

Sabit Döviz Kurları ve Döviz Piyasasında Müdahaleler*

Öğr. Gör. Dr. Bahattin Büyüksahin

May 12, 2003

Contents

1 Giriş	3
2 Para Arzı ve Merkez Bankasının Müdahaleleri	3
2.1 Merkez Bankası Bilançosu ve Para Arzı	3
2.2 Döviz Piyasasında Müdahaleler ve Para Arzı	5
2.3 Sterilizasyon	7
2.4 Ödemeler Dengesi ve Para Arzı	8
2.4.1 Ödemeler Dengesine Parasalcı Yaklaşım	8
3 Merkez Bankaları Döviz Kurunu Nasıl Sabitler	10
3.1 Sabit Kurlar Sisteminde Döviz Piyasasında Denge	11
3.2 Sabit Kurlar Sisteminde Para Piyasasında Denge	11
3.3 Grafikselsel Analiz	12
4 Sabit Kurlar Sisteminde İstikrar Politikaları	13
4.1 Para Politikası	13
4.2 Maliye Politikası	13
4.3 Döviz Kurunda Değişmeler	15
4.4 Döviz Kurundaki Değişmelere ve Maliye Politikalarına İtibak	17
4.4.1 Döviz Kurunu Sabitleyerek Likitide Tuzağından Kaçış .	18

*Bu ders notları öğrencilere derste işlenen konularda yardımcı olması amacıyla hazırlanmıştır. Bu ders notlarına herhangi bir yerde atıfta bulunulmaması gerekir.

4.5	Ödemeler Dengesi Krizleri ve Sermayenin Kaçışı	21
-----	--	----

List of Tables

1	Merkez Bankası Bilançosu	4
2	Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Yabancı Varlık Satışından Sonra (Alıcılar Nakit Ödemede Bulunmuşlardır)	6
3	Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Yabancı Varlık Satışından Sonra (Alıcılar Çekle Ödemede Bulunmuşlardır)	6
4	Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Steril Yabancı Varlık Satışından Önce	7
5	Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Steril Yabancı Varlık Satışından Sonra	8

List of Figures

1	Sabit Kurlar Sisteminde Varlık Piyasasında Denge	14
2	Sabit Kurlar Sisteminde Genişletici Para Politikası	15
3	Sabit Kurlar Sisteminde Genişletici Maliye Politikası	16
4	Devalüasyonun Etkileri	17
5	Düşük Output Likitide Tuzağı	20
6	Düşük Output Likitide Tuzağı ve Geçici Para Politikası	20
7	Tam İstihdamın Sağlanmasında Döviz Kuru Politikası	22
8	Sermayenin Kaçışı, Para Arzı ve Faiz Haddi	23

1 Giriş

Buraya değin döviz kurunun tümüyle piyasada belirlendiğini, hükümetlerin ve Merkez Bankalarının müdahalede bulunmadığı esnek kurlar varsayımı altında analizlerimizi sunduk. Esnek kurlar sisteminde para otoritesi döviz kurunu etkilemek için döviz piyasasında döviz alım veya satımı gerçekleştirmez. Gerçekte ise para otoriteleri sık sık döviz piyasasında müdahaleleriyle döviz kurunu etkilemektedirler. Bazı durumlarda ise para otoritesi döviz piyasasındaki müdahaleleriyle döviz kurunu sabit tutma amacı taşıyabilir. Ülke parasının diğer ülke paraları cinsinden değerinin sabit bırakıldığı, kurun resmi olarak belirlendiği döviz kuru sistemine sabit kurlar sistemi denmektedir. Sabit kurlar sistemi içinde, eğer ülke parası değer kazanıyorsa revalüasyon, değer kaybediyorsa devalüasyondan bahsedebiliriz. Devalüasyon revalüasyon kararları merkez bankaları veya hükümetler tarafından alınabilir.

2 Para Arzı ve Merkez Bankasının Müdahaleleri

Bir ekonomideki toplam para arzını dolaşımdaki para artı vadesiz mevduat hesapları şeklinde tanımlamıştık. Ve para arzının merkez bankaları tarafından belirlendiğini varsaymıştık. Merkez bankasının döviz piyasasındaki müdahalelerinin etkilerini anlayabilmek için öncelikle merkez bankalarının mali işlemlerinin para arzını nasıl etkilediğine bakmak gerekecektir.

2.1 Merkez Bankası Bilançosu ve Para Arzı

Merkez bankalarının ekonomik işlemlerinin kaydedildiği Merkez Bankası Bilançosu merkez bankasının müdahalelerinin para arzı üzerindeki etkilerini incelemek açısından kullanacağımız ana araçtır. Merkez Bankası bilançosuna merkez bankasının varlıkları ve yükümlükleri kaydedilmektedir.¹

Diğer bilançolar gibi, merkez bankası bilançosuda çift taraflı kayıt yöntemini kullanmaktadır. Yani bir ekonomik işlemin iki kere kaydı yapılmaktadır. Merkez Bankasının varlık edinimi bilançonun varlıklar kısmında pozitif bir değişme yaratırken, banka yükümlülüklerindeki bir artış ise bilançonun yükümlülükler kısmında pozitif bir değişikliğe neden olur. Tablo 1’de hayali bir ülkenin merkez bankası bilançosu gösterilmektedir. Bilançonun varlıklar kalemi iki

¹Merkez Bankası Bilançosu ile ilgili tartışmalar için Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu’nun Ekonomi Politikası adlı kitaplarının 174–179 sayfalarına bakınız.

Table 1: Merkez Bankası Bilançosu

Varlıklar		Yükümlülükler	
Dış Varlıklar	\$1000	Banka Mevduatları	\$500
İç Varlıklar	\$1500	Emisyon	\$2000

çeşit varlık göstermektedir: Dış ve iç varlıklar. Dış varlıklar uluslararası kabul görmüş ödeme araçlarını, altın ve diğer merkez bankası paralarını kapsar. Bu dış varlıklar, merkez bankasının uluslararası resmi rezervlerini oluşturur, ve merkez bankasının döviz piyasasındaki alım ve satım işlemleri sonucu değişir. Bu örnekte merkez bankası \$1000’lık bir dış varlığa sahiptir.

İç varlıklar ise devlet ve bankacılık sektörüne açılan kredileri kapsar.² Örneğimizde merkez bankasının iç varlıkları \$1500’dır. Merkez bankasının bu nedenle toplam varlıkları \$2500’dır.

Yükümlükler kısmında ise dolaşımdaki para ile birlikte bankaların merkez bankası nezninde tuttıkları mevduatları görüyoruz.³ Merkez bankalarının en büyük yükümlülükleri piyasaya çıkardıkları “ulusal paradır” (emisyon). Bunun yükümlülük sayılmasının nedeni tarihseldir. Bir zamanlar, merkez bankaları ulusal para karşılığında isteyen kişilere altın ve gümüş vermek zorundaydı. Yukarıdaki örnekte merkez bankası bilançosu özel bankaların merkez bankasında \$500’lık bir mevduatları olduğu ve dolaşımdaki para miktarının ise \$2000 olduğu görülmektedir. Merkez bankasının toplam yükümlükleri ise \$2500’dır.

²Merkez Bankalarının devlete kredi vermesi bir şekilde sınırlandırılmış olabilir, buna karşılık bankacılık sektörüne verilebilecek kredilerin limiti konusunda daha az kısıtlayıcı davranılmaktadır. Bunun tek nedeni vardır. Devlet piyasadaki cari faiz oranlarına duyarlı bir şekilde, açığı kadar finansman ihtiyacıdır, cari faiz oranları devletin mali açığının düşürülmesi ya da artırılması konusunda bir etken değildir. Buna karşılık, bankacılık sektörü, kâr amaçlı olduğu ancak merkez bankasından aldığı kaynakları kârlı bir biçimde kullanabildiği ölçüde merkez bankası kaynaklarını talep eder. Dolayısıyla merkez bankasının bankacılık sektörüne açabileceği krediler miktarı yoluyla değil faizler yoluyla kontrol edilebilmektedir (Kumcu ve Eğilmez).

³Yükümlükler kaleminde kamu mevduatları ile birlikte merkez bankasının özkaynakları da vardır. Ancak burada analizimizi basitleştirmek için bunları analizimize katmayacağız.

Merkez Bankasının toplam varlıkları toplam yükümlüklerine eşittir.⁴

Merkez bankası bir varlık satın aldığında bunun ödemesini iki şekilde yapabilir: nakit ödeme (para arzı artar) veya çek ödemesi (bu durumda özel bankanın merkez bankasından alacakları artmaktadır). Her iki durumda da merkez bankasının yükümlükleri artmaktadır. Aynı şekilde merkez bankasının varlık satışı yükümlülüklerini azaltacaktır.

Merkez Bankası bilançosunu anlamak önemlidir, çünkü bankanın varlıklarındaki bir değişme para arzını etkilemektedir. Merkez bankası varlık satın aldığında, bunun ödemesi para arzını artırır. Bunun karşılığında eğer merkez bankası varlık satışında bulunuyorsa para arzında bir daralma meydana gelecektir.

Açık piyasa işlemleri tanım olarak yurtiçi varlık alım satımlarını ifade etsede, yabancı varlıklarla yapılan resmi işlemlerde para arzı üzerinde aynı etkide bulunacaktır. Para çarpanı nedeniyle merkez bankasının varlık alımı para arzınının bu alımdan kaynaklanan para arzı artışından daha büyük olacağını unutmamanız gerekir. Buradan şu sonuca ulaşabiliriz: *Merkez bankasının piyasadan varlık alımı para arzında bir artışa, varlık satışı ise para arzında bir azalmaya neden olur.*

2.2 Döviz Piyasasında Müdahaleler ve Para Arzı

Döviz piyasasındaki müdahalelerin para arzı üzerindeki etkilerini daha iyi anlayabilmek için aşağıdaki örnekleri düşünelim.

Varsayalım ki merkez bankası döviz piyasasında \$100 değerindeki yabancı bir tahvili ulusal para karşılığı satmış olsun. Bu yabancı varlık satışı merkez bankasının dış varlıklarında \$100'lık bir azalmaya neden olur ve merkez bankasının toplam dış varlıkları 1000 Dolardan 900 Dolara düşecektir, ve bu nedenle merkez bankası bilançosunun varlıklar kalemi 2500 Dolardan 2400 Dolara düşecektir. Aynı zamanda merkez bankasına yapılan \$100'lık ödeme nedeniyle merkez bankasının yükümlüklerinde de \$100'lık bir azalma olacaktır. Eğer merkez bankası yabancı varlık satışından kaynaklanan alacağını tahsilinden dolayı ulusal para elde etmişse, bu para merkez bankası kasasına girecek ve dolaşımdan kalkacaktır. Bu nedenle emisyon \$100 düşecektir. Yabancı varlık satışı dolayısı ile merkez bankasının bilançosu Tablo 2'deki gibi

⁴Gerçekte toplam varlıklar toplam yükümlükler artı özvarlıklara eşittir. Ancak analizimizde özkaynakların dolaşımdaki para yanında çok düşük olması nedeniyle, özkaynakların sifıra eşit olduğunu kabul edeceğiz. Özkaynakların sabit olduğu varsayımının diğer bir sonucuda Merkez Bankasının varlıklarındaki bir değişimin yükümlüklerde değişme meydana getirmesidir.

Table 2: Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Yabancı Varlık Satışından Sonra (Alıcılar Nakit Ödemede Bulunmuşlardır)

Varlıklar		Yükümlülükler	
Dış Varlıklar	\$900	Banka Mevduatları	\$500
İç Varlıklar	\$1500	Emisyon	\$1900

Table 3: Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Yabancı Varlık Satışından Sonra (Alıcılar Çekle Ödemede Bulunmuşlardır)

Varlıklar		Yükümlülükler	
Dış Varlıklar	\$900	Banka Mevduatları	\$400
İç Varlıklar	\$1500	Emisyon	\$2000

şekilde değişecektir:

Satıştan sonrada varlıkların değeri yükümlülüklerle eşittir, ama ikiside \$100 azalmıştır. Bu azalma merkez bankasının müdahalesi nedeniyle piyasadan çekmiş olduğu para miktarına eşittir. Bu nedenle merkez bankası bilançosunda meydana gelen değişme para arzındaki azalmayı göstermektedir.

Eğer yabancı varlığın alıcıları nakit ulusal para yerine merkez bankasına ödemeyi özel bir bankadaki hesabından çekle yapmışlarsa ne olur? Bu durumda merkez bankası bu özel bankanın merkez bankasında bulunan hesabına \$100'lık bir borç girişi yapacak, özel banka ise alıcının çek hesabına \$100'lık bir borç girişi yapacaktır. Özel bankanın merkez bankasındaki mevduatında 100 Dolarlık bir azalma olacak ve merkez bankası bilançosu tablo 3 gibi işlem görecektir:

Yine burada da merkez bankasının yükümlüklerinde 100 Dolarlık bir azalma olmuş, ve bu nedenle para arzı düşmüştür.

Merkez Bankasının 100 Dolarlık bir yabancı varlık satın aldığını düşünelim: Bu durumda merkez bankasının yükümlülüklerinde 100 Dolarlık bir artış olacaktır. Eğer merkez bankası nakit bir ödemede bulunmuş ise emisyon artacaktır. Çekle bir ödemede bulunmuş ise özel bankanın merkez bankasındaki hesabı alacak kaydı görecektir, ve bu nedenle yükümlükler kısmındaki banka

Table 4: Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Steril Yabancı Varlık Satışından Önce

Varlıklar		Yükümlülükler	
Dış Varlıklar	\$1000	Banka Mevduatları	\$500
İç Varlıklar	\$1500	Emisyon	\$2000

mevduatlarında bir artış olacaktır. Her iki şekilde de (nakit veya çekle ödeme durumlarında) para arzında bir artış olacaktır.

2.3 Sterilizasyon

Merkez Bankaları bazen döviz kuru müdahalelerinin yurtiçi para arzındaki etkilerini yok etmek için ters yönde iç ve dış varlık işlemleri yapabilir. Bu politikaya sterilizasyon denmektedir. Sterilizasyonu anlamak için aşağıdaki örneği düşünebiliriz:

Yine varsayalım ki merkez bankası sattığı \$100'lık yabancı varlık karşılığında özel bir bankadan \$100'lık bir çek almış olsun. Bu işlem merkez bankasının dış varlıklarında ve yükümlülüklerinde \$100'lık bir azalmaya neden olur, bu nedenle yurtiçi para arzında \$100'lık bir azalma olur. Eğer merkez bankası yabancı varlık satışının para arzı üzerindeki etkisini yok etmek istiyorsa, \$100 değerinde devlet tahvili gibi yurtiçi varlık satın alabilir. Bu ikinci işlem merkez bankasının iç varlıklarında ve yükümlülüklerinde \$100'lık bir artışa neden olacaktır. İkinci işlem birinci işlemin para arzında yarattığı azalmayı telafi ederek, para arzını eski düzeyine getirecektir. Eğer merkez bankası devlet tahvilini almak için çek kullanmış ise, bu iki işlem (\$100'lık yabancı varlık satışı ve \$100'lık devlet tahvili alımı, merkez bankası bilançosundaki net etkisi Tablo 4 ve 5'deki gibi olacaktır:

Merkez bankasının dış varlıklarındaki \$100'lık azalış iç varlıklarındaki \$100'lık artışla telafi edilmiş, ve yükümlülüklerinde bir değişme olmamıştır. Bu nedenle steril döviz satışının yurtiçi para arzı üzerinde bir etkisi olmayacaktır.

Table 5: Merkez Bankası Bilançosu \$100'lık Steril Yabancı Varlık Satışından Sonra

Varlıklar		Yükümlülükler	
Dış Varlıklar	\$900	Banka Mevduatları	\$500
İç Varlıklar	\$1600	Emisyon	\$2000

2.4 Ödemeler Dengesi ve Para Arzı

İlk dersimizden hatırlayacağınız üzere bir ülkenin ödemeler dengesini cari işlemler dengesi ile sermaye hesabının toplamı olarak tanımlamış ve buradaki büyüklüğün resmi rezervlerdeki değişmeye eşit olduğunu görmüştük. Örneğin bir ülke cari işlemlerde ve de sermaye hesabında toplam \$1000'lık açık veriyorsa, resmi rezervlerin \$1000 azalacağını biliyoruz. Başka bir deyişle ülkenin net dış varlık yükümlülükleri \$1000 artmaktadır.

Bu bölümde ödemeler dengesi ile ülke para arzı arasındaki yakın ilişkiyi öğrendik. *Eğer merkez bankası sterilizasyona gitmiyorsa ve ülke ödemeler dengesinde fazla veriyorsa, merkez bankasının net dış varlıklarındaki bu artış para arzında artmasına neden olacaktır. Aynı şekilde net dış varlıklardaki bir azalma ise para arzının daralmasına neden olacaktır.*

Ancak pratikte, ödemeler bilançosu dengesizliklerin para arzı üzerindeki etkisi belirsizdir. İlk olarak, ödemeler bilançosu dengesizliklerin merkez bankaları arasındaki paylaşımı nasıl olmaktadır, yani müdahalelerin ne kadarının yurtiçi ve yabancı merkez bankası tarafından yapılacağını bilmemiz gerekir. İkinci olarak, merkez bankaları sterilizasyona gidebilmektedir.

2.4.1 Ödemeler Dengesine Parasalci Yaklaşım

Bir ülkenin ödemeler bilançosu ile para arzı arasındaki yakın ilişki bize merkez bankasının rezervlerindeki dalgalanmaların para piyasasındaki değişimlerden kaynaklanmış olabileceği öngörüsünü sunar. Ödemeler bilançosunu bu şekilde inceleyen metoda ödemeler dengesine parasalci yaklaşım denmektedir, ve metod 1950 ile 1960 yılları arasında IMF araştırma bölümünden Jacques J. Polak, Harry Johnson, Robert Muller ve bu iktisatçıların Chicago Üniversitesi'ndeki

öğrencileri tarafından geliştirilmiştir.⁵

Modeli kısaca tanımlamak için, öncelikle para piyasasında denge koşulunu hatırlayalım:

$$\frac{M}{P} = L(i, Y)$$

Ulusal para cinsinden merkez bankasının yabancı varlıklarını F ile yurtiçi varlıklarını (yurtiçi krediler) A ile ve de para çarpanını μ ile gösterelim. Para arzı ile merkez bankasının toplam varlıkları arasındaki ilişkiyi şu şekilde yazabiliriz:

$$M = \mu(F + A)$$

Buradan

$$F = \frac{1}{\mu}PL(i, Y) - A$$

Merkez bankasının yabancı varlıklarındaki değişme ödemeler dengesinde toplam dengeye (negatif) eşit olduğuna göre, ödemeler dengesi fazlasını

$$\Delta F = \frac{1}{\mu}\Delta(PL(i, Y)) - \Delta A$$

şeklinde yazabiliriz. Son denklem parasalcı yaklaşımı özetlemektedir. Denklemin sağ tarafındaki ilk ifade nominal para talebindeki değişmeyi göstermektedir. Başka şeyler eşitken, para talebindeki bir artış ödemeler dengesinde bir fazlayı beraberinde getirecektir ve bu artışa oranla nominal para arzıda artmalıdır. İkinci ifade ise para piyasasındaki arz faktörlerindeki değişmeyi göstermektedir. Yurtiçi kredilerdeki bir artış para arzını para talebine göre artıracaktır, bu nedenle para arzını azaltmak ve para piyasasında dengenin yeniden oluşması için ödemeler dengesinde bir açıkla karşı karşıya kalınacaktır.

Ödemeler bilançosunda toplam denge cari işlemler dengesi ile sermaye hesabı dengesinin toplamına eşittir, bu nedenle parasalcı yaklaşımdan önce ödemeler dengesindeki değişiklikler cari işlemler ve sermaye hesabındaki değişikliklerle açıklanmaktaydı. Parasalcı yaklaşımın önemli bir katkısı, birçok durumda ödemeler bilançosu problemlerinin para piyasasındaki dengesizliklerden kaynaklandığının altını çizmesidir, ve bu nedenle ödemeler bilançosu problemlerinin çözüm yeri olarak ulusal para piyasası gösterilmektedir. Örneğin,

⁵Model Polak Modeli olarakta bilinmektedir. IMF istikrar politikalarının temelini oluşturan bu model son yıllarda epeyce eleştirilse dahi halen IMF tarafından kullanılmaktadır.

yüksek ödemeler dengesindeki açıkların kaynağı aşırı yurtiçi krediler olabilir. Ödemeler dengesindeki bu açık cari işlemler ve sermaye hesabında açık sonucu olsa dahi, bu açığın temel nedeninin dünya nispi talebinde yurtiçi mal ve varlıklara olan düşme olarak görme yanlıcı olabilir.

Ancak hemen hatırlatmakta yarar var ki birçok durumda da parasalcı yaklaşımın aksine açığın nedeni başka olabilir. Örneğin, geçici olarak yurtiçi mallara yönelik yabancı talebin düştüğünü varsayalım. Bu değişiklik cari işlemlerde ve ödemeler dengesinde bir düşüşe neden olur, bu düşme ise geçici maliye politikaları ile telafi edilebilir.

Output ve para talebi düştüğü için, parasalcı yaklaşımda ihracat talebinin düşmesi nedeniyle ödemeler dengesinde bir düşüş olacağını öngörür. Ancak politika yapıcıların ödemeler dengesi açığının para talebindeki düşme ile birlikte olmasından yurtiçi kredileri kısmının en iyi politika olacağı sonucuna varmaları hatalıdır. Eğer merkez bankası ödemeler dengesinde bir artışı sağlamak için kredileri sınırlarsa, işsizlik yüksek bir oranda kalacak ve hatta artacaktır.

Parasalcı yaklaşım yararlı bir araç olmasına rağmen, makroekonomik problemlerin çözümlenmesinde dikkatli kullanılması gerekir.

3 Merkez Bankaları Döviz Kurunu Nasıl Sabitler

Merkez Bankalarının döviz işlemlerinin para arzını nasıl etkilediğini gördükten sonra, merkez bankasının döviz kurunu müdahaleleriyle nasıl kontrol ettiğini daha doğrusu sabitlediğini görebiliriz.

Döviz kurunu sabit tutmak için, merkez bankası döviz piyasasında aktörlerden sabit bir fiyattan yabancı para ile ulusal para değiştirmeye hazır olmalıdır. Örneğin, TCMB TL/USD kurunu 1,600,000 TL'de tutmak istiyorsa, TCMB Dolar rezervleriyle bu sabit kurdan Dolar satmaya hazır olmalıdır. Aynı zamanda TCMB piyasanın satmak istediği Dolar'ları da TL karşılığı almak zorundadır. Eğer TCMB piyasadaki TL arz veya talep fazlasını müdahaleleri ile ortadan kaldırmazsa, döviz kuru dengeyi yeniden sağlamak için değişmek zorundadır.

Merkez bankası döviz kurunu müdahaleleri ile varlık piyasalarındaki dengeyi sağlayarak sabit tutabilir. Varlık piyasasında denge ise döviz piyasasında ve para piyasasında aynı anda dengenin sağlanmasını gerektirir.

3.1 Sabit Kurlar Sisteminde Döviz Piyasasında Denge

Döviz piyasasında denge koşulunun faiz paritesi koşulunun gerçekleşmesi durumunda sağlandığını daha önce görmüştük. Faiz paritesine göre yurtiçi faiz haddi yurtdışı faiz haddi ile ulusal paranın değer kaybı haddinin toplamına eşit olmasını yani benzer varlıklar üstündeki getiri hadlerinin aynı para cinsinden ifade edildiğinde eşit olmasını gerektirir. Ancak eğer döviz kuru sabit ise beklenen değer kaybı haddi sıfıra eşit olacaktır yani ulusal parada bir değer kaybı beklenmemektedir. Bu durumda döviz piyasasında denge yurtiçi ve yurtdışı faiz haddinin birbirine eşit olması durumunda sağlanacaktır. Yani;

$$i = i^*$$

döviz piyasasında denge koşulu olarak yazılabilir. Merkez Bankası bu durumda döviz kurunu sabit tutmak için yurtiçi faiz haddini yurtdışı faiz haddi seviyesinde tutmak zorundadır. Ancak yurtiçi faiz haddi yurtiçi para piyasasında reel para talebi ve reel para arzı tarafından belirlendiğinden, şimdi para piyasasına bakmamız gerekir.

3.2 Sabit Kurlar Sisteminde Para Piyasasında Denge

Yurtiçi faiz haddini yurtdışı faiz haddi seviyesinde tutmak için, merkez bankası döviz piyasasındaki müdahaleleri ile para arzını ayarlayarak, reel para arzının reel para talebine eşitliğini sağlamalıdır:

$$\frac{M}{P} = L(i^*, Y)$$

P ile Y sabitken, yukarıdaki denklem para piyasasında denge için para arzı miktarının ne olması gerektiğini belirlemektedir. Merkez Bankası para arzını sabit kurlar sisteminde artık istediği şekilde belirleyememektedir, bunun yerine döviz kurunu sabit tutabilmek için gerekli para miktarını piyasaya sunmak zorundadır.

Varsayalım ki merkez bankası döviz kurunu S_0 'da sabit tutmaktadır ve varlık piyasası başlangıçta dengededir. Aniden gelirde bir artış olsun. Döviz kurunu sürekli olarak S_0 tutmanın gerekli koşulu, merkez bankasının bu döviz kurunda varlık piyasasında dengeyi kurabilmesini gerektirir. Aynı zamanda insanlar gelecek kurun S_0 olacağını beklemelidirler. Bu durumda merkez bankası ne türlü bir parasal politika tedbiri almalı ki beklenen gelecek kur değişmezken, şimdiki kurda sabit olsun?

Gelirdeki bir artış reel para talebini artıracaktır, para talebindeki bu artışın normalde yurtiçi faiz hadlerinde bir artış meydana getirmesini bekleriz. Ancak, merkez bankası döviz kurunda meydana gelecek değer artışını önlemek için, döviz piyasasına yabancı varlık alarak müdahale eder. Yabancı varlık alımı piyasadaki TL'ye olan talep fazlasını ortadan kaldıracaktır, çünkü merkez bankası yabancı varlık almak için piyasaya TL sürecektir. Banka varlık piyasası yeniden $S = S_0$ ve $i = i^*$ ile dengeye gelene değin otomatik olarak para arzını artıracaktır.

Eğer merkez bankası gelir arttığında yabancı varlık almaz ve para arzını sabit tutarsa, döviz kurunu S_0 'da tutması mümkün müdür? Cevap hayırdır. Eğer merkez bankası gelir artışından kaynaklanan para talebi fazlasını karşılamaz ise, yurtiçi faiz hadleri artmaya başlayacak ve yurtdışı faiz hadlerinden daha fazla olacaktır. TL mevduatlarının daha yüksek getiri sağladımı gören piyasa aktörleri, TL'ye olan taleplerini artıracak ve de TL Dolar karşında değer kazanacaktır. Bu değer artışını önlemek için, banka mecburen ulusal para satarak yabancı varlık alacaktır, ve bu nedenle para arzı artacak, piyasadaki talep fazlasını önleyerek yurtiçi faiz hadlerinin yurtdışı faiz hadlerinin üzerine çıkmasını engelleyecektir.

3.3 Grafikselsel Analiz

Şekil 1 döviz ve para piyasalarında, döviz kuru S_0 'da sabitken ve bu kurda sabit kalacağı beklenirken, aynı anda dengenin nasıl oluştuğunu göstermektedir.

Para piyasası başlangıçta 1 no'lu noktada dengededir. Grafik, P ve Y veri iken ve yurtiçi faiz haddinin yurtdışı faiz haddine eşitlenebilmesi ve para piyasasında dengenin sağlanması için para arzının M_1 'de olması gerektiğini göstermektedir. Döviz piyasasında denge ise 1' no'lu noktada sağlanmaktadır. Eğer beklenen döviz kuru S_0 ise faiz paritesi koşulu $i = i^*$ iken gerçekleşir, bu ise ancak şimdiki döviz kurunun beklenen gelecek kura eşit olması halinde gerçekleşecektir.

Merkez bankasının döviz kurunu nasıl sabit tuttuğunu görmek için varsayalım ki gelir Y_1 'den Y_2 'ye çıkmış olsun. Gelirdeki bu artış reel para talebinde bir artmaya neden olacaktır, ve bu nedenle reel para talebi eğrisi aşağı kayacaktır. Kurun sabit kalması için beklenen gelecek kurda bir değişme olmaması gerekir, bu nedenle Dolar mevduatları üstündeki TL getiri haddi eğrisinde bir kayma olmayacaktır. Eğer merkez bankası herhangi bir müdahalede bulunmaz ise para piyasasında denge 3 no'lu noktada sağlanacaktır. Ancak bu noktadaki yurtiçi faiz haddi yurtdışı faiz haddinden yüksek olduğu için,

ulusal para değeri kazanacak ve döviz piyasasında denge 3' no'lu noktada sağlanacaktır. Ancak, eğer merkez bankası döviz kurunu S_0 'da sabit tutmak istiyorsa ulusal paranın değeri kazanmasına izin vermeyecektir, artan TL talebini piyasaya Dolar karşılığı TL satarak, yani para arzını M_1 'den M_2 'ye çıkararak giderecektir. Piyasada azalan döviz miktarı ve artan TL nedeniyle de para piyasasında denge 2 no'lu dengede oluşacaktır. Bu noktada faiz haddi yurtdışı faiz haddine eşitlenmekte ve döviz kuru sabit seviyesine dönmektedir.

4 Sabit Kurlar Sisteminde İstikrar Politikaları

Bu bölümde para ve maliye politikalarının ve de devaluasyonun sabit kurlar sisteminde etkilerini inceleyeceğiz.

4.1 Para Politikası

Varsayalım ki başlangıçta ekonomi Şekil 4'de 1 no'lu noktada dengede olsun. Merkez Bankası outputu artırmak için para arzını piyasadan yurtdışı varlıklar olarak artırmış olsun. Bu durumda AA eğrisi sağa kayacaktır. Serbest kurlar sisteminde, ekonominin yeni denge noktası ulusal paranın değeri kaybettiği ve de outputun arttığı B noktasında sağlanmaktaydı. Öte yandan sabit kurlar sisteminde merkez bankası döviz kurunu başlangıç seviyesi olan S_0 'da tutmak zorundadır. Bunu gerçekleştirmek için ise piyasaya yabancı varlık (yabancı para) satarak para arzının düşmesine neden olur. Bu satış AA eğrisinin eski pozisyonuna dönünceye değin sürecektir. Bu nedenle sabit kurlar sisteminde merkez bankası outputu artırmak için para politikasını kullanamaz. Yani sabit kurlar sisteminde merkez bankaları bağımsız bir para politikası uygulayamaz. Para politikasının tek etkisi merkez bankası bilançosunda yurtdışı varlıklardaki artış kadar yabancı varlıklarda meydana gelecek azalıştır.

4.2 Maliye Politikası

Başlangıçta ekonominin 1 no'lu noktada dengede olduğunu varsayalım (Şekil 3). Genişletici bir maliye politikasının DD eğrisini sağa kaydıracağını biliyoruz. Eğer merkez bankası bir müdahalede bulunmaz ise, ekonomi 2 no'lu noktada dengeye gelecektir. Ancak bu noktada output artarken ulusal parada değeri kazanmıştır. Merkez bankası ulusal paradaki bu değeri kazanmayı

Figure 1: Sabit Kurlar Sisteminde Varlık Piyasasında Denge

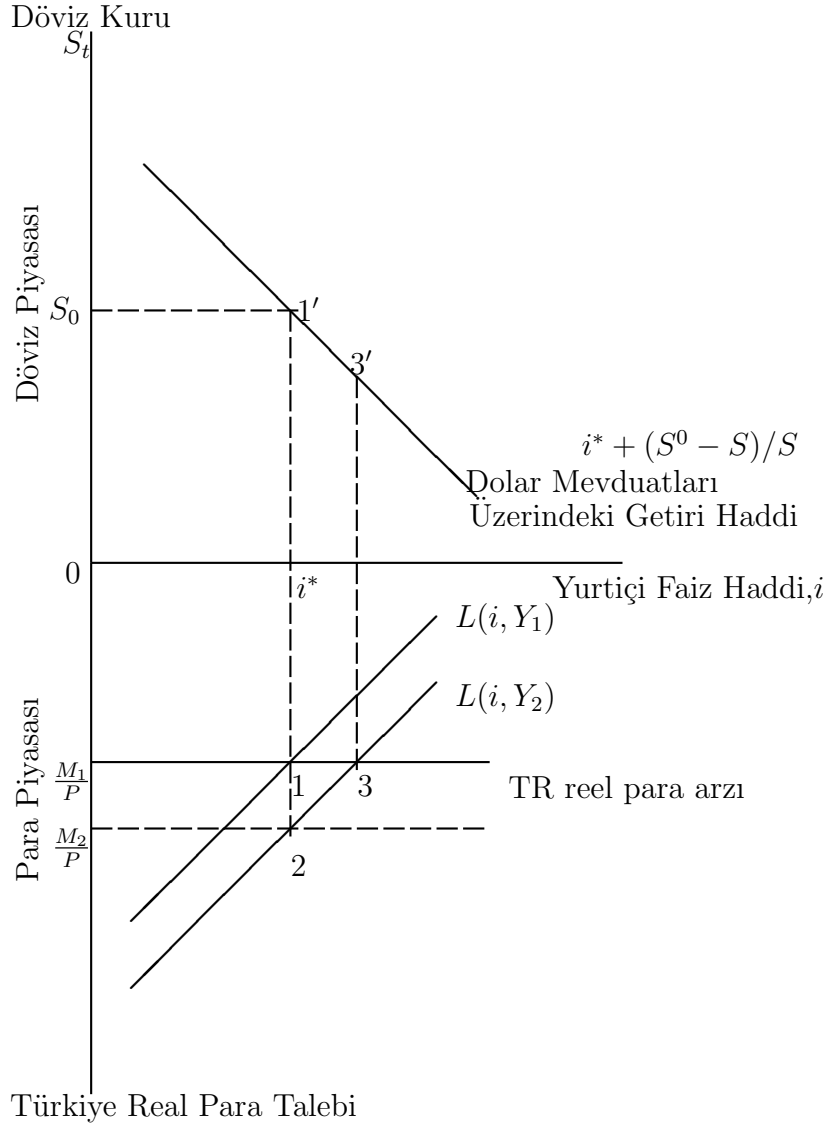
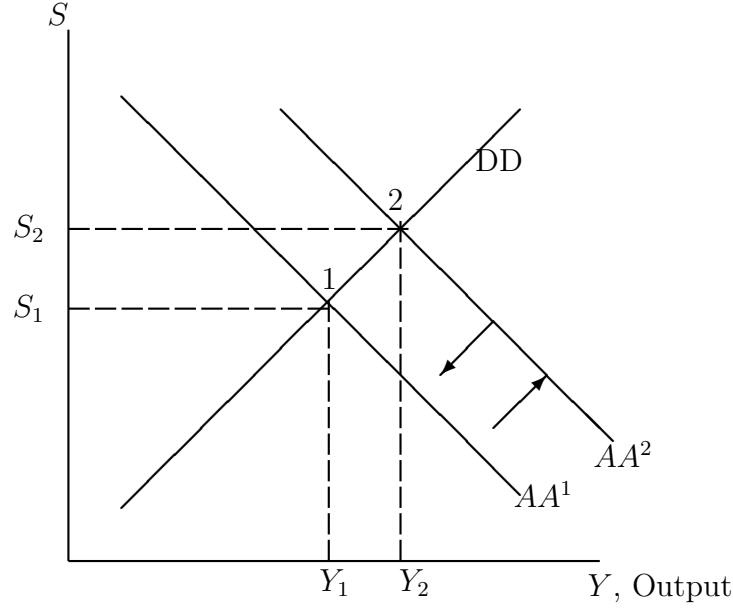


Figure 2: Sabit Kurlar Sisteminde Genişletici Para Politikası

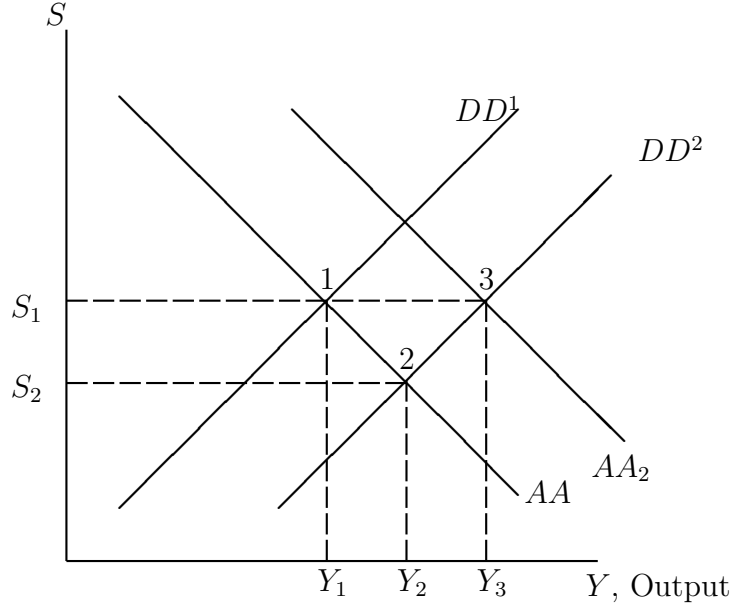


önlemek için piyasadan döviz satın almak zorundadır (yani TL'nin arzı artmaktadır). Para arzındaki bu artış AA eğrisini sağa kaydıracaktır. Para arzındaki artış miktarı, (AA eğrisindeki sağa kayış) yeni DD eğrisi ile yeni AA eğrisinin kesişim noktasındaki döviz kurunun başlangıç döviz kuruna eşitleyecek şekilde olacaktır. Yeni denge noktasında, 3 no'lu nokta, output artmış döviz kuru aynı seviyede kalmıştır.

4.3 Döviz Kurunda Değişmeler

Döviz kurlarını sabitleyen ülkeler zaman zaman ülke parasının yabancı paralar cinsinden değerini değiştirebilirler. Merkez Bankası döviz kurunu S_1 'den S_2 'ye çıkararak bir devalüasyon gerçekleştirmiş olsun. Yurtiçi ve yurtdışı fiyatlar sabitken, nominal döviz kurundaki bu artış, reel döviz kurunda artmasını beraberinde getirecektir. Reel döviz kurundaki bu artış yurtiçi malların nispi olarak ucuzlamasına neden olacak ve yurtiçi mallara yönelik toplam talep artacağından outputta artacaktır. Yeni döviz kurunda (S_1), output artmıştır, ancak yeni output ve de döviz kurunda, gelirdeki artış nedeniyle ulusal paraya bir talep fazlası vardır. Ulusal paraya olan talep

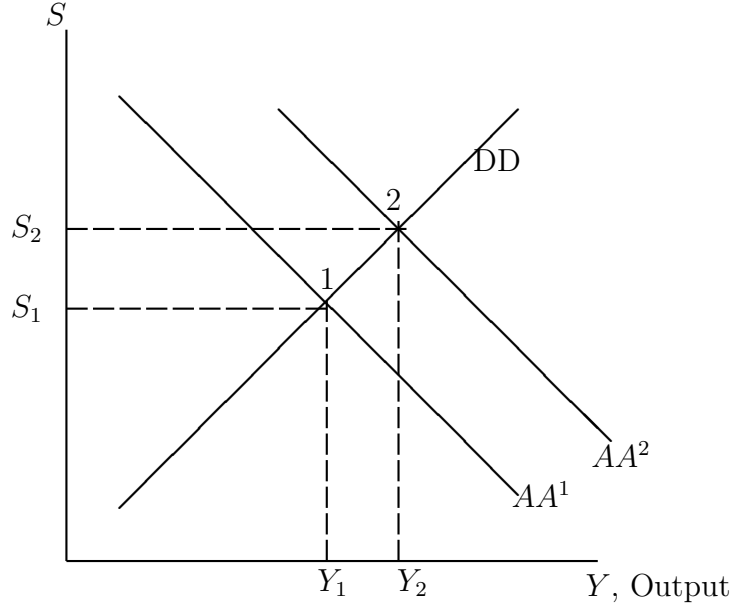
Figure 3: Sabit Kurlar Sisteminde Genişletici Maliye Politikası



fazlası nedeniyle faiz hadleri yükselecek ve bu nedenle de ulusal para değeri kazanacaktır. Döviz kurundaki bu değerlenmeyi önlemek için Merkez Bankası piyasadan yabancı varlık satın almak zorundadır, yani ulusal para arzını artırmak zorundadır. Para arzındaki bu artış ise AA eğrisini sağa kaydıracaktır. Özetle devaluasyon sonucu output artmış, uluslararası rezervlerde bir artış olmuş ve de para arzında da bir genişleme olmuştur.

Burada da görüleceği üzere, hükümetler bazen üç ana nedenden dolayı devaluasyona gidebilir. İlk olarak, parasal politikalar etkisiz olsa dahi hükümetler yurtiçi işsizlikle mücadele için devaluasyon yapabilir. Hükümet harcamalarının ve kamu açıklarının siyasi olarak benimsenmediği durumlarda veya yasal süreçlerin yavaş olduğu ülkelerde, hükümetler toplam talebi artırmak için devaluasyon yapabilir. İkinci neden, devaluasyon sonucu cari işlemler dengesinde iyileşme olacağı beklentisidir. Üçüncü neden ise devaluasyonun merkez bankasının uluslararası rezervleri üzerindeki etkisidir. Merkez bankasının rezervlerinde bir azalma oluyorsa, ani bir devaluasyonla bu durum tersine çevrilebilir.

Figure 4: Devalüasyonun Etkileri



4.4 Döviz Kurundaki Değişmelere ve Maliye Politikalarına İntibak

Maliye politikalarındaki ve döviz kurundaki değişimler ekonomi tam istihdam seviyesinde iken yapılır ve bu politika değişiklikleri sürekli ise, bu politika değişiklikleri fiyatlar genel seviyesinde tam istihdam dengesini sağlayacak şekilde değişmesini gerektirecektir.

Başlangıçta ekonomi tam istihdam seviyesinde dengede iken gerçekleşen genişletici maliye politikası outputu artıracaktır, bu durumda output tam istihdam seviyesinden daha fazla olmasına neden olacaktır. Tam istihdam seviyesi üzerindeki output fiyatların artmasını beraberinde getirecektir. Fiyatlar arttığında yurtiçi mallar pahalılaşacak ve bu nedenle toplam talep düşecektir, output tam istihdam seviyesine geri dönecektir. Bu noktaya geri dönüldüğünde fiyatlar üzerindeki yukarı doğru baskıda sona erecektir. Bu nedenle kısa dönemde reel değer artışı olmayacaktır, ancak uzun dönemde reel döviz kurunda bir değer artışı olacaktır.⁶ Bu sonuç gelirin ve faiz haddinin

⁶Uzun dönemde reel değer artışının nedeni fiyatlardaki artmadır.

değişmediği durumda fiyatların ve para arzının aynı yönde hareket edeceğini öngören parasalcı yaklaşıma zıt gibi görünebilir. Ancak herhangi bir zıtlık yoktur, çünkü genişletici maliye politikası nedeniyle para arzında bir artış meydana gelmektedir. Döviz kurunu sabit tutmak isteyen merkez bankası fiyatlardaki artış oranında döviz piyasasında para arzını artıracaktır, yani piyasadan yabancı para alacaktır.

Devalüasyona intibakıda aynı şekilde inceleyebiliriz. Devalüasyonun uzun dönem talep ve arz koşulları üzerinde etkisi olmadığından, devalüasyon nedeniyle uzun dönem fiyatlar seviyesinde meydana gelecek artış döviz kurundaki artış oranında olacaktır. Devalüasyon uzun dönemde nötr olmaktadır.

4.4.1 Döviz Kurunu Sabitleyerek Likitide Tuzağından Kaçış

1930'larda yaşanan Büyük Bunalımda nominal faiz hadleri sıfır seviyesine düşmüştür, ve ekonomiler ekonomistlerin likitide tuzağı olarak adlandırdıkları durumla karşı karşıya kalmışlardır. Likitide tuzağının tuzak olarak nitelenmesinin nedeni; nominal faiz hadleri çok düşükken merkez bankasının ekonominin likitidesini (yani para arzını) artırarak faiz hadlerini daha fazla düşürememesidir. Neden? Negatif faiz hadlerinde, insanlar parayı diğer yatırım araçlarına (tahvil gibi) tercih edeceklerdir, bu nedenle tahvil piyasasında bir arz fazlası olacaktır. Sıfır faiz haddi borç alacak kişileri memnun edebilir ancak makroekonomik politika yapıcılarını artık parasal politikalarla ekonomiyi etkileyemezler. Ancak bu durumda dahi eğer hükümetler döviz kurunu yeterli düzeyde devalüasyon yaptıktan sonra sabitlerlerse likitide tuzağından kurtulabilirler.

Ekonomistler Japonya'nın 1990'lar başlarında karşılaşmasına değin, likitide tuzağının geçmişte kaldığını düşünüyorlardı. Japon merkez bankasının faiz hadlerini aşamalı olarak düşürmesine rağmen, Japon ekonomisi son on yılda resesyona mücadele etmektedir. 1999 yılına gelindiğinde kısa dönem faiz haddi sıfıra düşmüş, bugün ise 0.0004 düzeyine erişmiştir.

Likitide tuzağındaki bir ülkenin merkez bankasının karşı karşıya olduğu problemi faiz paritesi koşulunda yurtiçi faiz haddinin, i , sıfır olduğunu düşünerek inceleyebiliriz. Bu durumda, faiz paritesi koşulu;

$$i = 0 = i^* + \frac{S^e - S}{S}$$

şeklinde yazılabilir. Varsayalım ki beklenen gelecek kurda, S^e , sabit olsun. Merkez bankasının ulusal parada geçici olarak bir değer kaybı için para arzını

artırdığını düşünelim (yani S 'de bir artış olsun, ancak ilerde yine S^e 'ye bir dönüş olacaktır). Faiz paritesi koşulu döviz kurunun $i = 0$ iken artamayacağını göstermektedir, çünkü faiz haddi negatif olmalıdır. Bunun yerine para arzındaki artışa rağmen döviz kuru sabit kalacaktır:

$$S = \frac{S^e}{1 - i^*}$$

Para daha fazla değer kaybedemez.

Bu nasıl mümkün olabilmektedir? Daha önce geçici genişletici bir para politikasının faiz hadlerinde bir azalmaya ve bu nedenle de paranın değer kaybetmesine neden olduğunu görmüştük. Ancak bu sonuca insanların portföylerine parayı ancak tahvillerin daha az çekici hale geldiğinde ekleyecekleri varsayımı altında ulaştığımız. Ancak yurtiçi faiz haddi sıfır olduğunda, para tutmanın alternatif maliyetide sıfır olacak ve bu nedenle insanlar para veya tahvil tutmakta kayıtsız kalacaklardır. Bu nedenle, açık piyasa işlemleri ile tahvil satın almak (para arzının artması) piyasada etkili olmayacaktır: insanlar tahvil yerine para ile de aynı faydayı (getiriyi) elde edeceklerdir, faiz haddinde değişme olmadıkça döviz kurunda bir değişme olmayacaktır. Bu nedenle para arzındaki artışın ekonomide bir etkisi olmayacaktır. Merkez Bankası aşamalı olarak para arzını düşürerek faiz hadlerinde bir artışa gidebilir, ancak resesyondaki bir ekonomi için bu politika ekonomiye yarar sağlamayacaktır.

Şekil 5 likitide tuzağı durumunda AA-DD modelinin nasıl kullanıldığını göstermektedir. DD eğrisi aynıdır, ancak outputun düşük olduğu yerde AA eğrisinde düz bir bölge var, burada para piyasası faiz haddi sıfır iken dengededir. AA eğrisinin düz olduğu bölgede döviz kuru $S^e/(1 - i^*)$ seviyesinde olmak zorundadır. 1 no'lu denge noktasında output Y_1 seviyesinde tam istihdam seviyesinin, Y_f , altındadır.

Şimdi açık piyasa işlemleri yoluyla para arzının arttığını düşünelim. Bu durumda AA eğrisi sağa kayacaktır: sabit bir kur için outputtaki artış para talebini artıracak, insanlar aynı faiz haddinde (0) daha fazla para talep edecektir. AA eğrisinin yatay bölümü uzayacak. Dolaşımdaki paradaki artışla, reel gelir ve para talebi dahada artacaktır, ve nominal faiz haddi para talebindeki artış nedeniyle positive olacaktır (AA eğrisinin negatif eğimli kısmında para değer kazanacaktır). Sürpriz olan sonuç ekonominin denge noktasının değişmeyerek 1 no'lu noktada kalmasıdır, genişletici para politikasının output ve döviz kuru üzerinde hiçbir etkisi yoktur. (Şekil 6).

Analizimizdeki beklenen gelecek kurun sabit olması likitide tuzağının önemli nedenlerinden birisidir. Varsayalım ki merkez bankası para arzını

Figure 5: Düşük Output Likitide Tuzağı

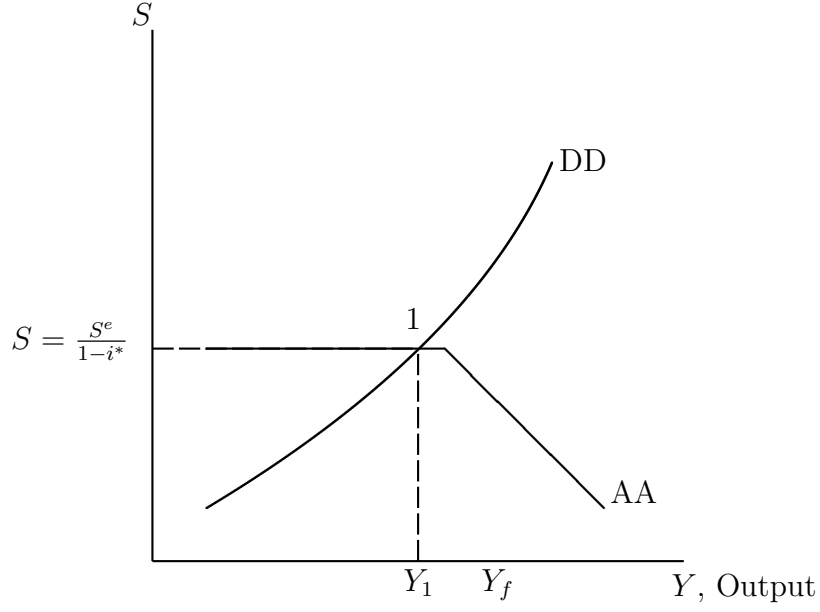
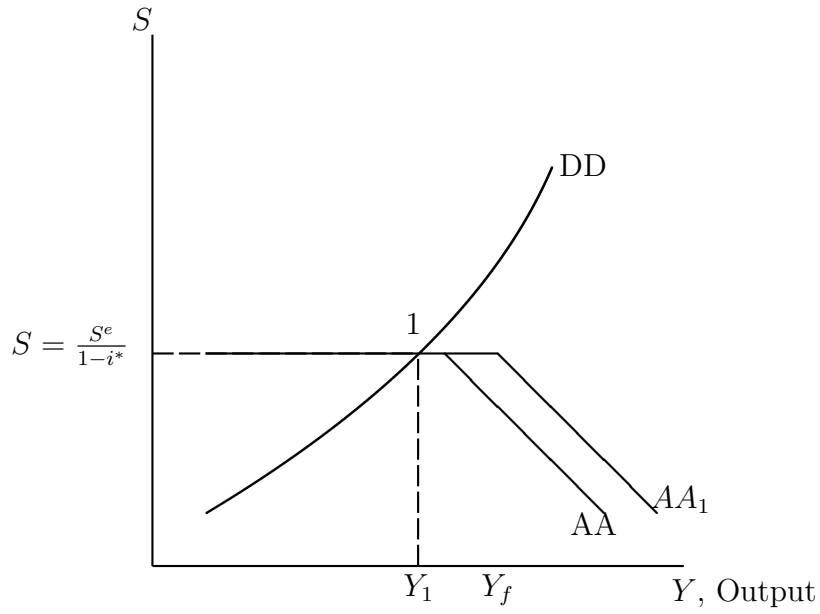


Figure 6: Düşük Output Likitide Tuzağı ve Geçici Para Politikası



sürekli olarak artırsın ve bu nedenle beklenen gelecek kurda para arzındaki artış oranında artsın. Bu durumda AA eğrisi sağa kaydığı gibi yukarı doğru kayacaktır. Böylelikle output artar ve de para değer kaybeder. Ancak Japon ekonomisini gözlemleyenler, Japon politika yapıcılarının enflasyon ve Yen'in değer kaybından korkuları nedeniyle insanların merkez bankasının sürekli olarak Japon Yen'inin değerini düşüreceğine inanmamaktadırlar. Bunun yerine merkez bankası para arzını sürekli olarak artırdığını ilan etse dahi piyasa bu politikanın geçici olduğu ve ileride yine Japon Yen'inin değer kazanacağını düşünmektedirler. Bu nedenle bu politika başarısız olmaktadır.

Princeton Üniversitesi ekonomistlerinden Lars Svensson Japonya'nın bu likitide tuzağından kurtulması için beklenen gelecek kuru etkilemek için daha emin bir yol olarak Japonya'nın Yen'in değerini düşürdükten sonra sabit kur sistemine geçmesini önermektedir. Döviz kurunun şimdiki kur yerine S_0 gibi bir değerde belirlenip bu kurda sabitlenmesi AA eğrisini yukarı doğru kaydıracak, ve ekonominin yeni denge noktası 2 no'lu noktada oluşacaktır. 2 no'lu nokta AA eğrisinin negatif eğimli olduğu bölgededir, yani nominal faiz haddi artmıştır. Ama dünya talebi Japon Yen'inin değer kaybetmesi nedeniyle Japon mallarına döneceği için, Japonya'daki output artacaktır (Şekil 7).

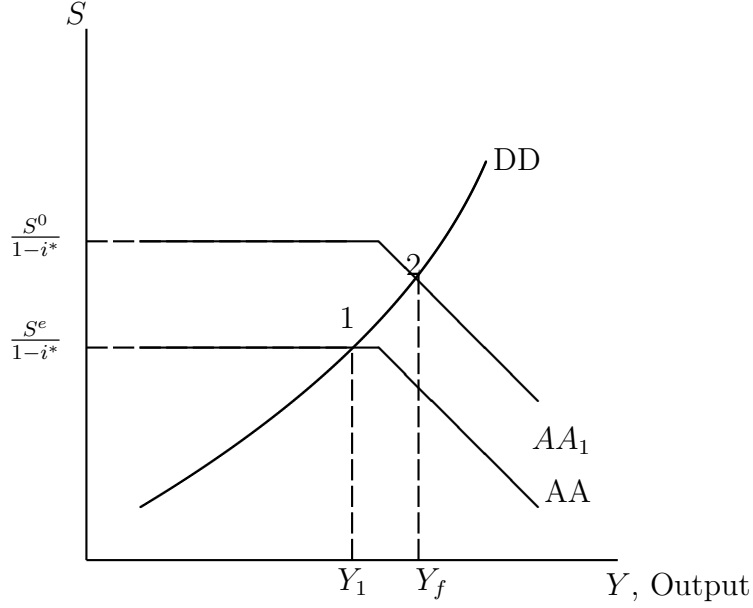
Japonya bu planı uygular mı? Bunun alternatifi uzun dönemli fiyat deflasyonudur, ve bu deflasyonda reel olarak Japon Yen'inin değer kaybetmesine neden olacaktır. Ancak Japonya'nın problemi ekonomik olduğu kadar siyasette olduğu için ne zaman ve nasıl likitide tuzağından kurtulacağını öngörmek zordur.

4.5 Ödemeler Dengesi Krizleri ve Sermayenin Kaçışı

Şimdiye kadar ki tartışmalarımızı döviz piyasasındaki aktörlerin şimdiki sabit kurun sonsuza değin süreceğine inandıkları varsayımı altında yaptık. Ancak pratikte merkez bankaları şimdiki sabit kurun sürdürülemediğini veya sürdürmenin ekonomide istenmeyen sonuçlar doğuracağı durumuyla karşı karşıya kalabilirler. Merkez bankasının resmi döviz rezervlerinde bir azalma veya yurtiçi istihdamda bir azalma olabilir. Eğer piyasadaki aktörler merkez bankasının bu durumlarda ulusal parada bir devalüasyona gideceğini veya gitmek zorunda kalacağını düşünürlerse, aktörlerin şimdiki sabit kurun sonsuza değin korunacağını beklemeleri düşünülemez.

Piyasanın döviz kurunda bir değişiklik beklemesi ödemeler dengesi krizine (gelecek döviz kuruna ilişkin beklentilerin değişmesi nedeniyle resmi döviz

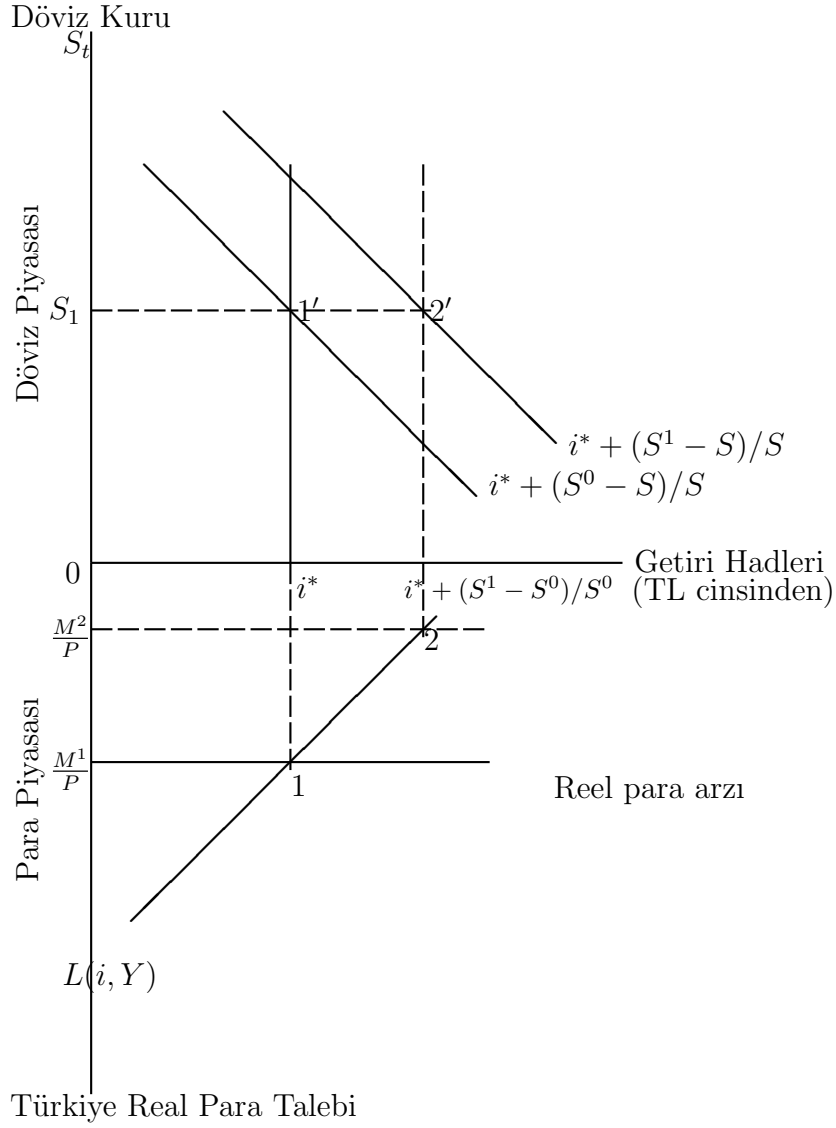
Figure 7: Tam İstihdamın Sağlanmasında Döviz Kuru Politikası



rezervlerinde ani değişiklik) yol açabilir. Bu bölümde, varlık piyasasındaki denge modelini kullanarak sabit kurlar sistemin içinde ödemeler dengesi krizinin nasıl oluşabileceğini analiz etmeye çalışacağız.

Şekil 8 başlangıçta para piyasasının döviz kuru S_0 'da sabitlendiğinde 1 no'lu noktada, döviz piyasasının ise 1' no'lu dengede olduğunu göstermektedir. M^1 bu denge ile uyumlu para arz miktarıdır. Varsayalım ki ülkenin cari işlemler dengesinde ani bir bozulma olsun, cari işlemler dengesindeki bu açık döviz piyasasındaki aktörlerin gelecekte bir devalüasyon beklēmelerine neden olabilir. Piyasanın merkez bankasının döviz kurunu S_0 'dan S_1 'e çıkaracağını beklediğini varsayalım. Beklenen gelecek kurdaki bu değişme Dolar mevduatları TL getiri haddi eğrisini yukarı doğru kaydıracaktır. Ancak şimdiki kur halen değişmediğinden döviz piyasasındaki denge için yurtiçi faiz haddinin $i^* + (S_1 - S_0)/S_0$ artması gerekecektir. Başlangıçta, yurtiçi faiz haddinin i^* 'da sabitlenmesi nedeniyle TL mevduatları üstündeki getiri haddi Dolar mevduatları üstündeki TL getiri haddinden aşağıda kalacaktır. Getiri hadlerindeki bu fark Dolar mevduatlarına bir talep fazlasının oluşmasına neden olacaktır. Döviz kurunu S_0 'da tutmak isteyen merkez bankası piyasaya

Figure 8: Sermayenin Kaçışı, Para Arzı ve Faiz Haddi



yabancı para satmak zorundadır, bu nedenle yurtiçi para arzında M^1 'den M^2 'ye bir daralma olacaktır. 2 no'lu noktada para piyasasında denge sağlanacaktır, bu noktada TL mevduatları üstündeki getiri haddi ile Dolar mevduatları üstündeki TL getiri haddi eşitlenmektedir. Gelecek devalüsyon beklentisi rezervlerde bir azalma ve yurtiçi faiz hadlerinin artması ile ifade edilen ödemeler dengesi krizine neden olacaktır. Aynı şekilde, bir revalüasyon beklentisi döviz rezervlerinin artmasına ve de yurtiçi faiz hadlerinin azalmasına neden olacaktır.

Devalüasyon korkusu nedeniyle yaşanan rezerv kaybı ödemeler dengesi bilançosunda özel sermaye hareketlerinde bir borç kaydı yaratacağı için genellikle sermayenin kaçıışı (capital flight) olarak adlandırılmaktadır. Yerleşikler ulusal parayı merkez bankasına satarak karşılığında yabancı para almakta, ve bu parayı yurtdışında değerlendirmektedir. Devalüasyon korkusu ile ortaya çıkan, sermayenin kaçıışı hükümetler için önemli bir sorundur, çünkü bu durumdaki ülkelerde zaten başlangıçtaki rezervlerin seviyesi azdır. Rezervler üzerindeki bu baskı merkez bankalarının devalüasyonu daha önce ve planlanandan daha fazla yapmasına neden olabilir.⁷

Para krizlerinin nedenleri nelerdir? Genellikle hükümetlerin izlediği politikaların sabit kuru uzun dönem sürdürmeleri ile uyumlu olmamasıdır. Piyasadaki beklentiler hükümet politikalarını hesaba kattıklarında, ülke faiz hadleri üzerinde yukarı doğru bir baskı olacaktır. Örneğin, ülke merkez bankasının hükümetin kamu açıklarını kapatmak için devlet tahvili satın alabilir. Merkez bankasının bu alımları döviz rezervlerinde bir azalmaya neden olacaktır, rezervlerdeki bu azalma bir noktaya gelebilir ki artık bu noktadan sonra merkez bankası sabit kuru destekleyecek politika araçlarından (rezervlerden) yoksun kalabilir. Ulusal paradaki çöküş olasılığı arttıkça, yurtiçi faiz hadleri merkez bankasının rezervlerinde azalma ile birlikte artacaktır, ve bu noktadan sonra sabit döviz kuruna devam edilemeyecektir. Merkez bankasının devalüasyonu önlemek için yapabileceği tek şey hükümetlerin kamu açıklarının kapatıldığı yer olmaktan çıkması ve hükümetleri gelirleri kadar harcamalarına zorlamasıdır.

Son örneğimizde, döviz rezervlerindeki erime ve sabit kur sisteminin çöküşü makroekonomik politikaların sonucu kaçınılmazdır. Buradaki örnekte, para krizi ile yaşanan sermaye çıkışı parasal krizin nedeni değil bir sonucudur, sermaye çıkışı burada çöküşü hızlandırmaktadır. Ancak bütün krizler bu

⁷Toplam talebin reel faiz haddine de bağlı olduğunu varsayarsak, sermayenin kaçıışı outputu para arzındaki daralma ve reel faiz haddindeki artma nedeniyle azaltılmaktadır. Devalüasyonun bu daraltıcı etkisi politika yapıcıların devalüasyon yapmaktan kaçınmalarının diğer bir nedenidir.

şekilde olmayabilir. Ekonomi makroekonomik politikalar açısından sorunlu olmasa dahi para spekülasyonlarından zarar görebilir. Bu tip krizlere kendini besleyen para krizleri (self-fulfilling currency crises) denmektedir.⁸

Örnek olarak düşünelim ki bir ekonomideki ticari bankaların yükümlülükleri kısa dönem mevduatları olsun, ve bir resesyon durumunda bu bankaların firmalara sağladığı kredilerin ödenemediğini varsayalım. Spekülatörler eğer paranın devalüe edileceğini düşünürlerse, faiz hadleri artacak, bankaların borçlanma maliyetleri artarken banka varlıklarının değeri azalacaktır. Bu finansal çöküşü önlemek için, merkez bankası bankalara borç verebilir, ancak bu durumda merkez bankası rezervlerinde azalma olacaktır, bu azalma ile birlikte merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesi zorlaşacak ve bu nedenle sabit kuru koruması mümkün olmayacaktır. Bu durumda, spekülatörlerin devalüasyon beklentileri ekonomiyi bir kriz içerisine sokmuş ve döviz kurunun değişmesine neden olmuştur.

⁸Unutulmamalı ki bu tip krizlerinde ana nedeni hükümet politikalarının spekülatörleri davet etmesidir.