
DÖVİZ KURU REJİMİ TERCİHİNİ BELİRLEMeye YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

APPROCHES TO DETERMINES THE CHOICE OF FOREIGN EXCHANGE REGIME

Doç. Dr. Oğuzhan ALTAY, Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,
İktisat Bölümü, oguzhan.altay@ege.edu.tr

ÖZET

Uluslararası parasal düzen son on yıldır dramatik bir dönüşüm yaşamıştır. IMF üyesi ülkelerin çoğunluğu döviz kuru tercihlerini doksanlı yılların başlarında ara rejimde sürdürürken, eğilim günümüzde köşe çözümlerine doğru değişmiştir. Bu dağılımın, IMF üye sayısının tam olarak ve üye olmayan diğer ülkelerin dikkate alınmamasından kaynaklandığı ileri sürülürken, gelişmekte olan ülkelerin karma (ara) rejimleri terk ederek köşe çözümlerine yöneldiği tezi değişik yazarlarca kabul edilmemektedir.

Ülkelerin döviz kuru tercihlerinde genelde üç eğilimden söz edilmektedir:

- Artan esnekliğe doğru bir tercih,
- Azalan esnekliğe doğru bir tercih ki bunlar ulusal paraların ortadan kalkmasını da kapsayan tercihler,
- İlk iki görüşü kapsayan ara rejimlerin sürdürülemez olduğu tercih.
- Tercihler veya çözümler arasındaki avantaj ile dezavantajları yaratan unsurlar;
- Optimum döviz kuru rejimi tercihinin ilgili ülkenin ve zamanın koşullarına bağlı olması,
- Sermaye akımlarının büyüklüğü,
- Optimum para alanı veya coğrafik alan şeklinde sıralanmaktadır.

Ülkelerin resmi olarak ilan ettikleri kur rejimi ile fiili kur rejimleri arasında farklılıklar ortaya çıkabilmektedir. Bu farklılık, ülkelerin hangi döviz kuru rejimine dahil edilmesi gerektiği konusunda güçlükler çıkarmaktadır. Ülke ekonomilerinin büyüklüğü, uluslararası sermaye hareketliliğinin ilgili ülkeye yöneliminde döviz kurlarının yönetimi, özellikle sürünen veya gözetimli kur bantlarında ayrı bir önem kazanmaktadır.

Oğuzhan Altay

Döviz kurunu belirlemeye ve açıklamaya yönelik ilgili literatürde öne çıkan teorik görüşlerin incelendiği bu araştırma, farklı iktisatçıların görüşlerinin tartışılmasını hedeflemektedir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru, İki Kutup Görüşü, İmkansız Üçleme, Optimal Para Alanı, Dalgalanma Korkusu

ABSTRACT

International monetary order has gone through a dramatical transformation within the past ten years, and, while at the beginning of the 1990s most member countries of IMF have been implementing the intermediate regimes (soft pegs), nowadays there is a trend towards the corner solutions (hard pegs and floating regimes). However, it has been suggested that these figures may not represent the truth because; they represent only IMF member countries, but not the all countries. Therefore, the thesis that many of the countries have given up intermediate regimes in preference for corner solutions is not accepted by some economists.

At present, the following choices appear to be likely for the choice of foreign exchange regimes:

- A choice towards increasing flexibility.
- A choice towards decreasing flexibility, which also include giving up national currencies.
- The view that intermediate regimes are unsustainable.
- Factors creating advantages and disadvantages between the choices and the solutions can be listed as follows;
- The choice of optimum foreign exchange rate regime is dependent on the conditions of the relevant country and the relevant era
- The size of the capital flows
- Optimum currency or geographical area

There can be a discrepancies between de jure and de facto exchange rate regimes. These diiscrepancies would create difficulties in deciding in which exchange rate regime a particular country should be included. On the other hand, the size of the economy and the management of foreign exchange rate under the existence of international capital flows gains signifcance, particularly in crawling band and managed floating regimes.

In this paper we aim to discuss the choice of exchange rate regime both theoretically and by considering actual country experiences.

Key Words: Exchange Rate, Bipolar View, Impossible Trinity, Optimal Currency Area, Fear of Floating

1. GİRİŞ

Döviz kuru rejimlerinin niteliğini belirleyen temel unsur döviz kurunun serbestçe dalgalanmasının mümkün olup olamayacağıdır. Diğer taraftan, döviz kuru rejimleri sınıflandırılırken, resmi (de jure) döviz kuru ile fiili (de facto) döviz kuru arasında ortaya çıkan farklılıklar güçlükler yaratmaktadır. Sınıflandırmada en iyi yöntem nedir? Sorusuna verilecek yanıtlar;

- Kurların önceden belirlenip belirlenmediği ve
- Merkez bankasının müdahale politikalarının varlığıdır.

Merkez bankası, herhangi bir hedef olmaksızın ve haber vermeksizin döviz piyasasına müdahale ediyorsa, bu durumda dalgalı veya esnek kurlardan söz edilebilir. Ancak, dalgalı kurların kendi içlerinde değişik alt başlıklarda sınıflandırıldığını gözden uzak tutmamak gerekir. Önceden belirlenmiş ve ilan edilmiş bir parite çerçevesinde kurumsal ve yasal yükümlülükler söz konusu ise, bu durumda sabit kurlardan söz edilir. Bunlara bağlı olarak, bir ülke açısından en uygun döviz kuru rejiminin seçiminde öncelikle ilgili ülkenin karşılaştığı ekonomik sorunlar ile yaşanan sorun ve/veya krizlerin içsel ya da dışsal nedenlerden kaynaklandığını bilmenin ayrı bir önemi vardır.

Döviz kurları aşağıda sınıflandırılırken öncelikle IMF istatistikleri temel alınacak ve buradan hareketle döviz kuru tanımına ilişkin son yıllarda öne çıkan görüşler incelenecektir. IMF, 1999 yılından itibaren döviz kuru rejimlerini üye ülkelerin resmi otoritelerince belirlenip uygulamaya konulan döviz kuru rejimlerini esas alarak sınıflandırmaktadır. Bu doğrultuda en katı rejim olan para kurulundan serbest dalgalanmaya kadar sekiz döviz kuru rejiminden söz edilmektedir (IMF, 2006 145-146):

- Yasal (ulusal) parası olmayan ülkelerdeki kur düzenlemeleri (exchange arrangements with no separate legal tender),
- Para kurulu düzenlemeleri (Currency board arrangements),
- Diğer geleneksel sabit parite düzenlemeleri (Other conventional fixed peg arrangements),
- Yatay bantlar içinde dalgalanan sabit kur (Pegged exchange rates within horizontal bands),
- Sürünen pariteler (Crawlings pegs),
- Kur değişmelerinin önceden belirlenmediği yönetimli dalgalanma (Managed floating with no preannounced path for exchange rate),
- Bağımsız Dalgalanma (Independently floating),

IMF tarafından ülke uygulamalarına dayanılarak gerçekleştirilen döviz kuru rejimlerinin dışında, aşağıda da bu alana yönelik öne çıkan görüşler teorik düzeyde incelenmektedir.

2. DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN TANIMLANMASINDA ÖNE ÇIKAN GÖRÜŞLER

2.1 Jeffery A. Frankel'in Görüşleri

Döviz kuru rejimlerini esnek ve sabit köşe çözümlenmeleri ile ara rejimler altında sınıflandıran yazar, bunları aşağıdaki gibi gruplandırmaktadır (Frankel, 2002; 4):

- Esnek Köşe Rejimler,
 - Serbest dalgalanma,
 - Gözetimli dalgalanma,
- Ara Rejimler,
 - Band Düzenlemeleri,
 - Bregsten-Williamson Hedef Bölge,
 - Krugman-ERM Hedef Bölge,
 - Yönlendirilmiş Sabit Parite,
 - Endekslenmiş sabit parite,
 - Önceden duyurulmuş sabit parite,
 - Sepet Parite,
 - Ayarlanabilir Parite,
- Sabit Köşe Rejimler,
 - Para Kurulu,
 - Dolarizasyon-Euroizasyon,
 - Parasal Birlik.

Frankel, tanımlamalarda birçok karışıklığın çıkabileceğini, özellikle karma rejimdeki alt başlıkların bazen esnek, bazen sabit rejimlere benzeyebileceğini belirtmektedir. Yönlendirilmiş sabit parite için sürünme-yönlendirme hızının önemli olduğunu, sepet paritede de hükümet tarafından açıklanan belirli yabancı paraların (dövizlerin) ağırlıklandırılarak bir sepet içerisinde bulunmalarından söz etmektedir.

2.2 Stanley Fischer'in Görüşleri

İki kutuplu görüşün (bipolar view) savunucularından Fischer, IMF'nin döviz kuru sınıflandırılmasındaki temel farklılığın fiili ve resmi kurlardan kaynaklandığını öne sürmektedir (Fischer, 2001; 1). Yazar, ülke gruplarına göre döviz kuru sınıflandırmasını aşağıdaki gibi yapmaktadır:

- Katı Sabit Kur: Ayrı bir para birimi olmayan veya para kuruluna sahip ekonomiler tarafından tercih edilmektedir.
- Ara (Orta) Grup: Geleneksel sabit kurlu, sürünen pariteli, yatay bantlı ve sürünen bantlı döviz kuru politikasına sahip ekonomiler olup, bunlar esnek sabit kurlar şeklinde de tanımlanmaktadır.

- Dalgalı Kurlar: Merkezi bir kur olmadan ayarlanabilir dalgalı veya tamamen dalgalı döviz kuru rejimini içeren ekonomilerden oluşmaktadır.

Fischer savunduğu iki kutuplu görüşe göre döviz kurlarının sınıflandırılması ve bunların uygulanıp uygulanamayacağı konusunu şöyle açıklamaktadır (Fischer, 2001; 2). “Bir doğru üzerinde solda serbest dalgalanan kur, sağda para kurulu, dolarizasyon veya para birliği düzenlemeleri yer almaktadır. Bu durumda amaç, doğrunun ortasındaki rejimleri yok saymak değil, aradaki esnek sabit kur uygulamalarının sürdürülemez olduğunu göstermektir.”

2.3 John Williamson’un Görüşleri

Karma veya ara döviz kuru rejimlerinin destekleyicisi olan Williamson, sürünen pariteler ve sürünen bant sistemlerini geliştirerek bunları tek bir parite gibi dikkate almakta ve buna BBC (band -basket -crawl) adını vermektedir (Williamson, 1998; 59-79). Yukarıdaki IMF sınıflandırmasında sözü geçen kur rejimlerinden sürünen pariteler -crawlings pegs- ile sürünen bantlar içinde değişen kurlar -exchange rates within crawling bands- burada dikkate alınmaktadır. Sürünen pariteler rejimi 2001 yılı öncesinde Türkiye’nin de izlediği bir kur rejimi olup, burada enflasyon gerçekleşmesi ve beklentisi dikkate alınırken, önceden ilan edilen sabit oranlarda milli paranın değerinde ayarlama yapılmaktadır. Sürünen bantlar rejiminde belli bir merkezi kur dikkate alınır ve bu doğrultuda belirli dalgalanma marjları içerisinde önceden anons yapılarak milli para ayarlanır. İşte açıklanan bu döviz kurlarından geliştirilerek bir karma ara rejim önerisi olarak BBC, geniş aralıklı yönlendirilmiş bir kur sepeti paritesini ifade etmektedir (wide band-basket peg-a crawl = BBC). Ara rejimlerin özellikle büyük ülkeler açısından çeşitli avantajlar yarattığını vurgulayan yazar, küçük ülkeler açısından sabit döviz kurunun bazen iyi olduğu durumlardan da söz etmektedir.

2.4 Peter Bofinger (ve Timo Wollmershaeser’in) Görüşleri

IMF tanımına bir eklemenin yapılabileceğini, bununda tam veya saf dalgalanma (pure floating) olabileceğini belirten yazarlara göre tam dalgalanma, döviz piyasasına kesinlikle müdahalenin olmadığı bir rejimdir (Bofinger ve Wollmershaeser, 2001). IMF listesindeki yönetimli dalgalanma ve bağımsız dalgalanmaya tam dalgalanma rejimi de dahil edildiğinde bunlar kısaca esnek veya dalgalı döviz kuru altında incelenecektir. Ülkede izlenen döviz kuru, eğer yönetimli dalgalanma ise merkez bankası tarafından, bağımsız ve tam dalgalanmada piyasa tarafından belirlenmektedir. Yukarıda sözü edilen ekleme ile birlikte, dalgalı döviz kuru (esnek kur) üç grupta sınıflandırılmaktadır:

- **Tam dalgalanma**, döviz kurlarının hemen hemen tamamıyla piyasa koşullarının belirlediği ve merkez bankasının müdahalelerden kaçındığı bir rejimi ifade etmektedir.

- **Yönetimli dalgalanma**, piyasada önceden belirlenmemiş bir döviz kurunu ve merkez bankasının aktif bir müdahale politikasını içerir.
- **Bağımsız dalgalanma**, piyasa koşullarına göre belirlenip, veri döviz kuru etrafında istikrarı amaçlayan bir müdahale politikasını içerir. Örneğin, 2007 yılında Türkiye’de geçerli döviz kuru rejimi bağımsız dalgalanmadır.

Yönetimli dalgalanma taraftarı olan yazarlar, bu rejimin bazı avantajlar içermesine rağmen uluslararası parasal düzenin tüm sorunlarını çözebilecek bir rejim olmadığını ifade etmektedirler (Bofinger ve Wollmershaeser, 2001; 7).

3. DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN AVANTAJLARI

Bretton Woods para sisteminin yetmişli yılların başında yıkılması ile sabit kur sistemi çökerken, bu dönemdeki iktisadi gelişmelerle birlikte döviz kuru rejimlerinde de yenilik arayışları söz konusudur (Seyidoğlu, 2001; 17). Dünya ekonomilerinde o döneme kadar genel kabul gören Keynesyen düşünce etkinliğini Neo-klasik düşünceye terk ederken, bu dönüşüm döviz kuru tercihi de kendini göstermektedir. Yenilik, özellikle Frankel tarafından geliştirilmeye çalışılan monetarist yaklaşım olup, bunun temeli esnek döviz kurlarına bağlıdır (Plihon, -; 60).

Monetaristlerin esnek döviz kurunu savunmaları, sabit kur rejiminde para arzının merkez bankasının kontrolünden çıkarak içsel bir değişken olmasına dayalıdır (Çolak ve Togay, 1998; 59). Esnek kur rejimi uygulamasında merkez bankasının para politikası etkinleşirken, merkez bankasının para arzı üzerindeki gücü artmaktadır. Bu nedenle para arzının dışsallığını savunan monetaristler esnek döviz kuru rejimini öne çıkarmaktadır. Diğer yandan, post-keyneslerin esnek döviz kurunu önermelerinin temelinde, merkez bankasının para stoku yerine faiz oranının kontrol edilebileceği düşüncesi yatmaktadır.

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

- **Sabit Kur Rejiminin Avantajları:**
 - Para politikası için nominal bir çıpa olması,
 - Ticaret ve yatırımı arttıracak yönde güdülemesi,
 - Rekabetçi değer düşüşünü önlemesi,
- **Esnek Döviz Kuru Rejiminin Avantajları:**
 - Para politikası uygulamalarındaki sağladığı esneklik,
 - İktisadi şoklara karşı otomatik ayarlamalara olanak tanınması,
 - Merkez bankasına senyoraj gücünü elinde bulundurma ve son borç mercii yeteneğini sağlaması,
 - Spekülatif atakları önlemesi,

Ancak, uç çözümlerinin avantajlarının belirli koşulların geçerliliği halinde söz konusu olacağını belirtmekte yarar vardır (Güran, 1987; 91). Bu koşullar sabit kur sistemi açısından ele alındığında,

- Dış dengesizliğin para arzı üzerindeki etkilerinin ortaya çıkmasına izin verilmesi,
- Para arzındaki değişmelerin fiyatlar, faiz haddi ve gelir düzeyi üzerinde etkide bulunabilmesi ve
- Dış dengesizlikleri kısa dönemde finanse edebilecek bir rezerv stokunun bulunmasıdır.

Benzer bir özetleme esnek kur sistemi içinde geçerlidir. Buna göre;

- Fiyat elastikiyetlerinin yüksek olması ve
- Tersine çevirici gelir etkilerinin kuvvetli olmaması” koşullarının geçerliliğinde esnek döviz kuru avantajlar sunmaktadır.

Özetle, hangi döviz kuru rejimi daha avantajlıdır şeklindeki sorunun tek bir yanıtının olmadığını vurgulayan Frankel (2002), ülkenin ekonomik karakteristiğine göre yanıt verilmesi ve aşağıdaki unsurların dikkate alınması gerektiğini ifade eder. Bunları;

- Ülkenin ekonomik sıkıntılarının kaynağı (içsel veya dışsal sorunlar),
- Ülke ekonomisinin büyüklüğü,
- Ülkenin dış dünya ile ilişkisi (entegrasyon derecesi) veya açıklığı,
- Optimum para alanı

şeklinde açıklamaktadır.

Döviz kuru rejimlerinin özellikle uç çözümlerle birlikte dikkate alınarak avantajlarının belirlenmesinden hareketle tercih ve bunun uygulanabilirliğini tartışalım.

4. DÖVİZ KURU REJİMİ TERCİHİ VE UYGULANABİLİRLİĞİ

Döviz kurunun uygulanabilirliği ve hedef seçiminde, döviz kurlarının istikrar ön amaç olarak ortaya çıkarken, ekonomik istikrarın sağlanması nihai amaç şeklinde dikkate alınabilir. Dolayısıyla ülkedeki resmi ve fiili kurlar arasındaki ilişkiden, ekonomik yapı ve sürece kadar bir dizi değişken ile ekonomik istikrarın ne ölçüde sağlandığı döviz kuru seçiminin ve bunun uygulanabilirliğini gösterecektir.

4.1 Döviz Kuru Rejimi Tercihine Yönelik Temel Görüşler

Herhangi bir ülkenin döviz kuru tercihinde dikkate alınması gereken unsurlar, bu görüşleri öne süren iktisatçıların yaklaşımları dikkate alınarak açıklanacaktır.

4.1.1 Kur rejimi tercihinde Jeffrey A. Frankel'in görüşleri

Döviz kuru rejimi seçilirken dikkate alınması gereken unsurları Frankel (2002) dört ana grupta toplamaktadır. Bunlar sırasıyla;

- Seçilen döviz kuru rejiminin esnekliği,
- Seçilen rejimin kredibilitesi veya kredi yaratma gücü,
- Dolarizasyon süreci (bu para ikamesi ve aktif ikamesi şeklinde olabilir),
- İlgili ülke ekonomisinin şoklara karşı kırılganlık düzeyidir.

Öte yandan, Frankel (1999) çalışmasında döviz kuru rejiminin seçiminde ülkenin iktisadi büyüklükleri (ki buna öznel koşullar demektir) ile her ülke ekonomisi için geçerli olan imkansız üçleme hipotezinin dikkate alınabileceğini belirtmektedir. Ülkenin iktisadi sorunlarının kaynağında dış etkiler mevcutsa, örneğin yabancıların ulusal mal ve varlıklara yönelmesi nedeni ile ortaya çıkan bir sorun varsa, bu durumda esnek kur uygulamasının, sorunlar içselse sabit kur rejimi uygulamasının en uygun seçim olacağını yazar öne sürmektedir (Frankel, 2002; 9).

Sabit kur ve esnek kur uygulamalarının son yıllarda daha yoğun savunulduğunu öne süren yazar, ara rejimlerin ki, buna kısaca esnek sabit kur demek mümkündür, temel dayanaklarının daha güçlü olduğunu savunmaktadır. Ona göre para birliği ve tam dalgalanma spekülasyon atağa maruz kalmayacak iki rejimdir. Ara rejimlerin çoğunun denendiğini ve başarısız olduğunu ifade etmektedir. Örneğin, Meksika, Tayland, Endonezya, Kore, Rusya ya da Brezilya'nın son krizleri ortaya çıktığında bu ülkelerin resmi (de jure) döviz kurlarının dolara bağlı oldukları iddialarının aksine, gerçekte (de facto) piyasalarda yaşanan döviz kuru rejimlerinin, band, sepet veya sürünen kurun değişik biçimleri olduğunu öne sürmektedir.

Frankel aynı çalışmasında bunun gerekçesini, "belki de uluslararası yatırımcılar güven ya da risk toleransından yoksun oldukları zaman örneğin: 1997-99 esnasında ortaya çıkan piyasaları karakterize eden koşullar- hükümetler sadece politikalarını yatırımcıların hükümetlerin yaptıklarını ne yapmayı iddia ettikleri ile hemen doğrulayabilecekleri ölçüde açık ve şeffaf bir biçimde açıklarak güveni tazeleyebilirler" şeklinde açıklamaktadır. Eğer bir merkez bankası sürünen kuru ilan ederse, bu piyasa katılımcısının hem açık, hem de kapalı bir biçimde parametrelerin tahmini (sepetteki ağırlıklar, sürünenin oranı ve bandın genişliği) ile merkez bankasının bildirdiği rejime uygun hareket ettiği hipotezini test etmesi ve istatistiksel problemlerini çözmesi çok sayıda günlük gözleme mal olacak, dolayısıyla önemli bir maliyet içerecektir. Dolayısıyla, Frankel'de öne çıkan görüşler;

- Uç rejimlerin kabulü,
- Resmi ve fiili kurlar arasındaki ayırmadan kaynaklanabilecek sorunlar ve
- Ara rejimler altında krizlerin yaşanabileceği şeklindedir.

4.1.2 Kur rejimi tercihinde Stanley Fischer'in görüşleri

İki kutup görüşünün (bipolar view) savunucusu olan yazar, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestçe işlediği ülkelerdeki geçerli görüşün sabit kurların çok katı olmadıkça sürdürülemediği, buna karşın esnek kur düzenlemelerinin mümkün olabileceğini belirtmektedir (Fischer, 2001; 2). Ülke uygulamaları aşağıdaki Tablo 1'den takip edildiğinde 1991 yılında ara rejimler egemen iken, 1999 yılına gelindiğinde sabit ve dalgalı kurlara doğru bir kaymanın olduğu görülmektedir. IMF listelerinden hareketle bu eğilimi inceleyen Fischer, üç ülke grubunda da dalgalı döviz kurlarının ağırlıklı olduğunu belirtir. Daha önce görüşlerini aktardığımız Bofinger-Wollmershaeser de bu eğilimi dikkate alarak, IMF'nin optimum çözüm olarak esnek kurları önerdiğini ve hatta Frankel (1999) ve Fischer (2001) yanında döviz kurları literatüründe dikkate alınan diğer iktisatçılardan Summers (2000) ve Eichengreen'inde (1999) yaptıkları çalışmalarda sözü edilen öneriyi desteklediklerini belirtmektedirler (Bofinger ve Wollmershaeser, 2001; 3).

Tablo 1: 1991-1999 Döneminde IMF Üyesi Ülkelerin Döviz Kuru Düzenlemeleri (%)

	Sabit Kurlar (Hard Pegs)		Ara Rejimler (Intermediate veya soft pegs)		Dalgalı Kurlar (Floating)	
	1991	1999	1991	1999	1991	1999
Yıl	1991	1999	1991	1999	1991	1999
Tüm Ülkeler	16	24	62	34	23	42
Yükselen Piyasa Ekonomileri	6	9	64	42	30	48
Gelişen Piyasa Ekonomileri	5	25	65	27	29	47

Kaynak: Stanley Fischer (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the bipolar View Correct?", American Economic Association Konferans Tebliği, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>

Fischer, yukarıdaki tablodaki gelişmelerin ilerleyen yıllarda yükselen piyasa ekonomilerinde de geçerli olacağını ifade ederken, bunun temel nedenini sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkeler arasında esnek sabit kurun (yani ara rejimlerin) kriz yaratıcı etkisinin olmasına bağlamaktadır. Dolayısıyla eğilim esnek kurlara doğrudur tezini ileri sürmektedir. IMF'nun 2006 yılı raporu incelendiğinde, yazarın yaptığı değerlendirmenin doğru olduğu görülecektir. Örneğin, bağımsız dalgalanma rejimini sürdüren 26 ülke, yönetimli dalgalanma rejimini sürdüren de 53 ülke bulunmaktadır. IMF döviz kuru rejimleri sıralamasında 187 ülke dikkate alındığında, 2006 yılı itibarıyla esnek döviz kuru rejimini tercih eden ülkelerin oranı yaklaşık yüzde kır ikidir (%42,2). Bu rakam, 1991 ve 1999 yılına göre değerlendirildiğinde önemli bir gelişme olarak vurgulanabilir. Bunun yanı sıra vurgulanması gereken diğer bir önemli nokta da

bu esnek döviz kuru rejimlerinin hangi para politikası rejimi altında sürdürüldüğüdür. Rapor incelendiğinde, yönetimli dalgalanma rejimini sürdüren ülkelerin önemli bir çoğunluğu parasal hedefleme altında bunu sürdürürken, bağımsız dalgalanma rejimi tercihinde bulunan ülkelerin çoğunluğu ise, enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamaktadır. Örneğin Türkiye'nin de içinde bulunduğu bu grupta, Avustralya, Kanada, Brezilya, Birleşik Krallık (İngiltere), Meksika Yeni Zelanda gibi ülkeler bulunmaktadır.

Yazarın kur rejimi tercihine ilişkin diğer görüşleri şöyle sıralanabilir:

- Döviz kuru esnekliğinin artması durumunda ilgili ülke para politikası esaslarına karar vermelidir. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesi doğrudur.
- Katı sabit kur ve dalgalı kur arasındaki seçim, ekonominin karakterine ve bir yönden de enflasyon geçmişine bağlıdır. Sabit kur seçimini yapan ülkeler, uzun dönem parasal istikrarsızlığa sahip veya sermaye hareketleri ve cari işlemlerini diğer ekonomiler ya da ekonomik birliklerle paylaşan ülkelerdir.
- Döviz kurunun sabitlenmesi ekonominin enflasyondan kurtulabilmesinde başarılı olabilir, ancak, sabit kur uygulaması hızla terk edilmelidir.

4.1.3 Kur rejimi tercihinde John Williamson'un görüşleri

Yazar, bir ülke açısından yüksek sermaye hareketliliğinin geçerli olması durumunda rasyonel kur tercihinin sürünen bant veya gözetimli bant olduğunu belirtmektedir. Williamson, ara rejim savunucularının başında gelmektedir (Bofinger ve Wollmerhaeser, 2001; 13). Ekonomik faaliyetlerin güçsüz veya zayıf olduğu bir ekonomi için dalgalı döviz kurunun arzu edilen bir rejim olmadığını, dalgalanmanın son çare olarak kabul edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Geleneksel alternatifin sabit döviz kuru olduğunu savunan Williamson, bunun başarılı olabilmesi için aşağıdaki koşulların sağlanması gerektiğini ifade etmektedir:

- Küçük ve açık ekonomi,
- Ülkenin ticaret hacmi, para biriminin sabitlenmesi planlanan veya karşılıklı olarak sabitlenmiş ticari ortağına yüklenmiş olmalıdır,
- Ülke, enflasyon oranı ile sabitlenmesi planlanan para biriminin tutarlı olması ile sonuçlanacak bir makro ekonomik politika izler,
- Ülke, kurumsal ayarlamaları uyumlaştırabilmek için sabit kur taahhüdünü kredibilitésinin devamını temin edecek şekilde hazırlamalıdır (genelde para kurulu uygulanır).

Yukarıdaki koşullar sağlanmadığı sürece sınırlandırılmış esnek rejimleri, diğer bir ifade ile sürünen kur veya gözetimli kur bantını seçmek anlamlıdır. Sürünen kur bantı ile gözetimli kur bantı arasındaki fark, ikincisinin bantın avantajını korumak

gibi bir zorunluluğu içermemesinden kaynaklanır. Bant seçerken temel amaç, spekülâtorlerin saldırılarına eğilimli olan denge döviz kurunun bantın dışına çıkmasını engellemektir. Gözetimli kur bandında yapılacak müdahale, ancak, kurun bant dışına çıkması durumunda olmalıdır. Merkez bankası kurlarla belirlenmiş limitler arasında ortaya çıkan farklılıklara göre müdahaleye başlamaktadır.

4.2 Döviz Kuru Rejiminin Belirlenmesinde Rol Oynayan Temel Unsurlar

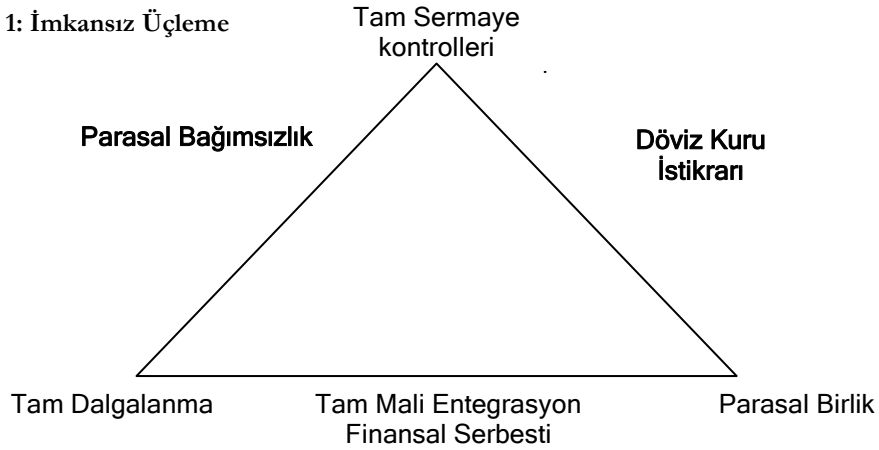
Döviz kuru tercihinin belirleyen temel unsurlar, imkansız üçleme hipotezi, iki kutuplu görüş tezi, dalgalanma korkusu ve optimal para alanıdır.

4.2.1 İmkansız üçleme (impossible trinity) hipotezi

İmkansız üçleme hipotezi, bir ülkenin döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal serbestlik hedeflerini aynı anda gerçekleştiremeyeceğini, bunlardan en az birinden vazgeçilmesi gerektiğini söyler (Frankel, 1999). Çünkü, üçgenin köşelerinde yer alan üç ilkenin hepsi bir ekonomide eş zamanlı olarak gerçekleşemez.

Frankel'in tanımlamasını imkansızlık üçgeni şeklinde de ifade etmek mümkündür. Bu hipoteze göre, üçgenin yan kenarlarında gösterilen döviz kuru istikrarı, finansal serbestlik ya da dış dünyaya açık ve entegre olma hali ile parasal bağımsızlık durumlarının aynı anda gerçekleşmesi mümkün değildir. Üçgenin köşe noktalarındaki durumlardan birinin seçilmesi halinde, örneğin tam dalgalanmada parasal bağımsızlık, diğer bir ifade ile bağımsız bir para politikasının uygulanmasının yanında finansal serbestlik geçerli olacaktır.

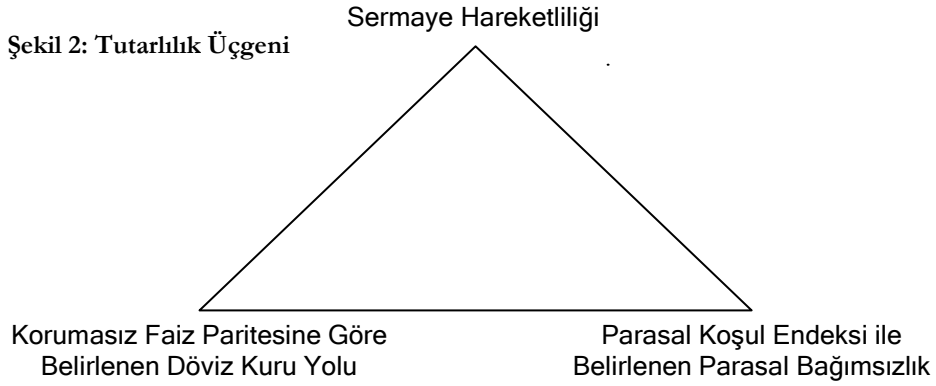
Şekil 1: İmkansız Üçleme



Kaynak: J. A. Frankel (1999), "No Single Currency Regime Is Right For All Countries or at All Times", NBER Working Papers No 7338, <http://www.nber.org/papers/w7338>

Açıklanan bu hipotez, iki kutuplu görüş hipotezine de temel teşkil etmektedir. Bofinger ve Wollmershaeser, imkansızlık üçlemesinin teorik çerçevesinin Mundell-Fleming Modeli olduğunu, karşılaştırmalı statik bir model olarak döviz kurlarındaki dinamik süreçlerle ilgilenmediğini ifade etmektedir (Bofinger ve Wolmershaeser, 2001; 12). Hatta daha ileriye giderek iki kutup hipotezini, sağlam teorik bir değerlendirme yerine, doğası gereği tamamen sabit veya tamamen esnek kur dışında politika seçenekleri ile ilgilenmeyen modası geçmiş bir modelin sonucu şeklinde açıklamaktadır.

Bofinger ve Wollmershaeser, imkansızlık üçlemesine karşılık aşağıda Şekil 2’de gösterilen imkansızlık veya tutarlılık üçgenini öne çıkarmaktadır.



Kaynak: Peter Bofinger – Timo Wollmershaeser (2001), “Managed Floating: Understanding The New International Monetary Order”, **Centre for Economic Policy Research**, s.38 www.cepr.org/pubs/dps/DP3064.asp,

Yazarlar, imkansızlık üçgeninin getirdiği çözümün yarı istikrar ve yarı bağımsızlık gibi olmayan bir ara yol olduğunu, kendi önermelerinin optimum faiz oranı düzeyinin ve optimum döviz kuru yolunun eşanlı belirlendiği yerde gerçekleşebilecek entegre bir yaklaşımı ortaya koyduğunu savunmaktadırlar.

4.2.2. İki kutup görüşü (bipolar view) hipotezi

İki kutup görüşü, ülkelerin tamamen esnek veya tamamen sabit kur rejimi uygulamaları gerektiğini önermektedir. Köşeler hipotezi olarak da tanımlanan bu görüşte, kur istikrarı veya para politikası seçilerek hedeflemenin yapılması gerektiği açıklanır. Ancak bu koşullar, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestliğinin veri olması ile anlam kazanmaktadır. Döviz kurunun tam anlamıyla istikrarı için katı sabit kur uygulamalarına ihtiyaç olduğunu belirten Fischer, esnek kurun sözü edilen istikrarı sağlayamayacağını ifade etmektedir. Esnek kurun veya dalgalı döviz kurunun seçilmesi durumunda, hedefleme olarak döviz kuru istikrarı dikkate alınmayacak ve merkez bankası para politikalarını bağımsız biçimde uygulayacaktır. Ancak önemle vurgulanması gereken nokta, bir ülkenin

dalgalı kur rejimini seçmesi ile birlikte buna uygun bir para politikasının seçilmesidir. Burada karşımıza çıkan para politikası seçenekleri;

- Döviz kuru çıpası,
- Parasal hedefleme,
- Enflasyon hedeflemesi,
- IMF destekli diğer para politikaları ile
- Diğerleri biçiminde ortaya çıkmaktadır (IMF, 2006; 144).

Merkez bankası özetle, ya kur istikrarını, ya da para politikasını hedeflemek durumundadır. Örneğin, günümüz Türk ekonomisinde, merkez bankası niçin kurlara müdahale etmiyor şeklindeki soruların yanıtı burada gizlidir. Çünkü, halen uygulanan döviz kuru rejimi enflasyon hedeflemesi altında uygulanan bağımsız dalgalanma olup, bu rejimde döviz kurları önceden belirlenmemekte ve veri döviz kurları etrafında bir müdahaleyi içermemektedir. Dolayısıyla, aktif bir kur müdahale politikası yoktur.

Fischer, imkansız üçleme hipotezinin ara rejim olan esnek sabit kurların sürekli uygulanamayacağı görüşünü desteklediğini savunmaktadır (Fischer, 2001; 4). Bu durumun iki soruyu yanıtızsız bıraktığını ifade eden yazarın soruları şunlardır:

- Ulusal para politikası niçin sabit döviz kurunun güvenli bir biçimde yönetilmesini engellemektedir?
- Sermaye hareketlerinin sınırlandırılması için kontroller getirilmeli midir?

Yukarıdaki soruların yanıtlarını yazar kendisi vermektedir. Birinci sorunun yanıtında, dışsal ve içsel ekonomik şokların dengedeki nominal (fili) döviz kurunu resmi kurdan uzaklaştıracağını; resmi kurun aşırı değerlendirilmesi durumunda da tipik savunma mekanizmalarının, faiz oranlarını yükseltmek ve mali daralma şeklinde işleteceğini, dolayısıyla, para politikasının sabit döviz kurunu savunacak şekilde oluşturulamayacağını ifade etmektedir. Fischer, şokların boyutunun küçük ve etkilerinin kısa süreli olmasının yanında politik önlemlerin zamanında alınması ile kur istikrarının sağlanacağını, kriz boyutunun artması durumunda da, bankacılık sisteminin olumsuz etkilenebileceğini belirtmektedir. Ayrıca, şokların büyüklüğü ve politikacıların karar almada gecikmesi spekülasyon saldırları arttırabilecektir.

Sermaye hareketlerinin kısıtlanmasının çözüm olup olamayacağını sorgularken yazarın ulaştığı genel sonuç, kısıtlamaların çözüm olamayacağıdır. Bununla birlikte, Çin'in Asya krizi sırasında sermaye kontrolü yolu ile sabit döviz kurunu başarıyla sürdürdüğünü, hem bölgesel, hem de küresel ekonomik istikrarın sağlanmasında önemli rol oynadığını vurgular. Benzer şekilde Malezya'nın Eylül 1988'de sermaye kontrolü ve sabit döviz kuru uygulamalarının dikkat çekici olduğunu belirtmektedir. Sermaye kontrolleri açısından, sermayenin girişi ile çıkışı aşamasında yapılacak kontrol farklılığının belirlenmesinin önemini belirten yazar, döviz krizi sürerken getirilecek çıkış kontrollerinin etkili olamayacağını savunmaktadır.

Bütün bu açıklamalarla birlikte, imkansız üçleme hipotezine de bağlı olarak Fischer, dünya ekonomilerindeki genel döviz kuru eğiliminin esnek ve sabit kurlara doğru kutuplaştığını açıklamaktadır. Ona göre, ara rejimler imkansız üçleme hipotezi nedeniyle savunulamaz ve sürdürülemez. Sürdürülürse bile bunun maliyeti çok yüksektir. Sabit kura doğru gerçekleşen yönelimler, para kurulu, dolarizasyon ve para birliği; karşı kutup ise dalgalı döviz kurları olup burada da yönelim, yönetimli dalgalanma biçiminde kendini göstermektedir. IMF 2006 yıllık raporu bu gelişim aslında doğrulamaktadır. Esnek veya dalgalı kur rejimleri içerisinde ağırlıklı teri yönetimli dalgalanma tercihinde bulunan ülkeler oluşturmaktadır. Diğer bir anlatımla dalgalı kur rejiminde yetmiş dokuz ülkenin elli üç adedi (53 ülke/79 ülke) yönetimli dalgalanma rejimini tercih eden ülkelerdir. Frankel bu tezin bir sonucu olarak, dünyada bağımsız para birimlerinin giderek azalacağını, bunların yerine dolar, euro, yen veya üçüncü bir Asya para birimi çevresinde oluşacak bölgesel bloklardan söz etmektedir (Frankel, 2002; 13). Gelecekte daha az ulusal para kalacağını Fisher'de (2001) belirtmektedir

4.2.3. Dalgalanma korkusu hipotezi (fear of floating)

Katı sabit kurun savunucularından Calvo ve Reinhart tarafından geliştirilen dalgalanma korkusu hipotezi, sermaye hareketlerine açık ve güvensizlik sorunu yaşayan bir ülkenin, dalgalı kur rejimini istediği halde dalgalanma korkusu nedeniyle döviz kurunu serbest dalgalanmaya bırakmamasıdır (Calvo ve Reinhart, 2000). Bu nedenle sözü edilen ülkeler dalgalanma yerine faiz oranlarını belirlemekte ve müdahale politikaları uygulamaktadırlar. Dalgalı kur rejimini uyguladığını iddia eden bu ülkeler aslında fiili kurlara müdahale etmektedir. Doğal olarak bu durum finansal krizlerden korkmanın bir sonucudur. Dalgalanma korkusu, sözü edilen nedenlerden ötürü ülkelerin döviz kuru tercihlerinin seçiminde önemli bir unsurdur

4.2.4. Optimal para alanı (optimal currency area)

Döviz kurunun sabit veya esnek rejim mi? sorusu ile birlikte ülkelerin iktisadi büyüklüğü ve dış dünyaya açıklığı sorunu optimal para alanı hipotezini gündeme getirmektedir. Optimal para alanı, birbirlerine ticari ve ekonomik ilişkiler yönünden fazlasıyla entegre olmuş ülkeler tarafından hayata geçirilebilecek bir uygulamadır. Sözü edilen alan, kendi para birimi ve kendi para politikasına sahip bir bölge olup, sınırları Frankel'in (2002) ifadesiyle, bir şehirden daha büyük, bir gezegenden daha küçük bir optimal coğrafi alanı ifade etmektedir. Daha açık bir tanımlamayla, optimal para alanı, ne kendi para birimini yabancı para birimlerine pariteleyecek kadar küçük ve açık, ne de kendi içinde farklı para birimleri ile alt bölgelere ayrılmayacak kadar geniş olmayan bölgedir (Frankel, 2002; 10-11 ve Frankel, 1999; 12-14).

Optimal para alanını gerçekleştirilmenin ölçütü entegrasyon dercesidir. Ekonomik entegrasyon seviyesinin artması sabit kur rejimini avantajlı kılarken, esnek kur rejiminin avantajlarını azaltmaktadır. Entegrasyonun sağlanmasında,

ekonominin açıklık derecesi, emeğin mobilitesi, finansal dalgalanmalara karşı bölgeye fon aktarabilecek bir federal mali yapılanma ve bölge içerisindeki ülkeler için politik kabullenme ve simetrik koşulların varlığı gerekli olmaktadır. Karşılaşılan ekonomik şoklar karşısında her bir ülkenin ayrı ayrı karşılık vermesi gibi bir sorun söz konusu değildir.

5. SONUÇ YERİNE

Döviz kuru rejimlerinin tanımlanmasındaki güçlükler çeşitli yönlerden ortaya çıkmaktadır. Burada karşımıza çıkan en önemli sorun ülkelerin resmi (de jure) ve fiili (de facto) döviz kurları arasındaki farklılıktır.

Ülke ekonomilerinin büyüklüğü, yaşanan iktisadi krizlerin içsel veya dışsal nedeni olması, iktisadi hedeflerin belirlendiği yönler, örneğin kur istikrarı veya bağımsız bir para politikası altında enflasyon hedeflemesi ya da fiyat istikrarına odaklanmış politika seçenekleri ile imkansızlık üçgeni, iki kutuplu görüş, dalgalanma korkusu ve optimal para alanı unsurları kur tercihlerini belirlemektedir.

Kur tercihinde bulunan ülke ekonomileri açısından hem sabit hem de esnek döviz kurlarının farklı avantajları söz konusu olabilmektedir. Döviz kurunu sabitlemenin iki avantajı, döviz kuru riskini azaltmak ve para politikası için güvenilir bir nominal çıpa sağlamaktır. Esnek ya da dalgalı kurun avantajı bağımsız bir para politikası sürdürebilme yeteneğidir. Bu nedenle, dalgalı döviz kurunu seçen ülke uygulayacağı para politikasına karar vermek zorundadır. Bunlar nominal çıpa, enflasyon hedeflemesi, belirli parasal büyüklüklerin gösterge şeklinde seçilmesi ile IMF destekli para politikaları biçiminde ortaya çıkmaktadır.

Tercihler veya çözümlenmeler arasındaki avantaj ile dezavantajları yaratan unsurlar genelde;

- Optimum döviz kuru rejimi tercihinin ilgili ülkenin ve zamanın koşullarına bağlı olması,
- Sermaye akımlarının büyüklüğü,
- Optimum para alanı veya coğrafik alan şeklinde sıralanabilir.

Günümüz Türk ekonomisinde izlenen istikrar politikası paketinin TCMB tarafından uygulanan para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesi olup, bu kapsamdaki kur rejimi dalgalı döviz kurları içerisinde tanımlanan bağımsız dalgalanma rejimidir. Böyle bir rejim altında TCMB, fiyat istikrarını sağlamaya yönelmiş ve bağımsız bir şekilde para politikasını uygulamaya çalışmaktadır.

Döviz kuru tercihinde, Frankel'in "Tek bir rejim, tüm ülkeler için doğru olamaz ve bir ülke için tek bir rejim her zaman doğru olamaz" cümlesi veya "hiçbir zaman tüm ülkeler için geçerli olabilecek tek bir kur rejimi yoktur" sözleri herhalde yol gösterici olabilecektir.

KAYNAKÇA

BOFINGER, P. ve WOLLMERSHAESER, T. (2001): "Managed Floating: Understanding The New International Monetary Order", Centre for Economic Policy Research, www.cepr.org/pubs/dps/DP3064.asp.

CALVO, G. ve CARMEN, M. (2000): "Fear of Floating", <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp11.pdf>.

ÇOLAK, Ö.F., TOGAY, S. (1998): "Currency Board: Para Arzının Kontrolüne İlişkin Monetarist Bir Yaklaşım", Finansal Piyasalar ve Para Politikası, Genişletilmiş 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.

FISHER, S. (2001): "Exchange Rate Regimes: Is the bipolar View Correct?", American Economic Association Konferans Tebliği, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>.

FRANKEL, J. A. (1999): "No Single Currency Regime Is Right For All Countries or at All Times", NBER Working Papers No 7338, <http://www.nber.org/papers/w7338>.

FRANKEL, J. A. (2002): "Experience of and lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", Background Paper for Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia.

GÜRAN, N. (1987): "Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge", Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir.

IMF, (2006): Annual Report. Washington DC.

PLIHON, D.(tarihsiz): "Döviz Kurları (Les Taux de Change)", Fransızca'dan çeviri, Mehmet Bolak, Haluk Levent, Ertuğrul Tokdemir, İletişim Yayınları, İstanbul.

SEYİDOĞLU, H. (2001): "Uluslararası Finans", Geliştirilmiş 3. Baskı, Güzem Yayınları İstanbul.

WILLIAMSON, J.(1998): "Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rate in a World of Capital Mobility", International Finance, 1:1.