. Bu model özellikle finansal piyasaların az gelişmiş olduğu ülkelerde önemlidir. Çünkü, bu ülkelerde finansal varlıkların likiditesi düşük olduğundan bireylerin finansal varlıklarını maliyete katlanmadan satarak harcamalarını gerçekleştirmeleri oldukça zordur. Bu nedenle likiditesi düşük finansal varlıklar karşısında likidite hizmetleri nedeniyle paranın önemi artar ve karar birimlerinin yabancı para talepleri paranın değer saklama işlevine bağlı hale gelir. Ulusal paranın beklenen getirisi yüksek enflasyon gibi nedenlerle düşük iken yurtiçi yerleşikler ise bu amaçla yabancı paraları tutarlar (Giovannini ve Turtelboom, 1992, s.13)

2.2. Para İkamemesinin Makroekonomik Modelleri

Buraya kadar ulusal ve yabancı paraların değişim ve değer saklama aracı olarak ikame edilmelerini para talebi bağlamında açıklayan modellere yer verildi. Bu alt bölümde ise para ikamesini ulusal ekonominin veri bir niteliği olarak kabul eden ya da ulusal ekonomide para ikamesinin varlığını varsayarak geliştirilen makroekonomik modeller sunulacaktır. Bu modeller para ikamesinin iktisadi sonuçlarını belirlemeye çalışmaktadır.

Kruger (1983) makroekonomik para ikamesi modellerinin “monetarist” ve “global” modeller olmak üzere ikili bir ayırımını yapmıştır. Monetarist para ikamesi modelleri, cari işlemler hesabı fazlasını yurtiçi yerleşiklerin yabancı para için fazla taleplerinin sonucu olarak görmektedir. Bu modeller faiz taşıyan finansal varlıkları dikkate almadığı için, sermaye hesabını ve sermaye piyasalarını içermeyen ödemeler dengesi parasal yaklaşım modellerine benzemektedir. Dolayısıyla, “monetarist” nitelemesini buradan almaktadır. Bu modeller, esas olarak esnek kur sisteminde para ikamesinin reel döviz kuruna etkisini açıklamaktadır. Monetarist para ikamesi modellerinin ilk örneğini Kouri (1976)’nin çalışmasını hareket noktası alan Calvo ve Rodriguez (1977) geliştirmiştir. Bu iktisatçılar, yurtiçi finansal varlıkların likit olmadığı varsayımı altında ulusal ve yabancı paraların değişim aracı olarak kullanıldığı bir model oluşturmuşlardır. Modelde uluslararası ticareti yapılan tek varlık yabancı para balansları olduğundan, ulusal ekonomide yabancı para balanslarının artması cari hesap fazlası anlamına gelmektedir. Modelde ulusal para arzının büyüme hızının artması ise ulusal para balanslarının değerini düşürerek yurtiçi yerleşiklerin yabancı para balanslarına yönelmelerine neden olmakta ve cari hesap fazlası oluşmaktadır. Cari hesap fazlası ise reel döviz kuru düşerek (ya da ulusal para değerlenerek) giderilmektedir. Kısaca, modelde para arzı büyüme hızının artması para ikamesine neden olarak reel döviz kurunu dalgalandırmaktadır.

Global para ikamesi modelleri, büyük ölçüde gelişmiş ve birbirine bağlı dünya sermaye piyasası konteksinde uygun para arz büyüklüğü olarak “global para arzlarını” görmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.16). Bu modeller global nitelemesini buradan almaktadır. Global modeller yurtiçi yerleşiklerin servetlerini portföylerinde dağıtma şekillerine göre üç alt gruba ayrılmaktadır. İlk grup global modellerde karar birimlerinin portföy seçimini aşamalı olarak gerçekleştirdiği varsayılmaktadır. Bu modellerde finansal servet iki aşamalı olarak varlıklar arasında dağıtılmaktadır. Karar birimleri ilk aşamada portföyün para ile tahvil arasında dağıtımını yaparken ikinci aşamada ise her birinin kendi içinde ulusal ve yabancı olarak

dağıtımını yapmaktadır. Bu ikinci aşamada her bir kategori kendi içinde diğer kategoriden bağımsız olarak dağıtıldığı için bu modellerde portföyün sadece ulusal ve yabancı nakit balanslar arasındaki dağılımı ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, karar birimlerinin parasal portföylerinin ulusal ve yabancı dağılımını ise ulusal ve yabancı paraların sağladıkları likidite hizmetleri ile bu paraların nispi fırsat maliyetine göre yaptıkları varsayılmaktadır. Bu şekilde oluşturulan model *sınırlandırılmış portföy dengesi modeli* olarak adlandırılmakta ve "para ikamesine parasal hizmet yaklaşımı" olarak da bilinmektedir. Para ikamesinin ikinci grup global modelleri, temsili karar biriminin ulusal ve yabancı paralar ile ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlıklar arasında toplam zamanlararası faydasını maksimum kılacak şekilde seçimini yaptığı *dinamik optimizasyon modelleridir*. Üçüncü grup global modeller ise karar birimlerinin portföylerinin toplam riskini minimize ve toplam getirisini maksimize edecek biçimde varlık dağıtımını yaptıkları ve seçimin tüm varlıklar arasında eşanlı olarak gerçekleştirildiği portföy dengesi yaklaşımı modelleridir. Mizen ve Pentecost, bu modelleri *sınırlandırılmamış portföy dengesi modelleri* olarak nitelemektedir. Belirtilen grupların her birine giren çok sayıda model geliştirilmiştir. Ancak, burada bu modellerden literatüre ilk katkı yapan örnekleri sunulacaktır.

2.2.1. Monetarist Para İkamesi Modelleri

Monetarist para ikamesi modelleri, Kouri (1976), Calvo ve Rodriguez (1977) ile Niehans (1977) tarafından geliştirilmiştir. Bu modellerde bir ülkedeki yabancı para birikimi ekonominin reel kesimiyle ilişkilidir. Bu modellerde bir ülkedeki yabancı para talebi gelirin, servetin ve ülkeler arasındaki enflasyon farkının (ya da nominal faiz oranları farkının) istikrarlı bir fonksiyonu olarak alınmıştır (Rodriguez, 1992, s.1).

Bu bölümde öncelikle monetarist para ikamesi modellerinin genel özellikleri belirtilecek ve takiben Calvo ve Rodriguez'in (1977) modeli ve ulaştıkları sonuçlar ayrıntılarıyla sunulacaktır.

Monetarist para ikamesi modellerinde paranın değişim aracı işlevinden kaynaklanan para ikamesi bulunmaktadır. Varlıklar likiditeleri yönünden değerlendirilmiş ve tek likit varlık olarak para kabul edilmiştir. Bu modellerde yurtiçi yerleşikler reel finansal servetlerini (w) ulusal para (M) ile yabancı para (M^*) olmak üzere iki varlık arasında dağıtmaktadır:

$$w = M/E + M^*$$

(2.15)

Burada, E , bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri olup nominal döviz kurunu göstermektedir. Dolayısıyla, M/E ulusal para miktarının yabancı para cinsinden değeridir. (2.15) no.lu denklemde yurtiçi yerleşiklerin reel finansal servetleri (w) yabancı para cinsinden tanımlanmaktadır. Modelde, bir ülkedeki ulusal ve yabancı para talepleri yurtiçi enflasyon oranı (π) ile reel finansal servet düzeyinin (w) fonksiyonu varsayılmaktadır:

$$L = L(w, \pi) \quad L_1 > 0 \quad L_2 < 0 \quad (2.16)$$

$$L^* = L^*(w, \pi) \quad L^*_1 > 0 \quad L^*_2 > 0 \quad (2.17)$$

Burada L ve L^* sırasıyla yurtiçi yerleşiklerin ulusal ve yabancı para taleplerini göstermektedir. L_1 ve L_2 (ve dolayısıyla L^*_1 , L^*_2) reel servet ve yurtiçi enflasyon oranı değişkenlere göre para talep fonksiyonunun kısmi türevleridir. (2.16) ve (2.17) no.lu ifadelerde karar birimlerinin reel servetleri artarken ulusal ve yabancı para taleplerinin artacağı; yurtiçi enflasyon oranı artarken ise ulusal para talepleri azalırken yabancı para taleplerinin artacağı varsayılmıştır. Yurtiçinde ulusal ve yabancı para piyasası dengede iken ulusal para miktarının yabancı para miktarına oranı nispi para talebine eşittir. Dolayısıyla, yurtiçi nispi para talebi aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$\left[\frac{M}{EM^*} \right] = \frac{L}{L^*} = l(w, e) \quad l_1 > 0, l_2 < 0 \quad (2.18)$$

Burada, \dot{e} nominal döviz kurunun büyüme hızı ya da ulusal paranın beklenen değer kayıp oranıdır. (2.18)'no.lu denklemde l_1 ve l_2 terimleri reel servet ve ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı değişkenlerine göre kısmi türevleridir. (2.18) no.lu ifadeye reel servet (w) artarken ulusal para miktarının yabancı para miktarına oranı olarak yurtiçi nispi para talebini artacağı, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı artarken ise yurtiçi nispi para talebinin düşeceği varsayılmaktadır. Yurtdışında hem ticarete konu olan hem de konu olmayan malların fiyatlarının sabit ve bire eşit olduğu varsayılmaktadır. Bu nedenle ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı (\dot{e}) yurtiçi enflasyon oranına (π) eşittir. Durağan durum⁴¹ dengede (stationary state) ise yurtiçi nispi para talebi sadece ulusal servetin bir fonksiyonudur (Lewis ve Mizen, 2000, s.202). Monetarist para ikamesi modellerinde, ulusal ekonomi için tam

⁴¹ Durağan durum, reel servet stoku ile reel servet stokunun bileşiminin sabit olduğu, tüm nominal değişkenler aynı oranda büyüdüğü ve beklenen enflasyon oranının, gerçekleşen enflasyon oranına ve dolayısıyla para arzı büyüme hızına eşit olduğu bir uzun dönem denge durumudur (Kouri, 1976, s 290).

öngörü⁴² (perfect foresight) varsayımı yapılarak yabancı ülke fiyatlarının sabit olduğu varsayıldığından $e = \pi$ 'dir. Tam öngörü varsayımı nedeniyle karar birimlerinin beklenen döviz kuru değişme oranı (ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı) gerçekleşen döviz kuru değişme oranına eşittir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.18). Bu nedenle yurtiçi nispi para talebi sadece ulusal servetin bir fonksiyonudur.

Monetarist para ikamesi modelleriyle ilgili bu genel bilgilerden sonra Calvo ve Rodriguez'in modeline geçilebilir. Calvo ve Rodriguez (1977) modelinde yurtiçi yerleşiklerin ulusal para yanında yabancı para da tuttukları ve rasyonel beklentilere sahip oldukları varsayılmaktadır. Modelde para ve mal piyasaları mevcuttur. Ulusal ekonomide dış ticarete konu olan ve olmayan iki tür mal üretilmekte ve tüketilmektedir. Ulusal ekonomi uluslararası piyasaları etkilemeyecek ölçüde küçük olup bu ekonomi için dış ticarete konu olan malların yabancı para cinsinden fiyatları veridir. Ulusal ekonomide dış ticarete konu olan malların üretim miktarı Y_T , tüketim miktarı C_T , dış ticarete konu olmayan malların üretim miktarı Y_N ve tüketim miktarı C_N ile gösterilsin. Dış ticarete konu olan malın yabancı para cinsinden fiyatı sabit varsayıлып bire eşit alınsın. Dolayısıyla, ticarete konu olan malın ulusal para cinsinden yurtiçi fiyatı (P_T) nominal döviz kuruna (E) eşittir. Nominal döviz kuru, bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri olarak alınmaktadır. Dış ticarete konu olan malın dış ticarete konu olmayan ulusal mala göre nispi fiyatı, nominal döviz kurunun dış ticarete konu olmayan ulusal malın fiyatına oranıdır ve "reel döviz kuru"na eşittir. Reel döviz kuru: $q = E/P_N$ (Calvo ve Rodriguez, 1977, s.618). Yukarıda belirtildiği gibi yabancı fiyatların sabit ve bire (unity) eşit olduğu varsayıldığından, ulusal ekonomide dış ticarete konu olan malların nominal fiyatı (P_T), nominal döviz kuruna (E) eşittir: $P_T = E$. Bu eşitliğin her iki tarafı ticarete konu olmayan malın yurtiçi fiyatına (P_N) bölünür ise reel döviz kuru (ya da ticarete konu malın yurtiçindeki nispi fiyatı) bulunur:

$$\frac{P_T}{P_N} = q = \frac{E}{P_N} \quad (2.19)$$

Dış ticarete konu olan ve olmayan malların üretim miktarları (Y_T ve Y_N), bu malların nispi fiyatının (ya da reel döviz kurunun) bir fonksiyonu olarak alınır. Faktör donanımı veri alınmaktadır. Bu nedenle çıktı miktarları sadece nispi fiyatın bir fonksiyonudur. Nispi fiyat (ya da reel döviz kuru) artarken, dış ticarete konu olan malların fiyatları dış ticarete konu

⁴² Tam öngörü (perfect foresight), değişkenlerin gerçekleşen ve beklenen değişme oranlarının eşitliğini ifade eder (Liviatan, 1981, s.1220).

olmayan malların fiyatlarına göre arttığından ya da dış fiyatlar iç fiyatlara nispeten yükseldiğinden dış ticarete konu malların üretimleri de artmasına karşın, dış ticarete konu olmayan malların üretiminin ise azaldığı varsayılmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.18) (2.20)'de her iki malın faktör donanımı veri iken üretim fonksiyonları gösterilmektedir:

$$y_T = Y_T(q), \quad y_N = Y_N(q) \quad (2.20)$$

(2.21)'deki kısmi türevler reel döviz kurundaki bir artışın ticarete konu olan ve olmayan malların üretimlerine etkisinin yönüne ilişkin varsayımı göstermektedir:

$$\frac{\partial y_T}{\partial q} > 0, \quad \frac{\partial y_N}{\partial q} < 0 \quad (2.21)$$

Dış ticarete konu olan ve olmayan malların tüketim miktarları ise reel finansal servet stoku (varlıkların değeri) ile malların nispi fiyatının (reel döviz kurunun) fonksiyonu alınmaktadır. Reel döviz kuru (q) artarken -daha öncede belirtildiği gibi ticarete konu olan malların nispi fiyatı artar- karar birimlerinin ticarete konu olan malların tüketimini azaltırken ticarete konu olmayan malların tüketimini arttırdıkları varsayılmaktadır:

$$c_N = C_N(w, q), \quad c_T = C_T(w, q) \quad (2.22)$$

$$\frac{\partial c_T}{\partial q} < 0, \quad \frac{\partial c_N}{\partial q} > 0 \quad (2.23)$$

Dış ticarete konu olan ve olmayan malların talepleri (tüketimleri) bu malların nispi fiyatındaki değişimle ters yönde değişirken varlık miktarı ya da reel servetteki değişimle ise aynı yönde değiştiği varsayılmaktadır (Calvo ve Rodriguez, 1977, s. 619). Reel servetteki değişmeye tüketim miktarlarının tepkisinin yönüne ilişkin varsayım matematiksel olarak aşağıdaki türev ifadeleriyle gösterilmektedir:

$$\frac{\partial c_T}{\partial w} > 0, \quad \frac{\partial c_N}{\partial w} > 0 \quad (2.24)$$

Fiyatların tam esnek olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayım altında tüm piyasalar her zaman dengededir. Ticarete konu olmayan mal piyasası için denge aşağıda tanımlanmaktadır:

$$Y_N(q) = C_N(w, q) \quad Y_{N1} < 0, \quad C_{N1} > 0, \quad C_{N2} > 0 \quad (2.25)$$

(2.25)'de dış ticarete konu olmayan malın üretim miktarı önceden belirtildiği gibi reel döviz kurunun bir fonksiyonu iken tüketim miktarı ise hem reel servetin (ya da varlık miktarının) hem de reel döviz kurunun (malların nispi fiyatının) bir fonksiyonudur. (2.25)'de dengede reel servet artarken dış ticarete konu olmayan malın talebinin (tüketiminin) arttığı ($C_{N1} > 0$), reel döviz kuru artarken ise ticarete konu olmayan malın nispi fiyatı azaldığından üretiminin azaldığı ($Y_{N1} < 0$) ve tüketiminin arttığı ($C_{N2} > 0$) görülmektedir.

Modelde yabancı yerleşiklerin ulusal ekonominin parasını (ulusal para) tutmadığı varsayılmaktadır. Dolayısıyla, yurtiçi yerleşiklerin tuttıkları ulusal para miktarı para otoritesi tarafından belirlenen para arzına eşittir. Ulusal ekonominin nominal para stoku (M) veri iken, esnek olduğu varsayılan yurtiçi fiyatlar değişirken, reel para stoku değişmektedir. Yabancı paranın toplam miktarının veri olduğu varsayımı altında ulusal ekonomideki yabancı para stoku ticarete konu olan mallarda talep ya da arz fazlası olması veya dış ticaret açığı ve fazlası olması halinde değişebilir. Modelde uluslararası ticareti yapılan tek varlık olarak yabancı para alınmış ve yabancı yerleşiklerin bu ülkenin ulusal parasını tutmadığı varsayıldığından, dış ticaret ya da cari hesap fazlası yurtiçi yerleşiklerin yabancı para balansları biriktirmelerinden kaynaklanmaktadır (Calvo ve Rodriguez, 1977, s 619). Belirtilen varsayımlar altında ulusal ekonomi ödemeler dengesi:

$$\dot{M}^* = I = Y_T(q) - C_T(q, w) \quad (2.26)$$

Burada, \dot{M}^* ulusal ekonomideki yabancı para birikimini (ülkedeki yabancı para balanslarındaki değişme miktarını), T sermaye hesabı dengesini, C_T ticarete konu olan malların yurtiçi tüketimini ve $Y_T - C_T$ ise bu malların üretimi ile tüketimi arasındaki farkı (reel tasarrufları) göstermektedir. Başka bir deyişle, ulusal ekonomideki yabancı para stoku (yabancı para balansları) ticarete konu olan malların bu ülkedeki üretimi ile tüketimi arasındaki fark kadar değişmektedir.

Ödemeler bilançosu özdeşliği (2.26) ulusal ekonomideki yabancı para birikimi ile reel servet arasında ters yönlü bir ilişki vermektedir. Ancak, bu doğrudan etki yanında dolaylı etki de mevcuttur: reel servetteki bir değişme reel döviz kurunu etkileyerek sermaye hesabını da etkilemektedir. (2.21) ve (2.23)'no.lu denklemlerde tanımlanan varsayımlar (2.25) no.lu denge koşulunda reel döviz kurunu reel servetin azalan bir fonksiyonu yapmaktadır. Bu ise reel servetten yabancı para birikimine negatif yönde bir dolaylı etki yaratmaktadır (Calvo ve Rodriguez, 1977, s.619). Bu sonuç (2.25) no.lu denge koşulunun tam diferansiyeli alınarak gösterilebilir:

$$\left(\frac{\partial Y_N}{\partial q}\right) dq = \left(\frac{\partial C_N}{\partial q}\right) dq + \left(\frac{\partial C_N}{\partial w}\right) dw$$

Bu ifade yeniden düzenlenerek q ile w arasındaki ilişkinin yönü bulunur:

$$\frac{dq}{dw} = \left(\frac{\frac{\partial C_N}{\partial w}}{\frac{\partial Y_N}{\partial q} - \frac{\partial C_N}{\partial q}} \right) < 0 \quad (2.27)$$

dq/dw 'nin işaretinin negatif olacağını parantez içindeki kısmi türevlere ilişkin yapılan varsayımlar göstermektedir. (2.27)'ye göre reel servet stokunun artması reel döviz kurunu düşürmektedir.

Ticarete konu olan mal piyasasındaki fazla talep ithalatla karşılanarak bu piyasada denge sağlandığından (2.26)'no lu denklem ticarete konu olan mallar için ulusal talebin ulusal üretimi aşması halinde dış ticaret dengesinin açık vereceğini ve ulusal ekonominin yabancı para stokunun azalacağını göstermektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.18). Reel servet stokunun artmasının, ticarete konu olan ve olmayan malların tüketimlerini arttırması cari hesap dengesini bozmaktadır. Dolayısıyla, reel servetteki bu artışın cari hesaba etkisini gidermek (offset) için reel döviz kurunun artması (ya da ulusal paranın değeri kaybetmesi) gerekir. Daha açık olarak $q = q(w)$ ve $dq/dw < 0$ olduğundan (2.26) no.lu denklem aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir:

$$\dot{M}^* = m(w), \quad d\dot{M}^*/dw < 0 \quad (2.28)$$

(2.28)'no.lu denklem, yabancı para balansları stokunun reel servetteki değişimle ters yönde değiştiğini ifade etmektedir. (2.26) no.lu denklem reel servet (ve dolayısıyla tüketim) yüksek seviyelerde iken dış ticaret açıklarına ve yabancı para kaybına neden olduğunu ifade etmektedir. (2.28) no.lu denklem ise servet kısıtının diferansiyelini almanın (2.26)'nın verdiği sonuçun nasıl tersini vereceğini göstermektedir. (2.15)'no.lu denklemin zamana göre türevi

alınarak bulunan ifadede \dot{M}^* 'in yerine (2.28) no.lu ifade kullanılır ise aşağıdaki denkleme ulaşılır:

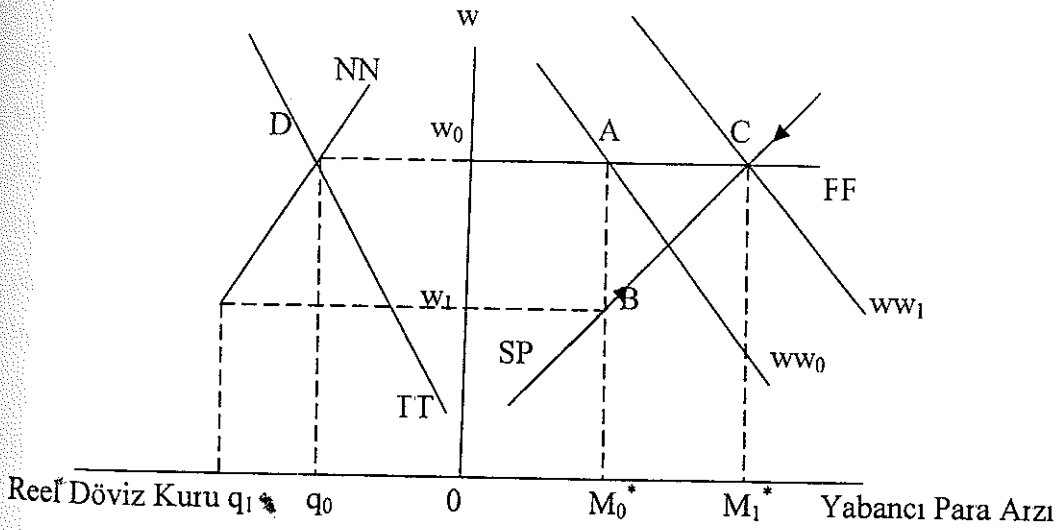
$$\dot{w} = \frac{\dot{M}}{E} - \frac{M}{E^2} \dot{E} + m(w) \quad (2.29)$$

(2.29) no.lu denklem reel servetin değişimini, ulusal ekonomideki yabancı para birikimiyle ilişkilendirmektedir. $\dot{e} = (\dot{E}/E)$ tanımı (2.29)'no lu denklemde yerine konur ve düzenleme yapılır ise aşağıdaki ifadeye ulaşılır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.19):

$$\dot{w} = (w - M^*) \left[\mu - l_1 \left(\frac{w - M^*}{M^*} \right) \right] + m(w) \quad (2.30)$$

Burada, μ nominal yurtiçi para arzı büyüme hızı olup $\mu = \frac{\dot{M}}{M}$ dir. (2.30) no lu denkleme göre nominal yurtiçi para arzı büyüme hızının değişmesinin, reel serveti etkileyerek yabancı para balanslarında yarattığı değişimi göstermektedir (Calvo ve Rodriguez, 1977, s.620). Ulusal para arzı büyüme hızının artması ulusal paranın değerini düşürmekte ve bu ise reel serveti artırarak yabancı para balanslarının payını arttırmaktadır. Para politikası enflasyonist oldukça (μ 'nün değeri arttıkça) yurtiçi yerleşikler portföylerinde yabancı paranın payını arttırmaktadır.

Buraya kadar yapılan varsayımlara dayanılarak monetarist para ikamesi modelinin reel servet ile yabancı para stoku arasında ortaya koyduğu ilişki şekil 2.2 üzerinde gösterilmektedir.



ŞEKİL 2.2. Monetarist Para İkamesi Modeli

Kaynak: Mizen ve Pentecost, 1996, s.20

Modelde mal ve para piyasaları üzerinde durulmaktadır. Şekil 2.2.'nin sol tarafı mal piyasası genel dengesini göstermektedir. NN doğrusu her zaman dengede olması gereken ticarete konu olmayan mallar piyasası dengesini, IT doğrusu ise ticarete konu olan mallar piyasası dengesini göstermektedir. IT doğrusunun sağ tarafında dış ticaret açığı ve sol tarafında ise dış ticaret fazlası bulunmaktadır. NN ve IT doğrularının kesiştiği noktada genel

mal piyasası dengesi oluşmaktadır. Şeklin sağ tarafında ise ulusal para piyasası dengesi gösterilmektedir. Dolayısıyla SP eğrisi para arzı büyüme hızının değişmesinin para piyasasında yarattığı değişimleri simgelemektedir. Şeklin sağ tarafında yer alan negatif eğimli ww eğrilerinin her biri belirli bir sabit reel servet seviyesinde yabancı para balansları artarken bu artışın ulusal serveti etkilememesi (servetin sabit kalması) için ulusal para balanslarının düşmesi gerektiğini göstermektedir. FF doğrusu ise, yabancı para arzının (M^*) seviyesinden bağımsız olarak yurtiçi yerleşiklerin yabancı varlık birikimlerini göstermektedir.

Ulusal para arzı büyüme hızının (μ) beklenmedik şekilde artması reel serveti artırır. Reel servetin artması ise sabit reel servet seviyesini ww_0 konumundan ww_1 konumuna kaydırır. Başlangıçta A noktasında denge mevcut iken para arzının artması ulusal fiyatlar genel seviyesini yükselterek ulusal paranın değer kaybetmesine (nominal döviz kurunun artmasına) neden olur. Bu durumda, yurtiçi yerleşikler portföylerinde değeri düşük ulusal para miktarını azaltarak değeri nisbeten yükselen yabancı para miktarını artırırlar. Para arzının artması reel serveti artırarak para piyasasındaki başlangıç denge noktası A'dan C'ye gelir. Ancak, monetarist para ikamesi modelinde ulusal ekonomide yabancı paranın birikimi sadece cari hesap fazlasıyla oluşabildiğinden C noktasına hemen gelinmez.

Kısa dönem denge B noktasında gerçekleşmektedir. B noktasına reel servetin düşmesiyle gelinmektedir. Ulusal paranın değer kaybetmesi nedeniyle yurtiçi yerleşiklerin portföylerinde yabancı para balanslarını arttırmak istemeleri sonucu B noktasına gelir. Ulusal paranın değer kaybı ise ticaret dengesi fazlası yaratarak yabancı para balanslarının artmasına neden olur. Ticarete konu olmayan mal piyasası dengesi ise reel servetteki bu düşüşe karşı ulusal paranın değerlenmesini gerektirir. Dolayısıyla q_0 'dan q_1 'a gelinmesi gerekir. Daha önce de belirtildiği gibi modelde reel servet ile reel döviz kuru arasında ters yönlü ilişki vardır ve reel döviz kurunun artması ise ticarete konu olan malların fiyatının ticarete konu olmayan malların fiyatına göre artmasıdır. Nispi fiyatın (reel döviz kurunun) ticarete konu mallar lehine değişmesiyle birlikte yurtiçi üreticiler üretimlerini ticarete konu olmayan mallardan ticarete konu olan mallara; yurtiçi tüketicilerde tüketimlerini ticarete konu mallardan ticarete konu olmayan mallara kaydırırlar. Reel servet stoku ile malların tüketimleri arasında aynı yönlü ilişki olduğundan, reel servet azaldığında hem ticarete konu olan hem de ticarete konu olmayan malların tüketimleri azaltılmaktadır. Sonunda ulusal ekonomi kısa dönemde cari hesap fazlası veren B noktasından yeni denge noktası C'ye gelir. C'de ulusal ekonominin yabancı para stoku artmış ve reel döviz kuru eski seviyesine dönmüştür.

Ulusal para arzı arttığında ilk etapta ulusal para değer kaybeder. Bu değer kaybı yabancıların ticarete konu olan mallara talebini arttırarak dış ticaret fazlası yaratır. Buna bağlı olarak, ulusal ekonominin yabancı para balansları artar. İkinci etapta, dış ticaret fazlası reel döviz kurunun q_1 'den tekrar q_0 'e dönmesiyle giderilir. Bunun sonucunda yurtiçi yerleşiklerin yabancı para balansları M_1^* seviyesinde olacak biçimde artar ve nihai denge C noktasında oluşur (Mizen ve Pentecost, 1996, s 19). Kısaca, ulusal para arzında beklenmeyen bir artış ulusal paranın değer kaybetmesine neden olur. Bu değer kaybı, yabancıların ticarete konu mallara talebini uyararak cari işlemler dengesinin fazla vermesine yol açar. Bu cari işlemler dengesi fazlası ise reel döviz kurunun düşmesiyle (ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi) elimine edilir. Ancak, bu yeni dengede yurtiçi yerleşikler yabancı para biriktirmiş ve portföy bileşimi yabancı para lehine değişmiştir. Dış ticaret dengesi yeniden sağlandığında yabancı paranın bireylerin yurtiçi reel servetlerindeki payı ilk denge noktasındaki payından büyüktür. Dolayısıyla, para arzının büyüme hızının artırılması *para ikamesi*⁴³ yaratmıştır. Bu durumda, yabancı para balansları kısmen ulusal para balansları ile ikame edilmektedir. Bu modelde para ikamesi, ulusal para otoriteleri tarafından izlenen para politikalarıyla bağlantılı olarak ortaya çıkmaktadır.

Monetarist para ikamesi modellerinin en zayıf yönü sadece para formunda sermaye girişinin olduğunu varsayması ve analizde faiz taşıyan varlıklara (tahvillere) yer vermemesidir (Lewis ve Mizzen, 2000, s.202) Bu modellerde yabancı para birikimi yabancı varlık birikimine ve para ikamesi de varlık ikamesine eşdeğerdir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.20). Bu özellikleri nedeniyle monetarist para ikamesi modelleri para ve sermaye piyasaları az gelişmiş ekonomilerdeki para ikamesini açıklamak için uygun iken bu piyasaların gelişmiş olduğu ekonomiler için uygun değildir (Lewis ve Mizzen, 2000, s.203) Bu modellerde para ikamesi süreci iki ayrı aşamadan oluştuğundan ampirik olarak tahmin yapma güçlüğü bulunmaktadır. İlk aşamada reel döviz kurunun artması (ulusal paranın reel değer kaybı) portföydeki ulusal paranın reel değerini düşürerek yabancı paranın portföydeki payını arttırmaktadır. İlk aşamada dış ticaret fazlası oluşarak yurtiçi yerleşiklerin yabancı para birikimi ortaya çıkmaktadır. İkinci aşamada ise dış ticaret dengesini yeniden sağlamak için reel döviz kuru eski seviyesine doğru düşmekte ve ulusal para değerlendirilmektedir. Ancak nihai olarak ulusal portföyde yabancı paranın payı ulusal paraya göre net olarak artmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.20).

⁴³ Burada para ikamesi ile ulusal para yerine yabancı bir paranın değişim aracı olarak kullanılması kastedilmektedir.

Sonuç olarak, Calvo ve Rodriguez'in karar birimlerinin rasyonel beklentilere sahip oldukları, döviz kurları ve fiyatların esnek olduğu ve tam sermaye mobilitesi varsayımları altındaki monetarist para ikamesi modelinin sonuçları büyük ölçüde ticarete konu varlık olarak sadece yabancı para almış ve zımnen bu varlığın reel getirisinin sıfır olduğunu varsaymış olmalarına dayanmaktadır. Ayrıca, dışa açık küçük ekonomide sadece yurtiçi yerleşiklerin yabancı para balansları tuttıkları ve yabancıların bu küçük ekonominin ulusal parasını tutmadıkları varsayımı modele asimetri getirmiş ve bu asimetrik koşullarda para ikamesi açıklanmıştır (Engel, 1989, s.47). Modelde, ulusal ekonomide yabancı para stoku yüksek iken reel döviz kuru düşüktür. Bu modelde, yabancı para stokundaki artış veri iken, yurtiçi para arzının artması reel döviz kurunun düşmesiyle sonuçlanır. Modelde para arzı büyüme hızının artması hem ekonomide döviz birikimine hem de reel döviz kurunun dalgalanmasına neden olmaktadır.

2.2.2. Global Para İkamesi Modelleri

Global para ikamesi modelleri, büyük ölçüde gelişmiş ve birbirine bağlı dünya sermaye piyasası konteksinde uygun para arz büyüklüğü olarak "dünya para arzını" görmektedir. Ulusal ve yabancı paraları dünyadaki miktarlarıyla değerlendirmektedir. Global modellerde, karar birimlerinin parayı değişik amaçlarla tuttıkları varsayılmaktadır (Lewis ve Mizen, 2000, s.200) Bu modellerde genellikle işlem ve spekülatif para talebine bağlı olarak para ikamesi ortaya çıkmaktadır. Bu modellerde portföylerinin getirisini maksimum ve riskini minimum seviyede tutmak isteyen karar birimleri varlık tutmak maliyetli iken portföy çeşitlendirmesi yaparlar. İşlem amaçlı para talebinde ulusal paraya göre genellikle değeri yüksek ve istikrarlı olan yabancı para tutma eğilimi mevcut iken, spekülatif amaçlı para talebinde ise olası döviz kuru değişme beklentileri karşısında yabancı para tutma eğilimi azalabilmektedir. Spekülatif amaçlı yabancı para tutma kararı verilirken alternatif yatırım araçlarının likiditeleri ile maliyetleri dikkate alınmaktadır (Lewis ve Mizen, 2000, s.201).

Global modellerde, monetarist para ikamesi modellerinde varsayıldığı gibi iyi gelişmiş finansal piyasaları olmayan dışa açık küçük bir ekonomi yerine finansal piyasaları gelişmiş ve büyük ölçüde uluslararası sermaye piyasasıyla bütünleşmiş bir ekonomi varsayılmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.20). Mizen ve Pentecost (1996) global modelleri, sınırlandırılmış ve sınırlandırılmamış portföy dengesi modelleri ile dinamik optimizasyon modeli olmak üzere kendi içinde üç gruba ayırmıştır. Global para ikamesi modelleri, birden

fazla sayıda varlığa yer vermeleri ve bu varlıklar arasında ikameye imkan tanımaları nedeniyle monetarist para ikamesi modellerinden ayrılmaktadır.

2.2.2.1. Sınırlandırılmış Portföy Dengesi Modeli

Sınırlandırılmış portföy dengesi modellerini Miles (1978), Joines (1985) ve Bergstrand ile Bundt (1990) geliştirmiştir. Bu modellerin öncülüğünü Miles (1978) yapmakla birlikte diğerleri Miles'in modelini farklı varsayımlarla geliştirmiş ve para ikamesinin para politikaları yönünden sonuçlarını göstermişlerdir. Bu modelde karar birimleri portföy seçimlerini aşamalı olarak gerçekleştirmektedir. Global modellerin bu türünde iki aşamalı bir karar yapısı vardır. Modelde, karar birimleri farklı parasal alternatifleri likidite hizmetleri yönünden değerlendirerek portföy dağılımını yapmaktadır ve bu nedenle modele "parasal hizmet modeli" denilmiştir (Lewis ve Mizen, 2000, s.203). Modelde, karar birimlerinin portföy seçimi sınırlandırılmıştır: ilk aşamada portföyün para ve tahvil arasında dağılımı yapılmakta (servetini hangi oranlarda para ile tahvilde tutacağına karar verilir) ve ikinci aşamada herbirinin kendi içinde ulusal ve yabancı türleri arasında dağılımı yapılmaktadır (Lewis ve Mizen, 2000, s.201). İkinci aşamada miktarı belirlenen ulusal ve yabancı paralar parasal hizmetler üretim fonksiyonunun girdisini oluşturmaktadır. İkinci aşamada dağıtım her bir para türünün marjinal maliyeti (nominal faiz oranı) marjinal yararına eşit olacak biçimde yapılmaktadır. İlk aşamada servetin para olarak tutulmasına karar verilirken, ikinci aşamada ulusal ve yabancı paralar arasında dağılımda ise ulusal ve yabancı faiz oranları belirleyicidir. Yabancı faiz oranının ulusal faiz oranına kıyasla artması yabancı para tutmanın nispi fırsat maliyetini arttırdığından karar birimleri yabancı para balanslarını ulusal para balansları ile ikame ederek portföy bileşimlerini ulusal para lehine çevirirler (Milner, Mizen ve Pentecost, 1996, s.161).

Sınırlandırılmış portföy dengesi modellerinde, genel portföyün parasal kısmı için *para-portföy* ve portföyün para dışı kısmı için *para-dışı-portföy* terimleri kullanılacaktır. Modelde, para-dışı-portföy risk taşıyan farklı varlık türlerinden (ulusal ve yabancı tahviller) oluşurken, para-portföyü ise ulusal ve yabancı paralardan oluşmaktadır. Para ikamesi, para-portföydeki bu paralar arasında değişim yapılmasıyla gerçekleşmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.21). Bireylerin para-portföyün dağılımını değiştirme kararı ise para-dışı-portföyün dağılımını değiştirme kararından bağımsızdır (Lewis ve Mizen, 2000, s.203).

Sınırlandırılmış portföy dengesi modelini ilk olarak geliştiren Miles (1978) Chetty'nin (1969) modelinden esinlenmiştir. Chetty'nin modeli sadece bir ülkedeki para ile diğer likit varlıklar arasındaki ikameyi içermektedir. Modelde bireylerin para ile çeşitli likit varlıklar arasında ikame yapıp yapmadıklarını belirlemek için tüketicilerin para ve diğer likit varlıklar arasındaki tercihlerini yansıtan farksızlık eğrisi tanımlanmış ve eğrinin şeklinden ikame ampirik olarak test edilmeye çalışılmıştır. Para ile diğer likit varlıklar arasındaki ikame esnekliğinin doğrudan tahminine imkan veren sabit ikame esneklikli bir parasal hizmet üretim fonksiyonu kullanılmıştır⁴⁴ (Chetty, 1969, s.270).

Miles (1978) teorik çerçevesini Chetty (1969)'nin sabit ikame esneklikli (CES) parasal hizmet üretim fonksiyonu üzerine kurmuştur. Bu alt bölümde Miles'in sınırlandırılmış portföy dengesi modeli, para ikamesinin açıklanmasında bu sınıfın öncü ve önemli katkı yapan bir modeli olması nedeniyle ayrıntılı olarak gösterilecek ve takiben Joines (1985) ile Bergstrand ve Bundt (1990) tarafından geliştirilen sınırlandırılmış portföy dengesi modellerine de yer verilecektir. Bu iktisatçılar Miles'in modelini bazı varsayımlarla modife ederek para ikamesi altında para politikalarının etkinlik kaybı olduğunu göstermişlerdir.

Miles⁴⁵ (1978) karar birimlerinin nakit balans portföylerinde hem ulusal hem de yabancı paralar cinsinden reel para balansları tuttuklarını ve bu paraların parasal hizmet üretim fonksiyonunun girdisi olduklarını varsaymıştır. Karar birimlerinin farklı paraları tutmanın nispi fırsat maliyetleri ile parasal hizmet üretiminde ulusal ve yabancı paraların etkinlikleri veri iken parasal hizmet üretimlerini (S) maksimize etmeye çalıştıklarını varsaymıştır. Parasal hizmet üretim fonksiyonu için aşağıdaki sabit ikame esneklikli üretim fonksiyonu (CES) formu seçilmiştir:

$$S = \left[\theta_1 \left(\frac{M}{P} \right)^{-\rho} + \theta_2 \left(\frac{M^*}{P^*} \right)^{-\rho} \right]^{-1/\rho} \quad (2.31)$$

⁴⁴ Sabit ikame esneklikli üretim fonksiyonu (CES) emek ve sermaye arasındaki ikame derecesini ölçmede kullanılmakta iken, Chetty, bu tür bir fonksiyonun para ve diğer finansal varlıkların ikame derecesini ölçmede de kullanılabileceğini düşünmüştür. Chetty, ABD'nin 1945-66 dönemi zaman serilerini kullanarak para ile ticari bankaların vadeli mevduatları arasındaki ikame esnekliğini tahmin etmiştir. Para ve vadeli mevduatlar arasındaki ikame esnekliğini %5 anlamlılık seviyesinde sıfırdan farklı bulmuştur. Buna dayanarak para ile vadeli mevduatların ikame edilebildikleri sonucuna varmıştır (Chetty, 1969, s.275).

⁴⁵ Miles (1978) çalışmasında ABD ve Kanada'ya ait 1960-1975 dönemine ait verileri kullanarak, ABD ile Kanada dolarları arasındaki ikamesi esnekliğini ulusal ve yabancı paraların fırsat maliyetleri (nominal faiz oranları) yönünden tahmin etmiştir. O dönemde Kanada'da yüksek bir para ikamesi olduğunu bulmuştur.

Burada, ρ parasal hizmet üretiminde girdiler arasındaki ikame esneklik parametresini ve θ parasal hizmet sağlamada değerleri farklı paraların (girdilerin) etkinliklerini göstermektedir. Paralar arasındaki ikame esnekliği yüksek ve/veya θ_1 ve θ_2 değerleri aynı iken tam para ikamesi mevcuttur. Ulusal ve yabancı paralar parasal hizmetleri aynı biçimde sağlıyor ise θ_1/θ_2 oranı bire eşittir ve paralar arasındaki ikame tamdır (Miles, 1978, s.434). M_0 ise portföy dağılım sürecinin ilk aşamasında belirlenen toplam reel para miktarını ya da toplam parasal varlık talebini göstermektedir. Dolayısıyla M_0 ikinci aşamada para-portföyünün ulusal ve yabancı paralar arasındaki dağılım kararının kısıtını oluşturmaktadır. Parasal hizmet üretim fonksiyonu ise bu kısıt altında maksimize edilmektedir. Karar birimleri birinci aşamada M_0 kadar reel para balansı tutmaya karar vermektedir. Bu nakit balanslar, ulusal reel para balansları (M/P) ile yabancı reel para balansları (M^*/P^*) arasında parasal hizmet üretimindeki nispi etkinliklerine (θ_1 ve θ_2) ve bu paraları tutmanın nispi fırsat maliyetlerine (r ve r^*) göre dağıtılmaktadır. Burada M_0 bir anlamda para dağıtımının varlık kısıtını oluşturmaktadır (Miles, 1978, s.433). Kısıtın formu ise şöyledir:

$$M_0 = (1+r) \frac{M}{P} + (1+r^*) \frac{M^*}{P^*} \quad (2.32)$$

(2.32) no lu denklemde r ve r^* sırasıyla ulusal ve yabancı nominal faiz oranlarını (ulusal ve yabancı para tutmanın fırsat maliyetlerini) göstermektedir. Modelde, bir paranın getirisi diğer parayı tutmanın fırsat maliyetini oluşturmaktadır. Spesifik olarak, ulusal faiz oranı arttıkça ulusal para tutmanın nispi fırsat maliyeti artmakta ve dolayısıyla yabancı paranın ulusal paraya göre nispi getirisi artmaktadır. Buna karşılık, yabancı faiz oranı arttıkça yabancı para tutmanın nispi fırsat maliyeti artmakta ve ulusal paranın yabancı paraya göre nispi getirisi artmaktadır. Dolayısıyla, modelde ulusal ve yabancı nominal faiz oranları paraların getirilerini belirleyen değişkenlerdir.

(2.32) no.lu kısıt altında parasal hizmet üretim miktarını (S) maksimize eden para miktarlarının belirlenmesi gerekmektedir. Probleminin Lagrange fonksiyonundan bulunan birinci sıra koşulları aşağıda gösterilmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.21):

$$\frac{\partial S}{\partial M} = \theta_1 \left(\frac{M}{SP} \right)^{-(1+\rho)} - \lambda(1+r)$$

$$\frac{\partial S}{\partial M^*} = \theta_2 \left(\frac{M^*}{SP^*} \right)^{-(1+\rho)} - \lambda(1+r^*)$$

$$\frac{\partial S}{\partial M_0} = \lambda \left[\frac{M}{P}(1+r) + \frac{M^*}{P^*}(1+r^*) \right]$$

(2.33)

(2.33)'deki ilk iki denklem sırasıyla ulusal ve yabancı paraların marjinal yararlarını göstermektedir. Dengede paraların marjinal faydalarının eşit olduğu koşulundan hareketle bu iki denklem birbirine oranlanarak ve satın alma gücü paritesi (tek fiyat kanunu) ($P = P^*E$) varsayılarak aşağıdaki ifade bulunmaktadır :

$$\frac{\theta_1 \left(\frac{M}{EM^*} \right)^{-(1+\rho)}}{\theta_2 \left(\frac{M^*}{EM^*} \right)^{-(1+\rho)}} = \left(\frac{1+r}{1+r^*} \right)$$

(2.34)

(2.34)'ün logaritması alınarak ve yeniden düzenlenerek aşağıdaki ifade bulunmaktadır:

$$\log \left(\frac{M}{EM^*} \right) = \sigma \log \left(\frac{\theta_1}{\theta_2} \right) + \sigma \log \left(\frac{1+r^*}{1+r} \right)$$

(2.35)

(2.35) nispi para talep denklemini göstermektedir⁴⁶. Burada, $\sigma=1/1 + \rho$ alınmıştır⁴⁷. Daha öncede belirtildiği gibi ρ paralar arasındaki ikame esneklik parametresi iken σ ise para ikamesinin esneklik derecesini göstermektedir. Bu yaklaşımda σ 'nın değeri pozitiftir. Modelde, para ikamesinin esneklik derecesi (σ) tahmin edilirken, bağımlı değişken olarak ulusal para balanslarının yabancı para balanslarına oranının logaritmik ifadesini içeren (2.35) no lu denklem kullanılmaktadır⁴⁸.

Bu modelin birkaç kısıtlayıcı yönü vardır. İlk olarak, monetarist para ikamesi modelinde olduğu gibi bu modelde de sermaye hareketi ile para ikamesi ampirik olarak

⁴⁶ Miles'in (1978) modelinin para ikamesi altında para politikalarına ilişkin sonuçları üçüncü bölümde ayrıntılarıyla tartışılacaktır.

⁴⁷ Selçuk (2001) sınırlandırılmış portföy dengesi modelindeki gibi sabit ikame esneklikli bir üretim fonksiyonu kullanarak Türkiye'de ulusal ve yabancı reel para balanslarını parasal hizmet üretiminin birer girdisi olarak kabul etmiştir. Parayı fayda fonksiyonuna dahil eden bir modelde Türkiye ekonomisi için ulusal ve yabancı reel para balansları arasındaki ikame esnekliğinin yüksek olduğu sonucuna varmıştır.

⁴⁸ Modelde, satın alma gücü paritesinin işlediği varsayıldığı için ulusal *real* para balanslarının yabancı *real* para balanslarına oranının logaritmik ifadesi kullanılmamaktadır.

ayrıştırılmamaktadır. Örneğin, yabancı faiz oranının artması yabancı para tutmanın fırsat maliyetini arttırdığından karar birimlerinin ulusal para talebini de arttırır. Fakat aynı zamanda yabancı faiz oranının artmasıyla birlikte yabancı tahvil fiyatları da düşecek ve yurtiçi yerleşiklerin hem yabancı tahvile hem de yabancı paraya olan talepleri azalacaktır. Dolayısıyla, yabancı para talebinin faiz esnekliği, ulusal para talebinin faiz esnekliğinden büyük iken σ pozitifdir. Başka bir deyişle, σ 'nın değerinin pozitif olması için yabancı para talebinin faiz esnekliğinin ulusal para talebinin faiz esnekliğinden büyük olması gerekir. Bu ise modelin bir sınırlamasını oluşturmaktadır. İkincisi, (2.35) no.lu denklem satın alma gücü paritesinin işlediği varsayımı altında geçerlidir. Oysa, satın alma gücü paritesi her zaman geçerli değildir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.22). Gerçekte, para ikamesinin "tek fiyat kanunundan"⁴⁹ sürekli sapmalar altında oluşabileceği öne sürülmektedir. Karar birimlerinin işlem amaçlı para balansları tutma arzuları bu sapmalardan kaynaklanmaktadır. Daha açık olarak, karar birimleri sapma durumunda belli bir para cinsinden düşük fiyat avantajından yararlanmak için para tutarlar. Modelde satın alma gücü paritesinin varsayılması bir sınırlamadır (Cuddington, 1983, s.116). Bu ise modelin ampirik geçerliliğinin sorgulanmasına neden olmuştur. Belirtilen varsayım nedeniyle işlem amaçlı para ikamesini açıklamada modelin teorik olarak uygun olmadığı düşünülmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.22). Modelde iki aşamalı portföy dağılım süreci ise karar birimlerinin her dönemde mevcut varlıklar arasındaki seçimlerini ve dolayısıyla modeli sınırlandıran bir başka unsurdur. Ayrıca model, karar birimlerinin işlem amaçlı olarak uluslararası ticari işlemleri gerçekleştirmek için talep ettikleri yabancı parayı da ihmal etmektedir⁵⁰ (Milner, Mizen ve Pentecost, 1996, s.162).

Joines (1985), Bergstrand ve Bundt⁵¹(1990) iki aşamalı daha genel modeller oluşturmuştur. Bu iktisatçılar, yurtiçi yerleşiklerin ulusal ve yabancı para talepleri yanında yabancı

⁴⁹ Ulaşım maliyetlerinin ve dış ticaret kısıtlamalarının (tarifeler ve kotalar vs) olmadığı varsayımı altında ortak bir para birimiyle gösterilen ve farklı yerlerde satılan homojen bir malın tam mal arbitrajı yoluyla aynı fiyata satılması durumu uluslararası ekonomi literatüründe "tek fiyat kanunu" olarak adlandırılmaktadır. Satın alma gücü paritesinin temelinde bu yasa bulunmaktadır. Ancak gerçekte malların homojen olması ve belirtilen koşulların sağlanması oldukça güçtür (Isard, 1977, s.942).

⁵⁰ Para ikamesinin geleneksel modelleri, uluslararası ticaretin yurtiçi yerleşiklerin nispi ulusal ve yabancı para talebine etkisini ihmal etmiştir. Oysa, uluslararası işlemleri gerçekleştirmek için yabancı para bulundurulması gerekir. Milner, Mizen ve Pentecost, Avrupa'da ticari engellerin kaldırılmasıyla birlikte ulusal piyasaların bütünleşme derecelerinin arttığı ve bu nedenle yabancı para talebinde artış olduğunu ifade etmişlerdir (Milner, Mizen ve Pentecost, 1996, s.160).

⁵¹ Bergstrand ve Bundt (1990), Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen koentegresyon yönteminin iki aşamalı tahmin edicisini kullanarak para ikamesini test etmiştir. Parasal hizmet modelindeki değişkenleri esas alarak para ikamesinin tahminini yapmıştır. Bazı sanayileşmiş ülkelerde para ikamesinin -özellikle dolar ikamesinin- varlığını destekleyen ampirik bir çalışma yaparak ABD'nin vadesiz mevduatlarını bulunduran bankacılık kesimi dışındaki yabancı karar birimlerine ilişkin dataları da dikkate almışlardır. Sınırlandırılmış ve sınırlandırılmamış hata düzeltme modelleri (error correction models) kısa ve uzun dönem para ikamesi olgusu

yerleşiklerin ulusal ve yabancı para taleplerini de dikkate almış ve eşanlı olarak (simultaneously) incelemişlerdir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.22). Yine paralar parasal hizmet üretiminin birer girdisidir. Joines ve Bergstrand ile Bundt da parasal hizmet üretiminin girdisi olarak ulusal ve yabancı paraların marjinal ürünlerini (ulusal ve yabancı nominal faiz oranlarını) para talebini etkileyen fırsat maliyeti değişkenleri olarak almıştır. Modelde, ulusal ve yabancı olmak üzere iki ülke varsayılmıştır (Bergstrand ve Bundt, 1990, s.326). Ulusal ve yabancı yerleşikler, ulusal ve yabancı paraların her ikisini de parasal hizmet üretiminde kullanmaktadır. Ancak, bu üretimde girdi olarak ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikamenin tam olmadığı varsayılmaktadır (Joines, 1985, s. 305)

Joines (1985), Bergstrand ve Bundt (1990) modellerinde, ulusal para arzı (M), hem yurtiçi yerleşikler (M^D) hem de yabancı yerleşikler (M^F) tarafından tutulurken, benzer şekilde yabancı para arzı da (M^*) hem yurtiçi yerleşikler (M^{*D}) hem de yabancı yerleşikler (M^{*F}) tarafından tutulmaktadır. Her iki paranın global miktarlarının dağılımı aşağıdaki gibidir:

$$M = M^D + M^F \quad \text{ve} \quad M^* = M^{*D} + M^{*F} \quad (2.36)$$

Yurtiçi yerleşiklerin ulusal ve yabancı nominal para talebi (K), ulusal ve yabancı fiyat seviyelerine (P ve P*), ulusal ve yabancı nominal faiz oranlarına (r ve r*) ve yurtiçi ve yabancı yerleşiklerin reel gelir seviyelerine (Y ve Y*) bağlıdır (Lewis ve Mizem, 2000, s.203). Karar problemi parasal hizmet üretimini minimum maliyetle gerçekleştiren girdi bileşiminin seçimi ve parasal hizmet üretiminin maksimizasyonundan oluşmaktadır.

Yapılan varsayımlar altında ulusal ve yabancı ülke para piyasaları denge koşulları sırasıyla aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır:

$$M^D + M^F = PK^D(r, r^*)Y + PK^F(r, r^*)Y^* \quad (2.37)$$

$$M^{*D} + M^{*F} = P^*K^{*D}(r, r^*)Y + P^*K^{*F}(r, r^*)Y^* \quad (2.38)$$

Burada, para taleplerinin açıklayıcı değişkenlere göre kısmi türevleri $K_1^D < 0$, $K_2^D > 0$, $K_1^F < 0$, $K_2^F > 0$, $K_1^{*D} > 0$, $K_2^{*D} < 0$, $K_1^{*F} > 0$, $K_2^{*F} < 0$ varsayılmaktadır. K'nın altındaki indeksler ise

arasında ayırım yapmayı mümkün kılmaktadır. Uzun dönemde para ikamesinin ABD merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrol gücünü zayıflatığı sonucuna varmışlardır (Bergstrand ve Bundt, 1990, s.325). Yazarlar modelde bağımsız değişken olarak faiz oranlarını ve bağımlı değişken olarak yabancı yerleşikler tarafından tutulan ulusal para balansları seviyesini almıştır. Ulusal faiz oranının (r) artması yabancıları ulusal paradan ulusal tahvile doğru kaydırırken, yabancı faiz oranının artması (r*) ise ulusal para talebini arttırmaktadır. Bu yazarlar, bu durumu para ikamesinin varlığının bir kanıtı olarak kabul etmişlerdir (Bergstrand ve Bundt, 1990, s.327)

birinci (ulusal para) ve ikinci (yabancı para) değişkene göre kısmi türevin alındığını göstermektedir.

(2.37) ve (2.38) no.lu denklemler en genel formda sınırlandırılmış parasal hizmet modelini göstermektedir. Bu denklemlerin tahmini bazı sınırlamalar yapmayı gerektirmektedir. Çünkü, bu modelin tahmini için gereken bir çok değişkene ait verilere kolaylıkla ulaşılamamaktadır. Miles'in (1978) $M^F = M^{*F} = 0$ şeklinde zımni varsayımının altında bu neden yatmaktadır. Bu varsayıma göre yabancı yerleşikler hem ulusal hem de yabancı para tutmazlar. Ancak, yurtiçi yerleşikler ulusal ve yabancı paraları bulundurmaktadır. Miles'in bu zımni varsayımı altında (2.37) ve (2.38) no.lu denge koşullarından aşağıdaki ifade yazılabilir:

$$\frac{M^D}{M^{*D}} = \frac{PK^D(r, r^*)Y}{P^*K^{*D}(r, r^*)Y^*} \quad (2.39)$$

(2.39) no.lu denklemden satın alma gücü paritesinin geçerli olduğu varsayımı yapılır ise reel gelir terimleri düşer ve aşağıdaki ifadeye ulaşılır:

$$\frac{M^D}{EM^{*D}} = \frac{K^D(r, r^*)}{K^{*D}(r, r^*)} \quad (2.40)$$

Miles'in modelindeki (2.35) no.lu denklemden olduğu gibi (2.40) no.lu denklemden de yurtiçi yerleşikler tarafından tutulan ulusal para balanslarının yabancı para balanslarına oranı ya da nisbi para talebi yabancı nominal faiz oranıyla pozitif yönde değişirken, ulusal nominal faiz oranıyla negatif yönde değişmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.23). Başka bir deyişle, yabancı faiz oranının artması yabancı para tutmanın fırsat maliyetini arttıracığından yurtiçi yerleşikler yabancı para yerine ulusal para taleplerini arttırırlar. Ancak, ulusal faiz oranının artması ulusal para tutmanın fırsat maliyetini arttıracığından yurtiçi yerleşikler ulusal para yerine yabancı para taleplerini arttırırlar. Birinci durumda yurtiçinde ulusal paranın nispi talebi artarken, ikinci durumda ise azalır.

Miles'in $M^F = M^{*F} = 0$ varsayımı yerine Joines (1985) ile Bergstrand ve Bundt (1990) $M^{*D} = 0$ varsayımı yapmıştır. Bu iktisatçılar yurtiçi yerleşiklerin yabancı para tutmadıklarını, buna karşın yabancı yerleşiklerin bu ülkenin parasını tuttıklarını varsayarak para ikamesini incelemiştir. Bu varsayıma göre yurtiçi yerleşikler yabancı para tutmadıkları için ulusal ve yabancı paralar arasında ikame yapmazlar ve $K_2^D = 0$ dir. Ulusal ve yabancı paraların arzları veri iken, bu varsayıma göre sadece yabancı yerleşikler hem ulusal hem de yabancı paraları

tutuklarından, para ikamesini sadece yabancı yerleşikler gerçekleştirmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.23). Bu çerçevede para ikamesi derecesini yabancı yerleşiklerin ulusal para talep fonksiyonunun açıklayıcısı olan yabancı faiz oranının katsayısı göstermektedir (Lewis ve Mizen, 2000, s.204). Dolayısıyla, para ikamesinin olup olmadığı sadece yabancı yerleşiklerin ulusal para talep fonksiyonu tahmin edilerek test edilebilmektedir. Bu düşünceden hareketle yabancıların ulusal para talep denklemini tahmin edilmiştir. Bu iktisatçılar aşağıdaki ekonometrik ulusal para talep denklemini kullanmışlardır:

$$\log\left(\frac{M^F}{P}\right) = \kappa_0 + \kappa_1 r_i + \kappa_2 r_i^* + \kappa_3 \log Y_i^* + \mu_i \quad (2.41)$$

Burada, u tesadüfi hata terimidir: κ_1 parametresinin beklenen işareti $\kappa_1 < 0$, $\kappa_2 > 0$, $\kappa_3 > 0$ 'dır ve κ_2 para ikamesini göstermektedir. Parasal hizmet modelinin bu genel versiyonunda, bağımlı değişken olarak ulusal paranın yabancı paraya oranı yerine yabancı yerleşiklerce tutulan ulusal reel para balansları seviyesi alındığı için para ikamesi faiz oranı katsayısıyla açıklanmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.24). Bu para talep formunun olumlu yanı, yabancıların reel gelirini (Y^*) de içermesidir. Daha açık olarak, Miles'in analizinden farklı olarak portföyün büyüklüğünü gösteren yabancı reel gelir de (Y^*) modele alınmıştır. Yabancı faiz oranı (r^*) yabancıların ulusal para tutmasının fırsat maliyeti olduğundan yabancı faiz oranı düştüğünde yabancılar ulusal reel para balansları taleplerini azaltırlar ve karşılığında yabancı reel para balanslarını arttırlar. Başka bir deyişle, yabancı faiz oranı düşerken yabancı yerleşikler kendi ulusal paralarına kaymaktadır. Çünkü, yabancıların ilk aşamada genel portföyün dağıtım kararından sonra bu dağılımı tahvil lehine değiştirerek kazanç sağlayamadıkları varsayılarak problem iki aşamalı ele alındığından yabancı faiz oranı değişirken para-portföyün ulusal ve yabancı paralar arasındaki dağılımı da değişir (Lewis ve Mizen, 2000, s.204). Yabancı faiz oranı (r^*) artarken, yabancılar yabancı reel para balanslarına taleplerini (M^F/P^*) azaltmaktadır. Yabancı faiz oranı artarken, parasal bir girdi olarak ulusal para tutmanın nispi fırsat maliyeti azaldığından, yabancılar ulusal reel para balansları taleplerini (M^F/P) arttırlar (Bergstrand ve Bundt, 1990, s.326). Ulusal faiz oranı (r) sabit iken yabancı faiz oranı (r^*) düştüğünde yabancı para tutmanın nispi fırsat maliyeti de düştüğünden ulusal paradan yabancı paraya kayılır. Bu yabancı ülke için ters para ikamesidir.

Özetlenen bu model ile Miles'in modelinde para ikamesi faiz oranlarına dayandırılmaktadır. Ayrıca, bu modelde de sermaye hareketi ile para ikamesi birbirinden ayırt edilememektedir (Lewis ve Mizen, 2000, s.204). Şöyle ki yabancı faiz oranı (r^*) arttığında yabancı para tutmanın nispi fırsat maliyeti artar ve yabancılar kendi ülke paralarını diğer

ülkenin parasıyla ikame ederler. Ancak, modelde yurtiçi yerleşiklerin yabancı para tutmadıkları varsayıldığından, yabancı faiz oranının artması yurtiçi yerleşiklerin ulusal para taleplerini etkilememektedir. Daha açık olarak, yabancı para, yurtiçi yerleşiklerin parasal hizmet üretim fonksiyonunun ikame edilebilir bir girdisi alınmadığından, yabancı faiz oranı (r^*) ile yabancıların tuttuğu ulusal reel para balansları (M^F/P) miktarı arasında pozitif bir ilişki vardır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.24). Yabancı para tutmanın fırsat maliyeti (ya da yabancı faiz oranı) artarken, yabancılar ulusal ekonominin parasına olan taleplerini artırırlar. Fiyatlar tam esnek iken ulusal para için oluşan bu talep fazlası ise ulusal fiyat seviyesinin (P) düşmesine neden olur. Nominal para miktarı sabit olduğu için ulusal paranın reel değeri artarak talep fazlası karşılanır (Joines, 1985, s.305). Bu şekilde ulusal fiyat seviyesinin (P) düşmesiyle ulusal reel para balansları artmakta ve ulusal para değerlendirilerek yabancıların ulusal reel para balansları taleplerinde ilave bir artış gerçekleşmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin ulusal reel para balansları talebi değişmediği için ulusal reel para balansları artarak yabancı yerleşiklere gidecektir. Yabancı faiz oranının değişmesiyle oluşan bu reel para akımı "para ikamesini" göstermektedir.

Yabancı yerleşiklerin ulusal reel para talepleri ile yabancı nominal faiz oranı arasındaki bu pozitif ilişki ise ulusal ekonominin parasal bağımsızlığını zayıflatmaktadır. Örneğin, paranın dolaşım hızı ne kadar istikrarlı ve tahmin edilebilir ise para politikasının etkinliği o ölçüde artmaktadır (Bergstrand ve Bundt, 1990, s.327). Ulusal paranın dolaşım hızı, ulusal ekonominin nominal gelirinin toplam parasal yükümlülüklerle oranıdır: $V = PY/M$. (Joines, 1985, s.305) Yurtiçi ve yabancı yerleşikler parasal hizmet üretim taleplerini ise iki paranın girdi olarak kullandığı bir üretim fonksiyonuna göre yapmaktadır. Karar birimleri parasal hizmet talebinin gelir esnekliği bire eşit iken parasal hizmet üretim maliyetlerini minimize etmek istediklerinden, paraları tutmanın fırsat maliyetleri değiştiğinde paraların dolaşım hızı da değişmektedir. Başka bir deyişle, ulusal ve yabancı nominal faiz oranları değiştiğinde ulusal paranın dolaşım hızı da değişmektedir (Joines, 1985, s.306). Örneğin, yabancı nominal faiz oranı arttığında, yabancı para balansları tutmanın nispi fırsat maliyeti de arttığından, yabancıların kendi paralarına talepleri düşerek yabancı ülke parasının dolaşım hızı artar. Dolayısıyla, para balansları talebi nominal faiz oranlarıyla negatif yönde değişirken, paranın dolaşım hızı ise nominal faiz oranlarıyla pozitif yönde değişmektedir. Yabancıların kendi paralarına talepleri azalıp diğer ülkenin reel para balanslarına taleplerinin artması ise bu ulusal ülke parasının dolaşım hızını düşürecektir. Modelde para ikamesinin paraların dolaşım hızını istikrarsız kıldığı ve bunun para otoritelerinin paraların dolaşım hızlarını tahmin etmelerini

güçleştirerek para arzı üzerindeki kontrollerini zayıflattığına işaret edilmektedir. Bu ise para politikalarının etkinliğinin zayıfladığını göstermektedir.

Yabancı faiz oranının değişmesi (r^*) yabancı yerleşiklerin ulusal para taleplerini (M^{*D}) ve ulusal fiyat seviyesini (P) büyük ölçüde etkilemektedir. Yabancı yerleşiklerin ulusal para taleplerinin değişmesi ulusal paranın dolaşım hızını istikrarsız hale getirip ulusal parasal bağımsızlığı önemli ölçüde zayıflatmakla birlikte parasal hizmet üretiminde bu paralar "tam" olarak ikame edildiğinde yabancıların ulusal para talepleri yabancı faiz oranındaki değişmeden etkilenmez (Bergstrand ve Bundt, 1990, s. 327). Dolayısıyla, bu modelde parasal hizmetler üretim fonksiyonunda paralar arasında girdi olarak ikame tam iken yabancılar iki para arasında kayıtsız olup para ikamesi gerçekleşmez. Modelde para ikamesi ise parasal hizmet üretiminde girdiler arasındaki ikamenin tam olmadığı varsayımı altında gerçekleşmektedir.

Şimdi modelde ulusal paranın fırsat maliyetinin (r) artmasının etkileri incelenebilir. Yabancı paranın fırsat maliyetinin (r^*) değişmediği varsayımı altında ulusal faiz oranının artmasıyla yurtiçi yerleşiklerin yabancı para talepleri varsayım gereği değişmemesine karşın, yabancı yerleşiklerin yabancı para (kendi paraları) talepleri artar ve hem ulusal yerleşiklerin hem de yabancı yerleşiklerin ulusal para talepleri düşer. Ulusal para için genel bir arz fazlası oluşur ve bu ise ulusal fiyatlar genel seviyesini (P) arttırır. Yabancı para için oluşan talep fazlası ise yabancı ülkedeki fiyatlar genel seviyesini (P^*) düşürür ve dolayısıyla yabancı paranın dolaşım hızı düşerek istikrarsız hale gelir (Joines, 1985, s. 306). Dolayısıyla, yabancı ülkenin merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolü ya da parasal bağımsızlığı zayıflamaktadır.

Özetle, Joines (1985) ve Bergstrand ile Bundt'un (1990) modelinde sadece parasal hizmet üretiminde ulusal ve yabancı parasal girdilerin marjinal verimliliklerini gösteren ulusal ve yabancı nominal faiz oranları (fırsat maliyetleri) para taleplerini etkilemektedir. Dolayısıyla, ulusal ve yabancı paralar, parasal hizmet üretim fonksiyonuna ikame edilebilmekle birlikte tam ikame edilmeyen girdiler olarak dahil edildiğinden paralardan birinin fırsat maliyetinin artması her iki ülkede diğer paraya olan talebi arttırmaktadır (Bergstrand ve Bundt, 1990, s. 325). Bu nedenle, ülkeler arasında parasal akımlar oluşarak para otoritelerinin para arzı üzerindeki kontrollerinin zayıflaması anlamında parasal bağımsızlık kaybı ortaya çıkmaktadır.

Parasal hizmet modelinin bu versiyonunda, reel gelirin para talebinin bir açıklayıcısı olarak modele alınması modelin bir avantajı olmasına karşın, satın alma gücü paritesinin varsayılması ise modelin dezavantajını oluşturmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s 24).

2.2.2.2. Dinamik Optimizasyon Modeli

Dinamik optimizasyon modeli, önceki modelde olduğu gibi para talebini paraların sundukları parasal (likidite) hizmetlerine bağlamaktadır. Bu model, değişim aracı olarak para talebini, diğer para ikamesi modellerine göre daha açık olarak ifade etmekte ve dinamik optimizasyon içermektedir. Ayrıca, bu model ulusal ve yabancı paralar yanında bu paralar cinsinden tahvilleri de modele dahil ederek sınırlandırılmış portföy dengesi modellerinden ayrılmaktadır (Lewis ve Mizem, 2000, s.204). Para ikamesinin bu bölümde sunulacak dinamik optimizasyon modelini Ratti ve Jeong (1994) geliştirmiştir. Bu yazarlar, sınırlandırılmış portföy dengesi modelinin yukarıda bahsedilen sınırlamalarını kısmen de olsa kaldırmayı amaçlamıştır. Dinamik optimizasyon modeli paranın çeşitli işlevleri arasında değişim aracı işlevini kabul etmektedir. Malların tüketiminden fayda sağlayan karar birimleri, para balanslarını ise bu malların tüketimi için gereken ödemelerde kullanmaktadır. Bu nedenle, karar birimleri malları satın almak için ulusal ve yabancı paraları talep etmektedir.

Ratti ve Jeong (1994) dinamik optimizasyon modelinde temsili karar birimi varsayımı yapmaktadır. Modelde temsili karar biriminin para talebine ilişkin karar problemi zamanlararası niteliktedir. Karar birimi para ile tahviller arasında ikame yapabilmektedir (Milner, Mizem ve Pentecost, 1996, s.162). Temsili karar birimi parasal hizmet üretim fonksiyonu kısıtı altında fayda maksimizasyonu yapmaktadır. Ayrıca, temsili karar biriminin ulusal ve yabancı paraları kullanarak malların tüketimi için gereken işlemleri kolaylaştırdığı varsayılmaktadır. Parasal hizmetlerin ise fayda fonksiyonunun doğrudan bir açıklayıcısı olmadığı varsayılmaktadır. Diğer bir ifadeyle parasal hizmetler ve dolayısıyla paralar doğrudan fayda sağlayan bir nesne değildir. Temsili karar biriminin reel varlıkları ile parasal hizmet seviyesi arasında bir ilişki tanımlanarak başlanır. Reel varlıklar (V) parasal hizmetlerin seviyesiyle (S) ters yönde değişmektedir (Ratti ve Jeong, 1994, s.538). Dolayısıyla tüketim için gereken parasal hizmet seviyesi arttıkça reel varlıklar azalmaktadır:

$$V = V(S) \quad V_1 < 0 \quad (2.42)$$

Burada V_1 temsili karar biriminin reel varlıklarının parasal hizmet seviyesine göre türevidir. Parasal hizmet seviyesi artarken, reel varlıklar azalmaktadır. Sınırlandırılmış portföy dengesi modelinde olduğu gibi parasal hizmet seviyesi, ulusal (M) ve yabancı (M^*) para balansları seviyelerinin bir fonksiyonudur (Mizen ve Pentecost, 1996, s.24). Parasal hizmet üretim fonksiyonu:

$$S = S\left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*}\right) \quad S_1 > 0, S_2 > 0 \quad (2.43)$$

Burada, M nominal ulusal para stokunu, P ulusal fiyat seviyesini, M^* nominal yabancı para stokunu ve P^* yabancı fiyat seviyesini göstermektedir. Parasal hizmet seviyesi (S) ulusal reel para balansları (M/P) ile yabancı reel para balanslarının (M^*/P^*) konkav bir fonksiyonu alınmaktadır (Ratti ve Jeong, 1994, s.539). Daha açık olarak, parasal hizmet seviyesi ulusal ve yabancı reel para balansı miktarıyla aynı yönde değişmektedir.

Ulusal ekonomideki toplam reel varlıklar (a) aşağıdaki şekilde tanımlanmakta ve problemin stok kısıtını oluşturmaktadır:

$$a = \frac{M}{P} + \frac{EM^*}{P} + \frac{B}{P} + \frac{EB^*}{P} \quad (2.44)$$

Burada, B ve B^* ulusal ve yabancı tahvilleri simgelemektedir. Bu denklemden, yabancı varlıklar satın alma gücü paritesi kullanılarak ulusal fiyatlara dönüştürülmüş ve sonra tüm büyüklükler ulusal fiyat seviyesi kullanılarak reel değişkenlere dönüştürülmüştür. Varlık birikimi (tasarruf) ise gelir (y) ile tüketim (c) arasındaki farka eşittir. Aslında, varlık birikimi elde tutulan varlıklardan sağlanan net gelir akımları toplamıdır. Enflasyon oranları pozitif iken, ulusal ve yabancı para balanslarından sağlanan gelirler negatiftir. Enflasyon durumunda tahvil gelirleri, para balanslarının gelirlerine göre daha az düşmektedir. Dolayısıyla, enflasyon oranları pozitif iken karar birimi para ile tahvil tutmaktan farklı gelir sağlamaktadır. Bu modelde enflasyon oranı pozitif iken para ve tahvillerin gelirleri azalmasına karşın, tahvillerin gelirlerinin paraların gelirlerinden yüksek olması bu modeli sınırlandırılmış portföy dengesi modelinden ayırmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.24). Bu varsayımlar altında varlık birikim denklemi aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$\begin{aligned} \dot{a} = y - c = & \left[1 + V \left(S \left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*} \right) \right) + (r - \pi) \frac{B}{P} + \right. \\ & \left. (\varepsilon(1+r^*) + r^* - \pi) \frac{EB^*}{P} - \pi \frac{M}{P} - (\varepsilon - \pi) \frac{EM^*}{P} \right] \end{aligned} \quad (2.45)$$

Burada \dot{a} toplam reel varlıkların zamana göre türevini (tasarrufu ya da varlık birikimini) göstermektedir ve gelir ile tüketim arasındaki farka eşittir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.25). ϵ , ulusal paranın beklenen değer kayıp oranını (yabancı paranın beklenen değer kazanç oranını) ya da döviz kurunda beklenen değişme oranını ($\epsilon = (dE/dt)/E$) ve π ise ulusal ekonomide beklenen enflasyon oranını göstermektedir (Ratti ve Jeong, 1994, s.539). Karar birimi, bu varlık birikimi (ya da tasarruflar) formunda tanımlanan servet kısıtı altında gelecek dönemlerdeki tüketim akımlarından sağlayacağı faydalar toplamını maksimize etmeye çalışmaktadır. Varlık birikim denklemi (servet kısıtı) ulusal ve yabancı paralarla birlikte ulusal ve yabancı tahvilleri içermektedir. Varlık birikimi bu varlıklardan herhangi birinin formunda olabilmektedir (Lewis ve Mizzen, 2000, s.204).

Karar birimi, zamanlararası faydasını maksimize etmek istediğinden dinamik bir optimizasyon problemiyle karşı karşıyadır (Ratti ve Jeong, 1994, s.539). Temsili karar biriminin zamanlararası fayda fonksiyonu:

$$U = \int_0^{\infty} u(c_t) e^{-\delta t} dt, \quad u_1 > 0, u_2 < 0 \quad (2.46)$$

Burada, δ iskonto oranıdır (2.44) no.lu stok kısıtlaması ile (2.45) no.lu varlık birikim denklemi kısıtı altında bu zamanlararası toplam faydayı maksimum kılan tüketim akımları ve dolayısıyla M , M^* , B ve B^* zaman yolakları belirlenmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s.25). Faiz oranları, döviz kurları, gelir ve fiyat seviyeleri zaman yolakları için tam öngörü (perfect foresight) varsayımı yapılmaktadır (Ratti ve Jeong, 1994, s.540).

Kısıtları ve amaç fonksiyonu yukarıda tanımlanan problemin bugünkü değerle Hamiltonian'u aşağıda gösterilmektedir:

$$H = u(c) + q \left[y - c \left(1 + V \left(S \left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*} \right) \right) \right) \right] - \pi + \epsilon \left(\frac{EM^*}{P} \right) + r \left(\frac{B}{P} \right) + (\epsilon(1+r^*) + r^*) \left(\frac{EB^*}{P} \right) + \lambda \left[a - \frac{M}{P} - \frac{EM^*}{P} - \frac{B}{P} - \frac{EB^*}{P} \right] \quad (2.47)$$

Burada, q akım kısıtı (2.45)'in Lagrange çarpanını ve λ stok kısıtı (2.44)'ün Lagrange çarpanını göstermektedir. Burada, c , M , M^* , B ve B^* değişkenleri tüketicinin karar değişkenleridir. Tüketicinin problemi toplam faydasını maksimize edecek şekilde bu değişkenlere değer bulmaktır. Bu değişkenlerin her biri için Hamiltonian denklemden

çıkarılan birinci sıra (gerekli) koşulları aşağıda verilmektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s. 25):

$$\begin{aligned}\frac{\partial H}{\partial c} &= u_1(c) - q \left[1 + V \left(S \left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*} \right) \right) \right] = 0 \\ \frac{\partial H}{\partial M} &= -qcV_1S_1 \left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*} \right) \left(\frac{1}{P} \right) - \frac{\lambda}{P} = 0 \\ \frac{\partial H}{\partial M^*} &= -qcV_1S_2 \left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*} \right) \left(\frac{1}{P^*} \right) - \frac{E}{P} (\lambda - q\varepsilon) = 0 \\ \frac{\partial H}{\partial B} &= \frac{qr - \lambda}{P} = 0 \\ \frac{\partial H}{\partial B^*} &= [q(\varepsilon(1+r^*) + r^*) - \lambda] \left(\frac{E}{P} \right) = 0\end{aligned}\quad (2.48)$$

$r = \varepsilon(1+r^*) + r^*$ örtüsüz faiz paritesi⁵² (uncovered interest parity) olduğundan son iki denklem örtüsüz faiz paritesini içermektedir (Mizen ve Pentecost, 1996, s. 26).

Yukarıdaki ikinci koşul üçüncü koşula oranlanarak aşağıdaki ifade çıkarılabilir:

$$\frac{S_1 \left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*} \right)}{S_2 \left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P^*} \right)} = \left(\frac{P}{EP^*} \right) \left(\frac{r}{r^*(1+\varepsilon)} \right)\quad (2.49)$$

(2.49) no.lu denkleme göre dengede ulusal ve yabancı para balanslarının marjinal ürünleri (S_1, S_2) oranı (paralar arasındaki marjinal ikame oranı) doğrudan reel döviz kuruna (P/EP^*) ve örtüsüz faiz paritesine bağlıdır (Mizen ve Pentecost, 1996, s. 26).

Parasal hizmet üretim fonksiyonunun (S) sabit ikame esneklikli (CES)⁵³ olduğu varsayılarak (2.49) no.lu denklem aşağıdaki gibi yazılabilir:

⁵² Sermaye akımları, özellikle yatırımcıların döviz kuru değişme beklentilerindeki değişmelere karşı duyarlıdır. Örneğin, yatırımcılar gelecekte ulusal paranın değer kaybedeceği beklentisi içinde iseler sermaye kaybına uğramamak için bu para cinsinden finansal enstrümanları satmak isteyeceklerdir. Döviz kuru değişme beklentileri ile yurtiçi ve yurtdışı kısa dönem faiz oranları arasındaki ilişki "örtüsüz faiz paritesi" (uncovered interest parity) veya "açık faiz paritesi" (open interest parity) olarak bilinmektedir. Açık faiz paritesi, uluslararası yatırım kararları kadar para politikasının yönetimi için de önemlidir (Makin, 2002, s. 128).

⁵³ $S = \left[\theta_1 \left(\frac{M}{P} \right)^{-\rho} + \theta_2 \left(\frac{M^*}{P^*} \right)^{-\rho} \right]^{-1/\rho}$ (Ratti ve Jeong, 1994, s. 541)

$$\frac{\theta_1}{\theta_2} \left(\frac{M}{EM^*} \right)^{-(1+\rho)} = \left(\frac{P}{EP^*} \right) \left(\frac{r}{r^*(1+\varepsilon)} \right) \quad (2.50)$$

Bu durumda, iki para arasındaki ikame esnekliği reel döviz kuru ile örtüsüz faiz paritesi terimlerindeki parametreler tarafından belirlenmektedir (2.50) no.lu denklemin logaritması alınarak gerekli düzenlemeler yapıldıktan sonra aşağıdaki nispi para talep denklemine ulaşılır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.26):

$$\log \left(\frac{M}{EM^*} \right) = \sigma \log \left(\frac{\theta_1}{\theta_2} \right) - \sigma \log \left(\frac{P}{EP^*} \right) - \sigma \log \left(\frac{r}{r^*(1+\varepsilon)} \right) \quad (2.51)$$

Burada, $\sigma = 1/(1 + \rho)$ para ikamesi esneklik değeridir ve M/EM^* ulusal ve yabancı para balanslarının oransal portföy bileşimi ya da nispi para talebidir. Temsili karar birimi portföyünde eşanlı olarak ulusal ve yabancı paraları tutarak mal ve hizmet talep etmektedir. Dolayısıyla, karar biriminin portföyünde değişim aracı olarak ulusal para yanında yabancı para da bulundurması para ikamesini göstermektedir. (2.51) no.lu denklemin sağ tarafındaki ikinci terim reel döviz kurundaki değişimin nispi para balansları tutmaya etkisini göstermektedir. Reel döviz kurunun düşmesi (diğer şeyler sabit iken, yabancı fiyat seviyesinde bir artış nedeniyle olabilir) karar biriminin yabancı para balansları talebini ulusal para balanslarına göre artırır. Çünkü, karar birimi yabancı ülkenin mallarını satın alırken yabancı para kullanmakta ve fiyat artışı nedeniyle aynı malı satın alabilmek için daha fazla yabancı para balansı tutması gerekmektedir (Ratti ve Jeong, 1994, s.541). Ayrıca, (2.51) no.lu denklemin en sağındaki terim tahvillerden ziyade para tutmanın nispi fırsat maliyetini göstermektedir. Bu nedenle, yabancı faiz oranının artması, yabancı tahvillerin getirisinin artması veya ulusal para tutmanın fırsat maliyetinin nispi olarak düşmesi anlamına geldiğinden, karar biriminin yabancı para talebi düşer ve ulusal para ile yabancı tahvile olan talebi artar (Milner, Mizen ve Pentecost, 1996, s.164).

Dinamik optimizasyon modeli, sınırlandırılmış portföy dengesi modelinin en genel spesifikasyonlarından biri olmasına karşın bazı tutarsızlıkları ve sınırlamaları bulunmaktadır. İlk olarak, reel gelirin (ya da servetin) ölçek değişkeni olarak modele dahil edilmesi zımnen parasal hizmet üretim fonksiyonu katsayılarının gelirin bir fonksiyonu olduğunu varsaymaktadır. Ancak, bu katsayıları veya ulusal ve yabancı para balansları seçimini etkileyebilen başka ölçek değişkenleri de olabilir. İkincisi, satın alma gücü paritesi geçerli olduğu varsayıldığından (2.51) no.lu denklemin sol tarafında "E" yerine P/P^* konabilir. Ancak, satın alma gücü paritesinin altında reel döviz kurunun sabitliği varsayımı bulunmasına

karşın, (2.51) no.lu denklemin sağ tarafında reel döviz kuru ayrıca açıklayıcı bir değişken olarak gözükmemektedir (Lewis ve Mizen, 2000, s.205).

Modelde satın alma gücü paritesinin varsayılması kendi içinde bir tutarsızlık yaratmaktadır. Satın alma gücü paritesinin geçerli olduğu varsayımı altında reel döviz kuru sabit bir terimdir ve bu modelde Miles'in modeliyle aynı sonuçlara ulaşılmaktadır. Ancak, reel döviz kuru sabit değil iken E yerine P/P^* 'in ikame edilemez (Lewis ve Mizen, 2000, s.205). Dikkat edilirse bu modelde açıklayıcı değişkenlerin katsayılarının Miles'in (1978) modelindeki katsayılarla aynı olması beklenmektedir. Bu durumda, para ikamesinin derecesi reel döviz kuru veya örtüsüz faiz paritesinin katsayısıyla ölçülebilir. Ancak, bu şekildeki bir ölçüm sermaye hareketine zımnen bağlı olduğu için modelde para ikamesi ile sermaye hareketinin ayrıştırımı tam olarak yapılamamaktadır.

Üçüncüsü, (2.49) no.lu denklemde satın alma gücü paritesi ile örtüsüz faiz paritesi terimleri çarpımsal olarak yer almaktadır. Denklemdaki değişkenlerin logaritmalılarının alınması para ikamesi ile sermaye hareketi terimlerinin ayrılmasına imkan vermekle birlikte bu durumda da modelde reel döviz kuru ile örtüsüz faiz paritesi değişkenlerinin katsayıları aynı çıkmaktadır. Ayrıca, örtüsüz faiz paritesi geçerli iken denklemin sağ tarafındaki ikinci terim bire eşittir ve nispi para balansları sadece nispi fiyatlara (reel döviz kuruna) bağlıdır. Benzer şekilde, reel döviz kuru sabit iken (satın alma gücü paritesi geçerli iken) para ikamesinin derecesi sadece örtüsüz faiz paritesi terimine bağlıdır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.26). Öte yandan, uzun dönemde hem satın alma gücü paritesinin hem de örtüsüz faiz paritesinin geçerli oldukları varsayılır ise hem ulusal ve yabancı mallar hem de paralar "tam" ikame edilebildiği için artık para ikamesinden bahsetmek mümkün değildir. Model bunlar arasında tam ikamenin yokluğunda para ikamesini vermektedir. Dolayısıyla, bu çerçevede uzun dönemde para ikamesi gerçekleşmez. Çünkü, uzun dönemde ulusal ve yabancı finansal varlıkların getirileri eşitlendiği için bunlar birbirlerinin yerine tam olarak geçebilmektedir. Bu durum dinamik optimizasyon modelinin bir sınırlamasıdır.

2.2.2.3. Sınırlandırılmamış Portföy Dengesi Modeli

Tobin'in 1958 yılında kapalı bir ekonomide varlık talebini açıklamak için geliştirdiği portföy dengesi modelini McKinnon ve Oates (1966) dışa açık bir ekonomiye genişletmişlerdir. Tobin'in literatürde "portföy dengesi yaklaşımı" olarak bilinen yaklaşımı sonraki yıllarda birçok iktisatçı tarafından kullanılmış ve Girton ve Roper (1981), Cuddington

(1983), Branson ve Henderson (1985), Zervoyianni (1988,1992) bu yaklaşımı para ikamesi modellerinde uygulayarak bu alanda önemli katkı yapmışlardır. Bu iktisatçıların çalışmaları para ikamesinin sınırlandırılmamış portföy dengesi modelleri olarak bilinmektedir. Bu modellerde karar birimlerinin veri bir risk seviyesi kısıtı altında servetlerinin getirilerini maksimize etmek istedikleri varsayılmaktadır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.27) Bu alt bölümde ilk olarak sınırlandırılmamış portföy dengesi modellerinin genel özellikleri tanıtılacak ve takiben Cuddington'un (1983) sınırlandırılmamış portföy dengesi modeli ayrıntılı olarak açıklanacaktır

Global modellerin bu türünde karar birimleri, portföyün riskini minimize ve getirisini maksimize eden varlık bileşimine tek aşamalı olarak karar vermektedir. *Sınırlandırılmamış portföy dengesi modelleri* eşanlı (simultaneous) ve sınırlandırılmamış (unrestricted) tarzda ulusal ve yabancı paralar ile ulusal ve yabancı tahviller arasında portföy dağıtımını içermektedir (Lewis ve Mizzen, 2000, s.201). Sınırlandırılmamış portföy dengesi modelleri, toplam varlık stokunun toplam servete eşit olması koşulu dışında hiçbir kısıtlama içermemektedir (Lewis ve Mizzen, 2000, s.202)

Sınırlandırılmamış portföy dengesi modellerinde tüm varlıklar dört gruba ayrılmaktadır. Karar birimleri aynı anda bu dört farklı varlığı tutabilmekte ve bu varlıklar arasında ikame yapabilmektedir⁵⁴. Daha açık olarak, bu modellerde ulusal para ile ulusal tahvil yanında yabancı para ile yabancı tahvil de bulunmaktadır. Yurtiçi yerleşikler, yabancı tahvillerin ulusal para cinsinden getirilerini dikkate almaktadır. Yabancı tahvillerin ulusal para cinsinden getiri oranı ise yabancı faiz oranı ile ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı toplamına eşittir. Modellerde, tahvillerin değer saklama aracı olarak ve paraların ise değişim aracı olarak tutulduğu varsayılmaktadır. Enflasyon oranları sıfırdan farklı iken hem ulusal hem de yabancı ülke paralarının getirileri enflasyon oranlarıyla ters yönde değişmektedir. Dolayısıyla, portföyün nakit formda tutulan kısmının nispi getirisi, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranına bağlıdır (Mizen ve Pentecost, 1996, s.27). Beklenen ulusal enflasyon oranı yabancı enflasyon oranından yüksek iken ulusal paranın değer kaybedeceği beklentisi vardır ve ulusal para talebi yabancı para talebine göre düşerek para ikamesi gerçekleşmektedir.

Cuddington, sınırlandırılmamış portföy dengesi modelinde yurtiçi yerleşiklerin ulusal ve yabancı para cinsinden tahvil tercihlerinin para ikamesi olgusundan bağımsız olup olmadığını

⁵⁴ Ancak bu bağlamda, yurtiçi yerleşiklerin yabancı mal ve hizmetleri satın alma düşünceleri yoksa portföylerinin bir kısmını neden yabancı para olarak tutacakları anlaşılamamaktadır.

tartışmıştır. Daha açık olarak, bu modelde yurtiçi yerleşiklerin yabancı para talepleri (para ikamesi) ile yabancı faiz taşıyan varlık talepleri (sermaye mobilitesi) ayrıştırılmaya çalışılmıştır (Cuddington, 1983, s 126).

Modelde, yurtiçi yerleşiklerin servetlerini dört farklı varlık arasında dağıttığı varsayılmaktadır. Bu varlıklar, ulusal (M) ve yabancı (M*) paralar ile ulusal (B) ve yabancı (B*) tahvillerdir. Modele göre yurtiçi yerleşiklerin bu dört tür varlık için talepleri, varlıkların getirilerine, gelire ve servete bağlıdır. Modelde, yurtiçi yerleşiklerin varsayılan varlık talep fonksiyonları ve kısmi türevleri aşağıdaki gösterilmektedir (Cuddington, 1983, s 112):

$$\begin{aligned}
 M &= m(r, (r^* + x), x, Y, W) & M_1 < 0, M_2 < 0, M_3 < 0, M_4 > 0, M_5 > 0 \\
 B &= b(r, (r^* + x), x, Y, W) & B_1 > 0, B_2 < 0, B_3 < 0, B_4 < 0, B_5 > 0 \\
 eM^* &= m^*(r, (r^* + x), x, Y, W) & M_1^* < 0, M_2^* > 0, M_3^* < 0, M_4^* < 0, M_5^* > 0 \\
 eB^* &= b^*(r, (r^* + x), x, Y, W) & B_1^* < 0, B_2^* < 0, B_3^* > 0, B_4^* > 0, B_5^* > 0
 \end{aligned}
 \tag{2.52}$$

Varlık talepleri, toplam ulusal finansal varlıkların toplam servete eşit olduğu servet kısıtına tabidir. Bu servet kısıtı aşağıda gösterilmektedir:

$$W(e) \equiv M + B + eM^* + eB^*, \quad W^*(e) = eM^* + eB^* \tag{2.53}$$

Burada, e yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatını (nominal döviz kurunu), r ulusal tahvillerin nominal faiz oranını, r^* yabancı tahvillerin nominal faiz oranını ve x ulusal paranın beklenen değer kayıp oranını göstermektedir. Dolayısıyla, $r^* + x$ yurtiçi yerleşikler tarafından tutulan yabancı tahvillerin beklenen getirisidir. Kısaca, r , $r^* + x$ ve x terimleri sırasıyla yurtiçi yerleşikler için ulusal tahvillerin beklenen nominal getiri oranını, yabancı tahvillerin beklenen nominal getiri oranını ve yabancı paranın beklenen nominal getiri oranını göstermektedir. Modelde, ulusal ve yabancı paraların nominal getirileri (kendi faiz oranları) sıfırdır. Ancak, tahvillerin faiz oranları (r ve r^*) sıfır olmadığından varlık talepleri (2.52)'de gösterilen tüm açıklayıcı değişkenlerin bir fonksiyonu olmayı sürdürmektedir. Dolayısıyla, tüm varlık talep fonksiyonları, ulusal tahvillerin getiri oranına, yabancı tahvillerin getiri oranına, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranına, ulusal gelire (Y) ve ulusal servete (W) bağlıdır (Cuddington, 1983, s 113).

Modelde, portföydeki tüm varlıklar arasında ikamenin tam olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla, ulusal faiz oranı (r) arttığında karar birimleri ulusal tahvili ikame eden diğer

varlıklara (yabancı para ve tahvillerine) taleplerini azaltarak ulusal tahvil taleplerini arttırlar. Yabancı tahvillerin ulusal para cinsinden nominal getirisinin (r^*+x) artması ise yurtiçinde yabancı tahvil talebini pozitif, diğer varlık taleplerini negatif yönde etkiler. Benzer şekilde, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının ya da döviz kuru aşınma hızının (x) artması, yabancı paranın nominal getirisini arttırarak karar birimlerini ulusal paradan yabancı paraya kaydırır

Ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının (x) (yabancı paranın beklenen getiri oranının) artmasının yabancı tahvilin getirisini ($r^* +x$) de arttırarak diğer varlıkların talebi üzerinde ortaya koyduğu etkiler *dolaylı etki* olarak adlandırılırken, yabancı paranın beklenen getiri oranının ya da ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının (x) artmasının yabancı para talebini arttırarak diğer varlıkların talebi üzerine ortaya koyduğu etkiler ise *doğrudan etki* olarak adlandırılır. Modelin asıl amacı "sermaye hareketi" ile "para ikamesi" arasında ayırım yapmak olduğundan, yurtiçi yerleşikler nezdinde yabancı tahvilin getirisindeki değişmeler (r^*+x) ile yabancı paranın beklenen getirisindeki değişmeler (ya da ulusal paranın beklenen değer kayıp oranındaki değişmeler) (x) birbirinden ayrı tutulmaktadır. Dolayısıyla, modelde r^*+x ile x 'in para talebine etkisi bağımsız olarak değerlendirilmektedir. Birincisi dolaylı etkileri oluştururken, ikincisi ise doğrudan etkileri oluşturmaktadır. Yabancı tahvilin getirisinin değişmesi (r^*+x) sermaye hareketi yaratarak yurtiçi para talebini dolaylı olarak etkilerken, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının (x) değişmesi ise para ikamesi yaratarak yurtiçi para talebini doğrudan etkilemektedir. Dolayısıyla Cuddington'un (1983) modelindeki asıl amacı bu doğrudan ve dolaylı etkileri birbirinden ayırmaktır.

Ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı (x) değişmesinin doğrudan ve dolaylı etkileri ayrılarak sadece doğrudan etkileri içeren varlık talep fonksiyonları:

$$\begin{array}{ll}
 M = m (r, r^*, x, Y, W) & M_1 < 0, M_2 < 0, M_3 < 0, M_4 > 0, M_5 > 0 \\
 B = \hat{b} (r, r^*, x, Y, W) & B_1 > 0, B_2 < 0, B_3 < 0, B_4 < 0, B_5 > 0 \\
 eM^* = m^* (r, r^*, x, Y, W) & M_1^* < 0, M_2^* > 0, M_3^* > 0, M_4^* < 0, M_5^* > 0 \\
 eB^* = b^* (r, r^*, x, Y, W) & B_1^* < 0, B_2^* < 0, B_3^* > 0, B_4^* > 0, B_5^* > 0
 \end{array}
 \tag{2.54}$$

Bu denklemlere göre ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının (x) artması hem yabancı paraya hem de yabancı tahvillere olan talebi doğrudan arttırmaktadır. Başka bir deyişle, bu artış ulusal paranın değer kaybetmesine neden olarak yurtiçi yerleşiklerin değeri artan yabancı para ile yabancı tahvillere taleplerini arttırmaktadır.

Modelde, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı (x) para ikamesini yönlendiren önemli bir değişkendir. Bu değişkendeki değişmelere bağlı olarak yurtiçi yerleşikler ulusal ve yabancı paralar arasında ikame yapmaktadır. Modelde yabancı nominal faiz oranının değişmesi (r^*) de yurtiçi yerleşiklerin yabancı tahvile ve yabancı paraya olan taleplerini etkilemektedir. Çoğu para ikamesi modelinde ya küçük ülke varsayımı yapılarak ya da yabancı merkez bankalarının faiz oranını sabit tuttuğu varsayılarak sermaye hareketi ile para ikamesi arasında ayırım yapılamamıştır. Dolayısıyla, Cuddington (1983) sermaye hareketi ile para ikamesinin farklı kavramlar olduğunu belirtmiş ve modelinde bu farkı açıklamaya çalışmıştır. Bu ayırımı gösterebilmek için ise yabancı faiz oranını sabit almak yerine değişime tabi tutmuştur

Yabancı nominal faiz oranının (r^*) değiştiği varsayalım. Yurtiçi yerleşiklerin yabancı para ile yabancı tahvile talepleri ne yönde değişir? Bunu açıklamak için yurtiçi yerleşiklerin yabancı para ve yabancı tahvil talepleri aşağıdaki gibi toplam yabancı varlık talep fonksiyonlarıyla tanımlansın

$$A^d = B^* + M^* = a(r, r^*+x, Y, W)$$

$$\frac{\partial a}{\partial r} < 0 \quad \frac{\partial a}{\partial r^*} > 0 \quad \frac{\partial a}{\partial x} > 0 \quad (2.55)$$

(2.55)'e göre ulusal faiz oranının artması, yurtiçi yerleşiklerin toplam yabancı varlık taleplerini düşürürken, yabancı faiz oranı ile ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının artması ise toplam yabancı varlık taleplerini arttırmaktadır (Cuddington, 1983, s.114). Çünkü, ulusal faiz oranının artması, ulusal tahvilin getirisini arttırarak yurtiçi yerleşiklerin ulusal tahvil taleplerini arttırır ve yabancı para ile yabancı tahvile olan taleplerini ise azaltır. Yabancı faiz oranı ile ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının artması ise yurtiçi yerleşiklerin toplam yabancı varlık taleplerini ya da hem yabancı tahvillere hem de yabancı paraya olan taleplerini arttırmaktadır. Ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı artarken, yabancı para nispi olarak değerlenmektedir ve yabancı faiz oranı artarken yabancı tahvillerin nispi getirisi artmaktadır. Dolayısıyla, yurtiçi yerleşikler ulusal varlıklara göre nispi getirileri artan yabancı para ile yabancı faiz taşıyan varlıklara taleplerini arttırmalar

Bu modelde ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı (x) para talebini doğrudan etkilerken, yabancı tahvilin getirisindeki değişmeler (r^*+x) ise para talebini dolaylı olarak etkilemektedir. Modelin ekonometrik ulusal para talep fonksiyonu şöyledir:

$$\log \frac{M_d}{P_d} = \beta_0 + \beta_1 \log y + \beta_2 r + \beta_3 (r^* + x) + \beta_4 x \quad (2.56)$$

Burada, β_4 sıfır iken para ikamesi yoktur. Para ikamesinin varlığında bu parametrenin katsayısının negatif olması beklenir. β_3 ise sermaye hareketini yansıtan parametredir ve sermaye hareketinin varlığında bu parametrenin katsayısının negatif olması beklenir (Cuddington, 1983, s.118)

Sınırlandırılmamış portföy dengesi modeline göre yurtiçi yerleşikler servetlerini ulusal ve yabancı paralar ile ulusal ve yabancı tahviller arasında eşanlı olarak dağıtmaktadır. Bu modelde, ulusal para talebi ulusal faiz oranı ile gelir yanında yabancı faiz oranı, yabancı varlıkların getirisi ve servetin bir fonksiyonudur. Bu yaklaşımda yabancı faiz oranı ile ulusal paranın beklenen değer kayıp oranındaki değişimler, ulusal para talebini ters yönde etkilemektedir. Cuddington (1983) özellikle, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranının (x) ulusal para talebine etkisini dikkate alarak para ikamesinin varlığına işaret etmiştir. Ancak, ulusal paranın beklenen değer kayıp oranındaki (x) değişmeye bağlı olarak yabancı tahvillerin getirisindeki ($r^* + x$) değişmelerin yarattığı hareketleri ise sermaye hareketi olarak görmüştür. Dolayısıyla, Cuddington, yabancı tahvillerin getirisindeki değişmeler (sermaye hareketi yaratır) ile yabancı paranın getirisindeki değişmelerin ya da ulusal paranın beklenen değer kayıp oranındaki değişmelerin (para ikamesi yaratır) ulusal para talebine etkisini birbirinden ayrı görmüştür.

2.3. Değerlendirme

Para talebi ile ilgili geleneksel modeller bir ülkede sadece ulusal para ve tahvil olmak üzere iki varlığın olduğunu varsaydığı için para ikamesi bu modellerde açıklanamamaktadır. Para ikamesi teorilerinde ulusal para ve bu para cinsinden faiz taşıyan varlıklar yanında yabancı para(lar) ile bu para(lar) cinsinden faiz taşıyan varlıklar da bulunmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesi teorileri karar birimlerinin çok sayıda varlık arasında seçim yaparak portföylerini çeşitlendirme eğiliminde olduklarını varsayması yönünden geleneksel para talep teorilerinden ayrılmaktadır. Ayrıca, varlık seçimine ilişkin yaptıkları kısıtlamalar yönünden para ikamesi teorileri kendi içinde farklı kategorilerde incelenmektedir.

Bu bölümde, para ikamesinin para talep teorileri ile makroekonomik modelleri ayırımı yapılarak ilk başta paraların değişim ve değer saklama işlevleri yönünden ikame edilebilirliklerini inceleyen değişik para talep modelleri tartışıldı. Bu modeller para ikamesi

olgusunu para talebi ile bağlantılı olarak açıklamaktadır. Para talebinin *cash-in-advance modeli* ile *işlem maliyetleri modeli* para ikamesi tartışmalarında en fazla üzerinde durulan para talep modelleridir

Para ikamesi bağlamında *cash-in-advance* modeli ise dışa açık ekonomi için genişletilmiş ve *cash-in-advance* kısıtını içeren bir para talep modelidir. Modelde para ikamesi karar birimlerinin ulusal ve yabancı mallara olan talepleriyle belirlenmektedir. Modelde *cash-in-advance* kısıtı mal satın alımının nakit kullanmayı gerektirdiği ve karar biriminin ulusal malı sadece ulusal para ve yabancı malı ise sadece yabancı para kullanarak alabildiği şeklinde tanımlanmaktadır. Bu kısıta göre karar birimi mevcut ulusal ve yabancı para stoklarının üzerinde harcama yapamamaktadır. Bu anlamda modelin kısıtı para ikamesini dışlamaktadır. Ancak, modelde karar biriminin fayda fonksiyonunda ulusal ve yabancı malların eşanlı olarak bulunmasıyla para ikamesi ortaya çıkmaktadır. Karar biriminin fayda fonksiyonunda mallar arasındaki ikame derecesi para ikamesinin belirleyicisidir. Ulusal ve yabancı mal arzları ve dolayısıyla para talebi değiştiğinde nominal döviz kuru da değişerek karar biriminin portföyünün ulusal ve yabancı para dağılımı da değişmektedir. Bu nedenle modelde para ikamesi (mallar arasında ikame) yüksek iken nominal döviz kurunun değişkenliği ve bir anlamda belirsizliği de artmaktadır. Dolayısıyla, model para ikamesi altında çoklu döviz kuru dengesi vermektedir. Modelde, mal arzları ve dolayısıyla para talebindeki değişimler para ikamesini başlatmakla birlikte para talebinin değişmesi nominal döviz kurunu değiştirmekte ve buna bağlı olarak kuru değişkenliği (belirsizliği) artmaktadır. Bu nedenle, modelde para ikamesi olgusunun varlığı malların ikame esneklikleri ve para talebine bağlı olarak dolaylı bir şekilde açıklanmaktadır.

Para ikamesinin para talep modellerinden *cash-in-advance* modelinde paraların sadece değişim aracı işlevleri yönünden ikame edilebilirlikleri dikkate alınırken, para ikamesinin diğer para talep modeli olarak *işlem maliyetleri* modelinde ise paraların değer saklama işlevleri yönünden ikame edilebilirlikleri dikkate alınmaktadır. *işlem maliyetleri* modelinde ulusal ve yabancı paraların diğer finansal ve reel varlıklara göre değer saklama aracı olarak üstün olduğu varsayılmaktadır. Model, diğer finansal ve reel varlıklardan likidite hizmetleri için paraya dönerken karşılaşılan *işlem maliyetlerinin* paranın değer saklama işlevini arttırdığı fikrine dayanmaktadır. Dolayısıyla, modelde paranın değer saklama aracı olarak ikame edilebilirliği *işlem maliyetlerinden* kaynaklanmaktadır. Modelde temsili karar birimi, ulusal ve yabancı paraların yanısıra ulusal ve yabancı tahviller de bulundurabilmektedir. Modele göre faiz taşıyan finansal varlıkların paraya göre likiditesinin düşük olması, temsili karar

birimini bu varlıklardan paralara belli ölçülerde kaydırarak para ikamesi yaratmaktadır. Modelde, toplam işlem maliyetleri ise karar biriminin ulusal ve yabancı mallara talebi arttıkça artmakta, ulusal ve yabancı para balanslarına talebi arttıkça ise azalmaktadır. Modelde, işlem maliyetleri, temsili karar biriminin ulusal ve yabancı mallar arasındaki marjinal ikame oranını değiştirmektedir. Karar birimi kendisine minimum işlem maliyeti yükleyecek mal bileşimi altında mal satın alımı için gereken parayı talep etmektedir.

Para talebinin belirtilen iki modeli para ikamesini paraların işlevlerine bağlı olarak açıklamakta ve para ikamesinin varlığı için gereken koşulları araştırmaktadır. Ancak, para ikamesi ile ilgili makroekonomik teoriler ise para talep esaslı mikro bakışın dışında bu olgunun zaten ekonominin bir niteliği olduğunu varsayarak bu veri bilgi altında para ikamesini makroekonomik çerçevede açıklamaktadır.

Para ikamesinin makroekonomik modelleri kendi içinde monetarist ve global para ikamesi modelleri olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Global modellerde kendi içinde "sınırlandırılmış portföy dengesi modeli", "dinamik optimizasyon modeli" ve "sınırlandırılmamış portföy dengesi modeli" olmak üzere üç alt grupta incelenmektedir.

Makroekonomik para ikamesi modellerinden "monetarist para ikamesi" modelini ilk olarak Calvo ve Rodriguez (1977) geliştirmiştir. Bu iktisatçılar, ulusal ekonomideki finansal varlıkların likit olmadığını varsayarak yurtiçinde ulusal ve yabancı paraların değişim aracı olarak kullanıldığı bir model oluşturmuşlardır. Modelde ulusal para arzı büyüme hızının artması ulusal para balanslarının değerini düşürerek yurtiçi yerleşiklerin değeri nispi olarak yükselen yabancı para balanslarını arttırmalarına neden olmakta; ve bu yabancı para birikimiyle birlikte cari hesap fazlası oluşmaktadır. Cari hesap fazlası ise reel döviz kurunun düşmesiyle (ulusal paranın değer kazanması) dengeye gelmektedir. Kısaca, monetarist para ikamesi modelinde para arzı büyüme hızının artması beraberinde para ikamesi getirmekte ve reel döviz kurunu dalgalandırmaktadır. Dolayısıyla, bu modelde para ikamesi, ulusal para otoriteleri tarafından izlenen para politikalarıyla bağlantılı olarak gerçekleşmektedir.

Global para ikamesi modelleri gelişmiş finansal piyasaları olan ve büyük ölçüde uluslararası sermaye piyasasıyla bütünleşmiş ekonomiler varsaymaktadır. Global modeller, yurtiçi yerleşiklerin varlıklarını portföylerinde dağıtma şekillerine göre kendi içinde alt gruplara ayrılmaktadır. İlk olarak Miles (1978)'in geliştirdiği sınırlandırılmış portföy dengesi modelinde karar birimleri finansal servetlerini iki aşamalı olarak varlıklar arasında

dağıtmaktadırlar. Birinci aşamada, karar birimleri portföylerini paralar ve tahviller arasında dağıtırken, ikinci aşamada ise herbirini ulusal ve yabancı türleri arasında dağıtırlar. Bu ikinci aşamada portföy dağılımı birbirinden bağımsız olduğu için para-portföyün sadece ulusal ve yabancı para türleri arasındaki dağılımı incelenmektedir. Para ikamesi, para-portföydeki ulusal ve yabancı paralar arasında değişim yapılmasıyla gerçekleşir. Modelde, ulusal ve yabancı reel para balansları parasal hizmet üretim fonksiyonunun birer girdisidir ve karar birimleri parasal hizmet üretim maliyetlerini minimize ve çıktısını maksimize edecek şekilde bu farklı paralar arasında ikame yaparlar. Modelde, bir varlığın getirisi diğer varlığı tutmanın fırsat maliyetini oluşturmaktadır. Daha açık olarak, ulusal ve yabancı para balanslarının fırsat maliyetleri sırasıyla ulusal ve yabancı nominal faiz oranlarıdır. Ulusal faiz oranı artarken ulusal para tutmanın fırsat maliyeti artmakta ve yabancı paranın nispi getirisi artmaktadır. Buna karşılık, yabancı faiz oranı artarken yabancı para tutmanın fırsat maliyeti de artmakta ve ulusal paranın nispi getirisi artmaktadır. Dolayısıyla, modelde ulusal ve yabancı faiz oranları paraların getirilerini belirleyen önemli değişkenlerdir. Ancak, Miles sınırlandırılmış portföy dengesi modelinde yurtiçi yerleşiklerin ulusal ve yabancı paraları tuttuklarını ancak zımni olarak yabancı yerleşiklerin ulusal ve yabancı paraları tutmadıklarını varsaymıştır. Modelin tahmininde karşılaşılan veri problemi bu tür bir kısıtlama yapmayı gerektirmiştir. Modelde, para ikamesini yönlendiren en önemli değişkenler ulusal ve yabancı nominal faiz oranlarıdır. Yurtiçi yerleşikler, bu paraları tutmanın fırsat maliyetindeki değişmelere bağlı olarak para ikamesini gerçekleştirirler. Modelde satın alma gücü paritesinin sürekli olarak işlediğinin varsayılması modelin en zayıf noktasını oluşturmaktadır. Çünkü, uzun dönemde geçerli olsa bile satın alma gücü paritesinden kısa dönemde sapmalar olabilmektedir. Ayrıca, bir malın aynı para cinsinden farklı ülkelerde aynı fiyata satılması para ikamesini gereksiz kılmaktadır. Bu yönlerden model eleştiriye uğramıştır.

Sınırlandırılmış portföy dengesi modelini Miles (1978)'tan sonra Joines (1985) ile Bergstrand ve Bundt (1990) geliştirmiştir. Bu iktisatçılar yurtiçi yerleşiklerin ulusal ve yabancı paralara talepleri yanında yabancı yerleşiklerin ulusal ve yabancı paralara taleplerini de dikkate almış ve bunları eşanlı olarak incelemiştir. Bunların çalışmasında Miles'in modelinde olduğu gibi paralar parasal hizmet üretim fonksiyonunun birer girdisidir ve karar birimleri bu fonksiyonun çıktısını (getirisini) ulusal ve yabancı nominal faiz oranlarındaki değişmelere bağlı olarak maksimize edeceklerini varsaymışlardır. Ancak, bunlar da çok sayıda değişkenin davranışının tahmin güçlüğüne göz önüne alarak yurtiçi yerleşiklerin yabancı para tutmadıklarını buna karşın yabancı yerleşiklerin ulusal ekonominin parasını tuttuklarını varsaymıştır. Bu asimetrik durum altında para ikamesi ve bu olgunun parasal

bağımsızlığa etkisi analiz edilmiştir. Yurtiçi yerleşikler yabancı para tutmadıkları için yurtiçinde ulusal ve yabancı paralar arasında ikame yoktur. Ulusal ve yabancı para arzları veri iken, sadece yabancı yerleşikler hem ulusal hem de yabancı paraları bulundurup bunlar arasında ikame yapabilmektedir. Dolayısıyla, para ikamesi sadece yabancı yerleşiklerin ulusal ve yabancı paralar arasındaki tercihlerine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Modelde yabancı yerleşiklerin ulusal para talebi ile yabancı faiz oranı arasında çok güçlü ve pozitif yönde bir ilişki vardır. Yabancı faiz oranı (ya da yabancı para tutmanın fırsat maliyeti) artarken, yabancı yerleşiklerin nispi olarak getirisi artan ulusal paraya talepleri artmaktadır. Modele göre yurtiçi yerleşiklerin ulusal para balansı talepleri sabit iken yabancıların ulusal para balanslarına talepleri artarak ulusal paranın bir kısmı yabancı yerleşiklere kaymaktadır. Dolayısıyla, yabancı faiz oranının artması ülkeler arasında parasal akım yaratmaktadır. Bu durum ise para ikamesini göstermektedir. Ancak, yabancı yerleşiklerin ulusal para taleplerini arttırmaları ulusal ekonomide para talebinin istikrarını yitirmesine ve para arzı üzerindeki kontrolün büyük ölçüde zayıflamasına neden olmaktadır. Para ikamesi, ulusal paranın dolaşım hızını istikrarsız kılarak bu ekonomide parasal bağımsızlık kaybına yol açmaktadır. Paranın dolaşım hızının ulusal merkez bankasınca tahmininin güçleşmesi ise para politikalarının etkinliğini zayıflamaktadır. Model, para ikamesi altında parasal bağımsızlık kaybını açıklayabilmesine karşın, satın alma gücü paritesinin işlediğini varsayması modelin para ikamesi olgusunu açıklama gücünü azaltmaktadır.

Sınırlandırılmış portföy dengesi modellerinin belirtilen zayıflıklarını dikkate alan Ratti ve Jeong (1994) para ikamesinin dinamik optimizasyon içeren bir makroekonomik modelini geliştirmiştir. Bu dinamik optimizasyon modeline, temsili bir karar biriminin zamanlararası toplam faydasını maksimum kılacak şekilde ulusal ve yabancı paralar ile ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlıklar arasında tercih yaptığı varsayılmaktadır. Modelde, sınırlandırılmış portföy dengesi modellerinden farklı olarak ulusal ve yabancı paralar yanında ulusal ve yabancı tahvillere de yer verilmektedir. Modelde karar biriminin ulusal ve yabancı para talepleri bu paraların sundukları likidite hizmetlerine ya da değişim aracı işlevlerine bağlıdır. Modelde karar birimi mal tüketiminden fayda sağlamak ve bu mallara sahip olmak için ulusal ve yabancı paraları tutmaktadır. Başka bir deyişle, karar biriminin ulusal ve yabancı para talebi mal satın alımıyla bağlantılıdır. Sınırlandırılmış portföy dengesi modellerinde olduğu gibi bu modelde de temsili karar birimi parasal hizmet üretim fonksiyonu kısıtı altında faydasını maksimize etmekte ve para ile tahvil arasında ikame yapabilmektedir. Parasal hizmet seviyesi ulusal ve yabancı para miktarlarıyla pozitif yönde ilişkili olmakla birlikte modelde ulusal ve yabancı tahviller de bulunmaktadır. Ancak, enflasyon oranının

değişmesinin bu varlıkları aynı biçimde etkilemediği varsayılmaktadır. Enflasyon oranının artması paraların getirilerini azaltırken, tahvillerin getirilerini fazla etkilememektedir. Dolayısıyla, modelde enflasyonist ortamda tahvillerin getirileri paraların getirilerine göre daha fazladır. Karar birimi portföyün getirisini maksimum kılacak biçimde bu farklı varlıklar arasında seçim yapmaktadır. Portföy dengesi modelinin bu dinamik versiyonunda para ikamesinin kanıtı olarak reel döviz kurunun katsayısı kullanılmaktadır. Sonuç olarak, ulusal para balanslarının yabancı para balanslarına oranı, reel döviz kurunun değişmesinden etkilenmektedir. Ancak bu modelde de satın alma gücü paritesinin varsayılması hemen hemen sınırlandırılmış portföy dengesi modelleriyle aynı sonuçlara götürmekte ve aynı şekilde eleştirilmesine neden olmaktadır. Satın alma gücü paritesi gerçekte uzun dönemde geçerli olabilmektedir. Satın alma gücü paritesinin uzun dönemde varlığı ise para ikamesini gereksiz kılmaktadır. Çünkü, uzun dönemde ulusal ve yabancı paralar birbirleriyle tam olarak ikame edilmektedir.

Bahsedilen global modellerin hiçbiri ulusal ve yabancı paraların değişim aracı olarak ikamesi (para ikamesi) ile ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlıkların ikamesi (sermaye hareketi) arasında ayırım yapamamaktadır. Cuddington (1983) gerek teorik gerekse ampirik olarak bu güçlüğün üstesinden gelen ve bu iki farklı olguyu birbirinden tam olarak ayıran bir model geliştirmiştir. Cuddington'un geliştirdiği sınırlandırılmamış portföy dengesi modelinde karar birimleri portföylerinin riskini minimize eden ve getirisini maksimum kılan bir varlık bileşimini tüm varlıklar arasında tek aşamalı ve eşanlı olarak belirledikleri bir portföy dengesi yaklaşımı izlemiştir.

Cuddington'un modelinde varlık olarak ulusal ve yabancı paralar ile ulusal ve yabancı tahviller bulunmaktadır. Karar birimleri bu varlıkların risk ve beklenen getirilerini dikkate alarak seçim yapmakla birlikte genellikle paraları değişim aracı olarak tahvilleri ise değer saklama aracı olarak talep etmektedirler. Cuddington (1983) yurtiçi yerleşiklerin ulusal ve yabancı faiz taşıyan varlık (tahvil) taleplerinin para ikamesi olgusundan bağımsız olup olmadığını tartışmıştır. Modelde, karar birimlerinin bu dört farklı türden varlık talepleri, bu varlıkların beklenen getirilerine, risklerine, gelire ve servete bağlıdır. Daha açık olarak, diğer modellerden farklı olarak ulusal para talep fonksiyonu ulusal faiz oranı ile gelir değişkenleri yanında yabancı faiz oranı ve yurtiçi yerleşiklerin nezdinde yabancı varlıkların getirisini içermektedir. Modelde, ulusal para talebi ile yabancı faiz oranı ve ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı arasında negatif yönlü ilişki mevcuttur. Çünkü, yabancı faiz oranı ile ulusal paranın beklenen değer kayıp oranı artarken, yurtiçi yerleşikler değeri düşük ulusal paralarını

değeri yükselen yabancı parayla ikame edebilmekle birlikte getirisi artan yabancı tahvillere de kayabilmektedir. Bu modelde, özellikle ulusal paranın beklenen değer kaybı oranının ulusal para talebine etkisi dikkate alınmış ve para ikamesinin varlığı bu şekilde açığa çıkarılmıştır. Ancak, modelde yabancı tahvillerin getirisindeki değişimler de göz önünde bulundurularak farklı faiz taşıyan varlıklar arasındaki ikamelere ya da sermaye hareketine dikkat çekilmiştir. Daha açık olarak, sermaye hareketi yaratan yabancı tahvillerin getirisindeki değişimler (dolaylı etki) ile para ikamesi yaratan yabancı paranın getirisindeki veya ulusal paranın beklenen değer kaybı oranındaki değişimlerin (doğrudan etki) ulusal para talep denklemlerine etkisine işaret edilerek bu iki farklı olgu birbirinden ayrıştırılmaya çalışılmıştır.

BÖLÜM 3: PARA İKAMESİ ALTINDA PARA VE MALİYE POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ

Buraya kadar para ikamesinin kavramsal düzeyde tanımlamaları ile kuramsal modelleri üzerinde duruldu. Çalışmanın önceki bölümlerinde esas olarak para ve maliye politikalarının değişiminden para ikamesine doğru giden nedensellik ilişkileri tartışıldı. Bu bölümde ise bu çift yönlü nedensellik ilişkisinden daha çok para ikamesinden para ve maliye politikalarına doğru olanı üzerinde durularak para ikamesinin makroekonomik etkileri belirlenmeye çalışılacaktır.

Para ikamesi altında yabancı ekonomik değişkenlerin değişmesi para politikasını etkileyerek ulusal para talep fonksiyonlarının istikrarsızlığı ile parasal bağımsızlık kaybını beraberinde getirmektedir. Karar birimleri ulusal ve yabancı paralar arasında kaydıkaç ülkeler bağımsız para ve maliye politikaları izleme güçlerini kaybetmektedir.

Para politikalarındaki değişmelerin ülkeler arasında parasal akımlar yarattığı ve bu parasal akımların ise para politikalarının bağımsızlığını zayıflattığı bilinmektedir. Para ikamesi, daha önce de belirtildiği gibi temelde yüksek enflasyondan kaynaklanmakta ve bu olgunun tersine dönmesi ise enflasyon oranının düşmesine bağlıdır. Para ikamesi, dezenflasyon programlarında döviz kuru ile para arzından hangisinin nominal çıpa olarak seçilmesi gerektiğini belirlemektedir. Bu anlamda para ikamesi para politikalarının yürütülmesinde etkilidir. Para ikamesinin varlığında merkez bankasının son ödünç verme işlevi zayıflamakta ve bu ise merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünü güçleştirmektedir. Dolayısıyla, bu bölümde ilk olarak para ikamesi altında para politikasının bağımsızlığı tartışılarak bu olgunun merkez bankasının para yaratarak finansal sisteme likidite sağlama gücünü nasıl etkilediği üzerinde durulacaktır.

Para ikamesinin para politikası yönünden sonuçları olduğu kadar maliye politikası yönünden de önemli sonuçları vardır. Para ikamesi hükümetlerin enflasyon yaratarak sağladıkları gelirleri azaltarak enflasyon oranının değişkenliğini arttırmakta ve diğer vergi gelirleri ile hatcamaları etkilemektedir. Bu bölümde para ikamesinin maliye politikalarını ya da hükümetlerin enflasyonist finansman yöntemlerini nasıl etkilediği incelenecektir. Bu bağlamda esas olarak para ikamesinin varlığında enflasyon vergisinin optimalitesi tartışılacaktır. Son olarak, tam dolarizasyonun ekonomide yarattığı fırsat ve tehditlere yer verilerek bölümün değerlendirmesi yapılacaktır.

3.1. Para Politikasının Etkinliği

Burada para politikasının etkinliği ile merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünün güçlü olması kastedilmektedir. Para ikamesi altında merkez bankasının parasal kontrol gücü zayıflayarak para politikasının etkinliği bozulmaktadır.

Para ikamesi altında para politikalarının bağımsızlığı konusunu ilk olarak Miles (1978) analiz etmiştir⁵⁵. Burada Miles'in sınırlandırılmış portföy dengesi modeli çerçevesinde para politikası değişmelerinin para tutmanın nisbi fırsat maliyetini değiştirip değiştirmeyeceği ve paraların ülkeler arasında yeniden dağılımına neden olup olmayacağı analiz edilerek para politikasından para ikamesine doğru etkileşim üzerinde durulacaktır.

Miles'in modelinde, karar birimlerinin ulusal ve yabancı para tutarak portföylerini çeşitlendirdikleri varsayılmaktadır. Modelde para-portföyünün toplam büyüklüğü, karar birimlerinin reel gelirlerinin seviyesi ile parasal olmayan varlıkların getirilerine bağlı iken, reel para balansları portföyünün bileşimi ise reel para balanslarının fırsat maliyetlerine bağlıdır. Ulusal reel para balansları tutmanın fırsat maliyeti yabancı reel para balansları tutmaya göre arttığında karar birimlerinin ulusal reel para balanslarını azaltıp yabancı reel para balanslarını arttırdıkları varsayılmaktadır.

Modelde, ulusal ve yabancı olmak üzere iki ülke mevcuttur ve bu ülkeler kendi paralarını arz etmekte, yurtiçi ve yabancı yerleşikler para-portföylerinde her iki parayı da tutmaktadır. Reel para balansları portföyünün ulusal ve yabancı para cinsinden bileşimi ise ulusal ve yabancı para balansları tutmanın fırsat maliyetlerinin bir fonksiyonudur. Para-portföy bileşimi ulusal reel para balanslarının yabancı reel para balanslarına oranı⁵⁶ olarak ifade edilir ise yabancı para tutmanın nispi fırsat maliyeti⁵⁷ arttığında ulusal reel para balansları talebi ve dolayısıyla para-portföy bileşimi artmaktadır. Yabancı nominal faiz oranı arttığında yabancı para tutmanın fırsat maliyeti arttığından karar birimleri para-portföy bileşimini ulusal para lehine değiştirirler.

⁵⁵ Miles (1978)'in bu analizini dayandırdığı sınırlandırılmış portföy dengesi modeli çalışmanın ikinci bölümünde sunulmuştur.

⁵⁶ Portföy bileşimi $\left(\frac{m_a}{m_b}\right)$ şeklinde ifade edilebilir. Burada, m_a ulusal reel para balansları iken m_b ise yabancı reel para balanslarıdır.

⁵⁷ Nispi fırsat maliyeti $\left(\frac{i_b}{i_a}\right)$ şeklinde gösterilebilir. Burada, i_b yabancı nominal faiz oranı iken i_a ise yurtiçi nominal faiz oranıdır.

Şimdi, karar birimlerinin toplam reel para balansları taleplerinin tuttukları miktarlara eşit olduğu denge noktasından başlansın. Dengede, ulusal ve yabancı reel para balansları tutmanın fırsat maliyetleri veri iken karar birimleri ulusal ya da yabancı reel para balansı tutma arasında kayıtsızdır. Bireylerin para-portföy dağılımını değiştirecekleri dengesizlik yaratan bir para politikası değişikliği düşünölsün (Miles, 1978, s.429). Ulusal ekonominin merkez bankası para arzını arttırsın. Yabancı para arzı sabit kalmayı sürdürmektedir. Bu politika değişikliğinin etkisi para arzındaki değişimin kalıcı ve geçici olup olmadığına bağlı olarak incelenebilir. Para politikası değişmesi karşısında fiyatların davranışı iki alternatif biçimde modellenmektedir. İlkinde ulusal para arzı artarken ulusal fiyatlar genel seviyesinin para arzına intibakının tam olduğu varsayılmaktadır. İkincisinde ise fiyatlar genel seviyesinin para arzına tam intibak etmediği varsayılmaktadır. Bir anlamda kısa dönemde fiyat intibakı olmamasına karşın uzun dönemde fiyat intibakı sağlanmaktadır.

Fiyatların tam esnek olduğu varsayımı altında ilk olarak ulusal para arzında bir kerelik bir artışın para ikamesine etkisi ve takiben ulusal para arzındaki sürekli bir artışın para ikamesine etkisi Miles'in belirtilen modeli üzerinde analiz edilecektir.

3.1.1. Para Arzında Bir Kerelik Artışın Etkileri

Ulusal merkez bankası para arzını beklenmedik bir şekilde bir kereye mahsus arttırmaktadır. Bu para arzı artışının ulusal paranın karar birimleri arasındaki nisbi dağılımını değiştirmedeği varsayılmaktadır. Nihai olarak karar birimleri başlangıçta sahip olduklarına kıyasla daha fazla ulusal para balansları tutacaklardır. Ekonomi başlangıçta dengede iken bu para arz şoku karşısında geçici bir dengesizlik olmakta ve çeşitli intibaklar gerçekleşerek denge tekrar sağlanmaktadır. Modelde dört değişkenin nasıl intibak edeceği yeni denge ve modelin sonuçları yönünden önemlidir. Para arz şoku ilk etapta ulusal nominal faiz oranını etkiler. Ulusal nominal faiz oranının değişmesini takiben karar birimlerinin portföylerinin ulusal ve yabancı para balansları bileşimi değişmektedir. Para arz ve talep dengesini yeniden sağlamak için ulusal fiyatlar genel seviyesi değişir. Ulusal fiyatlar genel seviyesinin, ulusal nominal faiz oranının ve portföy bileşiminin değişmesi, ulusal paranın yurtiçi ve yurtdışı arasında yeniden dağılımına neden olur. Belirtilen değişkenlerin intibak düzeylerine göre para politikası değişmesinin para ikamesine etkisi belirlenmektedir.

Ulusal para arzının bir kereye mahsus artması, diğer şeyler sabit iken, ulusal reel para balanslarının ulusal para cinsinden diğer varlıklara göre reel miktarını artırır. Ulusal reel para balansları artışının para talep artışıyla karşılanması (para piyasası dengesi) için ulusal para cinsinden ödünç alma maliyetinin (ulusal nominal faiz oranının) düşmesi gerekir. Dolayısıyla, ulusal para arzının artması ulusal nominal faiz oranını düşürür. Buna karşın, yabancı para arzı ve yabancı para cinsinden diğer varlıkların sabit kaldığı varsayıldığından, yabancı para cinsinden ödünç alma maliyeti değişmez ve yabancı nominal faiz oranının ulusal nominal faiz oranına olan oranı (nisbi fırsat maliyeti) artar. Ulusal nominal faiz oranı, yabancı nominal faiz oranına göre düştüğünden, yabancı para tutmanın nisbi fırsat maliyeti (yabancı reel para balanslarını tutmanın fırsat maliyeti) artar ve ulusal para balansları tutmanın cazibesi artarak para-portföylerdeki bileşim ulusal para lehine değişir. Dolayısıyla, ulusal reel para balanslarının yabancı reel para balanslarına oranı şeklinde tanımlanan para-portföy bileşimi artar. Ancak, para-portföy bileşimi sadece ulusal ekonomide artmakla kalmamaktadır. Modelde, yurtiçi ve yabancı yerleşiklerin her iki reel para balansı tutmalarının fırsat maliyetinin aynı olduğu varsayıldığından, yabancı nominal faiz oranının ulusal nominal faiz oranına olan oranı olarak nispi fırsat maliyeti her iki ülkede artmaktadır. Başlangıçtaki dengeyle karşılaştırıldığında, yeni denge her iki ülkede de portföy bileşiminin (ulusal reel para balanslarının yabancı reel para balanslarına oranı) daha yüksek bir değer almasını gerektirmektedir. Buraya kadar belirtilen intibaklar akım dengesini gerçekleştirmektedir. Ancak, bunlar yeni stok dengesi için yeterli olmayıp iki koşulun sağlanması gerekir. İlk olarak her ülkede ulusal para arzı ulusal para talebine eşit olmalıdır. Bu koşul, her ülkede ulusal reel para balansları arzı talebine eşit iken sağlanmaktadır. İkincisi, her ülkede para arzı para talebine eşit iken her paranın toplam dünya talebi toplam dünya arzına eşit olmalıdır. Bu iki denge koşulu ise ulusal para miktarının ülkeler arasında yeniden dağılımı ve ulusal fiyatlar genel seviyesinin artışı şeklindeki intibak süreçleriyle sağlanmaktadır.

Ulusal para için toplam dünya talebinin, toplam dünya arzına eşitliği için ulusal parada dünya arz fazlası olmamalıdır. Ulusal para arz fazlası ise ulusal fiyatlar genel seviyesinin artmasıyla giderilmektedir. Ancak, ulusal para arz fazlasının tamamı yurtiçinde iken bu dengeleme biçimi geçerlidir. Oysa, ulusal para arz artışının tümü bu ülkede olsa bile ulusal para talebi sadece yurtiçinde artmamıştır. Hem yurtiçinde hem de yurtdışında ulusal reel para balansları talebi ve dolayısıyla portföy bileşimi de artmıştır. Ulusal fiyatlar genel seviyesi sabit kalsa bile yabancıların ulusal reel para balansı talebi artmaktadır. Ulusal fiyatlar genel seviyesinin artması, yurtiçinde ulusal para arz fazlasını yok ederken, yabancı ülkenin ulusal reel para balansı talebini artırmaktadır. Dolayısıyla, ulusal fiyat artışı, ulusal reel para

balansları için dünya talep fazlasını elimine edememektedir. Ulusal fiyatlar genel seviyesinin artması ulusal para için toplam dünya dengesini sağlayamamaktadır. Ulusal para için dünya arz ve talep dengesi, ulusal fiyatlar genel seviyesinin biraz önce belirtilenden daha az miktarda artmasını gerektirmektedir. Ulusal fiyatlar genel seviyesinin daha az artması halinde ise yurtiçinde ulusal para arz fazlası devam eder. Dolayısıyla, nihai denge için ulusal fiyatlar genel seviyesi artışının yurtiçindeki ulusal para arz fazlasını, yabancı ülkedeki ulusal para talep fazlasına eşitleyecek bir düzeyde olması gerekir.

Ulusal fiyatlar genel seviyesinin belirtilen düzeyde artması ulusal para için dünya dengesini sağlamaya yeterli iken, her iki ülkenin para piyasalarında dengeyi sağlayamamaktadır (Miles, 1978, s.430). Ulusal fiyat seviyesi değişmelerinin hem dünya piyasasında hem de ulusal piyasalarda dengeyi birlikte sağlayamaması, sadece ulusal ülkede para arzını arttırırken her iki ülkede ulusal reel para balansları talebinin artmasına neden olarak artan ulusal paranın ülkeler arasında dağılımını beraberinde getirmektedir. Ulusal fiyat seviyesindeki belirtilen artış veri iken, alt piyasalarda (ulusal ve yabancı para piyasaları) denge, yurtiçindeki ulusal para arz fazlasının yabancı ülkeye kaymasıyla sağlanmaktadır. Başka bir deyişle, fiyat hareketiyle sağlanamayan denge miktar hareketiyle sağlanmaktadır. Belirtilen yeni fiyat altında ulusal ekonomide para arz fazlası oluşurken, yabancı ülkede ise para talep fazlası ortaya çıkmakta ve bu dengesizliği giderecek şekilde ulusal para yurtdışına çıkmaktadır. Nihai olarak ulusal para arzının geçici olarak artması bu paranın ülkeler arasında dağılımına neden olmaktadır.

3.1.2. Para Arzında Kalıcı Bir Artışın Etkileri

Bu alt bölümde Miles (1978)'in belirtilen modeline devam edilmektedir. Şimdi de ulusal merkez bankasının para arzını beklenmedik bir şekilde sabit bir pozitif miktarda kalıcı olarak arttırmaya karar verdiği düşünölsün. Para arzında bir kerelik artışta olduğu gibi bu değişmenin de paraların nisbi fırsat maliyetine, portföy bileşimine, ulusal fiyatlar genel seviyesindeki değişmelere ve ulusal paranın ülkeler arasındaki dağılımına etkisi ayrıntılarıyla incelenecektir.

Para arzının sabit bir miktarda arttırılması ulusal nominal faiz oranını arttırarak beraberinde enflasyon beklentisi getirmektedir. Para arzının bir kerelik arttırılması nominal faiz oranını düşürmesine karşın, sabit oranda arttırılması ise nominal faiz oranının artmasına neden olmaktadır. Ulusal faiz oranı arttığında yabancı nominal faiz oranının ulusal nominal faiz oranına oranı (nisbi fırsat maliyeti) düşer. Nisbi fırsat maliyeti düşerken, ulusal para balansları tutmanın nispi fırsat maliyeti artmakta ve karar birimleri ulusal para balanslarını

azaltmaktadır. Bu durumda her iki ülkede ulusal reel para balanslarının yabancı reel para balanslarına oranı olarak portföy bileşimi ulusal para aleyhine değişerek düşmektedir.

Her dönemde gerçekleşen ulusal fiyat seviyesi artışı iki kısımda incelenebilir. İlk kısım, her iki ülkede portföy bileşimini başlangıç seviyesinde tutacak olan ulusal fiyat seviyesi artışıdır. İkinci kısım ise portföy bileşimini başlangıç seviyesinin altına düşürecek olan ulusal fiyat seviyesi artışıdır. Ulusal fiyat seviyesindeki artışın bu ikinci kısmı ilk dönemde pozitif iken sonraki dönemde sıfırdır. Dolayısıyla, birinci dönem sonunda portföy bileşimi düşmekte ve sonraki dönemlerde bu düşük seviyesinde devam etmektedir.

İlk olarak, ulusal para miktarının sıfır değerinden pozitif bir sabit değere çıkarıldığı birinci dönem analiz edilsin. Bu artış karşısında beklenen enflasyon artışıyla birlikte ulusal nominal faiz oranı artışına (Fisher etkisi) bağlı portföy bileşimindeki değişmeler ihmal edilir ise para arzında bir kerelik artışa benzer bir etki oluşacaktır. Bu koşullarda ulusal paranın dünya arz ve talebini eşitleyecek düzeyde ulusal fiyatlar genel seviyesi artacak ve ulusal para için her iki ülkede arz ve talep eşitliğini sağlayacak biçimde ulusal paranın yabancı ülkeye transferi gerçekleşecektir. Dolayısıyla, ulusal para arzının artması ülkeler arasında parasal bir akıma neden olmaktadır. Ancak, ulusal ekonomide para miktarının pozitif bir seviyeye çıkarılmasıyla oluşan enflasyon beklentileri (para arzı artışının beklenen enflasyon etkisi) ulusal nominal faiz oranının artmasına yol açmakta (Fisher etkisi) ve bu nedenle portföy bileşimi değişmektedir. Ulusal nominal faiz oranının artması ulusal para tutmanın fırsat maliyetini arttırarak karar birimlerini ulusal paradan yabancı paraya kaydırmaktadır. Dolayısıyla, ulusal reel para balanslarının yabancı reel para balanslarına oranı (portföy bileşimi) her iki ülkede de düşer. Ulusal ve yabancı ekonomilerde tepkilerin aynı (simetrik) olduğu varsayılır ise portföy bileşiminin seviyesi her iki ekonomide aynı oranda düşecektir. Bu intibak ise ulusal fiyat seviyesinin portföy bileşimindeki yüzdeler eşit miktarda bir kereye mahsus yükselmesiyle gerçekleşir. Ulusal fiyat seviyesi artışı, her iki ülkede ulusal reel para balansları miktarını azaltır ve ülkeler arasında büyük çapta bir ulusal para akımını engeller. Dolayısıyla, ulusal fiyat seviyesindeki belirtilen iki artıştan sadece birincisi ilk dönemde ulusal paranın net akımına neden olmakta ve ulusal ülkeden yabancı ülkeye parasal akım gerçekleşmektedir. Ayrıca, ikinci dönemde portföy bileşiminin başlangıç seviyesi beklenen enflasyona intibak ederek yeni bir değer aldığından ulusal fiyat seviyesi artışı parasal bir akım yaratmamaktadır. İkinci dönemde, ulusal fiyat seviyesi sadece portföy bileşimini ilk dönem sonunda oluşan yeni seviyesinde tutacak şekilde reel balanslarını korumak için intibak eder ve bu intibakla birlikte ulusal para yabancı ülkeye yeniden dağılır

(Miles, 1978, s.431). Ulusal para miktarının sürekli arttığı takip eden dönemlerde bu artışlara ulusal paranın dışarıya çıkışları karşılık gelmekle birlikte bu çıkışlar portföy bileşimini değiştirmeyen düzeydedir⁵⁸.

Sonuç olarak, Miles'in modelinde para arzının değiştirilmesi ilk başta ülkenin nominal faiz oranını etkilemekte ve bu ise para tutmanın fırsat maliyetini değiştirmektedir. Bu durum, karar birimlerinin hem portföylerindeki para balanslarının dağılımı değiştirerek para ikamesi yaratmakta hem de ulusal paranın ülkeler arasında dağılımına neden olmaktadır. Ulusal ekonomide para arzının artırılması beraberinde ulusal fiyatlar genel seviyesinde artış getirmekte ve bu ise karar birimlerinin portföylerinde değeri düşük ulusal paranın payını azaltmalarına ve değeri nisbeten yükselen yabancı paranın payını arttırmalarına neden olmaktadır. Ancak, para arzının artmasıyla birlikte miktar olarak artan ulusal para ülkeler arasında dağılmakta ve yabancıların parasal portföylerinin bileşimi de değişmektedir. Ulusal ekonomide başlayan para arzının değişmesine yönelik para politikası, yabancı ekonomiye de aktarılmakta ve her iki ülkede de para talebi istikrarsız hale gelmektedir. Dolayısıyla, para politikası değişikliği para ikamesi yaratmakla birlikte para ikamesi de para talep fonksiyonlarını istikrarsız kılmaktadır. Bu ise merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünü güçleştirmekte ve para politikalarının etkinliğini zayıflatmaktadır.

3.1.3. Para İkamesi Altında Nominal Çıpların Etkinlikleri

Para ikamesi, genel olarak yüksek enflasyondan kaynaklanan bir olgudur. Ters para ikamesinin gerçekleşebilmesi için enflasyonun düşürülerek ulusal paraya güvenin tekrar sağlanması gerekir. Bu nedenle bir çok ülke enflasyonu düşürmeyi hedefleyen dezenflasyon programları uygulamaktadır. Dışa açık ekonomilerde, dezenflasyon programları genellikle ya döviz kurunun ya da para arzının kontrolüne dayanmaktadır. Dezenflasyon programının sonuçları nominal çıpa olarak döviz kuru ile para arzından hangisinin seçildiğine bağlı olarak farklılık göstermektedir. Bu alt bölümde para ikamesinin varlığının dezenflasyon programının nominal çıpa seçimini nasıl etkilediği ve para arzı ile döviz kuru çıplarının nispi etkinlikleri

⁵⁸ Bu analizde, ulusal para arzı artarken, reel para balansları itibakının zımnen sadece ulusal fiyat seviyesi artışıyla gerçekleştiği varsayıldı. Oysa, talep yönlü ikamenin varlığında, ulusal ekonomideki para arzı artışıyla birlikte yabancı fiyat seviyesinin de artması da mümkündür. Ulusal para otoritesi ulusal para arzını arttırdığında, dünya ulusal reel balanslar toplamı, dünya ulusal reel balanslar talebinin toplamını aşar. Yukarıda bu noktada, ulusal fiyat seviyesinin artıp ulusal reel para balanslarının düşmesiyle dengenin sağlandığı varsayıldı. Ancak, yurtdışı fiyat seviyesi artarak yabancı reel para balanslarının düşmesiyle de belirtilen dünya para arz ve talep dengesi sağlanabilir. Yabancı reel para balanslarının düşmesi de portföy bileşimini etkileyecektir. Örneğin ulusal para arzının bir kerelik artması halinde yurtdışı fiyat seviyesinin artması portföy bileşimini arzulanan seviyeye yükselterek ulusal fiyat seviyesinin eskisi kadar yükselmesine gerek bırakmayabilir (Miles, 1978, s.432)

tartışılacaktır. İlk olarak para ikamesinin yokluğunda döviz kuru ve para arzı çıpalı dezenflasyon programlarının yapısı sunulacak ve takiben para ikamesinin varlığında belirtilen çıpalanın etkinlikleri değerlendirilecektir.

Döviz kurunu çıpa olarak alan dezenflasyon programı düşünülün. Bu dezenflasyon programı nominal döviz kuru için bir parite saptanmasını ve mevcut döviz kurunun bu saptanan pariteye giderek azalan devalüasyonlarla yaklaşmasını içermektedir. Bu tür bir dezenflasyon programında nominal döviz kuru belirlenen pariteye yaklaşırken enflasyon oranının da hedeflenen değerine yaklaşması beklenmektedir. Politika yapıcı, dezenflasyon programının başlangıcında bu saptanan pariteyi ve dolayısıyla giderek azalan devalüasyon oranlarını önceden ilan etmektedir. Bu dezenflasyon politikasına güven tam ise (karar birimleri ilan edilenin dışında devalüasyon olmayacağına inanıyorlar ise) enflasyon oranı hızla düşürülerek yeni denge değerine gelir. Ancak, kronik enflasyonlu ülkelerde bu politikaya güven gerçekçi bir varsayım değildir. Bu ülkelerde karar birimleri ilan edilenin aksine devalüasyonun süreceği beklentisi içindedir. Karar birimleri bu beklenti içinde ilan edilen devalüasyonlarla değeri nispi olarak yükselen yabancı paralar ile bu paralar cinsinden varlıklara yönelirler. Ayrıca, bu dezenflasyon çerçevesinde devalüasyon oranının düşmesiyle birlikte tam sermaye mobilitesi nedeniyle nominal faiz oranı düşerek cari tüketimin gelecekteki tüketime göre nispi maliyetini azaltır (Calvo ve Vegh, 1994, s.40). Dolayısıyla, toplam talep artar ve bu talep artışı çıktıyı da (geliri) arttırarak dış ticaret açığı yaratır. Ancak, programa güven tam değil iken, enflasyon oranı devalüasyon oranının üzerinde kalır ve ulusal para reel olarak değerlendirilir. Bu reel değer kazancı zamanla ulusal mallara olan toplam talep fazlasını düşürerek çıktıyı (ulusal geliri) düşürür. Dolayısıyla, döviz kuruna dayalı dezenflasyon programının sonlarına doğru resesyon (ekonomik daralma) gerçekleşir.

Şimdi ise para arzını nominal çıpa olarak alan dezenflasyon programı düşünülün. Bu tür dezenflasyon programı hedeflenen düşük enflasyon oranıyla uyumlu bir para arzı büyüme hızı belirlemekte ve para arzı büyüme hızı sabit oranlarda veya aniden düşürülerek hedeflenen enflasyon oranına ulaşılmaktadır. Bu eylem esnasında enflasyon oranının da para arzı büyüme hızıyla birlikte düşeceğine inanılmaktadır. Politika yapıcının para arzı büyüme hızını kalıcı olarak düşüreceği önceden ilan edilmektedir. Bu politikaya güven tam ise (karar birimleri para arzı büyüme hızındaki düşmenin kalıcı olacağını bekliyorlar ise) uzun dönemde reel para balansları talebi artar. Reel para balansları talebinin artması için enflasyon oranının para arzı büyüme hızından daha fazla düşmesi gerekir. Bu ise programa güven tam iken gerçekleşir. Çünkü, enflasyonda yüksek oranlı bir düşüş olur. Başlangıçta, enflasyonda gözlenen düşme,

nominal faiz oranını düşürerek reel para talebini artırır. Bu noktadan sonra fiyat seviyesi yapışkan ve reel para arzı veri iken reel para balansları için talep fazlası olduğu varsayılın. Bu koşullarda para piyasasında denge sadece resesyona (toplam çıktının düşmesiyle) sağlanabilir. Başka bir deyişle, para arzı çıpası altında bu dengesizlik reel para balansları talebinin düşmesiyle sağlanır. Bu resesyon, ulusal mallar için yurtiçi cari talebi gelecekteki talebe göre azaltan reel faiz artışını; ve ticarete konu olan mal talebini arttırmasına karşın, ulusal mal talebini net olarak düşüren reel döviz kuru düşüşünü getirmektedir.

Para arzı çıpalı dezenflasyon programına güven duyulmaması halinde ise başlangıçta enflasyon oranının düşüşü sınırlıdır. Bununla birlikte, bu güven eksikliği altında dezenflasyon programı daha hafif resesyona sonuçlanmaktadır. Başlangıçta enflasyon oranındaki düşme az olduğundan nominal faiz oranı da çok fazla düşmez ve bu ise reel para talebinin giderek artmasını sınırlandırır (Calvo ve Végh, 1994, s.42). Para arzı çıpalı dezenflasyon programları uygulamaları, bu programın başlarındaki enflasyon oranı düşüşünü, resesyonun, ulusal paranın değerlendirilmesinin ve reel faiz oranı artışının izlediğini göstermiştir. Dolayısıyla, resesyon, döviz kuruna dayalı dezenflasyon programlarının sonlarına doğru görülürken, para arzına dayalı dezenflasyon programlarının ise başlarında ortaya çıkmaktadır.

Buraya kadar para ikamesi dikkate alınmadan döviz kuru ve para arzı çıpalı dezenflasyon programları mekanizmaları ve sonuçlarıyla incelendi. Şimdi ise para ikamesi altında dezenflasyon programları benzer şekilde incelenecek ve bu olgu altında nominal çıpalanın etkinlikleri ile kur sistemlerine göre hangi çıpanın daha etkin olduğu tartışılacaktır.

Para ikamesi altında dezenflasyon programlarında nominal çıpa olarak para arzı mı yoksa döviz kuru mu daha etkin tartışmaları sürmekle birlikte dolaşımda önemli ölçüde yabancı para mevcut iken döviz kurunun daha etkin bir nominal çıpa olduğu konusunda fikir birliği oluşmuştur. Burada "etkinlik" ile politika yapıcının çıpayı kontrol edebilmesi kastedilmektedir. Çünkü, esnek kur sisteminde para otoritesi para arzı çıpasının gerektirdiği biçimde yabancı paraları da içeren geniş para arzı büyüklüğünü kontrol edememektedir. Daha önce de belirtildiği gibi esnek kur sistemi kura ilişkin belirsizlik yaratarak karar birimlerinin paralar arasındaki tercihlerini etkilemektedir.

Ulusal ve yabancı para arasında belirli bir paritenin saptandığı sabit kur sisteminde paralar tam olarak ikame edilebilmektedir. Dolayısıyla, karar birimleri döviz kurunun sabit kalacağı beklentisinde iken ulusal ve yabancı paralar arasında tam ikame oluşur. Başka bir deyişle,

paraların serbest değişimine (free exchange) ve kullanımına ilişkin yasal engeller yoksa bu beklenti altında karar birimleri her iki parayı ödeme aracı olarak kullanabilmektedir (Calvo ve Végh, 1992, s.16). Ulusal ve yabancı paralar arasındaki döviz kuru sabit (sabit kur sistemi) ve paralar değer kaybı riski yönünden aynı iken ulusal ve yabancı paralar birbirleriyle tam olarak ikame edilebilmektedir. Bu ekstrem durumda (sabit kur sisteminde) nominal çıpa seçimine gerek yoktur.

Tabii ki gerçekte, ulusal ve yabancı paralar birbirini tam olarak ikame edemez. Tam ikame mümkün iken ulusal enflasyon oranının yabancı enflasyon oranına göre artmasıyla birlikte yurtiçi yerleşikler ulusal paradan yabancı paraya kayarlar. Bununla birlikte, tam para ikamesi durumunda nominal çıpa olarak para arzı kırılğan olduğundan tam para ikamesi durumu önemlidir. Ancak, tam ikame ise finansal sistemin yabancı paraya uyumu için yeterli bir süre geçtikten sonra gerçekleşmekte ve dolayısıyla bunun gerçekleşmesi zaman almaktadır. Esnek kur sisteminde tam para ikamesinin gelişimi yavaş olduğundan, bu süreçte nominal çıpa yok ise istikrarsızlık yaşanmaktadır (Calvo ve Végh, 1993, s.36). Dolayısıyla, esnek kur sistemi nominal çıpa gerektirmektedir.

Esnek kur sisteminde paralar birbirini tam olarak ikame edememesine (aksak para ikamesi) karşın, para ikamesi bu sistemde de oldukça önemlidir. Para ikamesi para arzı çıpasına dayalı bir istikrar programından kaynaklanan resesyonun büyüklüğünü belirlemektedir. Para arzı büyüme hızının düşürülmesi beklenen enflasyonu düşürerek nominal faiz oranını ve dolayısıyla ulusal para tutmanın fırsat maliyetini düşürdüğünden, yurtiçi yerleşikler yabancı paradan ulusal paraya kaymaktadır. Bu ters para ikamesi altında bireylerin ulusal para balanslarını arttırarak yabancı parayı satmak istemeleri ise ulusal paranın değerini arttırmaktadır. Ulusal paranın değer artışı beraberinde resesyona getirebilmektedir. Çünkü, belli bir aşamadan sonra fiyatlar ve ücretler sabit iken fiyat hareketleri yoluyla ulusal reel para arzı artmadığından para piyasasında denge çıktının düşmesiyle sağlanır. Ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikame esnekliği yükseldikçe ulusal paranın değerlenme düzeyi artmakta ve resesyon güçlenmektedir. Döviz kuru çıpalı dezenflasyon programında ise bu resesyon önlenmektedir. Çünkü, sermaye hareketinin yüksek olduğu varsayımı altında ulusal para arzı ulusal para talebindeki değişmeye anlık bir şekilde ayarlanmaktadır. Güvenilir bir dezenflasyon programında bireylerde gelecekteki belirsizliklere karşı koruma gerektiren daha düşük oranlı bir devalüasyon beklentisi oluşur. Ayrıca, bu döviz kuru çıpalı programın resesyona neden olma anlamında reel bir maliyeti bulunmamakta ve enflasyonda anlık olarak düşmektedir.

Para ikamesi altında para arzı çıpalı dezenflasyon programının resesyon şeklinde reel bir maliyeti mevcut iken döviz kuru çıpalı dezenflasyon programının ise böyle bir maliyeti yoktur. Dolayısıyla, para ikamesinin varlığında döviz kuru çıpası para arzı çıpasına göre daha etkindir.

Kısaca, para ikamesinin varlığı dezenflasyon programlarında hangi nominal çıpanın daha etkin olduğunu belirlemektedir. Esnek kur sisteminde döviz kuru çıpalı bir dezenflasyon programına güven tam iken para ikamesinin kalıcı bir tüketim artışı yaratan servet etkisi bulunmaktadır. Bu ise karar birimlerini yabancı para tutmaktan vazgeçirerek yabancı parayı basan hükümetlere transfer edilen senyoraj gelirlerini azaltır. Ancak, dezenflasyon programına güven tam değil ise (halk programın geçici olduğunu düşünüyor ise) programla birlikte nominal faiz oranlarının düşmesi para ikamesi altında başlangıçta geçici bir tüketim artışı yaratır.

Para ikamesinin varlığı para arzı çıpalı dezenflasyon programında beklentilerin rolünü arttırmaktadır. Ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikame esnekliği yüksek iken beklenen enflasyonun düşmesi nominal faiz oranını düşürerek karar birimlerinin yabancı paradan ulusal paraya kaymalarını hızlandırabilir (Calvo ve Végh, 1997, s.165). Para ikamesinin esnekliği yüksek iken döviz kuru oynaklığının artması ise bir taraftan güven problemi oluştururken diğer taraftan enflasyon oranının düşmesiyle birlikte dezenflasyon programına güven artmaktadır.

Para ikamesinin varlığında döviz kuru oynaklığı para arzı ile döviz kuru arasındaki karşılıklı etkileşimden kaynaklanmaktadır. Hem ulusal hem de yabancı paranın birlikte dolaştığı bir ekonomide döviz kurunun değişmesi para arzını etkilemektedir. Çünkü, devalüasyon halinde yabancı paralar ile bu paralar cinsinden varlıkların ulusal para cinsinden değerleri artmakta ve dolayısıyla ulusal ve yabancı paraları içeren toplam para miktarı da artmaktadır. Ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikame esnekliği yüksek iken döviz kurunun ulusal para arzındaki veya parasal dengeyi etkileyen diğer faktörlerdeki değişmelere karşı duyarlılığı yüksektir. Bu nedenle, para ikamesi durumunda döviz kuru oynaklıklarına karşı döviz kurunun sabitlenmesi önerilmektedir (Berg ve Borensztein, 2000(c), s.5).

Para ikamesinin varlığında döviz kurunun daha etkin bir çıpa olduğu ampirik olarak kanıtlanmıştır. Hoffmaister ve Végh (1994), Uruguay için döviz kuruna ve para arzına dayalı (hem dar hem de geniş parasal büyüklükler) dezenflasyon programlarından hangisinin daha

etkin olduğunu bir VAR modeli kullanarak tahmin etmişlerdir. Yabancı para mevduatlarını içeren geniş anlamda para miktarının (M2Y) büyüme hızını azaltmaya dayanan para arzı çıpalı dezenflasyon programını, döviz kuru çıpalı dezenflasyon programıyla karşılaştırmışlar ve enflasyonun para arzı büyüme hızındaki düşmeye çok yavaş tepki verdiği (uyum sağladığı) sonucuna ulaşmışlardır (Calvo ve Végh, 1997, s 166). Çünkü, para otoritesi, para ikamesinin varlığında yabancı paralar ile bu paralar cinsinden mevduatları içeren geniş parasal büyüklüğü kontrol edememektedir. Bu nedenle, döviz kuru çıpası para arzı çıpasına göre enflasyon oranını düşürmede daha etkindir.

Sonuç olarak, para ikamesi merkez bankasının parasal hedefleme yapma imkanını sınırlamaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi parasal büyüklüklerin büyük ölçüde yabancı para cinsinden varlıklardan oluşması hem para ikamesinin ölçümünü güçleştirmekte hem de para politikası uygulamasını kırılgan yapmaktadır. Merkez bankası, para arzını kontrol edemediğinden para arzı endojen olmaya başlamaktadır. Para arzı endojen iken merkez bankası para arzını nominal çıpa olarak kullanamamaktadır. Dolayısıyla, para arzı endojen iken merkez bankası para arzı büyüme hızını düşürerek enflasyonu azaltamamaktadır. Kısaca, para ikamesi merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünün azalmasına neden olarak nominal çıpa olarak *döviz kuru* nun etkinliğini arttırmaktadır.

3.1.4. Para İkamesinin Para Politikasının Bağımsızlığına Etkisi

Para ikamesi, para arzı kontrol kaybı yaratarak para politikalarının bağımsızlığını zayıflatmaktadır. Merkez bankası, para miktarını kontrol ederek para piyasasını ve reel değişkenler ile enflasyonu etkilemektedir. Ulusal para, hükümetin olağandışı bir gelir kaynağı olarak ülkenin dış dünyadan bağımsız para politikası uygulama aracıdır. Ancak, para ikamesi bu parasal bağımsızlığı bozmaktadır (Cohen, 2000, s.4). Dolayısıyla, bu olgu hükümet adına hareket eden merkez bankasının para politikasını kullanarak ülkenin makroekonomik problemleri çözüm gücünü zayıflatmaktadır. Çünkü, daha önce de değinildiği gibi, para ikamesi ülkeler arasında parasal bağımlılık yaratarak para politikasını kırılganlaştırmaktadır.

Merkez bankaları, para politikaları aracılığıyla ülkenin para ve kredi koşullarını belirleyen, bankacılık ve finansal sisteme güveni ve tüketicilerin kredi haklarını korumaya yönelik regülasyonlar yapan kurumlardır. Özellikle, merkez bankaları, finansal piyasalarda kriz oluşumuna karşı finansal sistemin istikrarını korumakla da yükümlüdür (Davidson, 2002, s.2).

Ancak, para ikamesi, merkez bankalarının bu klasik işlevlerini gerçekleştirmelerini engellemektedir.

Yirminci yüzyılın başlarında finansal olarak gelişmiş ülkelerde banka krizleri görülmeye başlanmıştır. Banka krizleri dikkatleri merkez bankasının son ödünç verici işlevine çekmiş ve bu krizlerden çıkışta merkez bankasının rolünün ne olması gerektiği tartışılmaya başlanmıştır. Özellikle, bu krizleri hafifletmede merkez bankasının "son ödünç veren merci işlevinin" önemi vurgulanmıştır. Çünkü, bireysel bir bankada başlayan kriz önlenemediğinde tüm bankacılık kesimine yayılarak finansal sistemde panik yaratmaktadır (Broda ve Yeyati, 2003, s.101). Bankacılık sistemi borçlarını ödeyebilecek durumda olsa bile merkez bankasının banka krizlerinde bankalara kaynak aktarması ve dolayısıyla bu imkanın açık olması krizleri hafifletebilmektedir.

Bankalar mevduat sahiplerine ödeme yapamama riski ile karşılaştıklarında, merkez bankaları bankalara kaynak aktararak bu sorunun giderilmesinde aktif bir rol oynamaktadır. Bankalar, karar birimlerine gelirleri ile harcamaları arasındaki dengesizlikleri gidermeleri için kaynak aktaran (kredi veren) ve mevduat sahiplerinden mevduat kabul eden kar amaçlı kuruluşlardır. Beklenmedik bir banka krizi ya da hükümetin bankaların mevduat kabul etmesini durdurması ise mevduat sahiplerinin bankalardan paralarını geri çekmelerine yol açabilir. Ancak, rezerv arzı esnek bir son ödünç veren merci ise bu tür likidite krizlerini önleyebilmektedir. Çünkü, son ödünç veren bir merciden kısa vadeli likidite sağlanabilmekte ise mevduat krizleri önemini kaybetmekte ve bankaların iflası önlenebilmektedir (Broda ve Yeyati, 2003, s.104). Ayrıca, ekonomilerde devalüasyon korkusu bankacılık kesiminin yabancı para cinsinden yükümlülüklerini önemli ölçüde arttırarak bu sektörün borçlarını ödeyebilme gücünü etkilemektedir. Bu ise oldukça dolarize olan ekonomileri banka ve para krizlerine karşı kırılgan yapmaktadır. Çünkü, beklenmedik bir devalüasyon bankalar için ciddi bir maliyet olabilmektedir. Özellikle, bankaların yabancı para cinsinden açık pozisyonları (varlıkları ve yükümlülükleri arasında para birimi uyumsuzluğu) mevcut iken devalüasyon bankalar için önemli bir risk unsurudur. Dolayısıyla, bankaların bu tür krizlerde yükümlülüklerini karşılayabilmeleri için likidite gereksinimleri olur.

Devalüasyon, bankaların yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin ulusal para cinsinden değerini arttırır. Bununla birlikte, bankaların açık pozisyonlarına kısıtlama getirilse bile bankalar yabancı para cinsinden kredi miktarını hızla arttırabilmektedir. Bankalardan yabancı para cinsinden borçlanan firmaların gelirlerinin ulusal para cinsinden olması halinde

devalüasyon bankaları iflasa götürebilmektedir. Mevduat sahipleri bu tür gelişmelere duyarlı iken devalüasyon beklentileri arttığında bankalardaki yabancı para mevduatlarını geri çekmek isteyebilirler. Bununda ötesinde mevduat sahiplerinin bu beklentileri beraberinde yabancı para taleplerinde artışı da getirebilmektedir (Broda ve Yeyati, 2003, s.111). Mevduat bankalarının finansal sisteme likidite sağlama güçleri ister bireysel bankaların aldıkları borçları ödeyip ödemeyeceklerine ilişkin eksik bilgidan kaynaklanan ahlaki riziko (moral hazard) nedeniyle olsun ister bir likidite sıkışıklığından kaynaklınsın kısıtlı iken son ödünç verici olarak merkez bankaları banka krizlerinde bu kuruluşlara likidite sağlayarak krizleri durdurup ekonomik refahı arttırabilmektedir. Merkez bankalarının banka krizlerinde kolaylıkla likidite sağlama imkanları düşük maliyetle para basma güçlerinden kaynaklanmaktadır ki bu merkez bankalarını diğer finansal kurumlardan ayıran temel özelliktir. Ancak, oldukça dolarize olan ülkelerde merkez bankalarının ulusal bankacılık sistemine son ödünç veren merci işlevi zayıflamaktadır. Özellikle, resmi (yasal) dolarizasyonda merkez bankalarının bu güçleri tamamen ortadan kalkmakta ve finansal sisteme kaynak aktaramamaktadır. Ayrıca, merkez bankasının son ödünç veren merci işlevi gayri resmi (fili) dolarizasyondaki ülkelerde de yaygın olarak sınırlanmaktadır (Broda ve Yeyati, 2003, s 102). Ani likidite sıkışıklığı yaşayan ulusal bankacılık kesimine kredi sağlamaya hazır bir merkez bankası özellikle zorunlu rezerv uygulamalı bankacılık sisteminde mevduat sahipleri ile kısa vadeli kredi talep edenlerin bankalara güven duymaları yönünden önemlidir.

Ülkelerde son ödünç veren merci işlevini genellikle merkez bankaları gerçekleştirmektedir. Ulusal parayı önemsiz sayılabilecek bir maliyetle basarak gelir elde edebildikleri ve hızlı bir şekilde kredi yaratabildikleri için bu fonksiyonu merkez bankalarının yerine getirmesi doğaldır. Yukarıda belirtilen dolarizasyon türlerinde merkez bankalarının para basma güçleri zayıfladığı için finansal sisteme kaynak aktarma güçleri bozulmaktadır (Chang, 2000, s 5). Ayrıca, yabancı para cinsinden mevduatların toplam mevduatlardaki payı anlamında dolarizasyon oranı yüksek iken merkez bankasının yeterli uluslararası rezervi yok ise son ödünç veren merci işlevini yerine getirememektedir. Dolayısıyla, merkez bankasındaki bu likidite krizi, üretimi ve istihdamı olumsuz yönde etkileyerek beraberinde bankacılık krizlerini getirebilmektedir (Calvo ve Végh, 1997, s 166) Dolarizasyonun aleyhinde öne sürülen temel argümanlardan birisi budur. Bankaların temel işlevi, vade transformasyonudur. Bankalar kısa vadeli mevduat toplarlar ve bu mevduatları uzun vadeli olarak ödünç verirler. Ancak, mevduat sahiplerinin likidite taleplerinin aniden artması (paralarını geri çekmek istemeleri) halinde bankalar likidite sıkışıklığı yaşarlar. Merkez bankası, genellikle para basarak bankacılık kesimine ödünç vermekte ve bankaların fazla likidite taleplerini karşılamalarına

yardımlıdır. Bankalar ise likidite sıkışıklıklarını (para krizlerini) bu şekilde giderdikten sonra merkez bankasından aldıkları ödünçleri geri ödemektedir. Ancak, dolarizasyonun hakim olduğu bir ekonomide merkez bankasının likidite kaynakları sınırsız değildir (Antinolfi ve Keister, 2001, s.34) Dolarizasyonda merkez bankasının gerek senyoraj gelirleri gerekse uluslararası rezervleri azaldığından bankacılık krizleri daha sıklıkla görülmekte ya da bu krizler daha şiddetle yaşanmaktadır.

Dolarizasyonun merkez bankasının son ödünç verme işlevini zayıflatmasının maliyeti dolarizasyon öncesi hangi sistemin bulunduğuna da bağlıdır (Chang, 2000, s.6). Merkez bankasının son ödünç verici işlevi tam dolarizasyon ve para kurulu⁵⁹ altında benzer biçimde sınırlanmaktadır. Çünkü, tam dolarizasyonu benimseyen bir ekonomide merkez bankasının mevcut uluslararası rezerv stoku dışında yabancı varlıkları bulunmaz iken para kurulunun da para basarak sağlayabileceği gelir uluslararası rezerv stokları miktarına bağlıdır. Para kurulu ülkenin uluslararası rezerv stoklarına oransal olarak para basmaktadır. Ancak, bazı para kurulu türlerinde merkez bankasının bu konuda belli esneklikleri bulunmaktadır. Örneğin, merkez bankası kanuni karşılık oranlarını (reserve requirements) değiştirerek veya ulusal paranın yabancı paraya oranını değiştirerek likidite yaratabilmektedir (Broda ve Yeyati, 2003, s.112). Dolayısıyla, bu tür para kurulu düzenlemelerinde merkez bankası banka krizlerini belli ölçüde önleyebilmektedir.

Chang'a (2000) göre merkez bankası, para kurulu sisteminde olduğu gibi, döviz kurunu sabitler ise son ödünç verme işlevini etkin bir şekilde yerine getirememektedir. Daha önce de belirtildiği gibi tam dolarizasyon da bir anlamda sabit kur sistemine eşdeğerdir. Dolayısıyla merkez bankası esnek kur sistemi altında son ödünç verme işlevini yerine getirirken dolarizasyonla birlikte bu işlevi zayıflamaktadır. Merkez bankasının bu fonksiyonunu yerine getiremediği dolarizasyon durumunda alternatif bir düzenleme yapmak gerektiğinden dolarizasyon maliyetli olabilir. Ancak, belirtmeli ki dolarizasyon (para kurulu veya sabit kur

⁵⁹ Merkez bankasına alternatif bir kurum olarak para kurulu, sabit bir döviz kurunda yabancı parayla ulusal parayı ikame ederek para arzının kontrolüne yardımcı olmaktadır. Daha açık olarak, para kurulu esas olarak belirlenen sabit kurdan ülkeye giren döviz varlıkları karşılığında para yaratan ve kamu kesimi ile bankacılık kesimine kredi verme fonksiyonu olmayan bir kurumdur (McKinnon, 1996, s.50). Para kurulu sisteminin değişik tanımları yapılmıştır ve bunlar arasında önemli ölçüde benzerlikler görülmektedir. Para kurulu en basit haliyle parasal taban yaratmada uygulanan bir politika kuralıdır ya da bir ülkenin para arzını belirlenen sabit kur üzerinden ülkenin döviz varlıklarına bağlayan bir sistemdir. Dolayısıyla, para kurulu, rezerv para olarak da adlandırılan yabancı paraya karşılık sabit kurdan piyasaya ulusal para arzeden bir kurumdur. Para kurulunun, ülkenin ulusal para stokunu rezerv para stokunun sabit kur oranıyla çarpımı kadar bir düzeyde tutma yetkisi ile istendiğinde sabit kur üzerinden ulusal parayı rezerv paraya ve rezerv parayı ulusal paraya çevirme yükümlülüğü bulunmaktadır (Akyazı, 1999, s.54).

sistemi) merkez bankasının nihai ödünç verme işlevini tamamen kaybetmesine neden olmayıp sadece bu işlevini zayıflatmaktadır (Chang, 2000, s.6).

Tam dolarizasyon altında merkez bankasının son ödünç verme işlevi tartışılırken merkez bankasının likidite sıkışıklığındaki bir bankaya bireysel olarak kısa vadeli likidite sunma işlevini genel bir bankacılık krizinde finansal ve ödemeler sisteminin istikrarını sağlama işlevinden ayrı tutmak gerekir. Tam dolarizasyon, para otoritesinin likidite sıkışıklığı ile karşı karşıya olan bireysel (küçük) bankalara kısa vadeli likidite sağlama gücünü çok fazla engellemez. Çünkü, merkez bankası bu tür krizlerle başa çıkabilmek için uluslararası bankalardan kredi alabilmekte veya önceden fonlar oluşturabilmektedir. Söz konusu dolarizasyonun varlığında bankacılık kesimindeki ani patlak veren para krizleri karşısında merkez bankasının tüm bankacılık sistemini finanse etme gücü önemli ölçüde kaybolmaktadır. Merkez bankasının, banka mevduatlarının tamamen geri ödenmesini sağlayamaması ise mevduat sahiplerinin bankalara olan güvenini zedelemektedir. Ancak, tam dolarizasyondaki bir ekonomide merkez bankasının bankacılık krizinde likidite sağlama kapasitesi bu krizlerin yapısına da bağlıdır. Ulusal bankacılık sisteminden kaynaklanan krizlerde para otoritesi güçlü bankalardan likidite çekerek daha zayıf finansal kurumlara likidite aktarabilmektedir. Bunun yanı sıra, merkez bankası toplam bankacılık sisteminin yükümlülüklerine kıyasla yüksek miktarda likit yabancı varlık bulundurarak krizlere müdahale edebilmektedir. Ancak, tam dolarizasyondaki ekonomide uluslararası rezerv miktarı yetersiz ise merkez bankasının belirtilen son alternatifi uygulama şansı düşüktür⁶⁰.

Para kurulu düzenlemesinde, merkez bankasının sadece para basarak finansal krizlerle başa çıkma imkanı sınırlı olduğundan finansal krizleri önlemek oldukça güçtür. Aslında, bankacılık sisteminin mevduat sahiplerine ödeme yapamaması yabancı rezervlere ya da döviz kuruna baskı oluşturduğundan merkez bankası da bankacılık sistemine likidite enjekte ederek bankaların mevduatlarını geri ödeme güçlüğüne gidermekte ve bu baskıları ortadan kaldırmaktadır. Tam dolarizasyonda tüm parasal varlıklar zaten yabancı paraya çevrilmiş olduğu için bankacılık krizlerinin oluşma ihtimali para kuruluna göre düşüktür. Dolayısıyla, tam dolarizasyonda ulusal paranın devalüe olmasından kaynaklanan sıkıntılar (yabancı para cinsinden yükümlülüklerin artması gibi) ortadan kalkacağından bankaların pozisyonlarında önemli parasal dengesizlikler olmaz ve mevduat sahipleri ulusal bankacılık sistemine daha fazla güven duyabilirler (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.22). Ayrıca, para kurulunun

⁶⁰ Uluslararası rezervlerin azlığı, diğer şeyler sabit iken, döviz rezervlerinin ulusal para stokunu arttırmak için kullanılmasından kaynaklanır (Berg ve Borensztein, 2000(b), s 21).

uygulandığı bir ekonomide olduğu gibi, dolarizasyonu benimseyen bir ekonomide otoritelerin krizlerde kullanılmak üzere dış kaynaklardan kredi sağlama imkanı vardır. Ancak, çeşitli ülke deneyimleri, yabancı bankaların ciddi kriz deneyimi yaşamış bir ülkeye kredi arzlarını çeşitli yöntemler izleyerek azalttıklarını ve dolayısıyla bu ülkelerin kredilerden tam olarak yararlanamadıklarını göstermiştir. Alternatif olarak, hükümet finansal sektörde aniden oluşabilecek likidite sıkışıklığına karşı vergi gelirlerinden bir rezerv oluşturabilmektedir⁶¹ (Berg ve Borensztein, 2000(a), s.41).

Merkez bankalarının finansal sisteme para basarak likidite sağlama imkanları dışında başka alternatif likidite sağlama kaynakları da bulunmaktadır. Bu konuyla ilgili tartışmalarda merkez bankalarının son ödünç verme işlevlerinin para basma güçleriyle doğrudan bağlantılı olmadığı savunulmaktadır. Bankalar merkez bankasından kredi almak dışında başka enstrümanlarla da likidite elde edebilmektedir. Birinci alternatif, hükümet, bir banka kriziyle karşılaşma ihtimaline karşılık likit fon ayırarak bankalara ödünç verebilmekte ya da bir diğer ifadeyle merkez bankası rezervlerini biriktirerek mevduat sigorta fonu oluşturabilmektedir. Dolayısıyla, mevduat sigortası (deposit insurance) gibi düzenlemeler de benzer işlevi yerine getirmektedir (Broda ve Yeyati, 2003, s.104). Örneğin, Türkiye’de Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) mevduat sahiplerinin TL ve döviz cinsi mevduatlarını güvence altına almaktadır. Buna göre herhangi bir banka tasfiye edilirse TMSF bu bankadaki tasarruf mevduatı sahiplerine ödeme yapmayı garantilemektedir (Milliyet, 28 Haziran 2004, s.7). Ancak, bu seçenek bütçeye önemli maliyetler yükleyebilmektedir. Ayrıca, merkez bankası uluslararası kredi veren kuruluşlardan ödünç alma yoluna gidebilmektedir (Broda ve Yeyati, 2003, s.103). Ancak, her iki alternatif de merkez bankasının nihai ödünç verme işlevini yerine getirmesine göre daha maliyetlidir⁶².

⁶¹ Örneğin, Arjantin hükümeti likidite kriziyle başa çıkabilmek için bu tür bir mekanizma geliştirmiştir. Yabancı rezerv fazlasıyla (rezervlerin dolaşımdaki ulusal parayı geri satın alabilmek için gerekli rezervleri aşan kısmı) bankalar için bir mevduat sigorta fonu oluşturulmuş ve yabancı bankalarla kredi anlaşmaları yapılmıştır (Antinolfi ve Keister, 2001, s.35)

⁶² 1994 Meksika krizini takiben 1995’de Arjantin’de bankacılık kesimi büyük çaplı bir krizle karşılaşmış ve yurtiçi mevduat sahiplerinin hesaplarının tasfiye edilmesiyle banka iflaslarının artacağı beklentisi doğmuştur. Arjantin o dönemde para kurulu sistemi uyguladığından merkez bankasının bankacılık sistemindeki likidite sıkışıklığı karşısında kredi sağlayamayacağı düşüncesi böyle bir beklenti yaratmıştır. Para kurulu prensiplerine göre merkez bankası ödünç verme işlevini görmemektedir. Arjantin 1995 bankacılık krizinden IMF ile Dünya Bankasından aldığı kredilerle çıkmayı başarmıştır. Ayrıca, Arjantin hükümeti, bu tür likidite krizlerinde yabancı özel bankalardan da kredi almıştır. Dolayısıyla, dolarizasyonu benimseyen bu ülke için merkez bankasının ödünç verme işlevini bir anlamda uluslararası kredi kuruluşları belli ölçüde yerine getirmiştir. Arjantin, uluslararası kredi kuruluşlarından ödünç alırken belli oranda prim ödediğinden, bu kuruluşların merkez bankalarının nihai ödünç verme işlevlerini belli ölçüde yerine getirdiği söylenebilir (Chang, 2000, s.6).

Dolarizasyon nedeniyle merkez bankasının son ödünç veren işlevini yerine getirememesinin büyütülmemesi gerekir. Çünkü, zaten merkez bankası sadece para basarak finansal bir krize sınırlı bir şekilde müdahale edebilmekte ve enflasyonu gittikçe arttırarak problemi çözülmez hale getirmektedir.

Tam dolarizasyon altında bankaların yabancı para cinsinden yükümlülüklerinde ulusal paranın devalüe olmasından kaynaklanan bir artış yaşanmadığından banka krizleri daha nadir görülmektedir. Özellikle bankaların varlıkları ile yükümlülükleri arasında dengesizlik mevcut değil ise mevduat sahipleri ulusal bankalara daha fazla güven duyabilirler. Diğer yandan, yurtiçi bankacılık sisteminde büyük yabancı bankaların payı fazla iken banka krizleri azalabilmektedir (Berg ve Borensztein, 2000(a), s.41). Çünkü, yabancı bankalar uluslararası kredi veren kurumlar ile gelişmiş ülkelerin merkez bankalarıyla ilişki içindedirler ve banka krizlerinde kolaylıkla likidite sağlama imkanları vardır. Bu koşullarda merkez bankasının son ödünç verme işlevinin zayıflığı da bir tehlike arz etmez. Ayrıca, bu bankalar kendi ülkelerindeki yabancı merkez bankalarından dolayı olarak parasal yardım alabilmektedir ve mevduat sahipleri bu kurumların finansal olarak daha güçlü olduklarını düşünmektedir. Dolayısıyla, karar birimleri bu yabancı bankalara güven duyarlar. Ayrıca, merkez bankalarının ulusal bankalara likidite sağlama güçleri sınırlı iken bu ulusal bankalar yabancı para mevduatlarını arttırarak kur riski maliyetlerini azaltabilmektedir. Dolarizasyon seviyeleri arttırılarak kur riskinin bir kısmı mevduat sahiplerine transfer edilmekte ve aynı zamanda yabancı para cinsinden mevduat sahipleri döviz kuru dalgalanmalarından korunmaktadır. Merkez bankası, bir anlamda bankaların dolarizasyon seviyelerini arttırmalarını teşvik ederek yabancı para cinsinden mevduat miktarının artırılması yoluyla borçların geri ödenmeme ihtimalini azaltmaktadır. Alternatif olarak, tam dolarizasyon benimsenebilir ve bu şekilde bankaların varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki dengesizlikler giderilebilir (Broda ve Yeyati, 2003, s.111). Tüm bu faktörler, oldukça dolarize olan ekonomilerde merkez bankasının son ödünç verme işlevinin zayıflamasını engellemektedir.

Özetle, para ikamesi merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünü zayıflatmaktadır. Çünkü, ulusal paranın değerini istikrarsız kılan politik değişimlerle birlikte karar birimlerinin ulusal ve yabancı paralar arasındaki tercihleri değişmekte ve bu değişimler para arzını etkilemektedir. Merkez bankasının özellikle dolaşımdaki yabancı paralar üzerindeki kontrolü yok denecek kadar azdır. Dolayısıyla, para ikamesinin varlığında merkez bankasının likidite üzerindeki kontrolü zayıflamakta ve bu ise para otoritesinin para miktarını ayarlamaya yönelik müdahalelerini etkisiz hale getirmektedir. Para ikamesi altında para arzı tam olarak

kontrol edilebilir bir değişken olmadığından enflasyon oranını düşürmek için çıpa olarak da para arzını kullanmak etkin değildir.

3.2. Maliye Politikasının Etkinliği

Burada maliye politikası olarak sadece enflasyonist finansman düşünölmektedir. Dolayısıyla, maliye politikasının etkinliği ile de hükümetin para basma gücünü kullanarak gelir sağlayabilme imkanı kastedilmektedir. Hükümet para basarak gelir sağlayabildiği ölçüde bu politika etkin kabul edilmektedir. Ancak, para ikamesinin varlığı hükümetin enflasyonist finansman gücünü zayıflatarak hükümeti alternatif finansman kaynakları bulmaya zorlamaktadır. Bu alt bölümde para ikamesinin enflasyonist finansman imkanını ne yönde etkilediği incelenerek iktisadi sonuçları tartışılmaktadır.

Hükümetler, olağan finansman kaynaklarının (normal vergi gelirleri) yanında para basma güçlerini kullanarak bütçe açıklarını finanse edebilmektedir. Bu finansman biçimi geleneksel vergi tabanının küçük olduğu, vergi sistemi etkin olmadığı ve yurtiçi finansal piyasaları kamu açıklarını finanse etmenin gerektirdiği ölçüde gelişmemiş olduğu ölkelerde oldukça cazip bir yöntemdir. Para basarak gelir sağlama (senyoraj) yöntemi belirtilen yapıdaki ekonomilerde hükümetlerin potansiyel bir gelir kaynağıdır.

Senyoraj geliri, para otoritelerinin yasal ödeme aracı olan ulusal parayı basarak elde ettikleri bir gelirdir. Basılan paralar faiz taşımayan borçlanma niteliğindedir ve para otoritesi için bu faiz taşımayan borçlanmalar önemli bir gelir kaynağıdır. Ayrıca, bankaların merkez bankasında bulundurdukları zorunlu rezervlere⁶³ (legal reserve requirements) genellikle faiz uygulanmadığından ya da piyasa faiz oranının altında bir faiz uygulandığından bu rezervler ayrı bir senyoraj geliri kaynağıdır. Ancak, faiz taşıyan banka mevduatları geniş tanımlı parasal büyüklüklerde bulunmasına rağmen, bunlar zorunlu rezervlere tabi değil ise hükümetler bu mevduatlardan faiz tasarrufu anlamında bir senyoraj geliri sağlayamazlar. Kanuni karşılık oranı piyasa faiz oranının altında iken hükümetler banka mevduatlarından ilave senyoraj geliri sağlarlar (Willett ve Banaian, 1996, s.80). Senyoraj geliri genellikle

⁶³ Türkiye'de merkez bankası 1985 yılının sonunda yabancı para cinsinden mevduatlara kanuni karşılık oranları yüklemeye başlamış ve bu oran 1985-1990 yılları arasında %15 ile %25 arasında değişirken 1996 yılından sonra %11'e düşmüştür. Yabancı para cinsinden mevduatlara yüksek kanuni karşılık oranları yüklemenin yabancı paraların kullanımını caydıran iyi bir politika enstrümanı olduğu savunulmaktadır (Oskooee ve Domaç, 2002, s 11)

parasal tabandaki⁶⁴ ya da yüksek-güçlü paradaki reel artışla ölçülmektedir. Para otoritesi, senyoraj gelirlerini ya döviz rezervleri ve devlet tahvili satın alımında ve bankacılık kesimine ödünç vermede kullanmakta ya da bütçe açıklarını (harcamalarını) finanse etmektedir (Berg ve Borensztein, 2000(b), s. 15).

Para ikamesi, senyoraj gelirleri yönünden oldukça önemlidir. Hükümetler karar birimlerinin tuttıkları faiz taşımayan ulusal paradan maksimum senyoraj geliri elde etmeye çalışırlar (Willett ve Banaian, 1996, s. 80). Çünkü, para basarak gelir sağlama, kamu gelirlerini arttırmanın nisbeten ucuz bir yöntemidir. Ancak, para üretmenin maliyeti düşük olmasına karşın, para basmanın neden olduğu sosyal maliyetler, merkez bankasının para yaratmak için katlandığı maliyetlerden genellikle büyüktür. Ampirik çalışmaların büyük bir kısmı, senyoraj gelirleri ile enflasyon oranı arasında tam bir pozitif korelasyonun olduğunu göstermiştir. Senyoraj gelirleri arttıkça dolaşımdaki paranın satın alma gücü düşerek para yaratmanın sosyal maliyeti artmaktadır (Haslag, 1998, s. 10).

Reel para balansları talebi arttıkça hükümete ilave gelir kaynağı doğmaktadır. Ancak, para arzının aşırı büyümesi enflasyon yaratarak reel para balansları stokunun satın alma gücünü azaltmaktadır. Reel para balansları stokundaki bu azalma ise bir vergi olarak düşünülmekte ve "enflasyon vergisi" olarak adlandırılmaktadır. Para basılması bir sosyal maliyet olarak enflasyon yaratarak bireylerin ulusal reel para balansları talebini düşürürken, finansal serbestleşme de beraberinde ulusal paraya alternatif finansal varlıklar getirerek ulusal para talebini düşürmekte ve hükümetin senyoraj geliri sağlama imkanını daraltmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesi olgusu enflasyonist finansmanı büyük ölçüde cazip bir seçenek olmaktan çıkarmaktadır. Önceki bölümlerde sıklıkla değinildiği gibi, karar birimleri genellikle yabancı para tutmayı enflasyon vergisinden kaçınmanın bir yolu olarak görmektedirler. Bu nedenle para ikamesi, büyük ölçüde ulusal para tutarak yüksek seviyede enflasyon vergisine maruz kalanların tepkisini yansıtmaktadır. Karar birimlerinin ulusal paradan kaçarak yabancı para taleplerinin artması ise enflasyon vergisinin cazibesini düşürmektedir.

Enflasyon vergisi ile geleneksel vergiler arasında önemli farklılıklar mevcuttur. Bu farklar gelişmekte olan ülkelerde enflasyon vergisinin popülaritesini oldukça iyi açıklamaktadır. Enflasyon vergisi toplaması maliyetsiz ve uygulaması kolay bir vergidir. Ancak, bu vergi düşük gelir gruplarını daha fazla etkilemektedir. Yapılan araştırmalar yüksek gelirliilerin düşük gelirliilere göre kendilerini enflasyon vergisinden daha iyi koruyabildiklerini

⁶⁴ Dolaşımdaki para ile banka rezervlerinin toplamından oluşmaktadır

göstermiştir. Gelir düzeyi yüksek olanlar enflasyon nedeniyle değeri düşen ulusal paradan değeri nispeten yükselen yabancı paralara kolaylıkla kayabilmektedir.

Enflasyon vergisi sosyal olarak maliyetli olmasına ve etkinsizliklerine rağmen, kamu harcamalarının finansmanında yaygın olarak kullanılmaktadır. Ekonomide dolaşan yabancı bir paranın varlığı ulusal para balanslarını konu alan enflasyon vergisinden kaçınmanın kolay ve ucuz bir yolu olmakla birlikte bu olgu gelirlerini arttırmayı amaç edinen hükümetin aleyhine bir durum yaratmaktadır. Bu nedenle, hükümetin temel gelir kaynağı enflasyon vergisi iken bu gelir kaynağını koruma düşüncesiyle yabancı para(ların) kullanımını yasaklayabilmektedir. Aksi takdirde, karar birimlerinin ulusal paradan yabancı paraya kaymaları, veri bütçe açığının giderek artan enflasyon oranlarında finansmanını gerektirmektedir. Enflasyon vergisinde vergi tabanı reel ulusal para stokundan oluştuğundan ve bu taban enflasyon oranı artarken giderek azaldığından aynı miktardaki gelir düzeyine sadece enflasyon oranı artırılarak ulaşılabilmektedir. Enflasyon oranı yüksek iken, ulusal paranın nisbi getirisi düşük olduğundan karar birimleri değeri nispeten yüksek yabancı para(lar)dan ulusal paraya dönüş yapmazlar ve dolayısıyla ters para ikamesi gerçekleşmez. Aynı zamanda, enflasyon oranı artarken hem bireylerin parasal portföylerini ayarlama hızları hem de paraların ikame derecesi artabilmekte ve bu ise enflasyonun daha oynak olmasına da yol açabilmektedir (Calvo ve Végh, 1993, s.37).

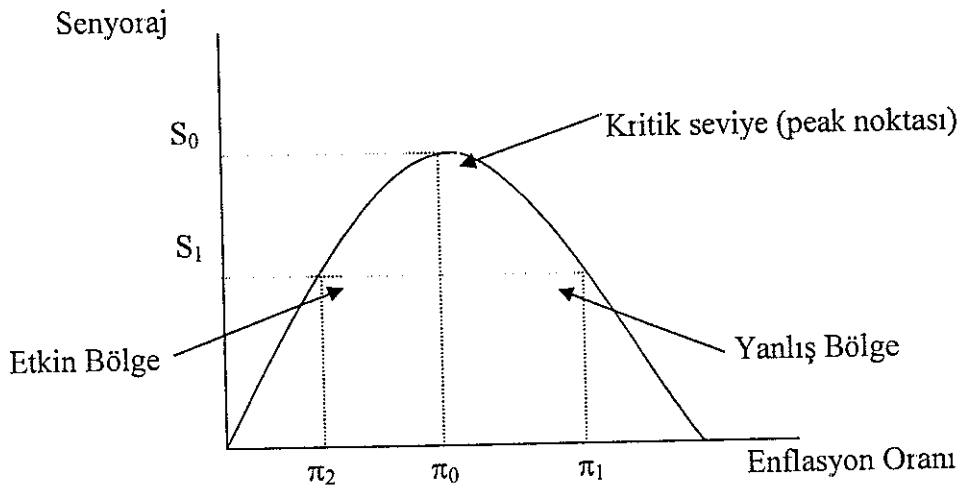
Takip eden kısımda para ikamesinin varlığında enflasyonist finansman konusu iki temel yaklaşım altında incelenecektir. Birinci yaklaşımda, parasal finansman ihtiyacı (bütçe açık miktarı) veri kabul edilerek para ikamesinin senyoraj gelirlerinin (enflasyon vergisi) miktarına etkisi analiz edilmektedir. İkinci yaklaşımda ise enflasyonist finansman saptırıcı vergilerin (distortionary taxes) seçimiyle birlikte ele alınarak para ikamesi altında enflasyon vergisinin optimalitesi tartışılmaktadır.

3.2.1. Para İkamesinin Enflasyon Vergisinin Miktarına Etkisi

Para ikamesinin enflasyonist finansmanı etkilediği düşüncesinin arkasında para ikamesi altında ulusal para talebinin istikrarsız olduğu ve bütçe açığı veri iken, para ikamesinin enflasyonu arttırdığı düşüncesi bulunmaktadır. Enflasyon oranı arttıkça para tutmanın maliyeti de arttığından, karar birimleri reel para balansları taleplerini azaltırlar. Dolayısıyla, enflasyon ile reel para balansları talebi zıt yönde hareket etmektedir. Para ikamesinin

varlığında ulusal enflasyon oranı arttıkça karar birimlerinin ulusal reel para balansı talepleri azalmakta ve bu ise hükümetin enflasyon vergisi gelirlerini düşürmektedir.

Enflasyon oranı ile senyoraj gelirleri arasındaki ilişki, geleneksel vergi oranı ile vergi gelirleri arasındaki ilişkiye benzerdir ve bu ilişkiyi gösteren Laffer eğrisi üzerinde tartışılabilmektedir. Laffer eğrisi şekil 3.1’de görüldüğü gibi pozitif ve negatif eğime sahip kısımları olan ve hükümetin senyoraj gelirlerini maksimize eden kritik bir enflasyon oranının bulunduğu bir eğridir.

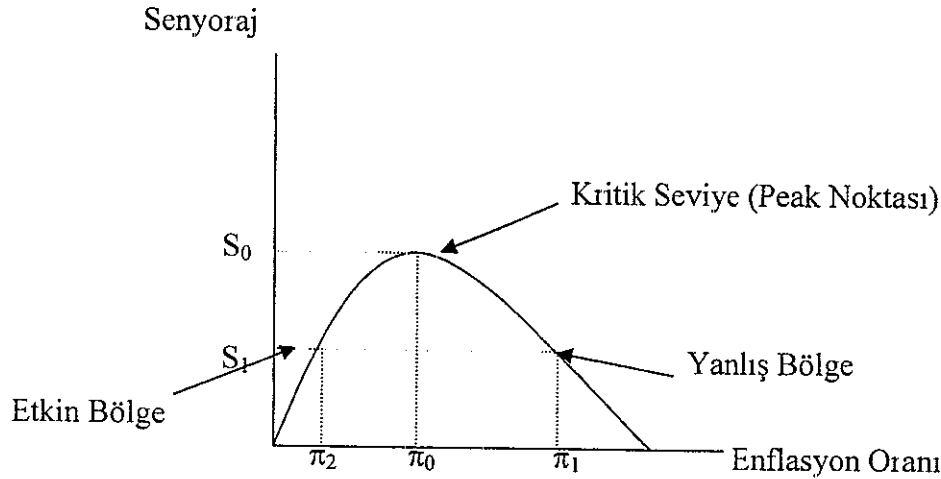


Şekil 3.1. Para ikamesinin Yokluğunda Senyoraj Laffer Eğrisi
Kaynak: Şıklar, 1998, s 8.

Laffer eğrisine göre veri bir senyoraj geliri düşük ve yüksek olmak üzere iki ayrı enflasyon seviyesinde toplanabilmektedir. Bu durum, hükümetin senyoraj gelirlerini maksimize eden bir enflasyon oranının bulunduğuna işaret etmektedir⁶⁵. Enflasyon oranı senyoraj gelirini maksimize eden kritik enflasyon oranından küçük iken ekonomi bu eğrinin “etkin” bölgesindedir (effective side) ve enflasyon oranı artırılarak senyoraj gelirini de artırma imkanı vardır. Etkin bölgede enflasyon oranının düşürülmesi senyoraj kaybı yaratmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon oranı senyoraj gelirini maksimize eden enflasyon oranından küçük iken enflasyonun değişmesinin önemli iktisadi etkileri oluşabilmektedir (Selçuk, 1994, 2001; Soydan, 2003). Buna karşılık, enflasyon oranı kritik orandan büyük iken ekonomi Laffer eğrisinin “yanlış” bölgesindedir (wrong side) ve bu bölgede senyoraj gelirleri enflasyon oranı artırılarak değil kritik seviyeye doğru düşürülerek artırılabilir. Bu bölgede enflasyon

⁶⁵ Selçuk (2001) Türkiye’de 1988-1999 yılları arasında para ikamesinin senyoraj gelirlerini maksimize eden enflasyon oranına etkisini ampirik olarak incelemiştir. Türkiye’de para ikamesinin esneklik değeri yüksek ve yurtiçi parasal hizmet üretiminde yabancı reel para balanslarının payının fazla olduğunu ve bu nedenle hükümetin para arzı büyüme hızını artırarak daha fazla senyoraj geliri toplamaması gerektiği sonucuna ulaşarak daha fazla senyoraj geliri toplama çabalarının ise ekonomiyi hiperenflasyona sürükleyebileceğini ifade etmiştir.

oranının artması karar birimlerini ulusal paradan yabancı bir paraya daha fazla kaydırabilmektedir. Ancak, etkin ve yanlış bölgelerin her ikisinde de para ikamesi görülebilmektedir. Bununla birlikte, para ikamesinin yokluğunda da ekonomi Laffer eğrisinin yanlış bölgesinde olabilmektedir. Kritik enflasyon seviyesindeki senyörjaj gelirinden daha yüksek bir seviyede senyörjaj geliri elde etmek için para basılması (enflasyon oranının artırılması) ise ekonomiyi hiperenflasyona sürüklemektedir (Kiguel ve Neumeyer, 1995, s.672). Karar birimleri ulusal reel para balansları tutmanın nispi maliyetinde bir artış belediklerinde ulusal paradan yabancı bir paraya kayarlar. Para ikamesinin seviyesi yüksek iken, hükümetin senyörjaj gelirleri sağlama ya da veri bir bütçe açığını enflasyon oranını arttırarak finanse etme gücü ise para ikamesinin yokluğuna göre düşüktür. Reel para balansları arasında ikame esnekliği yüksek iken senyörjaj geliri ile enflasyon oranı arasındaki ilişki zayıflamaktadır.



Şekil 3.1. Para İkamesinin Varlığında Senyörjaj Laffer Eğrisi
Kaynak: Şıklar, 1998, s.8.

Literatürde, farklı oranlardaki para ikamesi için Laffer eğrisinin şekli analiz edilmiştir. Ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikame esnekliği yüksek ve yabancı enflasyon oranı sabit iken, Laffer eğrisinin daha hızlı "zirve" (peak) yaptığı (daha basık bir eğri) buna karşılık, ulusal ve yabancı paralar arasındaki ikame esnekliği düşük iken Laffer eğrisinin daha yavaş "zirve" yaptığı (daha yüksek bir eğri) konusunda fikir birliği mevcuttur (İmrohoroğlu, 1996; Şıklar, 1998; Selçuk, 2001; Soydan, 2003). Paralar arasındaki ikame esneklik değeri yüksek iken karar birimleri enflasyon oranının artmasıyla birlikte yabancı paralara yönelerek bu artışın beraberinde getirdiği maliyetlerden kolaylıkla kaçınabilmekte ve enflasyon vergisi gelirlerinin düşmesine neden olmaktadır. Ancak, paralar arasındaki ikame esneklik değeri düşük ve Laffer eğrisinin de etkin bölgesindeki bir enflasyon oranında iken enflasyon oranı arttığında karar birimleri paralar arasında geçiş yapmadıklarından enflasyon oranı arttırılarak

senyoraj geliri de arttırılabilmektedir. Dolayısıyla, para ikamesi esneklik değeri düştükçe yurtiçi yerleşiklerin enflasyon oranının artması karşısında portföylerini ayarlama hızları düşeceğinden hükümet aynı enflasyon oranında daha fazla senyoraj geliri toplayabilmektedir. Ulusal para ile bu paraya alternatif varlıklar arasındaki ikame esneklik değerinin yüksek olması hükümetin para yaratarak senyoraj geliri sağlama gücünü azaltmaktadır. Dolayısıyla, veri bütçe açığının finansmanı için para arzının giderek yüksek oranlarda arttırılması (enflasyonun giderek arttırılmasını) gerekmektedir.

Para ikamesi altında maliye politikasının etkinliğinin arttırılması destekleyici para ve kambiyo politikalarının kullanımını gerektirmektedir. Bütçe açığı enflasyonla finanse edilirken senyoraj gelirlerinin miktarını reel para talebi belirlemektedir. Ancak, çeşitli regülasyonlar ve döviz kontrolleri, para talebini etkileyerek enflasyon vergisi (senyoraj gelirleri) miktarını değiştirebilmektedir. Nichols (1974) döviz kontrollerinin ve faiz oranı kısıtlamalarının reel para talebini ve buna bağlı olarak enflasyon vergisi miktarını etkilediğini öne sürmüştür.

Para talebinin artması ve para talebinin nominal faiz esnekliğinin azalması hükümetin enflasyon vergisi gelirlerinin artmasına neden olmaktadır. Ulusal para talebinin paraların ikame edilebilirliğine bağlı olduğu daha önce görülmüştü. Karar birimleri, ulusal paraya alternatif varlıkları kolaylıkla elde edebilmekte iken ulusal para talebi daha düşük ve para talebinin faiz esnekliği daha yüksek olabilmekteydi. Ulusal paranın ikame edilebileceği yabancı paranın ve bu para cinsinden varlıkların karar birimlerince elde edilebilirliği sınırlandırıldığında, hükümet veri bir bütçe açığını daha düşük bir enflasyonla finanse edebilmektedir. Dolayısıyla, hükümetlerin yabancı para talebini kısmaya yönelik sermaye piyasalarına engeller koymaları rasyonel görünebilir. Ancak, karar birimlerinin ulusal paraya alternatif yabancı varlık talepleri yüksek iken, aynı miktardaki enflasyon vergisi gelirleri daha yüksek bir enflasyon oranında sağlanabilmektedir. Ulusal paraya alternatif yabancı varlıklar ve dolayısıyla para ikamesi mevcut iken veri bir bütçe açığının finansmanı için belirli bir enflasyon oranında elde edilebilecek kullanılan enflasyon vergisi miktarı para ikamesinin yokluğuna göre düşüktür (Nichols, 1974, s.423). Yabancı paralar ve bu paralar cinsinden finansal enstrümanlar ulusal paranın yakın ikameleri iken enflasyon vergisi gelirleri azalmaktadır. Döviz kuru değişme oranının ulusal ve yabancı enflasyon oranları arasındaki farka eşit olduğu bir esnek kur sisteminde karar birimleri yabancı para balansları tutarak enflasyon vergisinden kaçınabilmekte ve ulusal parayı sadece zorunlu hallerde kullanabilmektedir.

Yabancı para, ulusal paranın iyi bir ikamesi iken, hükümet karar birimlerinin yabancı para tutmalarını yasaklar ise veri bir enflasyon vergisi geliri daha düşük bir enflasyon oranında sağlanabilmektedir. Ancak, bu tür bir uygulamada hükümetin döviz kontrolünün temel amacı ithalatı kısıtlamak olmamalıdır. Burada, hükümetin asıl amacı ulusal para talebinin düşmesini engellemek veya mevcut düşüşü tersine çevirerek enflasyon vergisi gelirlerini arttırmaktır. Kısaca, enflasyonist finansman yöntemiyle harcamaları karşılayan hükümetin, belirtilen şekilde karar birimlerinin yabancı varlık taleplerini azaltırken yabancı mal taleplerini kısıtlamaması gerekir.

Karar birimleri portföylerinde ulusal ve yabancı paraların yanında faiz taşıyan ulusal ve yabancı varlıklar da bulundurabilmektedir. Faiz taşıyan varlıkların faiz oranları genellikle piyasada belirlenir. Nominal faiz oranları enflasyonla birlikte artarken karar birimlerinin enflasyon oranı arttıkça getirisi paraya göre artan faiz taşıyan varlıklara kayması beklenir. Ancak, hükümet enflasyon vergisi gelirlerini arttırmak için bu faiz taşıyan varlık taleplerini de çeşitli şekillerde sınırlandırabilir. Hükümet, faiz oranını düşürerek bu varlıkların getirilerini azaltabilmektedir. Bu koşullarda hükümetin veri bir bütçe açığını finanse etmesi ve ilave gelir sağlayabilmesi sadece enflasyon oranını daha yüksek bir seviyeye getirmesine bağlıdır. Kısaca, karar birimlerinin faiz taşıyan varlık talepleri faiz oranlarının kontrol altına alınmasıyla sınırlandırılabilir. Faiz oranları yasal olarak belirlenen üst sınıra ulaştığında, enflasyon oranının arttırılması karşısında karar birimleri faiz taşıyan devlet tahvilleri dışında kalan diğer varlıklara taleplerini arttırmaz. Hükümet, faiz taşıyan varlıklara yasal olarak ödenen faiz oranlarını sınırlandırarak veri bir bütçe açığını enflasyon oranını düşürerek de finanse edebilmektedir. Faiz oranlarına kısıtlamalar getirerek ulusal paraya alternatif varlıklara olan taleplerin azaltılmasıyla birlikte para talebinin enflasyon oranına göre inelastik olması beklenir. Dolayısıyla, sermaye piyasalarına getirilen kısıtlamalar, karar birimlerinin para balanslarına yüklenen enflasyon vergisinden kaçınma gücünü zayıflatmaktadır (Nichols, 1974, s 424). Bu ise hükümetin enflasyon vergisi gelirlerini arttırması anlamına gelmektedir. Hükümetin enflasyonla finansman politikası izlerken ulusal para talebini yasal kısıtlamalar getirerek etkileyebileceği bir büyüklük olarak görmesi gerekir. Dolayısıyla, enflasyon vergisi gelirini maksimize eden enflasyon oranının ne olduğu bu koşullarda önem kazanmaktadır. Senyoraj gelirini maksimize eden enflasyon oranı ise ulusal para ve bu paraya alternatif varlıkların ikame derecesine ilişkin bilgi olmadan ampirik olarak hesaplanamaz⁶⁶.

⁶⁶ Şıklar (1998) Türkiye'de 1986-1997 döneminde para ikamesinin ulusal reel para balansları ile senyoraj gelirini maksimize eden oranına etkisini ampirik olarak incelemiştir. Para ikamesinin senyoraj gelirlerini azaltarak kamu finansmanını olumsuz yönde etkilediğini göstermiştir. Para ikamesi altında senyoraj-Laffer eğrisinin aşağıya doğru kaydığını ampirik olarak test etmiştir. Çalışmasında ulusal finansal varlıkların faiz oranlarının artmasının

Sonuç olarak, para ikamesi, hükümetin para yaratarak gelir sağlama imkanını sınırlamaktadır. Para ikamesi, senyoraj Laffer eğrisinin “etkin” bölgesini küçültürken daha solda “zirve” yapmasına ve enflasyon vergisi tabanının daralmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesi hükümetin enflasyon oranını artırarak senyoraj geliri sağlama kapasitesini kısıtlamakta ve bu koşullarda senyoraj gelirlerini artırma çabası ise ekonomiyi hiperenflasyona sürüklemektedir⁶⁷.

Para ikamesi, bireysel seviyede olduğu kadar politika yapıcılar için de önemli etkiler yaratmaktadır. Bireylerin yüksek enflasyona karşı direnmeleri rasyonel iken, karar birimlerinin enflasyon karşısında ulusal paradan yabancı paraya kaymaları ise politika yapıcılar için bir ikilem yaratmaktadır. Çünkü, para ikamesinin varlığında hükümetin senyoraj vergisi tabanı küçülmekte ve dolayısıyla senyoraj geliri düşmektedir. Ayrıca, bütçe açığının para basılarak finanse edilmesi ise yüksek enflasyon yaratmaktadır. Bunlar bireylerin ve firmaların bireysel kararlarının uzun vadeli enflasyonist politika izleyen hükümete mali bir kısıt getirdiğini göstermektedir. Ancak, hükümetler para ikamesi süreci ilerledikçe para arzı büyüme hızını artırarak senyoraj gelirleri sağlamayı sürdürebilirler. Bu noktada karar birimleri, enflasyon vergisinden kaçınmak için ulusal parayı kullanmaktan vazgeçerek değeri istikrarlı yabancı paralara kayarlar (Melvin ve Peiers, 1996, s.39). Bu nedenle, para ikamesinin varlığında enflasyonist finansman politikası bekleneni vermemekte ve zayıflamaktadır. Bu olgunun, hükümetin enflasyonist finansman politikası izleme maliyetini artırmasının olumlu yönü ise gelişmekte olan ülkelerde parasal ve mali disiplin sağlanmasında önemli bir rol oynamasıdır.

3.2.2. Kamu Finansman Yaklaşımı

Önceki alt bölümde görüldü ki para ikamesi enflasyonist finansman politikasının gerekli geliri sağlamada etkinliğini düşürmektedir. Şimdi ise para ikamesi altında enflasyonist finansman politikasının optimal olup olmadığı tartışılacaktır. Para ikamesi altında bu politika uygulanmalı mı? Bu sorunun yanıtı ise kamu finansman yaklaşımı altında bulunabilmektedir.

para ikamesini azaltırken TL'ye olan talebi arttırdığını ifade etmiş ve Türkiye'de senyoraj gelirini maksimize eden oranı ise yaklaşık %53 bulmuştur. Belirtilen çalışma para ikamesinin senyoraj gelirlerini azalttığı hipotezini ampirik olarak doğrulamaktadır.

⁶⁷ Altınkemer (1996), Kural (1997), ve Soydan (2003), Türkiye'de para ikamesinin senyoraj gelirlerine etkisini araştıran ampirik çalışmalar yapmışlar ve çalışmalarını sonucunda bu olgunun senyoraj gelirlerini azaltarak hükümeti enflasyon oranını arttırmaya zorladığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca para ikamesi altında Laffer eğrisinin etkin tarafının küçüldüğünü dile getirmişlerdir. Bu çalışmalar Türkiye'de senyorajın hükümetin önemli bir gelir kaynağı olduğunu göstermiştir.

Teorik olarak hükümetlerin enflasyonist finansmana başvurmalarının optimal olup olmadığı enflasyon vergisinin hükümetin tek mali gelir kaynağı olmadığı durumda tartışılmaktadır. Alternatif gelir kaynakları mevcut iken hangi durumlarda enflasyonist finansmana müracaat edilmelidir? Bu sorun öncülüğünü Friedman'ın (1971) yaptığı kamu finansman teorisinde tartışılmaya başlanmıştır.

Friedman (1971), enflasyon oranını vergi oranı olarak ve reel para stokunu vergi tabanı olarak alıp enflasyon vergisi oranının (nominal faiz oranının) sıfır olması gerektiğini göstermiştir. Dolayısıyla, Friedman'a göre enflasyon vergisine müracaat edilmemesi gerekir. Ona göre merkez bankası, mevcut reel para balansları ile gelir arttıkça oluşan ilave reel para balansları talebinden senyoraj geliri sağlamaktadır. Para otoritesi, Laffer eğrisi üzerinde gösterildiği gibi para arzı büyüme hızını arttırdıkça gelir sağlayabilmesine karşın, bir süre sonra mevcut reel para balanslarından alınan vergi oranı arttıkça karar birimleri reel para balansı taleplerini azalttıklarından, merkez bankasının ilave senyoraj geliri azalarak ilk duruma göre reel para balanslarından negatif bir gelire dönüşmektedir. Friedman, hükümetin parayı sıfır marjinal maliyetle ürettiğini varsaymıştır. Para üretmenin marjinal maliyeti sıfır iken dengede para tutmanın maliyeti de sıfır olmalıdır. Elde para tutmanın maliyeti sıfır iken, merkez bankası para arzını artırarak gelir sağlayabilmektedir. Ancak, Friedman, enflasyon vergisi gelirlerinin, sıfır enflasyondan pozitif bir enflasyona geçilmesi halinde azalabileceğini göstererek enflasyon gelirlerini maksimize eden enflasyon oranının ise reel faiz oranına eşit bir deflasyon (negatif enflasyon oranı) olduğunu açıklamıştır. Dolayısıyla, nominal faiz oranının sıfır olması gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Nominal faiz oranını sıfır yapan para artış kuralı (Friedman kuralı) literatürde "optimum para miktarı kuralı" olarak bilinmektedir.

Optimum para miktarı kuralını Friedman'dan sonra Phelps (1973) sorgulamıştır. Phelps bütçe açıklarının finansmanında hazinenin borçlanma seçeneğinin olmadığını, hükümetin sabit seviyedeki bir kamu harcamasını (bütçe açığını) finanse etmek için gelir vergileri ile enflasyon vergisi seçeneklerinin olduğunu ve bunlar arasında optimal bir tercih yapmaya çalıştığını varsaymıştır. Ayrıca, reel para balanslarını fayda fonksiyonunun bir açıklayıcısı olarak almıştır. Sonuçta, nominal faiz oranının Friedman'da olduğu gibi sıfır değil pozitif olması gerektiğini bulmuştur. Phelps'e göre enflasyon hanhalklarının tüketim ile boş zaman tercihlerini etkilemektedir. Dolayısıyla, para basılması da bilinen vergiler gibi işlev görerek reel etki yaratmaktadır. Beklenen enflasyon ile nominal faiz artışı hanhalklarının mal taleplerini kısıtlamaktadır. Phelps'e göre saptırıcı vergiler ile enflasyonun marjinal saptırıcı etkisini eşitleyecek biçimde her ikisinden de belli ölçüde alınmalıdır. (optimal enflasyon

stratejisi) Ancak, normal vergiler saptırıcı değil ise artık enflasyon vergisi optimal değildir. Gerek Friedman (1971) gerekse Phelps (1973) analizlerini para ikamesinin olmadığı bir yapıda yürütmüştür. Ancak daha sonra kamu finansman teorisi para ikamesini içerecek şekilde genişletilmiştir. Dolayısıyla, bu alt bölümde para ikamesinin varlığında enflasyon vergisinin optimalitesi bu alanda bir ilk olan Végh'in (1989,1995) analizleriyle sunulacaktır.

Végh (1989) para kullanımının işlem maliyetlerini azalttığı bir model oluşturmuştur. Dışa açık küçük bir ekonomide ulusal ve yabancı paralar değişim aracı olarak dolaşmaktadır. Para ikamesi, ulusal ve yabancı para balanslarının işlem maliyetlerini azaltmaları bağlamında ortaya çıkmaktadır. Burada sorun böyle bir çerçevede pozitif bir yurtiçi nominal faiz oranının (enflasyon oranının) optimal olup olmadığıdır. Diğer bir ifadeyle, para ikamesi altında enflasyon vergisi almak optimal mi? Modelde, esnek kur sistemindeki dışa açık küçük bir ekonomi ele alınmakta ve kolaylık için dünyada sadece bir tür mal üretildiği ve emeğin tek üretim faktörü olduğu varsayılmaktadır. Modelde ulusal ve yabancı paralar ile uluslararası ticareti yapılan tahvil olmak üzere üç varlık bulunmaktadır. Model, işlem yapmanın kit bir kaynak olarak zamanın kullanımını gerektirdiği fikri üzerine kurulmuştur. Para, işlemleri gerçekleştirmede kolaylık sağlayan bir nesnedir; karar biriminin alışverişe ayırdığı zamandan tasarruf etmesini sağlamaktadır. Temsili karar birimi, ulusal ve yabancı para balanslarını kullanarak alışveriş zamanını ve dolayısıyla işlem maliyetlerini azaltmaktadır. Para ikamesi, ulusal ve yabancı paraların değişim aracı işlevlerine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Hükümet tüketim ve enflasyon vergileri olmak üzere iki tür vergi toplayabilmektedir (Végh, 1989, s.140,141). Karar birimi, işlem yapmaya ayrılan kaynak miktarını minimize edecek biçimde ulusal ve yabancı paralar arasında seçim yaparak servetini maksimum kılmayı amaçlamaktadır.

Yurtiçi nominal faiz oranı (yurtiçi enflasyon vergisi oranı) sıfır iken, optimum para miktarı kuralı geçerlidir. Yurtiçi nominal faiz oranının (ya da enflasyon vergisinin) artması halinde karar birimi ulusal paradan yabancı paraya kaymakta ve para ikamesi gerçekleşmektedir. Ancak, ulusal ve yabancı nominal faiz oranları sıfır iken, karar birimi her iki parayı da tutma arasında kayıtsız kalabilmekte ve her ikisinden belli ölçülerde tutarak işlem maliyetlerini minimize etmektedir (Végh, 1989, s. 142).

Modelde tüketim vergisi yanında ulusal ve yabancı nominal faiz oranları da tüketim vergisine benzer bir işlev görmektedir. Nominal faiz oranları tüketimin efektif fiyatını etkilemektedir. Tüketimin "efektif" fiyatı, bir birim malın piyasa fiyatı ile bu malı tüketmenin

beraberinde getirdiği işlem maliyetleri toplamına karşılık gelmektedir. Malın tüketimi artarken iki nedenle işlem maliyeti artmaktadır. Birincisi, portföyde ulusal ve yabancı para balanslarının oranı veri iken, tüketimin artması farklı paralarla işlem yapmanın maliyetini arttırmaktadır. İkincisi, tüketimin artması ulusal ve yabancı para balansları oranını azaltarak (para ikamesi yaratarak) işlem maliyetlerini arttırmaktadır. Tüketim vergisi, karar birimlerinin tüketim-boş zaman seçimini değiştiren saptırıcı vergi (distortionary tax) niteliğindedir. Modelde ulusal hükümet saptırıcı vergiler uygulamadığında birinci en iyi çözüm gerçekleşmektedir.

Modelde ulusal hükümetin harcamasını saptırıcı vergileri artırarak finanse ettiği varsayılır. Karar biriminin refahı tüketim vergisiyle negatif ilişki içinde olduğundan, hükümet karar biriminin refahını maksimize etme amacıyla ise tüketim vergisini minimize etme yoluna gidecektir. Bu vergilerin artması ise karar biriminin refahını azaltıcı yönde etkilemektedir.

Modelde optimal yurtiçi nominal faiz oranı sadece yurtdışı nominal faiz oranının bir fonksiyonu olarak alınmaktadır. Yabancı nominal faiz oranı pozitif iken, yurtiçi nominal faiz oranının pozitif olması optimaldir. Dolayısıyla, modelde optimal yurtiçi nominal faiz oranı kamu harcaması seviyesinden bağımsız olarak alınmıştır. Ancak, bu sonucun arkasında zımnen kamu harcamasının olmadığı ve dolayısıyla bu harcamayı finanse edecek gelire ihtiyaç duyulmadığı varsayımı bulunmaktadır. Modelde para ikamesinin varlığında ortaya çıkan sapma miktarını optimum para miktarı kuralından ayrılmak (nominal faiz oranını sıfırdan pozitif bir değere çıkarmak) azaltmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesi altında pozitif yurtiçi nominal faiz oranı (dolayısıyla enflasyon vergisi) optimaldir. Kamu harcaması ve yabancı nominal faiz oranı sıfır iken ekonomide sapma mevcut değildir ve yurtiçi nominal faiz oranının sıfır olması optimaldir. Ancak, kamu harcaması sıfır iken yabancı nominal faiz oranı pozitif ise sapma gerçekleşmektedir. Dolayısıyla, bu koşullar yurtiçi nominal faiz oranının pozitif olmasını optimal kılmaktadır (Végh, 1989, s.143,144). Çünkü, yabancı nominal faiz oranı (yabancı enflasyon vergisi) pozitif iken, modele göre yabancı enflasyon vergisi yurtiçinde tüketim vergisine benzer bir işlev yaparak karar biriminin boş zaman-tüketim seçimini boş zaman lehine değiştirmekte ve bu sapma ise ya enflasyon vergisi yoluyla ulusal reel para balansları vergilendirilerek ya da tüketime negatif vergi (sübvansiyon) uygulanarak telafi edilebilmektedir. Pozitif nominal faiz politikası ya da tüketim vergisinin azaltılması tüketimin piyasa fiyatını (boş zamana göre nispi fiyatını) düşürerek sapmayı azaltmaktadır (Végh, 1989, s.145). Yabancı nominal faiz oranının artması hem işlem maliyetlerini hem de yabancı para balanslarını tutma maliyetini arttırmaktadır. Ayrıca,

sıfırdan pozitif bir değere çıkarılan yabancı nominal faiz oranı tüketimin efektif fiyatını arttırarak karar birimi için boş zaman tüketimini avantajlı kılmaktadır. Bu ise karar biriminin boş zaman lehine seçim yapmasına yol açar. Dolayısıyla, ulusal hükümetin yabancı enflasyon vergisinin pozitif olması nedeniyle maliyeti yükselen tüketimi negatif vergiyle sübvans ederek ya da tüketimin maliyetini azaltıcı yardımlar yaparak sapmayı azaltması gerekir.

Sonuç olarak, para ikamesinin varlığında enflasyon vergisinin optimalitesini inceleyen Végh (1989) pozitif bir yabancı nominal faiz oranının optimum para miktarı kuralından sapmayı optimal kıldığını göstermiştir. Ekonomide yabancı para değişim aracı olarak dolaşırken bu tür bir politika (yurtiçi nominal faiz oranının pozitif olması) yabancı nominal faiz oranının pozitif olmasıyla oluşan sapmayı azaltmaktadır. Dolayısıyla, Végh (1989) dışa açık küçük bir ekonomide para ikamesinin varlığında ve vergi toplama maliyetlerinin yokluğunda (enflasyon vergisi) yabancı nominal faiz oranı pozitif iken optimal yurtiçi nominal faiz oranının pozitif olması gerektiğini alternatif bir yaklaşımla açıklamıştır. Bu sonuç, gerçekte hükümetin yabancı nominal faiz oranı pozitif iken bunun yurtiçi ekonomide yarattığı sapmayı, yurtiçi nominal faiz oranını pozitif yaparak azaltabileceği düşüncesine dayanmaktadır.

Végh (1995)'de para ikamesi altında enflasyonist finansmanın optimalitesini analitik bir model oluşturarak incelemiştir. Bu yeni modelinde, 1989'daki modelinden farklı olarak hükümetin enflasyon vergisi yanında tüketim vergisi yerine işgücünden gelir vergisi (labor income tax) aldığını varsaymıştır. Yeni modelde ulusal hükümetin işgücü-gelir vergisi ile ulusal para balanslarından enflasyon vergisi yanında yabancı para balanslarını vergilendirebildiği varsayılmıştır. Bu tür bir vergi uygulamada güç olmasına karşın, bu vergi modelin temel niteliklerini ön plana çıkarmaktadır. Model para ikamesini, enflasyon vergisini ve kamu harcamasını birlikte analiz etmektedir.

Yeni modelde yine örnek kur sisteminde dışa açık ve tek mallı küçük bir ekonomi mevcuttur. İşgücü üretimin tek girdisidir. Karar birimi uluslararası ticareti yapılan tahvil, ulusal ve yabancı reel para balansları bulundurmaktadır. Ayrıca, karar birimi her iki parayı da kullanarak alışverişe ayırdığı zamanı azaltabilmektedir. Modelde, yasal kısıtlamalar nedeniyle ulusal ve yabancı para balansları arasında tam bir ikame bulunmadığı varsayılmaktadır.

Ulusal ve yabancı para balanslarından enflasyon vergisi alınabilmekte ve ulusal hükümet yabancı para balanslarını vergilendirebilmektedir. Karar birimi alışveriş için gereken zamanı

minimize etmek ve para balanslarını maksimum kılmak istemektedir. İşgücünden alınan gelir vergisi, ulusal ve yabancı para balansları tutmanın nispi maliyetini etkilemektedir (Végh, 1995, s.682,683). Bunun nedeni ise bu vergi, çalışmaya ayrılan zamanın maliyetini diğer aktivitelere ayrılan zamanın (boş zaman ve alışveriş zamanı) maliyetine göre arttırmaktadır. Bu nedenle, çalışmayla (ücret geliriyle) finanse edilen harcamaların nispi fiyatı (tüketim) bu vergi oranında artmaktadır. Kısaca, ulusal para balansları tutmanın nispi maliyeti artar. Bu ise karar biriminin ulusal paradan yabancı paraya kaymasına neden olmaktadır. Ulusal ya da yabancı hükümet saptırıcı vergiler (distortionary taxes) aldığında karar biriminin tüketim-boş zaman seçimi değişmektedir. İşgücünden alınan gelir vergisi karar biriminin çalışma ve boş zaman tercihini değiştirdiğinden saptırıcı niteliktedir. Tüm vergiler sıfır iken saptırıcı etki yoktur ve tüketicinin refahı ise saptırıcı vergilerin azalan bir fonksiyonu olduğundan birinci en iyi çözüm sağlanmaktadır. Modelde, yabancı para balansları vergilendirilebildiğinde optimal enflasyon vergisi, kamu harcaması ile yabancı nominal faiz oranından bağımsız olarak sıfır bulunmuştur (Végh, 1995, s.684). Çünkü, yabancı para balanslarının vergilendirilmesi halinde karar biriminin bu paraya olan talebi azaltılarak para ikamesi engellenmektedir.

Modelde yabancı para balanslarının vergilendirilemediği gerçekçi bir durumda ise analiz üç olası senaryo altında yürütülmektedir. Birincisinde, hükümet harcama yapmamaktadır (kamu harcaması sıfır). Bu durumda, optimal enflasyon vergisi yabancı nominal faiz oranından bağımsız olarak sıfır bulunur. Pozitif bir yabancı nominal faiz oranı hala tüketim üzerinde bir vergi işlevi görmesine karşın, hükümetin ilave bir vergi yükleyerek bu sapmayı azaltması mümkün olmayabilir. İkincisinde, hem kamu harcaması hem de yabancı nominal faiz oranı pozitiftir. Bu durumda, ulusal enflasyon vergisinin pozitif olması optimaldir. İşgücünden alınan gelir vergisi tüketimin fiyatını arttırmaktadır (Végh, 1995, s.681). Bu nedenle, kamu harcamasının artması işgücünden alınan gelir vergisini pozitif kılmakta ve yabancı para balanslarını tutmanın özel maliyetini sosyal maliyetine (yabancı nominal faiz oranı ya da yabancı enflasyon vergisine eşittir) göre arttırmaktadır. Daha açık olarak, kamu harcamasının artması işgücünden alınan verginin pozitif olmasına neden oluyor ise yabancı nominal faiz oranı veri iken karar birimleri için yabancı para tutma dışındaki alternatiflerin maliyeti ise yabancı para tutma maliyetine göre artmaktadır. Bu ise karar birimlerinin daha fazla yabancı para balansları tutmaya ittiğinden, hükümetin pozitif bir enflasyon vergisi uygulaması optimal olmaktadır. Üçüncüsünde, kamu harcaması pozitif iken yabancı nominal faiz oranının artması enflasyon vergisi almayı optimal kılmaktadır. Çünkü, kamu harcamasının artması işgücünden alınan gelir vergisini pozitif kılmakta ve aynı zamanda

yabancı nominal faiz oranının pozitif olması da yabancı para tutmanın sosyal maliyetini artırarak özel ve sosyal maliyeti arasındaki sapmayı arttırmaktadır (Végh, 1995, s. 685).

Özetle, yabancı para balanslarının vergilendirildiği durum incelendi. Yabancı para balansları vergilendirilir ise kamu harcaması ile yabancı nominal faiz oranının seviyesinden bağımsız olarak optimal enflasyon vergisi sıfır çıkmaktadır. Çünkü, yabancı para balanslarının vergilendirilmesi karar biriminin yabancı para talebini caydırarak ulusal para talebini arttırmaktadır. Hem kamu harcaması hem de yabancı nominal faiz oranı pozitif iken, yabancı para balanslarının sübvansesi edilmesi (negatif vergileme) optimaldir. Çünkü, karar birimi yabancı enflasyon vergisi pozitif iken yabancı para balanslarının sosyal maliyetinin artmasıyla birlikte sosyal ve özel maliyeti arasındaki sapmayla karşılaşmaktadır. Bu durumda, hem kamu harcaması hem de yabancı para balanslarının sübvansiyonu işgücünden alınan gelir vergisiyle karşılanmaktadır. Sonuç olarak, yabancı para balanslarının vergilendirildiği durumda optimum para miktarı kuralı (yurtiçi nominal faiz oranının sıfır olması) optimal olmaktadır. Hükümet yabancı para balanslarını vergilendiremediğinde kamu harcaması sıfır iken, yabancı nominal faiz oranının seviyesinden bağımsız olarak optimal enflasyon vergisi sıfırdır. Kamu harcaması pozitif iken, yabancı nominal faiz oranı sıfır olduğu sürece optimal enflasyon vergisi yine sıfırdır (Végh, 1995, s. 686,687). Hem kamu harcaması hem de yabancı nominal faiz oranı pozitif iken optimal enflasyon vergisi de pozitiftir. Optimal enflasyon vergisi kamu harcamasının artan bir fonksiyonudur. Bunun nedeni, kamu harcaması artarken bu harcamayı finanse etmek için işgücünden alınan gelir vergisinin artırılmasıdır. Yabancı nominal faiz oranı (yabancı enflasyon vergisi) pozitif iken pozitif bir işgücü-gelir vergisi yabancı para balanslarını tutmanın özel ve sosyal maliyeti arasında fark yaratmaktadır (Végh, 1995, s. 689). Bu nedenle, enflasyon vergisine başvurmak optimal olmaya başlar. Burada, bütçe açığının kamu harcamasıyla birlikte arttığı varsayılmaktadır. Dolayısıyla, bütçe açığı ile enflasyon vergisi arasında pozitif bir ilişki çıkmaktadır.

Optimal enflasyon vergisi, yabancı nominal faiz oranının artan bir fonksiyonudur. Kamu harcaması pozitif olduğu sürece, para ikamesi altında yabancı nominal faiz oranı pozitif iken optimum para miktarı kuralından (nominal faiz oranının sıfır olması gerektiği kuralından) sapılması optimaldir. Çünkü, yabancı nominal faiz oranı (yabancı enflasyon vergisi) pozitif iken, yabancı para balanslarını tutmanın özel maliyeti ile sosyal maliyeti arasında fark oluşmakta ve bu ise ulusal hükümetin enflasyon vergisine başvurmasını optimal kılmaktadır.

Sonuç olarak, Végh (1995) çalışmasında para ikamesi altında kamu harcamalarının enflasyonist finansmanın optimalitesine etkisini analiz etmiş ve para ikamesinin yokluğunda optimal enflasyon vergisi sıfır iken para ikamesinin varlığında belirli koşullar altında pozitif bir enflasyon vergisi optimaldir. Ayrıca, optimal enflasyon vergisinin pozitif olmasının optimal olduğu durumda bunun seviyesi kamu harcaması ile yabancı nominal faiz oranının artan bir fonksiyonudur.

Végh (1995) gelişmekte olan ülkelerde para ikamesi ile enflasyonist finansmanın varlığını birlikte açıklamaktadır. Para ikamesi ile enflasyonist finansman miktarı arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur. Birincisi, para ikamesi genellikle karar birimlerinin hükümetin aldığı enflasyon vergisine tepkilerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon vergisinden para ikamesine giden bir ilişki vardır. Ancak, bu modelde, para ikamesinin varlığı belirli koşullarda enflasyon vergisini optimal politika olarak gerektirmektedir. Dolayısıyla, para ikamesinden enflasyon vergisine giden bir ilişki vardır. Yabancı para kullanımının artmasının yarattığı sosyal fayda (modele göre işlem maliyetlerini azaltması) bu paranın yarattığı sosyal maliyetten daha fazla olabilmekle birlikte para ikamesinin yarattığı sosyal maliyeti karşılamak için bir miktar enflasyon vergisi optimaldir (Végh, 1995, s. 690)

3.3. Tam Dolarizasyonun Fırsatları ve Tehditleri

Bu bölümde büyük ölçüde tam dolarizasyon ve kısmen farklı dolarizasyon türlerinin para ve maliye politikaları yönünden yarattığı fırsatlara ve tehditlere yer verilecek ve esas olarak gerek teorik gerekse ampirik çalışmalarda ulaşılan sonuçlar sunulacaktır. İlk olarak tam dolarizasyonun avantajları (fırsatları) ve takiben dezavantajları (tehditleri) tartışılacaktır.

Yabancı bir paranın yasal ödeme aracı olarak benimsenmesi ya da tam dolarizasyon, para ve ödemeler dengesi krizlerinden kaçınma yöntemlerinden biridir. Tam dolarizasyon, ulusal paranın varlığında görülen döviz kuru oynaklıklarını ortadan kaldırarak döviz kuru krizlerini elimine etmektedir (Antinolfi ve Keister, 2001, s.31). Tam dolarizasyonda ulusal para yerine yabancı bir paranın kullanılması, enflasyon oranında düşme sağlayarak ulusal paranın hızla değer kaybetmesini önlemektedir ve devalüasyon beklentilerini ortadan kaldırarak bu tür beklentiler altında oluşan ani sermaye çıkışlarını durdurmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.3). Tam dolarizasyonda ise ekonomide cazip bir ödeme aracının dolaşması ulusal para cinsinden fiyatlarla oluşan bilgi sapmasını ortadan kaldırmaktadır (Pérez, 2000, s.5). Tam dolarizasyonu benimseyen ülke hem parasını ödeme aracı olarak

seçtiği ülkeyle hem de global ekonomilerle daha fazla bütünleşmektedir (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.3). Bu ise ülkenin hem üretim hem de finansal piyasalarda önemli avantajlar sağlamasına neden olmaktadır (Antinolfi ve Keister, 2001, s.31). Tam dolarizasyonda seçilen yabancı para cinsinden fiyatlar genellikle istikrarlı olduğundan bu para birimini kullanan ülkeler arasında işlem maliyetleri azalmaktadır. Tam dolarizasyon hükümetlerin enflasyonist finansman gücünü ortadan kaldırarak finansal kurumları güçlendirebilmekte ve yatırımları arttırabilmektedir. Diğer yandan, tam dolarizasyon faiz oranlarını düşürerek ve gelecekte oluşabilecek finansal krizleri önemli ölçüde azaltarak iktisadi politikaların kredibilitesini arttırabilmektedir (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.3).

Tam dolarizasyonun yukarıda sıralanan başlıca avantajlarının yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Tam dolarizasyonun en temel maliyetlerinden birisi, senyoraj gelirlerini düşürmesidir. Tam dolarizasyon, ulusal para politikalarının etkinliğini azaltmakta ve merkez bankasının “nihai ödünç verme işlevini” (lender of last resort) sınırlandırmaktadır (Antinolfi ve Keister, 2001, s.31). Para ulusal bir sembol olduğundan ülkeler genellikle kendi paralarını terketmek istememekte ve parasal birlik kurma (veya tam dolarizasyon) önerileri bazı politik çevrelerce desteklenmemektedir. Çünkü, hükümetler ulusal para basarak senyoraj geliri sağlamakta ve bu gelirler faiz taşımayan borçlanma anlamına gelmekle birlikte merkez bankasının karları olarak genellikle hükümete transfer edilmektedir. Tam dolarizasyonda ülkedeki senyoraj gelirleri yabancı paranın basıcısı ülkeye gitmektedir ve bu ülke bu gelirlerin bir kısmını parasını benimseyen diğer ülkeyle paylaşmak istemediği sürece dolarizasyondaki ülke senyoraj gelirlerini kaybetmektedir. Ayrıca, bu ülkelerde merkez bankaları bankacılık sistemine likidite sağlama güçlerini kaybetmekte ve ülkenin bağımsız para politikası izleme gücü kaybolmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.4).

Literatürde, tam dolarizasyonun yukarıda sıralanan avantajlarından üçüne vurgu yapılmış ve nasıl ortaya çıktıkları açıklanmıştır. Bu bölümde belirtilen avantajlar tartışılacaktır. Tam dolarizasyon (i) aynı para birimini kullanan ülkeler arasında işlem maliyetlerini azaltmakta (ii) ulusal enflasyon oranını düşürerek ve reel döviz kuru oynaklıklarını azaltarak para ve maliye politikalarının kredibilitesini arttırmakta (iii) hükümet, vadesi gelen borçlarını olağan (vergi gelirleri) ve olağandışı (senyoraj gelirleri ve borçlanma) finansman kaynakları ile ödeyemez ise borcunu geri ödememe riski (default or sovereign risk) ile karşı karşıya kaldığında tam dolarizasyon spekülâtif atakların ortaya çıkmasını ve paranın değer kaybı riskini elimine ederek hükümetin borçlarını geri ödememe riskini azaltmaktadır (Chang ve Velasco, 2003, s.69).

Uluslararası alanda çok sayıda paranın birlikte işlem görmesi beraberinde işlem maliyetlerini getirmektedir. Avrupa Birliği Komisyonu, Euro'ya geçilmesiyle birlikte Avrupa Birliğine üye ülkeler arasında bu işlem maliyetlerinin azaldığını ve bunun miktarının ülkelerin GSYİH'larının % 0.25 ile 0.5'ne denk geldiğini ifade etmiştir (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.23). Avrupa Birliği ülkeleri arasında ortak bir paranın benimsenmesi, özellikle zayıf paraları (weak currencies) olan birlik ülkelerinde iktisadi büyümeyi hızlandırmıştır. Euro ile birlikte İspanya, Portekiz ve İtalya gibi zayıf paralı ülkelere uzun vadeli sermaye girişleri Almanya ve Fransa gibi paraları güçlü ülkelere göre ekonomik büyümeyi hızlandırmıştır. Tam dolarizasyon, enflasyon ve nominal faiz oranlarını düşürerek finansal sistemdeki baskıları azaltıp ekonomide canlanmayı sağlamaktadır (Hausmann ve Powell, 1999, s.4).

Tam dolarizasyon, para politikasını etkilemekte ve özellikle ulusal enflasyon oranını yabancı parayı basan ülkenin enflasyon oranına yaklaştırmaktadır. Dolarizasyonu benimseyen ülkelerde enflasyon oranlarının daha düşük olduğu gözlenmiştir. Dolarizasyon altında mali disiplin konusundaki çalışmalar ise parasal birliğin hükümetin ekonomideki yerini (kamu harcamalarının ve vergi gelirlerinin GSYİH'ya oranlarını) azalttığını ve bütçe açıklarını küçülttüğünü göstermiştir.

Dolarizasyon, ülkenin uluslararası kredibilitesini arttırmakta ve dolayısıyla ülkeler özellikle yurtdışından kolaylıkla kredi bulmaktadır. Ülkelerin gelişmesini engelleyen en önemli unsurlardan birisi gerek ulusal para cinsinden gerekse yabancı para cinsinden kaynak (borçlanma) maliyetinin yüksek olmasıdır. Dolarizasyonu benimseyen ülkelerde yabancı kredi maliyetleri azalmakta ve bu ise yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi canlandırmaktadır (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.23). Bazı ülkelerde, tam dolarizasyon mevcut değil iken, ülkenin dış borçlanma miktarının oldukça düşük seviyelerde olduğu gözlenmiştir. Yabancı bir paranın yasal ödeme aracı olarak benimsenmesi yabancı para cinsinden borçlanma imkanlarını arttırarak parasal dengesizliklerden kaynaklanan finansal kırılganlıkları azaltmaktadır (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.25).

Gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi yanında özel kesimde belli bir faiz ödemesine razı olarak dünya piyasasından borçlanabilmektedir. Borçların ödenmemesi sadece kamu borçları açısından irdelense bile yurtiçi yerleşikler de kişisel yükümlülüklerini karşılarken güçlüklerle karşılaşabilirler. Borçlanma yabancı para cinsinden iken genellikle bu ülkelerdeki ödünç alıcılar ile kredi veren ülkedeki ödünç alıcılar aynı faizle karşılaşmamaktadır. Bu ülkedeki

ödünç alıcılar daha yüksek bir faizle karşılaşmaktadır. Bu faiz farkı ise "borçların geri ödenmeme riskini" (default risk) yansıtmaktadır. Bu risk, gelişmekte olan ülkenin ve karar birimlerinin borçlarını ödememe olasılığını ifade etmektedir. Bu tür bir olasılık karar birimlerinin kredi alma maliyetlerini arttırmaktadır.

Dolarize olmamış bir ekonomide (borçlanmanın ulusal para ile yapıldığı bir ekonomide) devalüasyon ülkenin dış rekabet gücünü arttırmada etkin bir politika aracıdır. Dolarize olmuş bir ekonomide ise devalüasyon maliyetli bir politika seçeneğidir. Ancak, tam dolarizasyonda devalüasyon artık bir politika seçeneği değildir (Chang, 2000, s.8). Dolayısıyla, finansal varlıkların ve yükümlülüklerin oldukça dolarize olduğu ekonomiler devalüasyondan kar sağlamazlar. Dolarize olmamış bir ülkenin parası devalüe edilerek dış rekabet gücü (dolayısıyla ihracat) arttırılabilesine karşın, tam dolarizasyondaki bir ekonomide bu kazanç ortadan kalkmaktadır. Çünkü, ulusal para olarak benimsenen yabancı paranın değeri genellikle istikrarlı ve değerlidir. Oldukça dolarize bir ekonomide bankalar ve finansal kurumlar yabancı para cinsinden ödünç alabilmekte ve bu ödünçler ülkeye önemli sermaye girişi yaratmış iken devalüasyon bu ulusal bankalar ve firmaların bilançolarını olumsuz yönde etkilemektedir. Ulusal paranın ani değer kaybı (devalüasyon) mevduat sahiplerinin yabancı para cinsinden gelirlerinin değerlerinin de hızla düşmesine yol açmaktadır. Tam dolarizasyonun olmadığı bu oldukça dolarize ekonomilerde bankaların kendilerini devalüasyon riskinden korumaları güçtür. Devalüasyona karşı finansal sektör oldukça kırılgandır (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.20). Dolayısıyla, uluslararası rekabet gücünü arttırmanın bir politika seçeneği olarak devalüasyon oldukça dolarize ekonomilerde maliyetlidir. Bunların tam dolarizasyonu seçmeleri ise önemli bir politika aracının kaybına neden olmamaktadır.

Devalüasyon birkaç nedenle borçların geri ödenmeme riskini (default risk) arttırarak ülkenin borçlanma maliyetlerini yükseltmektedir. İlk olarak, devalüasyon para kriziyle karşılaşmaktan kaçınan bir hükümetin para kontrolü yaparak dış borçlarını erteletebilmektedir. İkinci olarak, yabancı para cinsinden borçlanmanın ulusal para cinsinden borçlanmaya göre maliyeti yüksek olduğundan devalüasyon borçların zamanında ödenmeme riskini arttırır. Üçüncü olarak, devalüasyon yurtiçi finansal sektörde ağır kayıp yaratarak bunun maliyetinin büyük bir kısmını hükümetin yüklenmesine neden olmaktadır. Sonuç olarak, devalüasyon riskinin olmadığı tam dolarize bir ekonomide devalüasyon riskinin yarattığı borçların geri ödenmeme riski olmadığı için ülkenin borçlanma maliyetleri düşük olacaktır. Dolayısıyla, para krizlerinde tam dolarizasyon uygun bir seçenek gibi

gözükmektedir. Ancak, borçların geri ödenmeme riski sadece devalüasyona yol açan para krizlerinden kaynaklanmayıp sürdürülemeyen bir mali durum ya da olumsuz politik bir gelişme de kriz yaratabilmektedir. Bu tür krizler ise tam dolarizasyonla önlenemez. Tam dolarizasyon bu tür riskleri sadece azaltır (Berg ve Borensztein, 2000(a), s.39).

Borçlanmanın önemli ölçüde yabancı para cinsinden olduğu (yükümlülük dolarizasyonunun görüldüğü) ekonomiler devalüasyona karşı oldukça kırılgandır. Örneğin, yabancı para cinsinden borçlanan bir karar birimi düşünülün. Ulusal para % 50 oranında devalüe olursa karar biriminin borcunun ulusal para cinsinden değeri de aynı oranda artar. Devalüasyon, yabancı para cinsinden borçlanan karar birimlerini borçlarını geri ödeyememe riskiyle karşı karşıya bırakarak ekonomiyi finansal bir krize sürükleyebilir. Kreditörler bu durumun farkında olarak karar birimlerine ödünç verirken dikkatli davranırlar. Yurtiçi üreticiler büyük ölçüde kreditörlere finansal olarak bağımlı çalıştıklarından yabancı para cinsinden borçlanmada yüksek bir faiz primiyle karşılaşılırlar. Ayrıca bu faiz primleri finansal bir kriz esnasında artabilmektedir. Çünkü, krizde bu karar birimlerinin bütçe gelirleri azalır ve ekonomideki tüm sektörlerde finansal koşullar kötüleştiğinden istikrar programları uygulamalarında normal vergi gelirlerinin arttırılmasına öncelik verilir. Ancak, krizlerde bu vergilerin arttırımı kolay olmadığından ulusal para devalüe edilerek dış rekabet gücü artışıyla gelir sağlanabilir. Sonuçta, yükümlülük dolarizasyonunun olduğu ülkelerde ulusal paranın devalüe olma riski bulunduğundan kreditörler ödünç verirken devalüasyon riskini içeren yüksek bir faiz uygularlar (Calvo, 1999, s.2) Bu koşullardaki bir ekonomide tam dolarizasyon ülkenin ulusal parasının devalüasyonu riskinden doğan primini düşürür.

Tam dolarizasyon, risk primini azaltarak faiz oranını daha düşük bir seviyeye indirir. Faiz oranının düşmesi ve uluslararası sermaye hareketlerinin istikrarının artması kamu borçlanma maliyetini büyük ölçüde düşürür ve yatırımlar ile ekonomik büyümenin daha yüksek bir seviyeye çıkmasına neden olur. Tam dolarizasyonla birlikte devalüasyon riskinden kaynaklanan faiz primi ortadan kalkar. Kısaca, tam dolarizasyon, devalüasyon riskini ortadan kaldırarak ödünç alanların borçlanma maliyetlerini de azaltmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.5).

Tam dolarizasyonda ulusal para olmadığından ulusal para cinsinden borçlanma mevcut değildir ve devalüasyon riski yoktur. Bu durum, yurtiçi yerleşiklerin kredi maliyetlerini düşürür. Dolarizasyon öncesinde, yabancı para cinsinden borçlanmak yerine ulusal para

cinsinden borçlanmakta mümkün olduğundan dolarizasyon diğer şeyler sabit iken ulusal para cinsinden borçlananlar açısından dezavantaj olabilmektedir

Kısaca, tam dolarizasyon bir ülkenin borçlanma maliyetlerini iki farklı yönde etkilemektedir. Tam dolarizasyon enflasyon vergisi kaybı yaratarak hükümetin bütçe kısıtını arttırmakta ve hükümeti alternatif finansman yöntemlerine itmektir. Bu alternatiflerden birisi borçlanmadır ve artan bütçe kısıtı baskısı borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır. Diğer taraftan, tam dolarizasyon, ulusal paranın devalüasyon (değer kaybı) riskini gidererek ülkenin borçlarını geri ödememe riskini (default risk) azaltmakta ve borçlanma maliyetlerini düşürmektedir (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.25). Tam dolarizasyonun borçlanma maliyetlerine net etkisi ise bu iki zıt etkiden hangisinin daha güçlü olduğuna bağlıdır.

Tam dolarizasyon yanlıları, devalüasyon riski ortadan kalktığından borçların geri ödenmeme riskinin azalmasını ve bu nedenle ülkenin dış borçlanmada karşılaştığı faiz oranının düşmesini beklerler. Bu gelişme iki nedenle ortaya çıkabilir. İlk olarak, yurtiçi yerleşikler veya hükümet genellikle yabancı para cinsinden yükümlülüklerle sahip iken, gelirleri ise ulusal paranın değerine bağlıdır. Ulusal para değer kaybederken yükümlülüklerin nisbi değeri artar ve ülke içinde iflaslar olur. Bu durum, ulusal para cinsinden varlıkların, yükümlülükleri karşılamamasından kaynaklanmaktadır ve dolarizasyon bu tür olumsuzlukları önleyebilmektedir. İkincisi, ulusal paranın değerini koruma sözü veren bir hükümet, spekülasyon atakları engellemek için sermaye kontrollerine başvurabilir. Sermaye kontrolleri ise ulusal para cinsinden ödünç alanların bu ödünçlerini yabancı para cinsinden ödünçlere çevirmelerini geciktirebilir. Bu koşullarda dolarizasyon, devalüasyon riskini elimine ederek borçların geri ödenmeme riskini azaltmak yerine arttırabilmektedir (Chang, 2000, s.8). Dolarizasyonun borçların geri ödenmeme riskini (default risk) ne yönde etkilediğine ilişkin fazla ampirik kanıt yoktur. Chang, 1998'in ikinci yarısı ile 1999 yılında Arjantin, Brezilya, Meksika ve Peru için borçların geri ödenmeme riskini ölçmeye çalışmıştır. Bu ülkelerin ulusal tahvillerinin getirileri ile ABD'nin beş yıllık hazine bonolarının getirileri arasındaki farkı borçların geri ödenmeme riskinin bir ölçüsü olarak almıştır. Para kurulu uygulayan Arjantin'in borçlarını geri ödememe riskinin, esnek kur sistemi izleyen Meksika ve Peru'dan daha fazla olduğunu saptamıştır. Mevcut ampirik kanıtlar, dolarizasyonun borçların geri ödenmeme riskini azalttığı yönündedir.

Tam dolarizasyonun bir diğer avantajı ulusal politikaların kredibilitesini arttırmasıdır (Chang, 2000, s.9). Tam dolarizasyon uygulamasını tersine çevirmek güçtür. Bu nedenle, tam

dolarizasyonda politikalara güven daha fazladır. Arjantin, bu tartışmaların en iyi örneklerindedir. Arjantin'de 1990'larda para kurulu uygulaması enflasyonun düşmesinde önemli bir rol oynamıştır. Para kurulunun bu başarısına karşın gelecekte para kurulu düzenlemesinin terkedileceği yönünden piyasada bir beklenti oluşmuş ve Arjantin hükümeti bu beklentileri doğrulayarak para kurulu uygulamasına son vermiştir. Ancak, tam dolarizasyonu tersine çevirmek para kuruluna göre güçtür. Bu nedenle tam dolarizasyon para kuruluna göre daha "güvenilirdir" (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.25). Kısaca, tam dolarizasyonu tersine çevirmek güç olduğundan para kurulu veya diğer döviz kuru rejimlerine göre tam dolarizasyon daha "güvenilir" (credible) görülmektedir.

Tam dolarizasyonun tersine çevrilemezliğinden sağlanan en önemli fayda ise gerçekte merkez bankasının para politikalarını uygulama gücünü sınırlandırmasıdır. Merkez bankası, izleyeceği politikaları kamuoyuna önceden ilan etmediği takdirde dolarizasyon merkez bankasının bu politikasına ilişkin kontrolünü zayıflatabilmektedir. Hükümet, genellikle vaadlerinden dönme eğilimindedir. Buna literatürde "zaman tutarsızlığı" problemi denilmektedir. Bu ise karar birimlerinin zamanla hükümetin vaadlerine güvenmemelerine neden olarak beraberinde hükümet politikalarına güvensizlik yaratmaktadır. Hükümetin genellikle sıfırdan farklı bir senyoraj geliri toplama imkanı mevcut iken vaadlerinden dönmektedir. Ancak, tam dolarizasyon bu senyoraj gelirleri toplama imkanını ortadan kaldırarak karar birimlerinin refahlarını arttırmaktadır (Chang ve Velasco, 2003, s.66).

Merkez bankası düşük enflasyonun gerçekleşeceği yönünde vaadde bulunmasına karşın, sürpriz bir şekilde yüksek enflasyon yaratarak istihdamı ve çıktıyı arttırmak isteyebilir. Merkez bankası bu politikayı sistematik olarak izler ise karar birimleri davranışlarını gerçekleştiren politikalara göre ayarlar ve artık sürpriz para politikası sürpriz olmaktan çıkar ve üretim ile istihdamı etkileme gücünü kaybederek sadece enflasyon yaratır. Bu noktada, tam dolarizasyon, merkez bankasının bu tür bir politika izlemesini (yanıltıcı taahhütte bulunmasını) önleyerek bu politikadan kaynaklanan enflasyonu önlemektedir. Ancak, tam dolarizasyonun, politika otoritesinin politika esnekliğini (policy flexibility) azaltmasının maliyeti de vardır. Çünkü, ekonomide dışsal şoklarla mücadele edilebilmesi gibi bazı durumlarda politika esnekliği avantajlı olabilmektedir. Tam dolarizasyon, para otoritesinin uygulamaya koyduğu para politikası üzerindeki kontrol gücünü zayıflatmakla kalmayıp yanıltıcı taahhütlerle sürpriz enflasyon yaratma dürtüsünü de azaltmaktadır. Tam dolarizasyonun tersine çevrilemezliğinin mali disiplini artırma yönü de vardır (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.25). Hükümet, esnek bir maliye politikası izleme eğiliminde iken tam

dolarizasyon kamunun senyoraj gelirleri ve dolayısıyla enflasyonist finansman seçeneğini elimine ederek hükümeti borçlanma seçeneğine zorlamaktadır.

Yabancı bir para kullanımı hükümeti daha disiplinli yapmaktadır. Bir anlamda tam dolarizasyon hükümetin elini bağlamaktadır. Enflasyonist finansmana başvuramayan hükümet, alternatif finansman kaynakları (yurtiçi borçlanma vs.) bulmak yerine “kendi evini düzene koymak” yönünde kendini kısıtlanmış hissedebilir (Calvo ve Végh, 1992, s.9). Bu koşullar hükümeti mali reformlar yapmaya zorlamakta ve harcamalarını azaltarak veya gelecekte vergilerini arttırarak finansman sağlamaya itmektedir. Bunun da ötesinde, hükümetin sürpriz bir devalüasyon yaparak borçlarını reddetme veya ödememe (repudiate) durumu dolarizasyonla ters yönde ilişkilidir (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.28). Bu yönden, dolarizasyon hükümetin kredibilitesini arttırmaktadır.

Tam dolarizasyonun anında gözlenemeyen ancak zamanla ortaya çıkan başka faydaları da bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde tam dolarizasyonun cazibesini arttıran en önemli etken, dolarizasyonun para krizlerini önleyebilmesidir. Ancak, mali durumlarının sürdürülebilirliği veya finansal sistemin kırılganlığı gibi endişelerle yatırımcıların ulusal varlıklardan kaçtıkları dış borçlanma krizlerini tam dolarizasyon önleyememektedir (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.13). Yine de dolarizasyon döviz kuru riskini gidererek krizlerin büyüklüğünü ve yayılmasını (contagion) sınırlandırarak daha istikrarlı bir finansal piyasa yapısı oluşturmaktadır.

Tam dolarizasyon, ülkeler arasındaki ekonomik bütünleşmeye katkı sağlamaktadır. Ülkelerin ortak bir para kullanımı finansal piyasaların bütünleşmesini arttırmaktadır. Örneğin, Panama’da doların yasal ödeme aracı olarak benimsenmesinin en önemli katkısı, Panama’nın bankacılık sistemi ile ABD’nin bankacılık sisteminin tam olarak bütünleşmesidir. Özellikle yabancı para cinsinden varlıkların ve yükümlülüklerin fazla olduğu ülkelerde oluşan kırılganlık para krizi riskini beraberinde getirebilmektedir. Dolarizasyonla birlikte uluslararası piyasalarla kolaylıkla bütünleşebilen güçlü finansal piyasalar ortaya çıkarak bu risk kaybolmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.15).

Parasal birlik formundaki dolarizasyonda üye ülkeler arasındaki ticaret akımları büyük ölçüde artmıştır. Dolayısıyla, parasal birliğin temel avantajı bu birliğe üye ülkeler arasındaki ticaret artışıdır. Dolarizasyonu benimseyen ülkenin merkez bankası ile diğer ülkenin merkez bankası arasında ekonomik anlamda bütünleşme olduğundan ülkeler arasındaki finansal

bütünleşme seviyesi artmaktadır. Ancak, ülkenin ekonomik bütünleşmesi dolarizasyona geçmeden önce de gerçekleşebilir (Antinolfi ve Keister, 2001, s.34). Tam dolarizasyonda tüm varlıklar yabancı paraya çevildiğinden sermaye kontrolleri güçleşebilir. Bu durumda, dolarizasyon finansal bütünleşmeyi artırarak ulusal finansal sistemin diğer finansal piyasalardan izole olmasını güçleştirmektedir (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.15). Dolarizasyonla birlikte ülkenin uluslararası piyasalarla bütünleşmesi ülkeyi dış rekabete açmakta ve ulusal yatırımcılar daha fazla yabancı finansal varlık elde edebilmektedir. Ayrıca, daha önce de belirtildiği gibi enflasyon deneyimi yaşayan ülkelerde ulusal paraya güven kaybolarak yurtdışına sermaye kaçıışı olmaktadır. Ancak, değeri istikrarlı yabancı bir paranın benimsenmesiyle birlikte parasal güven sağlanarak sermaye kaçıışı tersine çevrilmiştir (IMF, 1999, s.3).

Tam dolarizasyonun buraya kadar açıklanan üç temel avantajı yanında literatürde tartışılan üç temel dezavantajı bulunmaktadır. (i) Parasal bağımsızlık kaybına neden olması (ii) senyoraj gelirleri kaybı yaratarak ülkeye mali bir maliyet yüklenmesi (iii) merkez bankasının son ödünç verici işlevini veya para basma gücünü kullanarak finansal sisteme likidite sağlama imkanını kısıtlamasıdır (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.28). Merkez bankasının parasal bağımsızlık argümanı ile nihai ödünç verici işlevi bu bölümde ayrıntılarıyla açıklandığından, bu kısımda sadece tam dolarizasyonda senyoraj kaybı ampirik örneklerle tartışılacaktır.

Tam dolarizasyonu seçen bir ülke senyoraj gelirlerinden vazgeçmektedir. Tam dolarizasyonda senyoraj kaybının iki tür maliyeti bulunmaktadır. Birincisi, "stok" maliyetidir. Çünkü, tam dolarizasyonu seçen para otoritesi ulusal parayı dolaşımdan çekip yabancı parayla değiştirmek için halkın ve bankaların tuttukları ulusal para stokunu satın almak zorundadır. Dolayısıyla, tam dolarizasyonda ulusal para stokunun yabancı para stokuyla değiştirilmesi gerekir. Başka bir deyişle, parasal tabanı yabancı parayla değiştirmek için ülkenin uluslararası rezervleri kullanılır ve bundan kaynaklanan senyoraj geliri kaybı maliyete dahildir. Bu stoklar üzerinden senyoraj gelirleri yabancı merkez bankasına gidecektir (Chang ve Velasco, 2003, s.53). Ayrıca, tam dolarizasyona geçtikten sonra yabancı para stokunu arttırmak için yabancı para satın alınır ve bu satın alımlar da beraberinde maliyetleri getirir. Bu ise "akım" maliyeti oluşturur (Berg ve Borensztein, 2000(b), s.15). Para otoritesi para talebindeki artışları karşılamak için her yıl basacağı yeni para akımlarından sağlayacağı senyoraj gelirlerinden vazgeçmektedir. Yabancı para talebindeki artışlara karşılık gelecekte rezerv stoklarında artış olması gerekir ve bunlar için ayrılan kaynak kayıp gelir kapsamına girmektedir (Yeyati ve Sturzenegger, 2003, s.34).

Fischer (1982), bir kısım ülkenin kendi paralarını kullanmaktan vazgeçerek yabancı bir paraya geçmeleriyle oluşabilecek senyoraj maliyetlerini hesaplamıştır. Dolarizasyon durumunda bu maliyetler, yabancı ülkeye transfer edilen senyoraj maliyetleri ve bu merkez bankasının yüksek güçlü para yaratımında bağımsız kontrol gücünden vazgeçme maliyetidir. Ona göre ülke döviz kurunu sabitlese bile eğer kendi parasını kullanmıyor ise senyoraj kaybına uğramaktadır. Dolarizasyonun varlığında senyoraj maliyetlerini hem yıllık akım maliyeti hem de stok maliyeti olmak üzere iki şekilde hesaplamıştır. Bunu yaparken, banka rezervlerini faiz taşıyan formda aldığından parasal tabanın bu kısmında senyoraj kaybı olmamaktadır. Senyoraj kaybı sadece dolaşımdaki veya halkın tuttuğu ulusal paralardan oluşmaktadır. Bu varsayımlar altında dolarizasyonun akım maliyetini GSMH'nin yaklaşık %1'i kadar bulunurken, stok maliyetini ise GSMH'nin yaklaşık %10'u kadar bulmuştur. Ayrıca, yüksek güçlü paranın GSMH'ye oranının gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olduğunu ifade etmiştir. Fischer ülkeler arasındaki bu senyoraj kullanım farkını "aktif" ve "pasif" kullanımı olarak ikiye ayırmıştır. Pasif senyorajda, enflasyon yaratmadan sadece rutin para talebi artışını karşılayan yüksek güçlü para yaratılmasından doğan bir senyoraj geliri vardır. Aktif senyoraj da ise enflasyon yaratılarak senyoraj geliri elde edilmektedir. Arjantin, Uruguay, Şili ve Brezilya gibi yüksek enflasyonlu ülkelere senyoraj kullanımı "aktif" iken, hızla gelişen ülkelere ise "pasif"tir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelere yüksek güçlü paranın GSMH'ye oranının yüksek olması bu ülkelere aktif senyoraja; gelişmiş ülkelere bu oranın düşük olması ise pasif senyoraja işaret etmektedir.

Tam dolarizasyonu seçen bir ekonomi senyoraj gelirlerinden vazgeçerken, parası ödeme aracı olarak seçilen ülke bu senyoraj gelirine sahip olmaktadır. Ancak, gelişmekte olan ülkelere tam dolarizasyonun senyoraj kaybı büyüktür. Chang (2000) 1993-97 döneminde oldukça dolarize olan Arjantin, Brezilya ve Meksika'nın yıllık senyoraj gelirlerini hesaplayarak dolarizasyondan kaynaklanan yıllık senyoraj kayıplarını hesaplamıştır. Ulusal para miktarındaki yıllık artış veri iken, hem dolardan hem de ülkenin GSMH'nin bir yüzdesi olarak basılan ulusal paradan sağlanan gelir akımını (senyorajı) hesaplamıştır. Örneğin, Arjantin'in yıllık senyoraj geliri GSMH'sinin yaklaşık % 0.3'ü olarak, Brezilya'nın senyoraj gelirleri ise GSMH'sinin yaklaşık % 1.3 olarak hesaplanmıştır. Arjantin ve Brezilya ekonomileri birbirleriyle kıyaslandığında, Brezilya'dan ABD'ye senyoraj transferi, Arjantin'den ABD'ye transfer edilenin yaklaşık üç katıdır. Belki bu durum, Arjantin'de dolarizasyonun Brezilya'ya göre popüler olma nedenini açıklayabilir. Meksika'da ise yıllık senyoraj gelirleri GSMH'nin yaklaşık %1'i kadardır. Arjantin, Brezilya ve Meksika'daki senyoraj gelirlerinin farklı büyüklüklerde olması, bu ülke hükümetlerinin bütçelerinin

finansmanında senyoraaj gelirlerine dayanma derecelerinin farklı olduğunu göstermektedir. Bu ülkelerden, Arjantin’de senyoraaj kaybı temel bir mali intibak gerektirmemektedir. Ancak, Brezilya’da dolarizasyon oranı daha yüksek olduğundan bu ülkenin kamu harcamalarını azaltması veya yeni vergiler uygulamaya koyması gerekir (Chang, 2000, s.3). Arjantin, Brezilya ve Meksika’nın her yıl ABD’ye transfer etmek zorunda kaldıkları belirtilen orandaki kaynak miktarları “akım senyoraaj kayıplarını” göstermektedir. Tam dolarizasyonu seçen ülkelerde, bu yıllık senyoraaj transferlerine ilave olarak dolaşımdaki ulusal paralarla yabancı paraları değiştirmek için katlanılan bir “stok senyoraaj kaybı” vardır. Arjantin, Meksika ve Brezilya ülkeleri tam dolarizasyona geçmiş olsaydı dolarizasyonun ilk aşamasında oluşan bu maliyet GSYİH’nin %2 ile %4’ne eşdeğerdir (Chang, 2000, s.4).

Dolarizasyonda senyoraaj kaybının ölçümüne yönelik yapılan çalışmalar, senyoraaj maliyetlerinin önemsiz olmadığını göstermektedir. Gelecekte yabancı para talebinin artabileceği de göz önüne alınır ise bu artışla birlikte toplam senyoraaj maliyetleri de yükselecektir. Oldukça dolarize olan bir ülke senyoraaj kaybına uğramasına karşın, ulusal parayı başka formlarda kullanarak da gelir sağlayabilmektedir. Bu ülke, belli mevduatlara kanuni karşılık oranları yükleyerek de senyoraaj geliri elde edebilmektedir. Çünkü, merkez bankası bu rezervlerden faiz geliri elde etmekte ve bu gelirler de senyoraaj olarak bilinmektedir. Dolayısıyla, oldukça dolarize olan ekonomilerde merkez bankasının ticari bankaların mevduatlarından sağladığı senyoraaj gelirleri kaybolmamaktadır (Hausmann ve Powell, 1999, s.8). Ancak, dolarizasyonun senyoraaj gelirlerine etkisini tam olarak tahmin etmek güçtür. Dolarizasyonda ekonomik aktivitelerin artması normal vergi gelirlerini arttırarak kısmen de olsa senyoraaj gelirleri kaybını telafi edebilmektedir. Bununla birlikte, hükümetin senyoraaj gelirleri azaldığında harcamaları düşürmek, vergileri veya kamu borçlanmalarını arttırmak durumunda kalabilmektedir. Ancak, bu mekanizmaların uygun kullanımı için vergileme ve finansal politikaların da dikkate alınması gerekmektedir (Antinolfi ve Keister, 2001, s.32).

3.4. Değerlendirme

Bu bölümde ilk olarak para politikalarındaki, değişmeler ile para ikamesinin karşılıklı etkileşimleri üzerinde durulmuştur. Miles (1978)’in modelinde ulusal ve yabancı para olmak üzere sadece iki tür varlık vardır. Ulusal ve yabancı nominal faiz oranları (ya da paraları tutmanın fırsat maliyetleri) para ikamesini yönlendiren temel değişkenlerdir. Bu değişkenlerdeki değişmeler karşısında karar birimlerinin portföylerinde paraların dağılımı

değişmektedir. Ancak, ulusal para arzındaki değişmeler ulusal nominal faiz oranını etkilemekle birlikte bu etki değişiminin bir kerelik mi yoksa sürekli mi olduğuna bağlıdır. Ulusal para arzı bir kereye mahsus kalıcı olarak artarken para piyasasında denge ulusal para tutmanın fırsat maliyeti düşerek sağlanmaktadır. Ulusal nominal faiz oranının düşmesi ise ulusal para tutmanın yabancı paraya göre fırsat maliyetini düşürerek ulusal paranın nispi getirisini arttırmakta ve hem ulusal hem de yabancı yerleşiklerin ulusal para talepleri artmaktadır. Dolayısıyla, para arzının bir kereye mahsus artırılması ulusal paranın ülkeler arasında yeniden dağılımına yol açarak portföy bileşimini ulusal para lehine değiştirmektedir. Bu ise ulusal para talep fonksiyonunu istikrarsız kılarak para politikasının etkinliğini zayıflatmaktadır.

Para arzının bir kereye mahsus değil de sabit bir hızda sürekli artırılması halinde ise farklı sonuçlar yaratmaktadır. Para arzının sabit oranlarda artırılması karar birimlerinin enflasyon beklentilerini arttırarak nominal faiz oranlarının da artmasına neden olmaktadır. Ulusal nominal faiz oranlarının artması ise karar birimlerinin ulusal para tutma maliyetlerini arttırarak getirisi nisbeten yükselen yabancı paraya kaydırmaktadır. Ayrıca, ulusal para arzının sabit oranlarda artırılması fiyatlar genel seviyesini de arttırarak ulusal paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır. Bu model para politikalarındaki değişmelerin portföy bileşimini yabancı para lehine değiştirerek para ikamesi yaratmasına ve bu olgunun da her iki ülkenin para talep fonksiyonlarını istikrarsız kılarak ülkeler arasında parasal bağımlılık yaratmasına işaret etmektedir. Bu model para politikalarındaki değişmelerin ülkeler arasında parasal akımlar yarattığını açıklamakta ve politik değişmeler ile para ikamesini birlikte analiz etmektedir.

Para ikamesi istikrar programlarında nominal çıpa seçimini etkilemektedir. Daha önce de belirtildiği gibi para ikamesinin asıl nedeni yüksek enflasyondur. Yabancı paralardan ulusal paraya dönüş olabilmesi (ters para ikamesi) ya da para ikamesinin gerçekleşmemesi için ulusal paranın nispi getirisinin artması gerekir ve bu ise yüksek enflasyonun düşmesine bağlıdır. Dezenflasyon programları genellikle para arzı ile döviz kurundan birinin sabitlenmesine dayanmaktadır. Literatürde, ulusal para arzı büyük ölçüde yabancı paralardan oluşmuş iken para otoritesinin bu parasal büyüklüğün özellikle dolaşımdaki yabancı paralar kısmını kontrolünün güç olduğu ve bu nedenle para arzının değil döviz kurunun sabitlenmesinin daha etkin olduğu yönünde fikir birliği oluşmuştur. Bu fikrin temelinde esasında hem esnek döviz kurlarının kur belirsizliği yaratarak para ikamesi oluşturduğu hem de para ikamesinin döviz kuru oynaklıklarını arttırdığı düşüncesi bulunmaktadır. Dolayısıyla,

döviz kuru esnek iken, karar birimlerinin karşı karşıya olduğu kur riski artmakta ve bu ise döviz kurunun sabitlenmesini gerektirmektedir.

Bu bölümde para politikalarının etkinliği çerçevesinde merkez bankasının “nihai ödünç verici” işlevi de değerlendirilmiştir. Merkez bankası para arzını arttırarak gelir elde edebilmekte ve bu gelirleri ise harcamalarının dışında likidite sıkışıklığı yaşayan finansal kesime kaynak aktararak da kullanabilmektedir. Ancak, para ikamesi, merkez bankasının sürekli yüksek güçlü para yaratarak gelir sağlama imkanını sınırlamaktadır. Bu argüman eleştirilere maruz kalmakla birlikte merkez bankasının bu işlevinin sadece para basmayla sınırlı olmadığı savunulmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesi merkez bankasının para basarak gelir sağlama ve bu şekilde bankalara kaynak aktarma gücünü sınırlandırmakla birlikte yabancı kredi alımlarını ve kanuni karşılık oranları yoluyla gelir sağlama imkanını sınırlandırmamaktadır. Bu olgunun varlığında bile merkez bankası aktif likidite politikaları izleyerek banka krizlerinin üstesinden gelebilmektedir.

Bu bölümde para ikamesi altında para politikasının etkinliğini takiben maliye politikasının etkinliği tartışılmıştır. Maliye politikasının etkinliği ise iki yaklaşım altında incelenmiştir. Birinci yaklaşımda para ikamesinin enflasyon vergisinin miktarına etkisi gösterilmektedir. Enflasyon oranı yüksek iken, karar birimleri genellikle enflasyon vergisinin olumsuz etkisinden kaçınmak için ulusal paradan değeri istikrarlı yabancı paralar ile bu paralar cinsinden varlıklara kayabilirler. Bu süreç ise hükümetin enflasyon vergisi gelirlerinin düşmesine ve bu gelirleri arttırmak için ilave önlemler almaya zorlamaktadır. Ancak, hükümetler, sermaye kontrolleri yaparak yabancı paraların kullanımına kısıtlamalar getirebildikleri gibi ulusal paranın cazibesini arttırmaya yönelik faiz politikaları da uygulayarak enflasyon vergisi gelirlerini korumaları da mümkündür. Bu bölümde, para ikamesinin enflasyon vergisinin miktarına etkisi Laffer eğrisi çerçevesinde incelenerek bu eğrinin şeklini değiştirdiğine işaret edilmiştir. Para ikamesi yok iken hükümetlerin enflasyon oranlarını arttırarak daha fazla gelir sağlama imkanları olmasına karşın, para ikamesinin varlığı ulusal reel para balanslarından alınan bu verginin azalmasına neden olarak bu eğrinin etkin bölgesini küçültmekte ve daha solda zirve yapmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesi hükümetlerin mali imkanlarını kısıtlayarak bunları ilave finansal reformlar yapmaya zorlamaktadır.

İkinci yaklaşımda para ikamesinin varlığında enflasyon vergisinin optimalitesi tartışılmaktadır. Kamu finansman yaklaşımı olarak bilinen bu yaklaşımda para ikamesinin

enflasyon vergisinin optimalitesini ne yönde etkilediği araştırılmaktadır. Bu konuda Végh'in iki modeline yer verilmiştir. İlk modelde ulusal ve yabancı paralar değişim aracı işlevi görmekte ve karar birimi bu paraları işlem maliyetlerini azalttığı için talep etmektedir. Modelde, yabancı paranın kullanımı işlem maliyetlerini azaltmakla birlikte yabancı nominal faiz oranının pozitif olması ise tüketimin fiyatını arttırarak bir vergi işlevi görmektedir. Dolayısıyla, pozitif bir yabancı nominal faiz oranı ya da yabancı enflasyon vergisi, malların fiyatını arttırmakla birlikte karar biriminin boş zaman ve tüketim seçiminde boş zaman lehine sapma yaratmaktadır. Ekonomide yabancı paranın varlığında oluşan bu sapma ise pozitif bir ulusal nominal faiz oranı ya da ulusal enflasyon vergisiyle giderilebilmektedir. Ancak, modelde optimal yurtiçi nominal faiz oranı sadece yabancı nominal faiz oranının bir fonksiyonu olup kamu harcamasının seviyesinden bağımsızdır. Bu nedenle, yabancı nominal faiz oranı pozitif iken, pozitif bir yurtiçi nominal faiz oranı uygulamanın optimal olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonucun arkasında hükümetin kamu harcamasının olmadığı ve dolayısıyla gelire ihtiyaç duymadığı varsayımı mevcuttur.

İkinci modelde ise öncekinden farklı olarak hükümetin işgücünden ücret geliri vergisi aldığı ve enflasyon vergisine ilave olarak yabancı para balanslarından da vergi alabildiği varsayılmıştır. Bu modelde enflasyon vergisi, kamu harcamaları ve para ikamesi birlikte analiz edilmektedir. Modele göre hükümet yabancı para balanslarını vergilendirebilmekte iken optimal enflasyon vergisi, kamu harcaması ve yabancı nominal faiz oranının seviyesinden bağımsız olarak sıfır olması gerekir. Çünkü, hükümet yabancı parayı vergilendirerek karar birimlerinin yabancı para taleplerini kısıtlayabilmektedir. Ancak, yabancı para balansları vergilendirilmemekte iken üç farklı senaryoya göre değişik sonuçlar bulunmuştur. İlki, kamu harcaması sıfır iken, optimal enflasyon vergisi yabancı nominal faiz oranının seviyesinden bağımsız olarak sıfırdır. Pozitif bir yabancı nominal faiz oranı tüketim üzerinde bir vergi işlevi görmesine karşın, hükümet bu sapmayı ilave bir vergi yükleyerek azaltamayabilir. İkincisi, kamu harcamasının seviyesi pozitif iken, yabancı nominal faiz oranı da pozitif ise pozitif bir enflasyon vergisi optimaldir. İşgücünden alınan gelir vergisi tüketimin fiyatını arttırmaktadır. Bu nedenle, kamu harcamasının artması, bu vergiyi pozitif kılmakta ve yabancı para balanslarını tutmanın özel maliyetini sosyal maliyetine göre arttırmaktadır. Bu durumda ise karar birimlerinin yabancı para balansları talebi artarken sapma oluşmakta ve bu ise hükümetin pozitif bir enflasyon vergisi yüklemesini optimal kılmaktadır. Üçüncüsü, kamu harcaması ve yabancı nominal faiz oranı pozitif iken enflasyon vergisini uygulamak optimaldir. Bu analizde ulusal enflasyon vergisi ya da yurtiçi nominal faiz oranı, kamu harcaması ile yabancı enflasyon vergisinin seviyesine bağlıdır.

Bu bölümde para ikamesinin enflasyon vergisinin optimalitesine etkisini takiben tam dolarizasyonun avantajları ve dezavantajları incelenmiştir. Bu olgunun en önemli avantajı, ülkenin uluslararası kredi alımlarını arttırması ve ulusal paranın devalüasyon riskini ortadan kaldırarak borçların geri ödenmeme riskini azaltmasıdır. Bunun yanısıra, tam dolarizasyon hükümetin bütçesini enflasyonla finanse etme imkanını ortadan kaldırarak hükümeti harcamalarını kısma, olağan vergi gelirleri ile borçlarını arttırma gibi mali reformlar yapmaya zorlamaktadır. Tam dolarizasyonun en önemli dezavantajı ise senyoraj kaybıdır. Ancak, tam dolarizasyonun bu dezavantajı bazı iktisatçılarda avantaj olarak görülmekte ve mali bir disiplin yükleyerek hükümetin kredibilitesini arttırdığı savunulmaktadır.

SONUÇ

Bu çalışmada para ikamesi ile para ve maliye politikalarının karşılıklı etkileşimleri üzerinde durularak iktisadi sonuçları belirlenmeye çalışılmıştır. Para ikamesinin temel nedeni yüksek ve değişken enflasyonun ulusal paranın ve bu para cinsinden finansal varlıkların reel getirilerini yabancı para(lar) ve bu para(lar) cinsinden finansal varlıklara göre düşürmesi iken, ulusal ülkede kambiyo kontrollerinin kaldırılarak finansal aktivitelerin genişlemesi ve ulusal bankacılık kesiminde döviz cinsinden mevduat açma üzerindeki sınırlamaların kaldırılması da bu olguyu tetiklemektedir.

Para ikamesi esas olarak güçlü enflasyonist baskılar, düşük faiz oranları, zayıf dış ticaret dengesi ve döviz kurlarının belirsizliği gibi makroekonomik istikrarsızlıklardan kaynaklanmakla birlikte belli ölçüde de bu istikrarsızlıkları giderebilmektedir. Dolayısıyla, makroekonomik politikalardan para ikamesine giden bir ilişki mümkün iken, para ikamesi de bu politikalar üzerinde önemli sonuçlar doğurmaktadır. Bu çalışmada bu çift yönlü nedensellik ilişkisi üzerinde durulmuştur.

Karar birimlerinin ulusal para taleplerini kısarak değeri istikrarlı yabancı para taleplerini arttırmaları bir taraftan ulusal para talep fonksiyonlarını istikrarsız kılarak para politikalarını etkilemekte; diğer taraftan enflasyon vergisi gelirlerini düşürerek maliye politikalarını etkilemektedir.

Gerçeklerden kısmen soyutlanarak ve belli varsayımlar altında yapılan para ikamesinin para ve maliye politikalarının etkinliklerini değerlendiren teorik modellerinin gösterdiği gibi para ikamesi merkez bankasının para arzını kontrol etme anlamında bağımsızlığını zayıflatmakta ve enflasyonist finansman yoluyla bütçe açıklarını finanse etme gücünü sınırlamaktadır.

Para talep fonksiyonunun istikrarı para politikalarının uygulanmasında önemlidir. Para talep fonksiyonu istikrarlı iken paranın dolaşım hızı da istikrarlı olduğundan belirlenen para politikası hedeflerine ulaşmak mümkündür. Ancak, para talep fonksiyonu istikrarsız ve tahmini güç iken paranın dolaşım hızı da saptanamadığından para politikasının toplam harcamalar üzerindeki etkisinin öngörülmesi güçleşmektedir. Para ikamesi altında merkez bankasının para arzını kullanarak etkili bir para politikası izlemesi ve toplam harcamalar yoluyla ekonominin bütününe yönlendirmesi de güçtür. Para politikasının etkinliğini

belirleyici faktör para talep fonksiyonunun istikrarlı olması ve para otoritesinin para politikası aracılığıyla nominal para stokunun kontrolünü sağlamasıdır.

Para ikamesinin varlığı merkez bankasının para politikası araçlarını kullanımını etkilemektedir. Para ikamesinin doğrudan ve dolaylı mekanizmalarının gösterdiği gibi ulusal ve yabancı paraları tutma maliyetleri farklı iken karar birimlerinin ulusal ve yabancı faiz taşıyan finansal varlık talepleri değişerek ulusal para stoku etkilenmektedir. Ulusal ve yabancı paraların eşanlı dolaşımının yarattığı istikrarsızlıklar ise döviz müdahaleleriyle giderilebilmektedir. Merkez bankası döviz piyasasına müdahale ederek kuru sabit tutmakta ve paralar arasındaki değişim değerini koruyabilmektedir. Sabit kur sisteminde görülen arz yönlü para ikamesinde ülkeler arasında parasal bağımlılık olduğundan para otoritesinin para arzını kontrol etme anlamında bağımsızlığı yoktur. Para ikamesinin bu türü parasal bağımsızlık kaybının en güçlü biçimi olmakla birlikte esnek kur sisteminde görülen talep yönlü para ikamesi de paranın dolaşım hızını değişken kılarak para talep fonksiyonunu istikrarsızlaştırmakta ve para arzı üzerindeki kontrolü güçleştirmektedir.

Para ikamesinin tanımlama ve ölçüm güçlükleri nedeniyle olduğundan düşük tahmini veri iken para otoritesi de bu tahminlere dayanarak para politikalarını belirlemektedir. Gerçekte, para ikamesi para talebinin istikrarsızlığını artırarak tahminini güçleştirmekte ve bu nedenle para politikalarını uygulama güçlükleri ile karşılaşmaktadır. Para ikamesi, özellikle dolaşımdaki yabancı paraları içeren geniş parasal büyüklüklerin merkez bankasınca kontrol edilebilirliğini sınırlandırmaktadır. Çünkü, para ikamesinin varlığında para arzı kapsamında yabancı paralar da bulunmakta ve ulusal para arzı dolaşımdaki yabancı paraların ulusal para cinsinden değerlerini de kapsamaktadır. Bu nedenle, yabancı paralar, ulusal para arzının kontrol edilemeyen bir bileşenini oluşturmaktadır. Bu durum politika yapıcının para arzını kullanarak enflasyonu kontrol etmesini engelleyebilmektedir. Dolayısıyla, para ikamesi altında para otoritesinin yabancı paraları da içeren geniş parasal büyüklükleri kontrolü zorlaşmakta ve para arzı endojen olarak belirlenmeye başladığından para arzı nominal çıpa olarak kullanılamamaktadır.

Karar birimleri beklenen nispi getirilerine dayanarak farklı paralar arasında ikame yaptıkça para arzı endojenleşmekte ve merkez bankasının kontrolü dışında kalmaktadır. Bu noktada merkez bankası para arzı büyüme hızını düşürerek ya da para arzını sıkılaştırarak enflasyon oranını düşürme gücünü yitirmekte ve nominal çıpa olarak para arzı yerine döviz kuru ön plana çıkmaktadır. Para ikamesi bu anlamda parasal kontrol (etkinlik) kaybı yaratmakta ve

para politikasının etkinlik kaybı ise nominal çıpa olarak dvız kurunun cazibesini arttırmaktadır. Ayrıca, esnek kur sisteminde kura ilişkin belirsizlik karar birimlerinin paralar arasındaki tercihlerini değiştirebilmekte ve dolayısıyla nominal çıpa olarak para arzının kırılganlığını artırarak dvız kurunun sabitlenmesini zorunlu kılmaktadır.

Para ikamesinin varlığı merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolünü gcleştiren likidite sıkışıklığı yaşayan finansal kesime para basarak kaynak aktarmasını da engellemektedir. Bu koşullarda bankalar mevduatlarının geri çekilmesiyle karşılaştıkları likidite problemlerini merkez bankalarından kredi talep ederek karşılayamamaktadır. Bankalarda başlayan bu likidite krizi mevduat sigortası ve yabancı kredi alımları gibi finansal politikalara ihtiyaç göstermektedir. Dolayısıyla, para ikamesi altında nihai dnc verme işlevini de önemli ölçüde kaybeden para otoritesi ya mevduat sigorta fonu oluşturarak ya da uluslararası kredi kuruluşlarından kredi alarak veya her ikisini de uygulayarak bu işlevini kısmen yerine getirebilmekte ve önemli maliyetler üstlenmek durumunda kalmaktadır. Ancak, merkez bankası para basarak finansal sisteme sınırlı bir şekilde müdahale edebilmekte ve para basımı ise enflasyonu gittikçe arttırarak finansal krizleri önlemek yerine daha da arttırabilmektedir.

Para ikamesi para otoritesinin sürpriz politika yoluyla üretimi ve istihdamı uyarma gücünü de sınırlamaktadır. Bu anlamda para ikamesi para otoritesinin sistematik politikasının mevcut etkinsizliğini daha da arttırarak uygulamaya koyduğu para politikası üzerindeki kontrol gücünü zayıflatmakla kalmayıp bu şekilde sürpriz enflasyon yaratma gücünü de azaltmaktadır.

Para otoritesinin demeler dengesini iyileştirmek için ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerini dştirmesi (devalüasyon politikası izlemesi) yabancı para cinsinden yükümlülüklerin fazla olduğu zayıf bankacılık kesiminin bilançolarını olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla, oldukça dolarize olan ekonomilerde devalüasyon önemli bir politika enstrümanı olma özelliğini yitirmekte ve uygulanması ise politika yapıcıyı demeler dengesini iyileştirme ile para politikasını etkin bir şekilde yürütme gücü arasında bir seçim yapmaya itmektedir.

Karar birimlerinin ulusal paradan ulusal faiz taşıyan finansal varlıklar ile yabancı para(lar) ve bu para(lar) cinsinde faiz taşıyan finansal varlıklara kaymaları hükümetin parasal taban üzerinden sağladığı senyoraj gelirlerini dştrerek harcamalarını bu şekilde finanse etme

gücünü tehlikeye atmaktadır. Para ikamesi vergi tabanı reel ulusal para stoku ve vergi oranı enflasyon oranı olan enflasyon vergisi gelirlerini azaltarak veri bir bütçe açığının giderek artan enflasyon oranlarıyla finansmanını zorunlu kılmaktadır. Dolayısıyla, para ikamesinin başlangıç noktası yüksek enflasyon olmakla birlikte bütçe açıkları para basılarak finanse edilmekte ise bu olgu mevcut enflasyonun giderek artmasına neden olmaktadır. Enflasyonist finansman politikasından para ikamesine giden bir ilişki olmakla birlikte bu nedensellik ilişkisi tersine de dönebilmektedir.

Para ikamesi beraberinde önemli senyoraj kaybı maliyeti getirmektedir. Bu kayıp, ulusal paranın tamamen yabancı bir parayla ikame edilmesi ya da tam dolarizasyon durumunda daha belirgin olmakta ki tüm stok maliyetleri parası benimsenen yabancı merkez bankasına aktarılmaktadır. Ancak, tam dolarizasyonda yabancı merkez bankası sadece nakit formda tutulan paralardan senyoraj geliri elde edebilmekte ve faiz geliri sağlayan mevduatlardan senyoraj geliri sağlayamamaktadır. Dolayısıyla, sadece yabancı para cinsinden tutulan para balansları yabancı ülkenin senyoraj gelirlerini arttırmaktadır. Para ikamesinin varlığında senyoraj kaybı esas olarak paralar arasındaki ikame esnekliğine bağlıdır. Para ikamesinin esnekliği düşük iken karar birimleri paralar arasında kolaylıkla kayamadıklarından hükümetin veri bir bütçe açığını enflasyonla finanse etme gücü de zayıflamaz. Oysa, para ikamesinin esnekliğinin yüksek olduğu koşullarda karar birimleri değeri enflasyonla birlikte azalan ulusal paradan değeri nispeten yükselen yabancı paralara kolaylıkla geçebildiklerinden enflasyonist finansman mekanizmasının zayıflaması daha belirgindir.

Hükümet ulusal para cinsinden mevduatların faiz oranlarını yükseltici uygulamalarla yabancı paraların talebini caydırabileceği gibi kambiyo kontrolleriyle de bu paraların kullanımını sınırlandırarak senyoraj gelirlerini arttırabilmektedir. Para ikamesinin en uç noktası olan tam dolarizasyon bir taraftan hükümetin bütçe açığını senyoraj yoluyla finanse etme gücünü sınırlandırarak kredibilitelerini arttırmakta; diğer yandan başka bir olağandışı finansman yöntemi olan dış borçlanma alternatifini güçlendirerek borçların geri ödenmeme riskini azaltmaktadır. Tam dolarizasyon, hükümetin düşük maliyetle uluslararası kredi alımına neden olarak ülkenin uluslararası düzeyde finansal bütünleşmesine ortam yaratmaktadır.

Para ikamesi altında enflasyonist finansman mekanizmasının optimal olup olmadığını sorgulayan teorik modeller ise yabancı enflasyon oranı ya da yabancı nominal faiz oranı pozitif iken nispi mal fiyatlarındaki sapmaları minimize eden bir yurtiçi enflasyon oranının tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Dolayısıyla, para ikamesi enflasyon vergisi

gelirlerini azaltmakla birlikte yabancı enflasyon vergisindeki değişmelerin ulusal ekonomide yarattığı sapmaları minimuma indirecek düzeyde bir enflasyon vergisi almak optimaldir.

Para ikamesi enflasyonist finansman kadar normal vergi gelirleri üzerinde de önemli sonuçlar yaratmaktadır. Bu olgu özellikle mal ve döviz kaçakçılığı gibi enformel kanallar yoluyla gerçekleşmekte iken para ikamesi hükümetin ithalat ile mal ve hizmetlerden aldığı satış vergileri bağlamında gelir vergilerini düşürerek maliye politikasının etkisizliğini daha da artırmaktadır. Para ikamesi altında senyoraj kaybına yönelik literatürün yoğunluğuna karşın gelir vergilerinin kaybına yönelik çalışmalar yok denecek düzeydedir. Dolayısıyla, para ikamesinin maliye politikasının etkinliği etkisi bağlamında gelir vergilerinin yapısı konunun araştırılmayı bekleyen kısımlarını oluşturmaktadır.

KAYNAKÇA

Akçay, O. C., C. E. Alper ve M. Karasulu, "Currency Substitution and Exchange Rate Instability: The Turkish Case", *European Economic Review* 41, (1997), 827-835

Aktan, C. C., U. Utkulu ve S. Togay, Nasıl bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar için Alternatif Öneriler, İMKB Yayınları, İstanbul, 1998.

Akyazı, H., Para Kurulu ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma, Türkiye Bankalar Birliği, No: 214, İstanbul, 2002.

Altinkemer, M., "Para İkamesi, Hiperenflasyon ve İstikrar Programları" *TCMB Tartışma Tebliği*, No: 9629, (1996), 287-298.

Antinolfi, G. and T. Keister, "Dollarization as a Monetary Arrangement for Emerging Market Economies", *Review – Federal Reserve Bank of St. Louis*, 83(6), (2001), 29-39.

Berg, A. and E. Borensztein, "The Dollarization Debate", *Finance & Development*, 37(1), (2000(a)), 38-42.

Berg, A. and E. Borensztein, "The Pros and Cons of Full Dollarization", *IMF Working Paper*, 50, (2000(b)), 1-34.

Berg, A. and E. Borensztein "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies", *IMF Working Paper*, 29, (2000(c)), 1-31.

Bergstrand, J. H. and T. P. Bundt, "Currency Substitution and Monetary Autonomy: The Foreign Demand for US Demand Deposits" *Journal of International Money and Finance* 9, (1990), 325-334.

Bernholz, P. "Currency Competition, Inflation, Gresham's Law and Exchange Rate", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 145, (1989), 465-488.

Bofinger, P., Monetary Policy, Goals, Institutions, Strategies and Instruments, Oxford University Press, 2001

- Boyer, R. S. "Currency Substitution, the Yield Curve and North American Monetary Policy" *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edited by P. Mizen and E. Pentecost, Edward Elgar Publishing, 1996, 96-117.
- Boyer, R. S. and G. H. Kingston, "Currency Substitution under Finance Constraints", *Journal of International Money and Finance*, 6, (1987), 235-250.
- Broda, C. and E. L. Yeyati, "Dollarization and the Lender of Last Resort", *Dollarization Debates and Policy Alternatives*, The MIT Press, Cambridge, 2003, 101-133.
- Calvo, G. A. and C. A. Rodriguez, "A Model of Exchange Rate Determination Under Currency Substitution and Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, 85(3), (1977), 617-625.
- Calvo, G. A. and C. A. Végh, "Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction, *IMF Working Paper*, 40, (1992), 1-54.
- Calvo, G. A. and C. A. Végh, "Currency Substitution in High Inflation Countries", *Finance & Development*, 30 (1), (1993), 34-37.
- Calvo, G. A. and C. A. Végh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", *Contemporary Economic Policy*, 12(2), (1994), 35-45.
- Calvo, G. A. and C. A. Végh, "From Currency Substitution to Dollarization and Beyond: Analytical and Policy Issues" in Guillermo A. Calvo, ed., *Money, Exchange Rates and Output*. Cambridge, MA: MIT Press, 1997, 153-175.
- Calvo, G. A. "Testimony on Full Dollarization", 1999 <www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>
- Calvo, G. A., "Testimony on Dollarization", 2000, <www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>
- Chang, R. "Dollarization: A Scorecard", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, (2000), 1-12.

Chang R. and A. Velasco, "Dollarization: Analytical Issues", *Dollarization Debates and Policy Alternatives*, The MIT Press, Cambridge, 2003, 53-77.

Chetty, K. V. "On Measuring The Nearness of Near Money", *American Economic Review* 59, (1969), 270-281.

Civcir, İ. "Dollarization and Its Lon-run Determinants in Turkey", *Conference Papers*, (2003), 1-33.

Clower, R. W. "A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory", *Western Economic Journal*, 6, (1967), 1-9.

Cohen, B., J., "Political Dimensions of Dollarization", *Federal Reserve Bank of Dallas*, March 6-7, (2000), 1-12.

Cuddington, J. "Currency Substitution, Capital Mobility and the Demand for Domestic Money", *Journal of International Money and Finance*, 2, (1983), 111-133.

Çakmak, E., H. Aksu ve S. Başar, "Fisher Hipotezi'nin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi: 1989-2001", *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt:16, Sayı:3-4, (2002), 31-40.

Davidson, P. "Dollarization, The Functions of A Central Bank and The Ecuadorean Economy" Paper presented at the 75th anniversary of the Central Bank of Ecuador, (2002), 1-30.

Dean, J. W. "De facto Dollarization" Prepared for a conference, *To dollarize or not dollarize exchange-rate choices* for the Western Hemisphere, October 4-5, 2000.

Dornbusch, R. "Exchange Rates and Inflation", 1988.

Dornbusch, R. "Fewer Monies, Better Monies", Massachusetts Institute of Technology, (2000), 1-10.

El-Erian, M. A. "Foreign Currency Deposits in LCDs" *Finance & Development*, 24(4), (1987), 38-40.

Engel, C. "The Trade Balance and the Real Exchange Rate under Currency Substitution" *Journal of International Money and Finance*, 8, (1989), 47-58.

Fischer, S. "Seigniorage and the Case for a National Money", *Journal of Political Economy*, 90, (1982), 295-313.

Frankel, J. A., "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence" *Scandinavian Journal of Economics* 78(1), (1978), 200-224.

Friedman, M. "Government Revenue from Inflation" *Journal of Political Economy*, 79, (1971), 846-856.

Gärtner, M., *Macroeconomics under Flexible Exchange Rates*, LS Handbooks in Economics Series, England, 1993.

Giovannini, A. and B. Turtelboom, "Currency Substitution", *NBER Working Paper* No.4232, (1992), 1-54.

Girton, L. and D. Roper, "Theory and Implications of Currency Substitution", *Journal of Money Credit and Banking*, 13 (1), (1981), 12-30.

Hakioğlu, D. "Türkiye'de Para İkamesi" *TCMB Tartışma Tebliği*, No: 8801, 1988.

Haslag, H. J. "Seigniorage Revenue and Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of Dallas*, (1998), 10-20.

Hausmann, R. and A. Powell, "Dollarization: Issues of Implementation", *Inter-American Development Bank*, (1999), 1-20.

Hubbard, G. R., *Money, the Financial System, and the Economy*, Fourth Edition, United States of America, 2002.

Humpage, O. F. "An Incentive-Compatible Suggestion for Seigniorage Sharing with Dollarizing Countries" *Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Papers*, (2002), 1-10.

IMF, Monetary Policy in Dollarized Economies, *Occasional Paper*, 171, (1999), 1-7.

Isard, P. "How Far Can We Push the Law of One Price?", *American Economic Review*, 67, (1977), 942-948.

İmrohoroğlu, S. "International Currency Substitution and Seigniorage In A Simple Model of Money", *Economic Inquiry*, 34(3), (1996), 568-578.

Joines, D. H. "International Currency Substitution and the Income Velocity of Money" *Journal of International Money and Finance*, 4, (1985), 303-316.

Kiguel, M. A. and P. A. Neumeyer, "Seigniorage and Inflation: The Case of Argentina" *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(3), (1995), 672-82.

Kraft, E. "Monetary Policy under Dollarization: the Case of Croatia", 8th *Dubrovnik Conference on Transition Economies*, June 27-28, (2002), 1-31.

Krueger, R. and J. Ha, "Measurement of Cocirculation of Currencies" *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edited by P. Mizen and E. Pentecost, Edward Elgar Publishing, 1996, 60-77.

Kouri, P. "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and the Long Run: A Monetary Approach", *Scandinavian Journal of Economics*, 78, (1976), 280-304.

Kural, V. "Para İkamesi Altında Enflasyonist Finansman" *Hazine Dergisi*, 5, (1997), 45-56.

Lewis, M. and P. D. Mizen, *Monetary Economics*, Oxford University Press, 2000.

Liviatan, N. "Monetary Expansion and Real Exchange Rate Dynamics" *Journal of Political Economy*, 89, (1981), 1218-27.

Makin, A. J., *International Macroeconomics*, Financial Times United Kingdom, 2002.

Mckinnon, Ronald I., "Direct and Indirect Concepts of International Currency Substitution" *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edited by P. Mizen and E. Pentecost, Edward Elgar Publishing, 1996, 44-59.

Melvin, M. "The Dollarization of Latin America as a Market-enforced Monetary Reform: Evidence and Implications", *Economic Development and Cultural Change*, 36, (1988), 543-558.

Melvin, M. and G. A. de la Parra, "Dollar Currency in Latin America: A Bolivian Application", *Economic Letters*, 31, (1989), 393-397.

Melvin, M. and B. Peiers, "Dollarization in Developing Countries: Rational Remedy or Domestic Dilemma?" *Contemporary Economic Policy*, 14(3), (1996), 30-40.

Miles, M. A. "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates and Monetary Independence" *The American Economic Review*, 68 (3), (1978), 428-436.

Milner, C., P. Mizen and E. Pentecost, "The Impact of Intra-European Trade on Sterling Currency Substitution" *Weltwirtschaftliches Archiv*, 132 (1), (1996), 160-171.

Mizen, P. and E. J. Pentecost, "Currency Substitution in Theory and Practice" *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edited by P. Mizen and E. Pentecost, Edward Elgar Publishing, 1996, 8-43.

"Moody's'de Müzakere Tedirginliği", *Referans*, 26 Ağustos 2004, s.5.

Nichols, D. A. "Some Principles of Inflationary Finance" *Journal of Political Economy*, 82, (1974), 423-430.

Nicholson, W., *Microeconomic Theory Basic Principles and Extensions*, Seventh Edition, The Dryden Press, 1998.

Ortiz, G. "Currency Substitution in Mexico: The Dollarization Problem" *Journal of Money, Credit and Banking*, 15 (2), (1983), 174-185.

- Oskooee, M. B. and İ. Domaç, "On the Link between Dollarization and Inflation: Evidence from Turkey" *The Central Bank of Turkey Discussion Papers*, (2002), 1-30.
- Özel, S., Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz, Deniz Bank Yayınları No:5, İstanbul, 2000.
- Pérez, L. L. "The Implications of Currency Substitution Experiences in Latin America and in Eastern Europe for Cuba" *Cuba in Transition*, 4, (2000).
- Phelps, E. S., "Inflation in the Theory of Public Finance" *Swedish Journal of Economics*, (1973), 67-82.
- Ramirez-Rojas, C.L. "Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay", *IMF Staff Papers*, 32, (1985), 629-667.
- Rodríguez, C. A., "Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?" *IMF Working Paper* ,81, (1992), 1-28.
- Rosenberg, M. R., *Currency Forecasting A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*, United States of America, 2002.
- Sahay, R. and C. A. Végh, "Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications", *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edited by P. Mizen and E. Pentecost, Edward Elgar Publishing, 1996, 193-224.
- Savastano, M. A., "Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Policy Issues" *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edited by P. Mizen and E. Pentecost, Edward Elgar Publishing, 1996, 224-257.
- Selçuk, F. "Currency Substitution in Turkey", *Applied Economics*, 26, (1994), 509-518.
- Selçuk, F. "GMM Estimation of Currency Substitution in High-Inflation Economy: Evidence from Turkey", *Applied Economics Letters*, 4, (1997), 225-227.

Selçuk, F. "Seigniorage, Currency Substitution and Inflation in Turkey", *Emerging Markets, Finance & Trade*, 37(6), (2001), 47-57.

"Sınırsız Güvencede Son Hafta", *Milliyet*, 28 Haziran 2004, s. 7.

Soydan, A., "Financial Liberalization, Currency Substitution and Seigniorage: Evidence from Turkey", Middlesex University Business School, London, 2003.

Şıklar, İ. "Currency Substitution and Seigniorage Revenue in a Developing Country: The Turkish Case", *Yapı Kredi Economic Review*, 9(1), (1998), 3-14.

Tanzi, V. and M. I. Blejer, "Inflation, Interest Rate Policy and Currency Substitution in Developing Economies: A Discussion of Some Major Issues", *World Development*, 10(9), (1982), 781-89.

Thomas, L. R., "Portfolio Theory and Currency Substitution", *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(3), (1985), 347-57.

Végh, C. A. "The Optimal Inflation Tax in the Presence of Currency Substitution", *Journal of Monetary Economics*, 24, (1989), 139-146.

Végh, C. A. "Inflationary Finance and Currency Substitution in a Public Finance Framework" *Journal of International Money and Finance*, 14 (5), (1995), 679-693.

Viren, M., "Currency Substitution, Financial Innovations and Money Demand: A Note" *Applied Economics*, 22, (1990), 1591-96.

Visser, H., *A Guide to International Monetary Economics, Exchange Rate Theories, Systems and Policies*, Edward Elgar, USA, 2000.

Willett, I. D. and K. Banaian, "Currency Substitution, Seigniorage and the Choice of Currency Policies" *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edited by P. Mizen and E. Pentecost, Edward Elgar Publishing, 1996, 77-96.

Yeyati, E. and F. Sturzenegger, "Dollarization: A Primer" *Dollarization Debates and Policy Alternatives*, The MIT Press, Cambridge, 2003, 1-51.

Ö Z G E Ç M İ Ş

Adı ve SOYADI : Burcu BERKE

Doğum Tarihi ve Yeri : 11/09/1982 - Sivas

Medeni Durumu :Bekar

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise :Antalya Gazi Lisesi, 1998

Lisans Diploması :Uludağ Üniversitesi, İkt. ve İdari Bil. Fakültesi, Maliye Bölümü, 2002

Yüksek lisans Diploması:

Tez Konusu :

Yabancı Dil / Diller :İngilizce

Bilimsel Faaliyetler :

İş Denevimi

Stajlar :

Projeler :

Çalıştığı Kurumlar :

Adres :Siteler Mah. 1319 sok. Işıluy Sitesi A/2 Bl. D/ 13 K/3 ANTALYA

e-mail : burcuberke@hotmail.com

Tel. no :0 242 227 87 13