

Merkez Bankasının Resesyona İhtiyacı Var : Daha İyisi Kriz Olsun

Cem Mehmet BAYDUR

Doç.Dr., Muğla Ün. İİBF İktisat Bölümü

T.C. Merkez Bankası (TCMB) son on yıldır açık veya gizli, direkt veya doğrudan enflasyon hedeflemesi yapmaktadır. Temel politika aracı faizi de bu doğrultuda şekillendirmiştir. “Merkez Bankası’nın fiyat istikrarı amacı doğrultusunda en güçlü politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları, çeşitli makroekonomik değişkenlerin gelecek dönem enflasyon gelişmeleri üzerine etkilerini kapsamlı şekilde göz önüne alarak belirlenmiştir” (TCMB). TCMB son on yıldır örtük veya açık olarak izlediği para politikasını giderek bozulan dış denge ve değerlenen TL’nin zorlamasıyla bugün değiştirmek zorunda kalmıştır. Yapılan duyurulardan anlaşıldığı kadarıyla TCMB enflasyonun istikrarı yanında finansal sistemde istikrar gibi ikinci bir amacı kendisine şiar edinmiştir. Bugünkü ekonomik problemlerin tamamından TCMB sorumlu tutulmasa bile önemli ölçüde izlediği politikaların sorumlu olduğunu kabul etmek gerekir. Çok önemli bir fiyat olan faizi belirleyen ve şekillendiren TCMB, reel faizleri yüksek tutacak bir faiz politikasını enflasyonla mücadele için olmazsa olmaz koşul olarak görmüş ve uygulamıştır. Böyle bir yargıya ulaşmanın arkasında sadece TCMB açıklamalarını bakma yeterli değildir, bu nedenle Merkez Bankasının ne yaptığına bakalım veya hatırlatalım: TCMB’nin enflasyonla mücadelede temel hedefi iktisadi birimlerin beklentileridir. TCMB iktisadi birimlerin beklentilerini faiz silahı ile hedeflediği enflasyona uydurmak ister. İktisadi birimlerin beklentileri değiştikçe Merkez Bankasının uyguladığı Taylor kuralına göre faizlerin daha hızlı bir şekilde değişmesi gerekir. Dikkatlice bakıldığında enflasyon beklentilerinde ciddi düşmelerin yaşandığı dönemlerde bile TCMB faizleri aynı ölçüde düşürmemiş veya değiştirmemiştir. 2002-2010 yılları arasında enflasyon beklentilerindeki hızlı düşmeye karşı faizlerin aynı hızda düşmediğini çok rahatlıkla, her iki büyüklüğün değişme hızlarını kıyaslayarak anlayabiliriz. TCMB, Taylor kuralına göre faiz kararı alıyorsa beklentilerdeki düşmeye göre faizleri daha hızlı bir şekilde indirmelidir. Halbuki TCMB bu şekilde davranmamıştır. Bu şekilde davranılmamasının arkasında yatan unsurlar; TCMB’nin

yüksek faiz politikası ile toplam talebi ve enflasyonu kontrol etme isteğidir. Ancak yüksek faiz politikası ile uygulanan enflasyon hedeflemesinin temel bir eksiliği bulunmaktaydı. Türkiye ekonomisinin dış kaynağa olan bağımlılığı dikkate alınmadığından yüksek reel faizden faydalanmak için giren yabancı sermaye hem önemli makro fiyatlara hem de ciddi yapısal dönüşümlere sebep olmuştur. Bu değişimleri özetlemek gerekirse; kurlardaki değerlenme, cari dengenin bozulması, yoğun dış girdi kullanımı sektörler arasındaki tamlaşmanın azalması, istihdamsız bir büyüme olarak sayılabilir. Bütün bu olumsuz gelişmelerde faiz politikasının önemli bir paya sahip olduğu söylenebilir. Dış aleme göre yüksek reel faiz, herkesin bildiği bir sıcak para döngüsünü Türkiye’de çevirip durmuştur.

Bu döngüye TCMB açısından bakılırsa, TCMB’nin iki farklı reel faiz tanımı yaptığı görülmektedir. Birinci faiz finansal piyasalara istikrar getiren faiz olarak tanımlanmakta (r_f), diğer faizi de enflasyonda istikrar sağlayan faiz (r_p) olarak belirtilmektedir (Buradaki faizler bir açıdan farklı iki reel faizdir. Bu çalışmada mevcut piyasa faizleri için yabancı para ve yerli para üzerinden iki farklı reel faiz hesabı yapılmaktadır. TCMB, yabancı para üzerinden hesaplanan reel faize (r_f), yerli para üzerinden hesaplanan faize de (r_p) olarak da ifade edebilirdi). Bu iki faiz arasındaki fark, TCMB tarafından hem bir risk göstergesi hem de ekonomideki olumsuz gelişmelerin kaynağı olarak görülmektedir. TCMB yeni para ve kur politikasını bu farkı kapatmak üzerine kurmak istemektedir. TCMB nasıl tanımlarsa tanımlasın yerli para ve yabancı paralar üzerinden farklı reel faizler söz konusu oldukça ve bunlar arasındaki makas açık kaldıkça, kurun daha da değerlendirildiği, enflasyon azalsa bile istihdamsız bir büyümenin olduğu, açıkların giderek arttığı, borçların genişlediği, kurların ve enflasyonun bastırıldığı bugünkü ekonomik yapının, TCMB’nin inatla ve sabırla uyguladığı katı enflasyon hedeflemesinin bir ürünü olduğunu kabul etmek gerekir. Artan cari dengesizlik ve yüksek kısa vadeli sermaye hare-

ketleri, Türkiye ekonomisini şoklara karşı hassas hale getirmiştir. Bugün gelinen noktada özellikle cari işlemler dengesindeki bozulma TCMB'yi sonunda rahatsız etmiş; enflasyon hedeflemesi yanında finansal sistemdeki aşırı kredi genişlemesini ve TL'deki değerlenme sürecini kontrol almak amacıyla 2011 yılı için yeni bir para ve kur politikasına yönelmiştir. TCMB'nin yeni politikasının başarılı olup olmayacağını bir sonraki paragraflarda tartışalım, ama bu noktada mızrağın çuvala neden sığmadığını vurgulayalım.

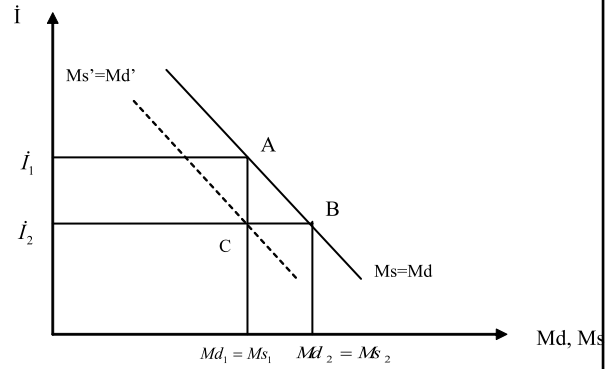
TCMB'nin izlediği politikanın ekonomiye ne kadar zarar verdiğinin en güzel göstergesi, önlenemez ithalat artışıdır. İğneden ipliğe her şeyi ithal eder hale gelen Türkiye ekonomisinin ciddi bir yapısal dönüşüm geçirdiği söylenebilir. Nasıl zevk ve teknoloji fiyatları belirliyorsa, fiyatlar da neler tüketeceğimizi ve hangi teknolojileri kullanacağımızı belirleyebilir (Dolaylı fayda fonksiyonlarına bakın). Eğer bir ekonomideki fiyatlar denge fiyat, doğru fiyat ve adil fiyat değilse, kısacası yanlış fiyatlarsa iktisadi birimler de bu fiyatlara uyarak kazançlarını ve faydalarını maksimize edecek davranışlar sergileyeceklerdir. Kısa dönemdeki yanlış fiyatların uzun dönemde yarattığı dengesizliklere iktisat literatüründe histeri etkisi denilir. TCMB'nin izlediği para politikası ile bu dengesizliklere katkısının önemli düzeyde olduğu söylenmelidir. Merkez Bankasının izlediği yüksek faiz politikasının getirdiği dış kaynak (sermaye hareketleri), değerli kur ve iki farklı faiz yapısı gerek tüketim gerekse yatırımda Türkiye ekonomisinin dışa bağımlılığını gün geçtikçe arttırmıştır. Bu dönemdeki dünya konjonktürü de oldukça müsaitti. Son on yıldır dünyada dolar ve döviz bolluğu, kısacası bir sermaye bolluğu bulunmaktadır. İçerideki yüksek faiz dışarıdan borçlanma ile yatırımı, üretimi ve tüketimi teşvik etti. Denizli'deki tekstil üreticisi Dalaman pamuğuna, Antep ipine bakmaz oldu. Kur yerli girdi yerine yabancı girdinin (özellikle Çin) kullanılmasını cazip kıldı/kılmaya devam ediyor. Dış finansman ile fabrikaların kapasiteleri yenilendi ve daha yoğun sermayeli, daha verimli üretim teknolojileri ithal edildi. Bursa'da makine üreticilerinin dertleri pek işitilmedi. Bu durum çok uzun soluklu olmasa da 10 yıllık konjonktürün bugün geldiği nokta yoğun bir borç stoku ve bildiğimiz istihdamsız büyüme, katma değer artışının sınırlı olması, sektörlerde özellikle de reel imalat sanayinde tamamlanma derecesinin zayıflaması, bütçede düzelme görün-

se bile bozulan dış dengeden kaynaklanan ÖTV ve KDV kaynaklı geçici düzelmelerin yaşanması gibi olumsuzlukların, ekonomik yapıyı kuşattığını görebilir hale geldik. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu Türkiye'de yanlış bir strateji olan yüksek faiz politikası artan dengesizleri beraberinde getirmiştir. Yanlış fiyatlar histerinin kaynağıdır ve varlıklarını daha uzunca süre sürdüreceklerdir.

Bu süreçten kısa dönemde hemen hemen herkesin memnun olduğu söylenebilir. Gelen dış kaynaklarla ekonomi büyüdü, bütçe açıkları azaldı, ucuz kredi ile ev, dam ve araba alındı. Belki çok kişi, iş bulamadı ama en azından statüleri korunduğu için pastanın aslan payı olmasa bile paylarına bir şeyler düştüğü için seslerini çıkarmadılar. Dışarıdan Türkiye'ye kaynak getirenler de pastanın aslan payını götürdükleri için memnun oldular. Bu koşullarda Türkiye ekonomisi için bir sub optimal dengenin kısa dönemde geçerli olduğu söylenebilir. Ancak bu sürecin sonsuza kadar sürdürülmesinin giderek zorlaştığı TCMB tarafından da kabul edilmiştir. Bugün TCMB, izlediği faiz politikasının aynı anda fiyat ve finansal istikrarı sağladığını, daha gerçekçi (gevşek) bir enflasyon hedeflemesi izlemesi gerektiğini kabul ettiği söylenebilir. Bu kabul geç olmakla beraber sevindirici bir gelişmedir. Ancak ortaya çıkan dengesizliğin büyüklüğü ve çıkarların kemikleşmiş yapısı nedeniyle TCMB politikasının ve sonuçlarını biraz daha yakından değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

TCMB yeni politikasındaki hedefleri olan fiyat istikrarı ve finansal istikrara ulaşmak için hem faizleri hem de para miktarını azaltacak bir para politikasını amaçlamaktadır. "Bu çerçevede Kurul, daha düşük bir politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarının uygun bir bileşim olacağı değerlendirmesinde bulunmuştur. Ayrıca, finansal istikrarı desteklemek amacıyla, Türk Lirası cinsinden mevduatın vadesinin uzamasını teşvik edecek şekilde zorunlu karşılık oranlarının vadelere göre farklılaştırılmasının ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan bazı yükümlülük kalemlerinin zorunlu karşılık kapsamına alınmasının faydalı olacağı değerlendirilmiştir"(TCMB). TCMB'nin izleyeceği politikaya iktisat literatüründen bakılırsa Merkez Bankası Tinberger kuralına göre hareket etmektedir. Bu kural her amaç için bir araç bulunması gerektiğini ifade eder. TCMB yeni dönemde

amaçlarına ulaşabilmek için faiz hariç kullanacağı araçları şu şekilde belirtmektedir: (1). Faiz Dışı Kamu Harcamaları, (2). Vergiler, (3). Bankaların Sermaye Yeterlilik Oranları (Basel 3), (4). Bankaların Likidite Yeterlilik Oranları (Basel 3), (5). Zorunlu Karşılık Oranları, (6). Merkez Bankasının Likidite Yönetimi. Dikkatlice bakıldığında para politikası açısından 5. ve 6. tedbirler TCMB kontrolü veya nüfuzu altındadır. Merkez Bankası 5. ve 6. tedbirler yoluyla zorunlu karşılıkları arttırarak ve son borç verme faizlerini yükselterek piyasadaki para miktarını da azaltmayı¹ sağlamaya çalışmaktadır. Diğer tedbirler yapısal veya maliye politikası ile ilgili tedbirlerdir. Bunları şimdilik para politikasının dışında bırakarak analizimize devam edelim. TCMB'ye göre bu tedbirler başarılı olursa, TCMB, Türkiye'deki yüksek reel faizle dış alemdeki düşük reel faiz farkı kapanacağından hem enflasyonla mücadele hem de mali istikrarı sağlama açısından etkin bir faiz politikası aracına kavuşmuş olacağını ummaktadır. Acaba faiz farkının kapanması nasıl mümkün olur, hangi şartlarda mümkün olur bunu belirlemeye çalışalım. Bunun için de aşağıdaki basit bir şekle başvuralım. Bu şekilde basitlik için para arzı (Ms) ile para talebi (Md) özdeş kabul edildi. Özdeşlik varsayımı makuldür. Fazla para arzını, domates arz fazlası gibi tarlada ve yolda görmediğimize göre bunun her zaman Md=Ms olarak alınmasında bir sakınca yoktur.



TCMB hem faizleri düşürmek hem de sıkı para politikası uygulamak istemektedir. Şekilde ekonominin A noktasında bulunduğunu kabul edelim. Para talebi veri olmak kaydıyla TCMB'nin faizleri i_1 'den i_2 'ye indirebilmesi için para arzını Ms_1 'den Ms_2 'ye arttırması gerekmektedir. Nasıl bir malın arzı bollaşınca fiyatı düşüyorsa, para arzındaki bollaşma da paranın fiyatı olan faizi düşürecektir. Bu durumda ekonomi B noktasında olacaktır. Ancak TCMB 2011 yılında izleyeceği para politikası ve araçları ile piyasadaki para miktarını da azaltmak istemektedir. Temelde bu amaca ulaşmak için TCMB, kullandığı araç olan zorunlu karşılık oranlarını kısa vadede yükseltmektedir. Sermaye hareketlerini tam serbest olduğu Türkiye'de bu aracın etkinliği toplam talebe bağlıdır. Toplam talep canlı olduğu sürece sermaye hareketlerinin serbest olduğu Türkiye'de, bankalar ve firmalar rahatlıkla farklı kanallardan dış kaynak bulabilirler. Bundan dolayı TCMB hem faizleri hem de para arzını azaltmak isterse para talebinin azalması gerekmektedir. Yani ekonominin C noktasına gelmesi gerekmektedir. Para talep fonksiyonunun hangi koşullar altında C'ye kayacağına yakından bakalım. Para talebi, çok boyutlu ve tahmin edilmesi çok güç bir fonksiyon olmasıyla beraber gelirin, finansal sistemin özelliklerinin ve ekonomiyle ilgili beklentilerin (temelde gelir ve fiyat beklentilerinin; buradaki fiyat beklentileri içinde sadece enflasyon değil diğer varlıkların fiyat beklentileri de kastedilmektedir) bir fonksiyonu olarak kabul edilebilir. Finansal sistemin özelliklerinin kısa dönemde değişmediği kabul edildiğinde, şekilde de görüldüğü üzere, para talebinin Md'den Md''e doğru kayması için para talebini belirleyen diğer büyüklüklerin değişmesi gerekmektedir. Para talebinin bu şekilde kayabilmesi için ya gelirin azalması ya beklentilerin değişmesi ya da her ikisinin aynı anda olması gerekmektedir. Enflasyonla alakalı beklentiler olumlu yönde değişse bile gelir ve gelir beklentileri mevcut durumunu koruduğu sü-

1 Sıkı para politikasının göstergesi olarak TCMB borç alma ve verme faizleri arasındaki makasın genişliğine bakılmalıdır. "a) Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 7'den yüzde 6,50'ye düşürülmüştür. b) Gecelik faiz oranları: Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 1,75'ten yüzde 1,50'ye düşürülmüş, borç verme faiz oranı yüzde 8,75'ten yüzde 9 düzeyine yükseltilmiştir. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı ise yüzde 7,75'ten yüzde 8'e yükseltilmiştir. c) Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları: Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalar arası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 0 düzeyinde sabit tutulmuş, borç verme faiz oranı yüzde 11,75'ten yüzde 12 düzeyine yükseltilmiştir" (TCMB).

rece para talebinin C noktasına kaymayacağı söylenebilir. Gelir, gelir ve varlık fiyatları ile ilgili beklentiler canlı olduğu sürece, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide gerek bankalar gerekse şirketler doğrudan dışarıdan borçlanarak kredi veya direkt olarak para arzını arttırabilirler. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve TCMB'nin dünyadaki fon arz ve talebini etkilemeyecek kadar büyük bir Merkez Bankası olmadığı da dikkate alındığında para politikasının yapabileceği çok fazla bir şey bulunmamaktadır. Çözüm maliye politikası ve finansal sistemle alakalı düzenlemelerdedir. Raporlardan anlaşıldığı kadarıyla, TCMB her alanda ciddi düzenlemeler istemektedir. Bankaların sermayelerinin arttırılması ve OVP (orta vadeli mali programa sıkıca uyulması) yardımıyla hükümet/kamu harcamalarını daraltıcı bir maliye politikası amaçlarına ulaşabilmek için olmazsa olmaz koşullar olarak görmekte ve gerçekleştirilmesini istemektedir. Bir açıdan da haklıdır. Türkiye ekonomisi incelendiğinde, 2009 yılı gibi ekonominin daraldığı, sermaye girişinin yavaşladığı yıllarda cari işlemler dengesinin veya dış ticaret dengesinin sorun olmaktan çıktığı çok rahat görülebilmektedir. Türkiye ekonomisinde hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarın sürdürülebilmesi için yani TCMB'nin amaçlarına ulaşabilmesi için ekonomini soğutulması gerekmektedir. Buradaki kritik soru maliye politikası bu şekilde uygulanabilir mi?

Sonuç Yerine

TCMB, faiz farklarını azaltarak reel kurdaki değerlenmeyi veya başka şekilde ifade edilecek olursa cari işlemlerdeki bozulmaya, aşırı dış kaynak girişine engelleyerek çözmek istemektedir. İzleyeceği düşük faiz sıkı maliye politikasının başarılı olması için yada başka bir deyişle reel kurdaki değerlenmenin durması için muhakkak harcamalarının azalması kısaca tasarrufların artması gerekmektedir. Temelde cari dengesizlik bir tasarruf yetersizliğidir. Türkiye sermaye hareketlerinin serbest olmasından yararlanarak dış kaynak kullanan bir ekonomidir. 2011 yılında izlenecek para politikasından anlaşıldığı kadarıyla, TCMB bu kadar yoğun ve özellikle kısa vadeli dış kaynak kullanımı istememektedir. Peki, "TCMB'nin elinde tasarrufları arttıracak, kısa vadeli sermaye girişini engelleyecek bir efektif aracı var mıdır?" sorusuna verilecek cevap hayırdır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve Türkiye ekonomisinin dünyaya göre küçük olduğu varsayılırsa, TCMB'nin tesis ettiği faiz

politikasını bugün tersine çevirmesi çok daha zordur. Histeri etkisi geçmiş dengesizliklerin geleceği şekillendirmesidir. Histeri etkisi nedeniyle son on yılda üretim ve tasarruf yapısı değişmiştir. Ve bu yapının bugünden yarına değişmesi kolay değildir. Bu noktada alınan borçlar, devam eden yatırımlar, kullanılan dış kaynakların borç geri ödemeleri v.b. unsurlar, TCMB'nin bu politikasına karşı ciddi bir direnç yaratacaktır. Sermaye hareketlerinin denetlenmediği Türkiye'de piyasa aktörleri, TCMB'nin zorunlu karşılıklarla ilgili düzenlemelerini aşacak yeni yollar bulacaklardır. Bunun yanında iktidarın da bu direnç karşısında sıkı maliye politikasına dönmeye o kadar kolay değildir. BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) bir kenara bırakılacak olursa, TCMB'nin elindeki tasarrufları arttıracak ve sermaye girişlerini denetleyecek bir aracı olmadığından geriye maliye politikası kalmaktadır. Peki, "hükümet TCMB politikasını 2011 de destekler mi?" sorusuna verilecek cevap kısa ve uzun vadeye göre değişir. Kısa vadede cevap bellidir. Hükümetten daha sıkı bir bütçe uygulamasını seçim yılında beklemek hatalı olacaktır. Uzun vadede ise ciddi bir mali yapılanmanın, sosyal güvenlik reformunun, vergi reformunun, özelleştirmenin ve en önemlisi de bu kadar yoğun kısa vadeli dış kaynak kullanımı engelleyecek düzenlemelerin toplumun karşısında durduğu söylenebilir. Katma değer istihdam ve dış fazla yaratmada zorlanan Türkiye ekonomisinde biriken özel borçların ödenmesi için mali yapılanma, sosyal güvenlik reformu, vergi reformu ve özelleştirme kaçınılmaz bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sonuçta yanlış fiyat uygulamalarına uzun yıllar direnmenin diyeti olarak bakılmalıdır. Genel olarak sorunlara karşı geç tepki gösterdiğimiz dikkate alındığında yeni para politikasının başarılı olması için ekonomik bir kriz fırsat olabilir. Malum kriz kelimesinin bir anlamı da fırsat demektir. Kriz koşulları yapısal dönüşümleri topluma kabul ettirmede oldukça yardımcı olmaktadır. Biraz ironik olacak belki ama TCMB'nin aldığı bu tedbirler Türkiye ekonomisini krizden korumak içindir. Ancak bu politikaların başarılı olması için TCMB'nin sıkı bir maliye politikası beklemek yerine krizi beklemesi daha makul bir yol olarak görünmektedir. Belki bu sayede aklımıza sermaye hareketlerinin çok rahat bir şekilde birçok denge fiyatını balon haline getirdiği, dolayısıyla sermaye hareketlerini kontrol etmenin yollarına ve bunların etkilerine de bakmak gerektiği gelebilir.

Küresel Kriz ve Döviz Kurlarında Oynaklık Geçişi*

Özet

Uluslararası finansal piyasalar arasındaki oynaklık geçişlerinin önemi, 2008 yılında yaşanan küresel kriz ile tekrar gündeme gelmiştir. Bu çalışmanın amacı, küresel krizin döviz kurları oynaklığı üzerindeki etkisini ve döviz kurları arasındaki oynaklık geçişlerini belirlemektir. Çalışmada, Aralık 2001-Mayıs 2010 dönemine ait EUR, USD ve JPY günlük döviz kuru serileri analize dahil edilmiştir. Oynaklık geçişlerinin kaynağının ve büyüklüğünün belirlenmesi için çok değişkenli GARCH (multivariate GARCH) yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen ampirik sonuçlara göre; küresel kriz sürecinde serilerin oynaklığının arttığı ve hem haber etkisinin hem de oynaklık geçişinin kaynağının USD döviz kuru olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Döviz Kuru, Oynaklık, MGARCH

Mert URAL¹
Didem ÖZTEKİN²

Global Crisis and Exchange Rate Volatility Transmission

Abstract

The importance of the volatility transmission across the international financial markets has become a current issue by the effects of global crisis in 2008. The purpose of this study is to assign the effect of the global crisis among the exchange rate volatilities and which exchange rate is more effective than the others in the volatility transmission. We analyze EUR, USD and JPY daily exchange rate series for the period December 2001-May 2010 by using a multivariate GARCH model. The empirical results show that, the exchange rate volatility has increased during the global crisis period and both the source of degree of innovation and the source of volatility transmission is USD exchange rate.

Keywords: Global Crisis, Exchange Rate, Volatility, MGARCH

¹ Yrd. Doç. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, mert.ural@deu.edu.tr

² Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Para ve Banka Programı, didemoztekin@gmail.com

* Bu çalışma, Türkiye Ekonomi Kurumu (TEK) tarafından 1-3 Eylül 2010 tarihlerinde Gime-KKTC'de düzenlenen 2. Uluslararası Ekonomi Konferansı'nda sunulan bildirinin gözden geçirilmiş halidir.