

## ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE DALGALI DÖVİZ KURU: BAZI ÜLKE DENEYİMLERİ

### INFLATION TARGETING AND FLOATING EXCHANGE RATE: EXPERIENCES OF SOME COUNTRIES

Sayım IŞIK\*

Koray DUMAN\*

#### ÖZET

Bu çalışmanın temel amacı, enflasyon hedeflemesi rejimini kabul etmiş bazı ülkelerde döviz kuru politikası ile enflasyon hedeflemesi arasındaki ilişkiyi incelemek ve bu ülke deneyimlerinden bazı dersler çıkarmaktır. Dalgalı döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiş ülke deneyimleri olumlu sonuçlar vermektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin kredibilitesi, enflasyonu ve döviz kurundan enflasyona geçişkenliği azaltmaktadır. Dalgalı döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi politikaları, özel sektörün döviz kuru riskini içselleştirmesine büyük katkı sağlamaktadır. Özel sektör, döviz kuru belirsizliği ile mücadele etmeyi öğrenmektedir. Finansal piyasalar gelişirken, döviz piyasasına müdahalelerinin etkinliği azalmaktadır. Güçlü finansal piyasalar, türev piyasalarındaki önemli gelişmeler, döviz kurundaki enflasyona geçişkenlikteki azalma, para politikalarının etkinliğinin artmasına katkı sağlamakta ve döviz piyasalarına müdahale etme gerekçelerini azaltmaktadır. Döviz piyasasına merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahaleleri, büyük ölçüde döviz kurundaki oynaklığa odaklanmaktadır.

*Anahtar Kelimeler:* Enflasyon hedeflemesi, dalgalı döviz kuru, merkez bankaları, döviz kuruna müdahale

#### ABSTRACT

The basic aim of this study is to investigate the relationship between inflation targeting and exchange rate policy for some countries adopting inflation targeting and to draw some lessons from these experiences. Experiences of floating exchange rate and inflation targeting regime have shown positive results. Credibility of inflation targeting regime has decreased inflation and pass-through from exchange to inflation. Inflation targeting and floating exchange rate policy have contributed a great deal to the internalisation of foreign exchange risk by the private sector. Private sector has learned to cope with foreign exchange uncertainty. While financial markets develop, foreign exchange interventions appear to be less and less effective. Strong financial markets, important progress in derivatives market deepening and a lower pass-through from exchange rate to inflation have contributed to increasing the effectiveness of monetary policies and decreased motives for foreign exchange intervention over time. Interventions of central banks in foreign exchange markets are more likely to focus on dampening exchange rate volatility.

*Keywords:* Inflation targeting, floating exchange rate, central banks, foreign exchange intervention

---

\* Akdeniz Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

## GİRİŞ

Dünya ekonomisinde küreselleşme olgusu, başta yüksek enflasyonun olduğu ülkeler olmak üzere tüm ülkelerde enflasyonun düşürülmesi yönündeki baskıları artırmıştır. Küreselleşme, rekabet baskısı, yüksek enflasyon deneyimleri, iktisat biliminde ortaya çıkan yenilikler merkez bankacılığını hem teoride hem de pratikte büyük ölçüde etkilemiştir (Fischer 2006:1 ve Sokoler 2005a: 179). Modern merkez bankacılığında, merkez bankasının bağımsızlığı, para politikasına enflasyon hedeflemesi yaklaşımı ve kurumsal düzenlemeler önem kazanmaya başlamıştır.

Bugün ülkelerin her zamankinden daha fazla dışa açık olması ve finansal piyasaların serbestleşmesi, bu ülkelerin iç ve dış şoklar karşısında ulusal politikalar izlemesini zorlaştırmaktadır. Özellikle yüksek enflasyon olgusu nedeniyle enflasyonla mücadele, fiyat istikrarı, sürdürülebilir ekonomik büyüme gibi iktisadi konularda ülkeleri yeni uluslararası ekonomik düzen, her zamankinden daha fazla rasyonel davranmaya zorlamaktadır. Küreselleşmenin getirdiği bu yeni uluslararası ekonomik düzen özellikle gelişmekte olan ülkelere merkez bankalarının bağımsız olmasını, denetleme ve düzenleme kurumlarını oluşturmalarını, bütçe dengesini sağlamalarını, yapısal reformlar uygulamasını ve daha esnek döviz kuru sistemine geçmelerini önermektedir.

Küreselleşme sonunda bugün merkez bankaları mal, emek ve finansal piyasalardaki değişme ve gelişmelerden geçmişe oranla çok daha fazla etkilenmektedir. Ayrıca merkez bankaları açısından dışsal şokları tanımlamak ve bu şoklara karşı bir para politikasının uygulanıp/uygulanmayacağına karar vermek eskisinden çok daha zordur. Küreselleşmeyle birlikte merkez bankalarının birçok temel amacını yerine getirmede hiyerarşik olarak fiyat istikrarı önem kazanmaya başlamıştır. Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama (enflasyonla mücadele) görevini yerine getirmesi ve piyasaya güven vermesi, ancak bağımsız bir kurum olarak hareket etmesiyle mümkündür. Merkez bankalarının enflasyonla mücadeleyi temel politika amacı olarak benimsemesi<sup>1</sup>, finans ve döviz piyasalarındaki dalgalanmalara duyarlı

---

<sup>1</sup> Enflasyon hedeflemesi stratejisi, döviz kuru ve parasal hedefleme stratejilerinin fiyat istikrarını sağlamada başarısız olması üzerine gündeme gelmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, parasal büyüklükler ve/veya döviz kuru gibi ara hedefler yerine doğrudan doğruya enflasyonun hedeflenmesini içeren bir para politikası stratejisidir. Enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi ise merkez bankasının bağımsız olması ve para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olması gibi bazı ön koşulların yerine getirilmesine bağlıdır. Diğer yandan enflasyon hedeflemesinin ön koşulları, fiyat istikrarının sağlanmasında gerekli fakat tek başlarına yeterli değildir. Bu ön koşulların yanı sıra, enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlayabilmesi için güçlü bir finansal sisteme sahip olunması, mali baskınlığın önlenmesi gibi bazı koşullarında yerine getirilmesi gerekmektedir (Büyüksahin ve Erarslan 2004:21).

olmasını gerektirmektedir. Merkez bankalarının enflasyonla mücadelede, enflasyonu olumsuz etkileyen tüm değişkenleri hesaba katmak zorunda olması finans ve döviz piyasasına müdahale edip/etmeme konusunda tercih yapmaya zorlamaktadır. Merkez bankalarının özellikle döviz kuru rejimi tercihi büyük ölçüde ülkenin ekonomik özellikleriyle (büyüklüğü, dışa açıklığı, rekabet gücü, doğal kaynaklar gibi) ilgilidir. Genel olarak gelişmiş ülkelerde merkez bankaları enflasyonla mücadelede daha esnek döviz kuru rejimini tercih etmektedirler. Yükselen ekonomiler olarak adlandırılan ülkelerin çoğu ise enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı döviz kuru sistemini tercih etmektedirler. Her ne kadar dalgalı döviz kuru sisteminin bu ülkelerde kabul edilmesiyle ekonomi politikası tartışmalarında döviz kuru, eskiye oranla daha az tartışılan bir konu olsada, hala politika tartışmalarında önemini sürdürmektedir.. Enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesiyle dalgalı döviz kuru sistemine geçen bu ülkelerde, döviz kuru ile ilişkili çok sayıda problem ortaya çıkmaktadır (Edwards 2006:1). Bu nedenle (dışa açık, küçük) ülkelerde bazı durumlarda döviz piyasasına yönelik müdahaleler söz konusudur.

Son on beş yıldan bu yana bazı gelişmekte olan ülkeler (birkaç gelişmiş ülkeyle birlikte yaklaşık 23 ülke) para politikasında enflasyon hedeflemesini tercih ederken, büyük ölçüde gözetimli döviz kuru sisteminden dalgalı döviz kuru sistemine geçmektedirler. Bu ülkelerden bazıları enflasyon hedeflemesiyle birlikte her ne kadar dalgalı döviz kurunu tercih etmiş olsalar da çok değişik (döviz kurundan enflasyona geçişkenlik, döviz kurunun oynaklığı gibi) nedenlerle döviz piyasalarına müdahale etmektedirler. Bu çalışmada esas olarak enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru rejimini benimsemiş bazı ülkelerden hareketle, döviz kuruna müdahalenin enflasyon hedeflemesiyle olan ilişkisi araştırılacaktır. Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde merkez bankaların döviz piyasalarına müdahale güdülerini özet bir literatür çerçevesinde incelenecektir. İkinci bölümde enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kur politikası izleyen Brezilya, Şili, Güney Kore, Çek Cumhuriyeti, İsrail ve Polonya'yı kapsayan yükselen ekonomilerdeki deneyimler incelenecektir. Sonuç bölümünde ise bu ülke deneyimlerinden hareketle bazı tespitler yapılacaktır.

## **I. DÖVİZ PİYASASINA MÜDAHALE: LİTERATÜR**

Gelişmiş ülkeler büyük ölçüde dalgalı döviz kuru sistemini benimsemekte ve döviz piyasasına müdahale etmemektedirler<sup>2</sup>. 1990'ların

---

<sup>2</sup> Gelişmiş ülkelerin, aktif olarak, döviz piyasasına müdahale etmemesinin birçok nedeni vardır. Öncelikle, bu ülkelerde büyük ölçekli müdahaleler, para politikasını etkisizleştirmektedir. Yine bu ülkelerde özel finansal piyasalar, şokları emme kapasitesine sahiptir. Döviz piyasasına müdahale, nominal döviz kuru üzerinde

ikinci yarısında ise çok sayıda gelişmekte olan ülke gözetimli döviz kuru sistemi başarısız olduktan sonra enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuru sistemini tercih etmiştir (BIS, 2005: 1 ve Edwards 2006:1). Genel olarak bakıldığında son on yılda Çin ve Hindistan hariç Asya ülkeleri, Latin Amerika, ve diğer yükselen ülkelerde döviz kurunun oynaklığı artarken, İsrail, Meksika gibi döviz piyasasına aktif müdahalenin olmadığı bazı ülkelerde ise döviz kuru oynaklığı azalmıştır (Moreno 2005:6-10). Yapılan çalışmalar, döviz kurları ile enflasyon arasında yakın ilişkinin varlığını ve döviz kurundaki değişmelerin enflasyon üzerindeki geçişkenlik etkisinin önemli olduğunu ileri sürmektedir. Bu nedenle özellikle enflasyon hedeflemesine geçmiş ülkelerde dalgalı döviz kuru sisteminde döviz kurundaki değişmeler oldukça önem arz etmektedir.

Yapılan çalışmalarda döviz kurlarının enflasyon üzerindeki etkisinin şoklara, merkez bankalarının kredibilitesine, sermaye hareketlerinin oynaklığına ve finansal-yapısal reformlar gibi faktörlere bağlı olduğu ileri sürülmektedir (Amato 2005:22). Birçok ülkede (Brezilya, Polonya gibi) kriz dönemlerinde dış ve iç şokların döviz kurları ve dolayısıyla enflasyon üzerindeki etkisi çok büyük olmuştur. Bu ülkeler bu şoklar karşısında enflasyondaki artışı ve döviz kurlarındaki değer kaybının enflasyonist etkilerini en aza indirgeyecek para politikası izlemişlerdir. Benzer şekilde birçok ülke (Brezilya, Türkiye gibi), sermaye hareketlerindeki değişkenliğin yarattığı kırılganlıkla karşı karşıya kalmıştır. Dışa açık küçük bir ekonomide uygulanan sıkı para politikası önce sermaye girişine ve dolayısıyla yurtiçi kredilerin artmasına neden olmakta fakat daha sonra ani sermaye çıkışı ise kırılganlık yaratmaktadır. Geçiş dönemlerinde finansal ve yapısal reformlar da döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkiyi etkilemektedir. Örneğin Çin finansal serbestleşme ile dışa açılma sonucunda uyguladığı istikrarlı döviz kuru politikası ile ekonomik büyümeyi, fiyat istikrarını ve istihdamı arttırmış, ödemeler bilançosunu iyileştirmiştir. 1990'lı yıllarda (geçiş dönemi) enflasyon hedeflemesine geçmiş birçok ülke (İsrail, Şili gibi) gözetimli döviz kuru politikası ile enflasyonu düşürmede başarılı olurken; birçok ülkede (Polonya gibi) sürünen bant sistemi enflasyonu düşürmede başarıyla uygulanmıştır. Bazı çalışmalarda döviz piyasalarında döviz kurunun esnekliği arttıkça ekonomik istikrarın ve finansal istikrarın daha kolay sağlandığı ileri sürülmektedir. (Pisani, 2004).

Enflasyon hedeflemesine geçmiş ülkelerde dalgalı döviz kuru sisteminde döviz kurundaki değişmeler ve oynaklık, döviz piyasasına müdahalenin gerekli olup/olmadığının tartışılmasına neden olmuştur.

---

sürekli ve bağımsız bir etki yapmaması nedeniyle reel döviz kurunu ve böylece ticarete konu olan sektörlerde rekabet koşullarını etkileyememektedir (BIS, 2005 1-3).

Enflasyon hedeflemesine geçmiş ülkenin temel ve öncelikli amacı, enflasyonu düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez bankaları bu amaçla, döviz piyasalarına müdahale ederek döviz kurunu fazla etkilemektedirler. Müdahalenin amacı enflasyonu etkilediği ölçüde döviz kurunun oynaklığını düşürmek, döviz piyasasına likidite arz etmek ve döviz rezervlerini ayarlamaktır (Moreno 2005:4-5). Döviz piyasasına müdahalenin en önemli amaçlarından birisi, döviz kurunun düzeyinden ziyade, döviz kurunun oynaklığını azaltmaktır (BIS, 2005: 1-2). Yükselen ülkelerde döviz piyasasının gelişmemiş olması, belirsizlik, asimetrik bilgi gibi problemler, döviz kurundaki oynaklığın temel nedenleridir. Burada tartışma müdahalenin zamanlamasında ortaya çıkmaktadır. Bir yaklaşıma göre müdahale, risk yönetimi ve finansal piyasaların gelişmesini engelleyeceğinden kısa dönemde döviz piyasasında oynaklığı azaltmak makul değildir. Örneğin Çek Cumhuriyeti gibi bazı ülkeler kısa dönemde günlük döviz kurunun oynaklığına müdahale etmezken, Endonezya gibi bazı ülkeler ise döviz kurunun oynaklığına , yıllık ortalamayı aştığı dönemlerde müdahale etmektedirler. Diğer yandan döviz kurundaki oynaklıklara yönelik müdahalelerle ilgili olarak yapılan çalışmalarda müdahalenin, merkez bankasının kredibilitesi yüksek olduğunda, beklenmedik ve önemli büyüklükte olduğunda daha etkili olduğu ileri sürülmektedir. Özellikle yükselen ülkelerde döviz piyasasına yapılan müdahalelerin döviz kuru üzerindeki etkisi ve etkinliği, müdahalenin büyüklüğünden ziyade, merkez bankalarının kredibilitesiyle ilgilidir. Çoğu durumda merkez bankası sahip olduğu yüksek kredibilitıyla, düşük döviz alım-satımlarıyla da döviz kurunu etkileyebilmektedir. Bu nedenle bu tür ülkelerde müdahalenin büyüklüğü ile etkinliği arasındaki ilişki zayıflamaktadır. Diğer yandan döviz piyasasına müdahale beklenmedik, önemsiz miktarlarda ve merkez bankasının kredibilitesinin düşük olması durumunda ise döviz kurundaki oynaklığı etkilememektedir.

Ciddi cari açıkla karşılaşılacak ülkelerde ise merkez bankaları reel döviz kuru ve cari açığı etkileyen gelişmeler üzerinde yoğunlaşmaktadırlar. Finansal kırılganlık ve kriz riski durumlarında ise merkez bankaları döviz kurundaki değişim hızını, kurun oynaklığını, döviz alım-satım farkını, işlem hacmini, farklı piyasa katılımcılarının risk algılamalarını, portföy yatırımlarını, forward piyasa işlemlerini yakından izlemektedirler. Bazı durumlarda merkez bankalarının müdahaleleri, döviz kurunun denge değerindeki sapmadan ziyade denge değerinden ne kadar hızla sapma gösterdiği ile ilgilidirler. Kolombiya, Peru gibi ülkelerin yaptığı müdahaleler, bu tür müdahalelere örnektir. Müdahale, sürü davranışını durdurmak için çoğu zaman döviz kurunun değişim oranını azaltmayı amaçlamaktadır. Bu şekildeki müdahale, kur dengeden uzaklaştığında yapıldığı gibi denge değerine çok hızlı geri geldiğinde de yapılabilmektedir. Bu tür müdahaleler, döviz piyasasının gelişmesini kolaylaştırmakta ve riskten korunmayı sağlayan türev

piyasalarının gelişmesine olanak sağlamaktadır. Diğer yandan Şili, Meksika ve İsrail deneyimlerinde olduğu gibi hızlı döviz kuru hareketlerine karşı güvence sağlayan resmi müdahaleler, özel sektörde riske karşı korunma sağlayan bu tür piyasaları da engelleyebilmektedirler.

Döviz piyasasına müdahale etmenin bir diğer amacı ise aşırı döviz kuru hareketlerini (overshooting) önlemektir. Merkez bankaları döviz piyasasının oynaklığına tepki vermeden fakat “aşırı” döviz kuru hareketlerine tepki vererek müdahale etmektedirler. Döviz kurlarının “aşırı” olarak nitelendirilmesi, ve dengeden sürekli bir sapma göstermesi veya ayarsız olmasını ifade etmektedir. Bu tür müdahalelere Çek Cumhuriyeti, Yeni Zelanda gibi ülkelerde merkez bankaların, uzun dönem trendden ekstrem dalgalanmalar veya “aşırı” döviz kuru hareketlerinin enflasyon veya finansal istikrar üzerindeki etkisi nedeniyle yaptığı müdahaleler, Meksika’nın 1998 yılında Rusya ve Amerika’daki finansal çalkantılar karşısında ulusal paranın aşırı değer kaybetmesi karşısında yaptığı müdahale, Avrupa Birliği’nin 2000 yılında döviz kuru hareketlerinin fiyat istikrarını tehlikeye soktuğunda yaptığı müdahale, Şili’nin Ağustos-Aralık 2001 ve Ekim 2002-Şubat 2003 dönemlerinde döviz piyasasına (ulusal paralarının aşırı değer kaybına tepki olarak) yaptığı müdahale örnek gösterilebilir. Örneğin Şili merkez bankası bu müdahaleyi yaparken, önceden her bir dönem için toplam sterilize edilmiş müdahalenin miktarını ve müdahalenin şeklini önceden duyurmuştur. Şili’de sterilize edilmiş müdahalenin etkisi küçük fakat anons etkisi çok büyük olmuştur. Diğer yandan Güney Afrika, Meksika, Çek Cumhuriyeti gibi ülkelerde merkez bankaları döviz kurundaki aşırı hareketleri önlemek için döviz gelirleri piyasaya girmeden “pasif müdahale” yapmışlardır. Örneğin Meksika petrol şirketleri döviz gelirlerini merkez bankalarına yatırmaktadırlar. Çek merkez bankası ise döviz şeklindeki özelleştirme gelirlerini döviz piyasasına çıkmadan benzer bir şekilde merkez bankasına yatırmaktadır. Güney Afrika’da ise merkez bankası büyük miktarda döviz girişlerinin olduğu dönemlerde döviz alımı yaparak aşırı döviz kuru dalgalanmalarını önlemiştir (Moreno 2005:11).

Finansal kırılganlıklar ve aşırı döviz spekülasyonu nedeniyle nihai borç veren mercü olarak piyasaya likidite sağlamak Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahale etmesinin nedenleridir. Finansal kırılganlık ve aşırı spekülasyonun olduğu dönemlerde piyasadaki likidite azalmakta, fiyat keşfetme süreci engellenmekte ve özel sektör faaliyetleri azalmaktadır. Finansal istikrarı sağlamak, krizleri önlemek ve böylece konvertibilitiyi sürdürmek için döviz piyasasına müdahale edilmektedir. Örneğin Kore, politik belirsizliklerin tetiklediği döviz kuru oynaklığının olduğu dönemlerde döviz piyasalarına likidite sağlamak ve döviz alım-satım farkını gidermek için müdahale etmiştir. Yine Brezilya bir riske karşı korunmak için dövize endeksli borçlanma araçlarını ihraç ederek döviz piyasasına müdahale etmiş ve böylece piyasanın yeniden çalışmasını sağlamıştır. Ayrıca bazı durumlarda

ülkeler (Asya ülkeleri gibi) uygulanan ekonomik önlemler, rekabeti sürdürmek gibi politikaların bir sonucu olarak döviz kurunu etkilemek, döviz rezervleri biriktirmek amacıyla döviz piyasalarına müdahale etmektedir (Moreno 2005:12). Bazı yükselen ülkeler (Hong Kong, Suudi Arabistan gibi) ise sabit (veya ayarlanabilir) döviz kuru sistemi uygularken yaptıkları müdahalelerle, diğer ekonomik amaçlarla uyumlu olarak, döviz kurunu etkilediğini düşünerek, aşırı döviz rezervleri biriktirmektedirler (BIS, 2005:1). Güney Afrika gibi ülkeler ise döviz kurundaki oynaklığı azaltmak için döviz rezervleri biriktirmektedirler. Sonuç olarak son on yılda yükselen ülkeler ve bazı gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, döviz piyasalarına değişik nedenlerle aktif olarak müdahale etmektedirler.

Döviz piyasasına müdahale, döviz kurundan enflasyona geçişkenlik ve döviz kurunun oynaklığı üzerine yapılan çalışmalarda, 1990'lı yıllardan sonra hem geçişkenliğin hem de oynaklığın azaldığı ileri sürülmektedir (Amato 2005, Moreno 2005, Andersen ve Moreno 2005, Edwards 2006, Mihaljek 2005 ve Taylor 2000). Gelişmiş ülkelerde geçişkenlik oranı oldukça düşüktür. Yükselen ekonomilerde, geçmiş istikrarsız dönemlerin aksine, son yıllarda iyi tasarlanmış makroekonomik politikalar (para, maliye ve yapısal reform politikaları), bu politikaların kredibilitesi, enflasyon hedeflemesine geçiş, düşük ve istikrarlı enflasyon ve enflasyonist beklentileri ve dalgalı döviz kuru sistemi (finansal yenilikleri ve türev piyasaları etkileyerek) döviz kurundan enflasyona geçişkenliği azaltmıştır (Gagnon and Ihrig 2004 ve Edwards 2006:11-12). Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sistemine sahip ülkeler (Şili, Meksika, Brezilya, İsrail, Avustralya, Kanada, G. Kore) için yapılan bir çalışmada, kısa hem de uzun dönem döviz kurundan enflasyona geçişkenlik, düşmeye başlamıştır (Edwards 2006:11-12). Yapılan bazı çalışmalarda ise döviz kurlarındaki değişmelerin enflasyon üzerindeki geçişkenlik etkilerinin, kısa ve uzun dönemde farklılaştığı ve bu etkilerin kısa dönemde daha hızlı olduğu ileri sürülmektedir (Elkayam ve Nessen 2004). Dalgalı döviz kuru sisteminde döviz cinsinden açık pozisyonların azalması, ulusal paraların değer kaybetmesinin finansal ve reel sektörler üzerindeki etkisini büyük ölçüde düşürmüştür. Dolayısıyla son zamanlarda döviz kurlarındaki oynaklığın enflasyon üzerindeki geçişkenliği azalması, döviz kurundaki oynaklık nedeniyle döviz piyasasına müdahaleleri azaltmıştır. Diğer yandan dalgalı döviz kuru sisteminde döviz kuru oynaklığının döviz kurunun aşırı değer kazanmasını önlemesi ve sermaye hareketlerinde istikrarın sağlanmasına yardımcı olması, döviz piyasalarına müdahaleleri azaltmıştır. Bunun yanısıra döviz kurundaki oynaklık nedeniyle döviz piyasalarına müdahalenin hem maliyetli hem de etkin olmaması da müdahalelerin azalmasına neden olmuştur. Döviz piyasasına yönelik sıkı denetim ve gözetim, spekülasyon işlemlerinin azlığı, düzenli merkez bankası müdahaleleri gibi faktörler özel sektörün fiyat keşif sürecini ve dolayısıyla döviz piyasasının gelişmesini engellemektedir. Döviz piyasasında esnekliğin

artması ve merkez bankalarının bu piyasaya müdahale etmemesi, özel kesimin maruz kaldığı risklere karşı korunmak için türev piyasalara yönelmesine ve bu piyasaların gelişmesine katkı sağlamaktadır. Bu nedenle bazı gelişmekte olan ülkeler (İsrail, Meksika, Polonya Tayland gibi) döviz piyasasına müdahale etmemektedir. Aksi takdirde, döviz piyasasına döviz kuru oynaklığını azaltmak için yapılan müdahaleler, piyasaların gelişmesi bakımından ahlaki çöküntüye neden olmaktadır. Ayrıca yakın zamanlarda döviz piyasasına müdahale yapmayan bazı ülkelerde (G.Kore, Peru gibi) döviz kurunun oynaklığı çok fazla düşüş göstermiştir (BIS, 2005: 1 ve Mihaljek, 2005). Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sistemini kabul etmiş ülkeler (İsrail, G.Kore, Meksika, Kanada, Avusturalya, Brezilya, Şili) için yapılan bir ampirik çalışmada, (İsrail ve Şili hariç), döviz kuru oynaklığının yükseldiğine dair hiçbir bulguya rastlanmamıştır (Edwards 2006:20-29).

Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements - BIS)'nın büyük çoğunluğu yükselen ekonomilerden oluşan 19 ülkenin merkez bankalarının yetkilileri ile yaptığı ve döviz piyasasına müdahalelerin etkinliğini analiz eden anket çalışmasında şu ilginç sonuçlar elde edilmiştir (Mihaljek 2005:82-93): Döviz piyasasına daha az ve daha düşük miktarlarda müdahale eden ülkelerin merkez bankaları, daha az ve daha büyük miktarlarda müdahale yapan ülkelere göre ortalama olarak kendilerini daha etkin görmektedirler. Ankette döviz piyasasına müdahale etmeyen (veya nadiren müdahale eden) ülkelerin tümü, enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru politikası izleyen ülkelerdir. Bu ülkelerin tümü genel olarak küçük ve açık ülkelerdir. Dalgalı döviz kuru sistemini uygulayan ülkelerin çoğu, döviz kurunun kendisini etkilemekten ziyade ve sıradışı durumlarda müdahale etmektedirler. Bu anketlerden elde edilen bir diğer önemli sonuç ise, 19 ülke merkez bankalarının müdahalelerinin büyüklüğü, hem döviz piyasalarının büyüklüğü hem de döviz rezervleriyle karşılaştırıldığında oldukça küçük düzeydedir. Bu ülkelerde müdahalenin (günlük) ortalama büyüklüğü, 2002 yılında %12 iken 2004 yılında %4'e düşmüştür. Anketten ortaya çıkan temel sonuç: döviz piyasasına müdahale kendiliğinden döviz kurunu etkileyememektedir. Döviz kurunu etkileme ve istikrara kavuşturmada temel görev para ve maliye politikalarına düşmektedir.

Merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahaleleriyle diğer önemli bir konu da, sürekli olarak büyük miktarlarda yapılan sterilize edilmiş müdahalelerin maliyeti ile ilgilidir. Bu müdahaleler nedeni ile merkez bankaları bilançolarında vade uyumsuzluğunun yaratacağı riskler, yükselen faiz oranları, aşırı değerli ulusal para ve sermaye girişleriyle karşı karşıya kalmaktadırlar (Mohanty ve Turner 2005 ve BIS, 2005 : 3). Ayrıca araştırmalar, döviz rezervlerinin, kredi reytingini arttırdığını ve ülke risk primini azalttığını ileri sürmektedir (Moreno 2005). Diğer yandan döviz rezervleri biriktirmenin (müdahalenin) maliyetleri kısmen bu rezervlerin



düzeyine ve müdahalenin nasıl finanse edildiğine bağlı olmaktadır. Ayrıca döviz rezervleri biriktirmenin yararları ve maliyetlerini karşılaştıran yatay kesit ülke verilerinin olmamasına karşın Şili, Meksika gibi bazı Latin ülkelerde ek döviz biriktirmenin maliyetinin faydasını aştığı görülmektedir. Asya ülkelerinde ise tam tersi faiz oranlarının düşük olması nedeniyle ek döviz biriktirmenin maliyeti düşüktür. Genel olarak bakıldığında geçmişte döviz piyasalarına müdahalelerin (döviz rezervleri biriktirme) maliyeti, yükselen ekonomilerde gelişmiş ülkelere göre çok yüksektir. Bunun temel nedeni ise yurtiçi faiz oranlarının dış faiz oranlarına göre çok yüksek olmasıdır. Bugün ise bu durum tamamen değişmiştir Düşük yurtiçi faiz oranları, çoğu ülkede döviz müdahalelerinin maliyetini düşürmüştür. 2000-2003 döneminde bir çok ülke için yapılan merkez bankalarının döviz rezervleri biriktirme maliyeti, GSYİH'nın %0.5'nin altına düşmüştür (Mohanty ve Turner 2005:67-68). Örneğin 2000'li yıllarda Şili, Polonya, Çek Cumhuriyeti ve İsrail'de bu müdahale maliyeti hızla azaltmıştır. Bu ülkelerde müdahalenin maliyeti 2003 yılında sırasıyla GSYİH'nın %0.5, %0.05, % - 0.01 ve %0.06 olarak gerçekleşmiştir. Brezilya ve Güney Kore'de 2000-2003 döneminde bu maliyet hızla yükselmiştir. Brezilya'da bu dönemde bu oran % -0.04'den %0.74'e yükselmiştir. Güney Kore'de ise bu dönemde %0.06'dan %0.14'e yükselmiştir. Türkiye'de ise bu dönemde yüksek yurtiçi faiz oranları nedeniyle döviz piyasasına müdahalenin maliyeti, 2001 krizin etkisiyle önce yükselmiş (2000'de %0.98, 2001'de %2.79, 2002'de %3.5) ve daha sonra faiz oranlarının düşme trendine girmesiyle azalmaya başlamıştır (2003'te %1.26) .

Döviz piyasasına müdahale, döviz kurundan enflasyona geçişkenlik ve döviz kurunun oynaklığı üzerine yukarıda elde edilen bulgular, enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru rejimi uygulayan Türkiye ile de büyük ölçüde uyumludur. Türkiye Şubat 2000'den sonra dalgalı döviz kuru rejimini benimsemiştir ve sadece döviz kurundaki oynaklık nedeniyle döviz piyasasına müdahale etmektedir. Merkez Bankasının bu amaçla döviz piyasalarına müdahalesi de oldukça sınırlı düzeyde kalmıştır. Genel olarak merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmemeyi tercih etmektedir. Mayıs 2001-Aralık 2003 dönemi için yapılan bir çalışmada (Akıncı vd, 2005a), Merkez Bankasının oynaklık nedeniyle döviz piyasasına yaptığı müdahalelerinin döviz kurunun oynaklığı üzerindeki etkisi, önemli bulunmamıştır. Mart 2001-Ekim 2003 döneminde yapılan bir diğer çalışmada (Guimaraes ve Karacadağ, 2004) ise döviz piyasasına müdahaleler, döviz kuru düzeyini değil, oynaklığını azalttığı bulunmuştur. Dolayısıyla Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisi, finansal ve döviz piyasalarındaki oynaklığı azaltmıştır. (Kara vd, 2006).

Benzer şekilde Türkiye'de dalgalı döviz kuru sistemine geçişle, döviz kurundan enflasyona geçişkenlik de azalma göstermiştir (Kara ve Ögün 2005 ve Akıncı vd 2005b). Geçişkenlik oranı ile ilgili olarak yapılan bir çalışmada

bu oran, 1996-2000 döneminde ortalama 0.26 iken, dalgalı döviz kuruna geçildikten sonraki 2001-2004 döneminde ise ortalama 0.22 düzeyine düşmüştür (Özatay 2005:286-287). Benzer bir çalışmada ise aynı dönemler için geçişkenlik oranı yaklaşık 0.40 düzeyinden 0.20 düzeyinin altına düşmüştür (Kara vd, 2005 ve Kara, 2006). Türkiye’de bu olumlu gelişmelere karşın, fiyat istikrarı açısından döviz kuru şoklarının enflasyon üzerindeki etkisi, hala daha yüksektir (Akıncı vd, 2005b ve Kara vd, :2005).

## **II. ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE DALGALI DÖVİZ KURU SİSTEMİ: BAZI ÜLKE DENEYİMLERİ**

Bu bölümde enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sistemini uygulanan bazı yükselen ülkelerde, enflasyon ile döviz kuru arasındaki ilişki ve döviz piyasasına müdahale koşulları incelenmektedir. Bu ülkeler; Brezilya, Şili, Güney Kore, Çek Cumhuriyeti, İsrail, Polonya’dır. Türkiye ise tam enflasyon hedeflemesine yeni geçmiş olması nedeniyle incelenmemiştir.

### **2.1. Brezilya Deneyimi**

Brezilya, 1984-1998 yılları arasında sabit döviz kuru sistemini, 1999’dan sonra ise enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuru sistemini uygulamıştır. Brezilya dalgalı döviz kuru sistemine geçtikten sonra 2001-2002 döneminde devalüasyon dalgasına maruz kalmıştır. Brezilya 2003 yılından sonra Merkez Bankasının uyguladığı aktif stratejiyle, kamu sektörünün döviz yükümlülükleri nedeniyle maruz kaldığı şokları azaltmak için kamu borçlarını yeniden yapılandırmıştır. Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sistemiyle 2003-2004 döneminde Brezilya’nın kamu borç stoku düşmeye başlamıştır (Bevilaqua ve Azevedo 2005a ve 2005b).

1990’lı yıllarda Brezilya’nın enflasyonla mücadele stratejisini incelediğimizde özellikle 1994 yılında uygulanan yeni parasal reformlar ve döviz kurunu nominal çıpa olarak kabul eden döviz rejimi sayesinde yüksek enflasyonla mücadelede büyük başarı kaydedilmiştir. Brezilya ekonomisinde yetersiz tasarruflar, yüksek enflasyon sonucunda artan reel faizler ve cari açıklar, özel sektörün dışarıdan borçlanmasını teşvik etmiştir. Kamu sektörü ise finansman ihtiyacını dövize endeksli borçlanmayla sağlamış fakat daha sonra bu borçlar, Brezilya Merkez Bankası tarafından finanse edilmiştir (Bevilaqua ve Azevedo 2005). 1997-1998 döneminde ise Güneydoğu Asya ve Rusya’da yaşanan krizler, Brezilya ekonomisinin kırılganlığını arttırmış, uluslararası rezervlerini düşürmüştü ve 1999 yılı itibarıyla de kamu borç stokunu arttırmıştır (Bevilaqua ve Azevedo: 2005a ve 2005b).

Brezilya da enflasyon hedeflemesi politikasına 1 Temmuz 1999’ da geçmiştir. Enflasyon hedefi için uygun fiyat endeksi, enflasyon hedefleri ve tolerans aralıkları maliye bakanı tarafından verilen teklifle Ulusal Para

Konseyi tarafından seçilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin tüketici fiyat endeksine dayanmasına ve hedeflerin iki yıllık dönem itibariyle açıklanmasına karar verilmiştir (Bevilaqua ve Loyo 2005). Enflasyon hedeflemesi politikası doğrultusunda enflasyon hedefi 1999 yılı için yüzde 8, 2000 yılı için yüzde 6 ve 2001 yılı için yüzde 4 olarak belirlenmiştir. Tolerans aralığı ise her yıl için yüzde +/- 2 olarak belirlenmiştir.

Brezilya'da enflasyonun nedenleri incelendiğinde enflasyonun, enflasyonist süreçten ziyade dış şoklardan kaynaklandığı görülmektedir (Bevilaqua ve Loyo 2005). Örneğin 1999 yılı öncesinde Brezilya'da fiyat istikrarı vardır. TÜFE 1998 yılında %1.7 gibi çok düşük düzeyde gerçekleşmiştir. 1999 yılında enflasyon hedeflemesi ile birlikte sabit döviz kuru rejimi dalgalanmaya bırakılmış ve bu süreç dış finansal şoklar nedeniyle, ulusal para (real) %30 civarında değer kaybetmiştir. Dolar cinsinden tahvil ve bonoların varlığı, sabit kurdan dalgalı kura geçiş sürecinde kullanılmış ve finansal çöküşü engellemiştir. Tüketici fiyatları da bu sürede %8.9 oranında artmıştır. Bu süreçte petrol ve hammadde fiyatlarında ortaya çıkan artış merkez bankasının enflasyon hedeflerinin sapmasına neden olmuştur.

2001 yılında Brezilya Merkez Bankası, bir yandan sabit döviz kuru araçlarını ve yeniden döviz cinsinden varlıkları kullanmaya başlamış; diğer yandan ise mali yükümlülüğü kabul etmiştir. Mali yükümlülük yasası, Merkez Bankasının her türlü varlık kullanımını engellemek amacıyla çıkartılmış bir yasadır. Merkez bankası yeni döviz swapları ile bir yandan daha düşük kredi riski üstlenmeyi amaçlarken, diğer yandan bu döviz swaplarının yerel future piyasalarında alım-satımı yapılmaya başlanmıştır. Döviz swaplarına ödenen faizin yüksek olması, döviz piyasasında riskten korunma (hedging) işlemlerinin artmasına neden olmuştur (Bevilaqua ve Azevedo 2005a ve 2005b).

2001 yılının ilk yarısına kadar uygulanan politikalar olumlu sonuçlar vermesine karşın, yılın ikinci yarısında Brezilya ekonomisi, Arjantin'de yaşanan borç krizi ve 11 Eylül'de Amerika'da yaşanan terörist saldırılar nedeniyle iki dış şokla karşı karşıya kalmıştır. Bu dış şoklar, ulusal para (real) üzerinde baskı yaratmış ve ulusal para %27,8 düzeyinde değer kaybetmiştir. Dış şoklar, dolar cinsinden varlıkların artmasına ve bu varlıklar ödenen faizlerin %133,7'den %167'ye çıkmasına neden olmuştur. Brezilya Merkez Bankası, bu süreçte döviz talebini karşılamaya çaba göstermiştir. Diğer yandan dış şokların etkisiyle doğrudan yabancı sermaye akımları yavaşlamaya başlamış ve döviz kuru değer kaybetmiştir. Bu durum ise enerji fiyatları başta olmak üzere fiyat artışlarını hızlandırmış, enflasyonist beklentilerde bozulmalara neden olmuştur (Bevilaqua and Azevedo 2005a ve Bevilaqua ve Loyo 2005). 2001 yılı sonunda enflasyon oranı, hedefi aşarak %7.6 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla döviz kurundan enflasyon geçişkenlik artmaya başlamıştır.

2002 yılında Amerika’da ortaya çıkan Enron Skandalı, Arjantin’deki borç krizinin global piyasalarda yarattığı riskler, Brezilya’nın artan kamu borç yükü ve 2002 yılının ikinci yarısındaki başkanlık seçimlerinin yarattığı belirsizlikler, dış finansman kaynaklarını azaltarak, büyük bir devalüasyona (%40.3) sebep olmuştur. Döviz piyasasında döviz kuru oynaklığının enflasyon üzerinde yarattığı belirsizlikleri ortadan kaldırmak için Brezilya Merkez Bankası döviz piyasalarına doğrudan müdahale etmiştir. Müdahale aracı olarak özellikle, konsolide kamu kesimi faiz dışı fazlasını arttırmış ve zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir. Yine bu dönemde, güven bunalımı nedeniyle “on shore hedging” işlemleri ve özel sektörün dış yükümlülükleri azalmıştır. Kamu borç stokunun yarattığı kredi riski, varlıkların değerini %50,1 oranında azaltmıştır. Sonuç olarak dolar cinsinden varlıkların toplam borç stoku içindeki payı bu dönemde azalma eğilimi göstermiştir. Bu ise doğal olarak, net kamu borcunun GSYİH’ye oranını azaltmıştır (Bevilaqua ve Azevedo 2005a ve 2005b).

Brezilya’da 2003-2004 dönemi ise dövizde riske karşı korunma işlemlerinin dalgalandığı ve kamu sektörünün döviz yükümlülüğünü azalttığı bir dönemdir. 2003 yılında Brezilya’da yeni hükümet, kamu borç stoku problemini çözecek şekilde daha karma bir politika uygulamaya başlamış ve bu amaçla, izlenen maliye politikası neticesinde birincil fazla hedefi artırılmış, sosyal güvenlik ve vergi sistemleri reformu yapılmıştır. Para politikası açısından merkez bankasının bağımsızlığı tekrar sağlanmış ve faiz oranları arttırılmıştır. Bu yeni politika ve reformlar, bir yandan enflasyondaki düşüş, diğer yandan ulusal paranın değer kaybı ve artan küresel talep, dış ticaret sektörlerinde ticaret hacmini arttırarak, ilk defa bu dönemde cari işlemler fazlası verilmesini sağlamıştır. Yeni hükümetin kredibilitesi, ve uygun küresel finansman koşulları, ülke riskini azaltmış, ülkeye sermaye girişi artmış ve real değer kazanmıştır. Merkez Bankası bu dönemde geçmişteki uygulamadan (vadesi gelen dolar cinsinden varlıkların faiz ödemelerini döviz swap kontratlarına göre ayarlamıştır) farklı olarak dövizde ihale sistemini benimsemiştir. Eylül 2003 itibarıyla yapılan çok sayıda ihalede, dövize yönelik riske karşı korunma araçları talebindeki artışlar ve döviz alım-satımı yapan araçlar önem kazanmaya başlamıştır (Bevilaqua ve Azevedo 2005a ve 2005b).

Brezilya, 2003 Eylül ayından itibaren IMF kredisi kullanmamış, 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan şokların etkisi önemli ölçüde ortadan kalkmış ve 2004 yılında ekonomi tekrar hızlı bir büyüme sürecine girmiş, enflasyon düşmüş ve işsizlik oranı (%12’den %11.5’e) gerilemiştir. Ekonomik büyüme oranı 2001, 2002, 2003 , 2004 ve 2005 yılında sırasıyla %1.3, %1.9 %0.5 %5.2 %2,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 1). Enflasyon oranı ise bu yıllarda sırasıyla %7.6, %12.5, %9.3 ve %6.7 olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler dengesi fazla verirken (2003’de 4.2 milyar\$, 2004’de 11.6 milyar\$), enflasyon ve enflasyonist beklentiler gerilemiş, döviz kurunda ise değerlendirme

gözlenmiştir. Merkez Bankası 2004 yılının son çeyreğine kadar faiz indirimini sürdürmüş, ancak yılın son çeyreğinde enflasyonun yükselişini dikkate alarak faizleri arttırmıştır.

**Tablo 1: Brezilya'nın Temel Ekonomik Göstergeleri**

	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Oranı	1,3	1,9	0,5	5,2	2,3
Enflasyon Oranı	7,6	12,5	9,3	6,7	5,7
İşsizlik Oranı	6,4	10	12,3	11,5	9,8
Cari Açık/GSMH	-4,6	-1,7	0,8	1,9	1,4

Kaynak: <http://www.imf.org/external>

1999-2004 dönemi enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından değerlendirildiğinde ise Brezilya'da enflasyon oranı düşmesine karşın çoğu zaman hedeften sapmış ve dalgalı bir seyir izlemiştir. Brezilya enflasyon hedeflemesine geçtikten sonraki dönemlerde ekonominin maruz kaldığı büyük dış şoklara rağmen enflasyon hedeflemesinin sonuçları hala ümit vericidir. 1999'da enflasyon oranı yüzde 8.9 iken 2004 yılında bu oran yüzde 6.7'ye düşmesine karşın, bazı yıllarda (2001,2002, 2003) enflasyon oranı hem yükselmiş hem de hedeflenen enflasyonun alt ve üst limitlerini aşmıştır. Enflasyon oranı ile hedeflemesi arasında ortaya çıkan farklılık ve dalgalanmalar bir yönüyle ülkedeki seçim süreciyle de ilişkilidir. Özellikle seçim yılında enflasyonda hedeflenen rakamlardan sapma gözlenmektedir. Brezilya'da yaşanan seçim sürecinde ülke riskinin artmasıyla sermaye çıkışı yaşanmış ve döviz kurları değerlenmiştir. Dolayısıyla yaşanan seçim süreci ekonomide gerçekten etkili olmuştur. Bu süreçte döviz kurlarında yaşanan oynaklıkta artma eğilimi gözlenmiştir. Özellikle 2002 yılında bu oynaklık daha da artmıştır. Aslında bu dönemde bütün ülkelerde olduğu gibi Brezilyada da döviz kuruna zaman zaman müdahaleler edilmiştir. Bu müdahaleler, enflasyon hedefinin tutturulmasında önemli olmuştur.

Brezilya'da 1999 yılından bugüne izlenen enflasyon hedeflemesinin büyük ölçüde başarılı olmasında dört temel faktör önemli rol oynamıştır (Shoji, 2005): Uygulanacak politikaların kamuoyuna açıklanması ve belirlenmesindeki şeffaflık, merkez bankasının kamuoyunda yarattığı kredibilite, merkez bankasının enflasyonun kontrol edilmesi yanında üretimdeki dalgalanmaları da dikkate alması ve uygulanan maliye politikası neticesinde kamu kesimi emeklilik sisteminin yeniden yapılandırılarak bütçe fazlası verilmiş olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası açısından merkez bankası ile piyasalar arasındaki iletişim, şeffaflık ve hesap verilebilirlik artmıştır. Bu amaca yönelik olarak ileriye dönük enflasyon

hedefleri açıklanmış, Para Politikası Komitesi aylık düzenli toplantılar yapmıştır. Döviz kurlarında ortaya çıkan dalgalanmalara (oyunaklıklara) bağlı olarak enflasyon hedeflemesi sürekli revize edilmiş ve merkez bankası bu durumda sürekli olarak faiz oranı kanalını kullanmıştır. Özellikle 2002- 2003 yılları arasında Brezilya Merkez Bankası, döviz kurlarında ortaya çıkan oynaklığın enflasyonda yarattığı belirsizlikleri ortadan kaldırmak için döviz piyasalarına doğrudan müdahale etmiştir (Bevilaqua ve Valdes 2005). Diğer yandan Brezilya'da enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra kısa dönem döviz kurundan enflasyona geçişkenlik oranı 0.70'den 0.056'ya düşmüştür (Edwards 2006:11-12).

## **2.2. Şili Deneyimi**

Şili ekonomisi geçmişteki ayarlanabilir sabit döviz kuru rejimi ile 1962'de para krizi, 1982'de çetin depresyonu ve 1997'de Asya krizi sonrası resesyonu yaşamış ve sonunda Eylül 1999'da tam enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuru rejimine (merkez bankası sadece istisna durumlarda müdahale etmektedir) geçmiştir. Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur rejimine geçmeden önce, Şili Merkez Bankası'nın izlediği döviz kuru politikasıyla döviz kurunu band içinde tutmak için döviz kuruna müdahale etmiştir. Döviz piyasasına müdahaleler doğrudan kamu girişimlerinden (Codelco gibi) döviz almak veya dolaylı olarak piyasa işlemleri yoluyla gerçekleşmiştir. Şili'de müdahaleler, güçlü reel döviz kurunun değer kazanması trendini engellemeye çalışmasına rağmen, müdahalenin derecesi ve zamanlaması ekonomik karar birimlerinin bilgisi dahilinde olmamıştır (Cespedes, Goldfajn, Lowe ve Valdes 2005:20 ve Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005: 7-8).

1999 yılında Şili ekonomisi, tam enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru rejimi ile politika değişikliğine gitmiş, 2000 yılında sermaye hesabını tedricen serbestleştirmiş ve 2001 yılından itibaren Merkez Bankası para politikası için referans olarak nominal faiz oranını kullanmaya başlamıştır. Bu yeni politika değişikliği ve yeni parasal düzenlemeler, yapısal bazda ölçülen bütçe fazlası, düşük kamu borç düzeyleri, sağlıklı finansal sistem (güçlü bankacılık regülasyonu ve denetleme ile) ve çok gelişmiş yerel tahvil-bono piyasası ile desteklenmiştir (Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005: 4-12). Şili'de para politikası, enflasyon hedeflemesi dönemlerinde karşı-konjonktürel politika olarak kullanılmaktadır.

Şili ekonomisi 1990-1996 döneminde, sıkı para ve maliye politikaları ve güçlü finansal kurumların varlığıyla, hem olağanüstü bir ekonomik büyüme (%8.5) gerçekleştirmiştir hem de enflasyon oranını (%27'den % 6.6'ya) düşürmüştür. 1990-1997 döneminde Şili Merkez Bankasının döviz rezervleri 2.5 milyar dolardan 17.8 milyar dolara ve döviz rezervlerinin GSYİH'ye oranı ise %5.1'den %17.8'e yükselmiştir. Diğer yandan net kamu borcunun

GSYİH'e oranı 1989'da %37.6'dan 1997'de %5.6'ya düşmüştür (Cespedes, Goldfajn, Lowe ve Valdes 2005:20).

1997 Asya krizi sonrasında büyüme oranı, önceki yıllara göre düşmeye başlamıştır. Asya krizinin ekonomi üzerinde yol açtığı negatif şokları gidermek için Şili Merkez Bankası, Peso'nun değer kaybetmesini önlemek amacıyla birçok kez döviz piyasasına müdahale etmiştir. 1997 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomik büyüme, sermaye girişleri nedeniyle artan yurtiçi talebin etkisiyle tekrar artmaya başlamıştır. Yüksek faiz oranları ve döviz kurunun istikrarlı olacağı ve sermaye girişlerinin artacağı beklentisi, GSYİH'nin potansiyelinin üzerinde olacağı tahmini ve genişlemeci maliye politikası toplam talebi arttırmıştır.

1997'deki bu ekonomik gelişmenin 1998'de de devam etmesi ve reel ücretlerin artması, para politikasının uygulanmasını zorlaştırmıştır. Merkez bankası, 1998'in başında döviz kurlarının enflasyon üzerindeki negatif etkileri, genişleme politikaları sonucunda artan yurtiçi talep, cari açık hedefleriyle ilgili kaygılar, Peso'ya yönelik spekülasyon atakları ve belirsiz uluslararası konjonktür nedeniyle yeni parasal önlemler almıştır. Yurtiçi talebin kontrol altına alınması ve cari açığın GSYİH'ye oranının düşürülmesini amaçlayan bu önlemler şunlardır: Döviz piyasasına müdahale, faiz oranlarını yükseltme, döviz kuru bandını daraltma, mevcut sermaye girişleri üzerine vergi koyma anonsu ve dövize endeksli tahviller ihraç etmektir. Bu önlemler neticesinde reel faiz oranlarının yükselmesi likidite koşullarını zorlaştırmış ve bankacılık sisteminin kredi hacmini daraltmıştır (Cespedes, Goldfajn, Lowe ve Valdes 2005:21-22). Ayrıca tüm bu önlemler finansal piyasalarda oynaklığı azaltmıştır. Merkez Bankası, bu önlemleri alıp enflasyon hedeflemesine vurgu yapmış ve finansal piyasalar için korunma (hedging) araçları sağlamış ve Peso üzerindeki baskıyı azaltmayı hedeflemiştir. Bütün bu önlem ve çabalar, Peso üzerindeki baskıyı azaltmaya yetmemiştir. Latin Amerika ülkelerinde devalüasyon beklentisi, Rusya'nın borçlarını geri ödememesinin yarattığı sorunlar, devalüasyonun enflasyon üzerindeki geçişkenlik etkisinin yüksek olacağı beklentisi (yaklaşık %50), cari açığın GSYİH'ye oranının yüksek olması (%5), merkez bankasının kredibilite sorunu, devalüasyonun özel sektörün net pozisyon açıkları ve dolayısıyla bilançolar üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle Merkez Bankası yeniden reel faizleri yükseltmiş ve döviz piyasasına müdahale etmiştir. Ayrıca döviz bandında ayarlama yapılmış ve sermaye giriş vergisi kaldırılmıştır. Sonuç olarak alınan bütün bu önlemler (özellikle sıkı para politikası) ile 1998 ve 1999 yıllarında büyüme oranları sırasıyla % 3.2 ve %-0.8 olarak gerçekleşirken, enflasyon hedefleri de sırasıyla %4.7 ve %2 olarak tutturulmuştur. Cari açığın GSYİH'ye oranı ise bu yıllarda sırasıyla % 4.9 ve %-0.1 olarak gerçekleşmiştir (Cespedes, Goldfajn, Lowe ve Valdes 2005:23-24).

Şili, 1999 yılından sonra yeni politika önlemleriyle ekonomisini yeniden yapılandırmıştır. Bu yeni politika düzenlemeleri; tam enflasyon hedeflemesi uygulaması, serbest-dalgali kur rejimi, döviz türev piyasalarını geliştirme ve derinleştirme politikası, hükümetin açık maliye politikasına kural konulmasıdır. Şili ekonomisinde yeni politika değişikliği sonucunda tam enflasyon hedeflemesi 1999'da kabul edilmesine karşın, Aralık 2000'de yürürlüğe girmiştir. 2000 yılının başında Merkez Bankası, petrol fiyatlarının artması sonucu bunun maliyetler ve enflasyon üzerindeki etkisini dikkate alarak, reel faizleri yükseltti. 2000 yılının yaz aylarında dışsal koşulların bozulması, bakır fiyatlarının düşmesi ve ticaret yapılan ülkelerin gelirlerinin (özellikle de ABD) azalmasıyla Merkez Bankası olası enflasyon risklerini dikkate alarak Ağustos 2000'de faiz oranlarını düşürmüştür. (Cespedes, Goldfajn, Lowe ve Valdes 2005:25). Diğer yandan dışsal koşulların (Latin Amerika ülkelerinde kırılğanlığın artması) olumsuz etkisi sonucu Peso Temmuz-Ağustos ayında %10 değer kaybetmiştir. Merkez Bankası, Peso'nun hızla değer kaybetmesini ve kurların oynaklığını dikkate alarak, yurtiçi finansal piyasalara uluslararası likidite ve riske karşı korunma araçları (hedge) sağlamaya yönelik bir takım önlemler almıştır. Merkez Bankası, özellikle bir yıl vadeli 2 milyar \$ dövizde endeksli tahvil ihraç etmiş, buna ek olarak spot piyasa müdahalelerini finanse etmek için 2 milyar \$ rezerv tahsisi yapmıştır. Merkez bankası döviz kurunun dalgalanmasına izin vermekle birlikte döviz piyasasına müdahale etmiştir. Başka bir ifade ile merkez bankası belirsizlik ve oynaklık durumlarında aşırı reaksiyon gösteren döviz kurunun olası olumsuz ekonomik etkileri nedeniyle döviz piyasasına müdahale etmiştir.. Merkez bankası böyle durumlarda, şeffaflık ve açıklık amacıyla uyumlu olarak alınacak kararları kamuoyuna anons etmektedir. Merkez bankası dalgali döviz kuru sistemini kabul etmesinden buyana,ilki (Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005:20). 2001 Arjantin krizi ve 11 Eylül Amerika saldırısı ve ikincisi 2002 yılında Brezilya'daki başkanlık seçimi olmak üzere iki durumda döviz piyasasına müdahale etmiştir.. Bu her iki müdahale Şili Merkez Bankasının döviz kuruna yönelik kullandığı çeşitli tahmin modellerinde reel döviz kurundaki değer kaybı aşırılık göstermekteydi. Yani devalüasyon ile ekonominin yapıları aynı çizgide değildi. Reel döviz kurundaki bu ayarsızlık ve bunun enflasyon üzerinde ki beklenen olumsuz etkisi merkez bankasının dövizde müdahale önlemlerini önceden anons etmesine neden olmuştur.. Bu müdahale önlemlerinde sabit 4 aylık dönem ve spot veya dolara endeksli bonolarda kullanılan maksimum müdahale miktarı belirlenmiştir. Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahaleleri önceki müdahalelerle karşılaştırıldığında, bu müdahaleler hem daha az kaynak gerektirmiş hem de daha etkili olmuştur. Bu müdahalelerin anons edilmesi ve halka açıklanması, müdahalelerin etkinliğini arttırmıştır.

Merkez Bankası Şili'de döviz kuru bandından dalgali kur rejimine yumuşak bir geçiş yapmış, türev piyasaları (riske karşı korunma) geliştirmek



için yaptığı düzenlemelerle bankaların bu forward piyasalarda daha fazla katılımcı ve aktif olmaları için banka regülasyonlarını kolaylaştırmıştır. Şili’de dalgalı döviz kuru rejimi öncesinde bankacılık sektöründe ve finansal piyasalarda gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Dalgalı döviz kuru rejimi öncesinde özel kesiminin (şirketler kesiminin) döviz açısından büyük ölçüde vade uyumsuzluğu bulunmamaktaydı. Dalgalı kur rejiminin öncesinde ve sonrasında da şirketler kesimi döviz türev piyasa işlemlerine büyük önem vermiş ve bu piyasa gelişmiştir. 2000 yılından sonra geleneksel araçların kullanımının yanı sıra dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesiyle birlikte döviz türevleri (swaplar, komşu ülke swapları gibi) kullanımı artmaya başlamıştır. Son beş yılda özel sektör yani şirketler kesimi riske maruz kalmamak için bu araçları daha fazla kullanmaya başlamıştır. Şili’de spot, forward ve döviz swap işlemlerinin GSMH’ye oranı görece olarak yüksektir (%8). Türev piyasalarında toplam işlem hacmi, 1998-2003 arasında % 60 artarken, spot piyasalar iki katından daha fazla artmıştır (Cespedes, Goldfajn, Lowe ve Valdes 2005:24-27). Şirketler için riskten kaçınmada bu araçların kullanımının maliyeti son beş yılda zaman içinde azalmaya başlamıştır. Bu da ayrıca döviz kuru oynaklık riskinin azalmasına katkı yapmış ve daha fazla firmanın döviz riskinden korunmasını teşvik etmiştir. Bu şekilde türev piyasa işlemlerine (döviz swapları, forward gibi türevler) sahip olan firmaların oranı, toplam firmaların yaklaşık %33’dür. Çünkü dalgalı kurda maliyet, merkez bankasının değil özel kesimin üzerindedir. Her ne kadar döviz türev piyasası gelişse de, ortaya çıkabilecek riskler ve maliyetler için yine de merkez bankasına düşen bazı görevler vardır. Başka bir ifade ile merkez bankası, bunların ekonominin genel üzerindeki bazı negatif dışsallıklarına risklerine ve maliyetlerine kayıtsız kalamaz. Bu durum sadece istisnai dönemlerde merkez bankasının müdahalesine bir gerekçe sağlamasına rağmen, türev piyasaların geliştiği ve derinleştiği durumlarda döviz kuru oynaklığını elimine etmek için bir müdahale gerekçesi sağlamaz. Dolayısıyla finansal piyasaların zayıf olması durumunda döviz kuru hareketlerini istikrarlandırmak için müdahale yapmada önemli gerekçeler olmasına rağmen, güçlü ve derin finansal piyasaların mevcut olması durumunda müdahale için hiçbir önemli gerekçe yoktur.

Tam enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte dalgalı kur sisteminin Şili ekonomisi üzerindeki olumlu etkisi beş açıdan değerlendirilebilir (Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005:15-16). Bunlardan ilki olan merkez bankasının bağımsız para politikası izlemesi ve istikrar aracı olarak dalgalı döviz kuru sistemini uygulaması son derece önemlidir. Şili merkez bankası, döviz kurunun dalgalanmasına izin vermesinden bu yana güçlü karşı-konjontürel para politikası izlemektedir. İkincisi, dalgalı döviz kur rejimi Şili gibi (özellikle dış ticaret hadleri dikkate alındığında) sıkça reel şoklara maruz kalan ülkeler için oldukça önemlidir. Döviz kuru hareketleri, kaynak dağılımını etkileyen görece fiyatlardaki değişimlere ve ayarlamalara olanak

sağlamaktadır. Dalgalı döviz kuru, reel şoklar karşısında ulusal paranın değer kaybına uğraması şokların etkisini azaltmakta ve rezervler ile faiz oranlarının istikrarı açısından ayarlama mekanizması olarak hareket etmektedir. Üçüncüsü, dalgalı döviz kuru rejimi özel ve kamu sektörünün vade uyumsuzluğu risklerini daha açık olarak algılamasını sağlamakta ve türev piyasaların gelişmesini teşvik etmektedir. Şili’de özel sektör, döviz kuru dalgalanmaya bırakıldıktan sonra, riskten korunmak için türev piyasalarına yönelmiş ve türev piyasalar gelişmeye başlamıştır. Dördüncü olarak, 1990’ların aksine, 2000 yıllarda dalgalı kur rejimine geçildikten sonra hükümetin güçlü maliye politikasının da yardımıyla, yurtiçi talep, ekonomide ortaya çıkan avantajlı koşullara düzensiz veya daha riskli bir şekilde tepki göstermemektedir.

Şili’de Merkez Bankasının para politikası ile döviz kuru hareketleri arasındaki ilişkiyi incelediğimizde şu iki tespit yapılabilir. (Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005:18): Bunlardan ilki, merkez bankası döviz kurundaki değişimler beklenen enflasyonu etkilediği ölçüde para politikasında ayarlama yapmaktadır. Şili’de döviz kuru hareketleri ile para politikası faiz oranları arasında hiçbir mekanik ilişki yoktur. Örneğin Ağustos 2003-Ocak 2004 tarihlerinde, ekonomide Peso’nun değer kazandığı dönemde, düşen maliyetler ve dolayısıyla düşen enflasyon karşısında gelecekte Peso’nun değerinin istikrarlı kalacağı öngörüsünden hareketle, para politikası faiz oranı düşürülmüştür. Bu politikadan sonra 2005 yılı için ortalama TÜFE için tahmin %3’ten %3.7’ye düşmüştür. 2004 yılı için üretimdeki artış tahmini ise % 4-5’ten % 4.5-5.5 aralığına yükselmiştir. Gerçekleşen büyüme hızları ise 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla %6,2 ve %6,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 2). Diğer yandan örneğin Mayıs ve Eylül 2002 yılında, Peso %10’dan daha fazla değer kaybetmesine karşın bu dönemde faiz oranı düşürülmüştür. 2003 için ortalama enflasyon tahmini gittikçe yükselmiş ve üretim artış tahminleri düşmüştür. Döviz kuru hareketleri; faiz oranları farklılıklarına ve dışsal koşullardaki (hem bölgesel finansal koşullar hem de global üretim artışı koşulları) kötüleşmeye karşı bir tepki olarak algılanmıştır.

**Tablo 2: Şili’nin Temel Ekonomik Göstergeleri**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı	4,5	3,4	2,2	3,9	6,2	6,3
Enflasyon Oranı	4,6	2,7	2,9	1,1	2,5	3,7
İşsizlik Oranı	9,2	9,2	9	8,5	8	8,1
Cari Açık/GSMH	-1,2	-1,6	-0,9	-1,3	1,7	0,6

Kaynak: <http://www.imf.org/external>

Kaynak: <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042705.htm>

İkinci tespit, merkez bankası döviz kurunda aşırı tepkiler olduğunda ve bu tepki ekonomi için çok zararlı olduğunda döviz piyasasına müdahale etmektedir. Döviz kurundaki aşırı bir reaksiyon, merkez bankasının üretim açığına ve dolayısıyla enflasyonist baskılara karşı faiz oranında gerekli ayarlamalara neden olabilmektedir. Böylece müdahale, para politikası ayarlamalarından önce çalkalanma dönemleri esnasında enflasyona karşı savunmanın ilk çizgisi olarak görülebilmektedir. Örnek Peso aşırı değer kaybettiğinde enflasyona neden olabilmekte, bu da daha sıkı para politikasını gerektirmektedir.. Fakat bu döviz kuru hareketine aşırı reaksiyon olsaydı, bu sıkı para politikası, gereksiz bir şekilde konjonktürün derinleşmesine neden olacaktı. Eğer merkez bankası müdahale etmez ise, Peso'nun aşırı değer kaybı enflasyonu çok daha olumsuz etkileyebilir. Dolayısıyla para politikası sıkılaştırmadan önce müdahale daha uygun olabilir. Buna rağmen, merkez bankası müdahalede dikkatli olmak zorundadır. Çünkü merkez bankası döviz kuru ayarsızlıkları (uyumsuzlukları) ile enflasyonla mücadele etmek zorunda kalabilir ki bu da tam bir felaket reçetesidir. Bu nedenle, Şili Merkez Bankası müdahale bağımlılığından kaçınmak için yapılacak müdahalenin nedenlerini tamamıyla haklı gerekçelere dayandırmak ve uygulamada bu müdahale için net bir zaman ufku ile birlikte maksimum bir büyüklük belirlemek için açık ve şeffaf olmaya karar vermelidir. Diğer yandan Şili Merkez Bankası için döviz kurundaki aşırı reaksiyona engel olmak oldukça zor bir görevdir. Merkez bankası aşırı bir döviz kuru reaksiyonu hakkında tam bilgiye sahip olmaması durumunda bile, döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bazı durumlarda böyle müdahaleler etkin olmamasına rağmen bu müdahalenin maliyeti, hiçbir gerekçesi olmayan bir döviz kuru aşırı reaksiyonunun yol açtığı çalkantının beklenilmeyen maliyetlerinden büyük olabilmektedir. Sonuç olarak merkez bankasının istisnai durumları belirlemek veya döviz kurunun aşırı reaksiyon gösterip göstermediğini belirlemek merkez bankasının kendi kararına ve değerlendirmelerine bağlıdır. Dolayısıyla merkez bankasının bu durumlarda sağlıklı karar verebilmesi için çok farklı model ve yöntemlerle reel döviz kurunun düzeyinin değerlendirilmesi ve piyasanın çalışmasını ve algılaması hakkında değerlendirmeler yapması gerekmektedir. Merkez bankası bu değerlendirmeler neticesinde bir şeyler yapılması gerektiğine karar verir ise döviz piyasasına yapacağı müdahale, bekleyişler yoluyla (sinyalleme kanalıdır) döviz kurunu etkileyen müdahaleler (bunların uzunluğu ve maksimum miktarı önceden anons edilmiştir) şeklinde açık ve şeffaf olmalıdır (Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005:20-21). Yani merkez bankası döviz kurları hareketlerinin ekonominin yapısalı ile desteklenmediği hakkında piyasaya bilgi vermekte ve aktif olarak döviz piyasasına müdahale etmektedir<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Tapia ve Tokman (2004)' göre anonsun kendisi, döviz kuru üzerinde çok büyük etki yaratmaktadır. Bu etki, herhangi bir spot veya dolara endeksli tahvil satışı ortaya

Genel olarak değerlendirdiğinde Şili’de tam enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur politikaları başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Uygulanan karşı konjonktür para politikası, dalgalı döviz kuru politikası, maliye politika kuralı, finansal piyasaların regülasyonu ve denetlemesi ve sermaye piyasasının düzgün çalışması ekonomide ortaya çıkabilecek uygun olmayan koşullara kendini ayarlayabilmesine, enflasyon kontrol altında alınmasına, reel döviz kurunun yeni koşullara (dışsal koşullarla birlikte) muazzam bir şekilde kendini ayarlamasına olanak sağlamaktadır (Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005:27-30). Şili’de dalgalı döviz kuru rejimi çok iyi çalışmıştır. Döviz piyasasına iki kez istisnai durumda müdahale edilmiş ve çoğu kez peso dalgalanmaya bırakılmıştır. Ekonominin hedeflemesi başarı ile uygulanmış, 1991’de %30 olan enflasyon oranı, 2005 yılında %3.7’ye düşürülmüştür (Tablo 2). Şili’de bugün enflasyon hedefi genel olarak %2-4 aralığında belirlenmektedir. Yakın tarihlerde istikrarsız dışsal çevreye karşın para politikası karşı-konjonktürel iken dalgalı döviz kuru bu ayarlama sürecine yardım etmiştir. Dalgalı kur rejimi kısa dönem döviz kuru volatilitelerini yükseltmesine rağmen onun enflasyon üzerindeki geçişkenliğini gittikçe azaltmaktadır. (Edwards 2006:14). Döviz kurundan enflasyona doğru geçişkenlik karşılaştırıldığında önceki kur sistemlerine göre dalgalı kur sisteminde çok daha düşüktür ve gittikçe de düşmektedir. Bu geçişkenlik oranındaki azalmanın, global bir yönü de olmasına rağmen , dalgalı kur sistemi tam teşekküllü enflasyon hedeflemesinin kredibilitesi için oldukça önemlidir. Enflasyonun kontrol altında olması ve para otoritelerinin enflasyonu düşük tutma konusunda kredibiliteye sahip olması, firmaların yüksek maliyetlerini fiyatlara yansıtmasını engellemektedir. Böylece türev piyasalarındaki önemli gelişmeler ve döviz kurundan enflasyona geçişkenlik etkisinin azalması, dalgalı döviz kuru rejiminin kredibilitesinin güçlendirmiştir. Dolayısıyla dalgalı döviz kuru enflasyon hedefini daha kredi bil yapmakta, özel sektörün türev piyasa işlemlerini arttırmakta ve böylece dalgalanma korkusunu azaltmaktadır.

Şili’nin dalgalı döviz kuru ile ilgili önemli deneyimi, döviz kuru oynaklığının yüksek olmasıdır. Bu deneyim diğer birçok ülke (Kanada ve Avusturalya gibi) ile paralellik göstermektedir. Diğer yandan yüksek döviz kuru oynaklığının uluslararası bir boyutu da vardır. Dolayısı ile yüksek döviz kuru oynaklığı sadece döviz kurunun dalgalı olmasının bir sonucu değildir. Yüksek döviz kuru oynaklığının sebebinin dalgalı kur rejimi mi yoksa

---

çıkmadan hemen önce ortaya çıkmaktadır. Yine bu iktisatçılar ilave olarak ‘istisnai dönem’ anonsunun, döviz kuru trendinde bir değişme yarattığını da ileri sürmektedirler. Ayrıca, müdahale için sabit bir dönem anonsu ve müdahale için kullanılan maksimum kaynak miktarı, ekonominin çapası olarak dalgalı kur rejimini hem de enflasyon hedefinin kredibilitesini korumak için kullanılışlıdır((Gregorio, Tokman ve Valdes, 2005:21).

uluslararası bir fenomen mi olduğunu ayırt etmek zordur. Daha da önemlisi Şili’de dalgalı döviz kuru ile çok gelişmiş döviz türev piyasaları vardır ve piyasalar firmaları döviz kuru hareketlerine karşı büyük ölçüde korumaktadır. Döviz kurunun oynaklığıyla ilgili olarak vurgulanması gereken bir diğer olgu ise oynaklıktaki yükselme, daha katı döviz kuru rejimlerindeki gibi sürekli bir ayarsızlıkla birlikte hareket etmemektedir.

Şili gibi enflasyon hedeflemesine geçmiş ülkelerden çıkarılacak en önemli ders şudur: Derinleşmiş finansal piyasaların varlığı, negatif şoklara karşı ülke kırılğanlığının azaltılmasına ve böylece enflasyon hedeflemesi rejiminin etkinliğinin artmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejiminin başarı ile uygulanması büyük ölçüde sürdürülebilir maliye politikasının uygulanmasına bağlıdır. Şili gibi enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde güçlü maliye kurumları, maliye ve para politikalarının istikrarlı bir rol oynamasına olanak sağlamıştır. (Cespedes, Goldfajn, Lowe ve Valdes 2005:32).

### **2.3.Güney Kore Deneyimi**

1997 Güney Asya krizinden önce Güney Kore’de, cari işlemler dengesini ve dolayısıyla reel efektif döviz kurunun istikrarını sağlamak için gözetimli dalgalı döviz kuru sistemi uygulanmaktaydı. Güney Asya kriziyle birlikte Güney Kore, enflasyon hedeflemesi ile birlikte kısa dönemde aşırı döviz kuru oynaklığını engellemek için dalgalı döviz kuru sistemine geçmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde dalgalı döviz kurunun tercih edilmesinin temel nedeni, enflasyon oranı hedefi ile döviz kuru hedefini eşanlı olarak gerçekleştirmenin zor olmasıdır. Dolayısıyla dalgalı kur rejiminde döviz kuru, bir politika değişkeninden daha ziyade bir enformasyon olarak hizmet etmektedir (Ju Rhee ve Lee 2005: 169).

Güney Kore Merkez Bankası, dalgalı kur rejimine geçtikten sonra sanki döviz kuru hedefi varmış gibi para politikası izlememiştir. Döviz kurunun, döviz arz-talep koşulları tarafından belirlenmesini tercih etmiştir. Dalgalı kur sistemine geçildiğinden günümüze kadar merkez bankası, belli bir döviz kurunu hedeflemek amacıyla müdahale etmemiştir. Won’un değeri piyasada belirlenmiştir (Ju Rhee ve Lee 2005: 199). Önemli global paralardan biri olan ABD dolarına karşı ulusal paranın (Won’un) değeri, temel olarak cari işlemlere dengesi , borsa ve tahvil piyasasındaki yabancı portföy yatırımları dahil döviz hareketleri tarafından belirlenmektedir. Dalgalı kur rejiminden sonra nominal efektif döviz kuru endeksi ve won/dolar kurunun oynaklığı, gözetimli döviz kuru sistemine göre, yükselmiştir. Yani Won’nun hem değeri hem de oynaklığı artmıştır.

Merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesi, belli bir düzeyi hedeflemek için değil aksine döviz kurunda dışsal şoklar veya tek yanlı döviz kuru beklentileri nedeniyle alım-satım açığı gibi radikal değişmelerin olduğu

durumlarda normalleşmeyi sağlamak amacıyla yapılmaktadır. Merkez bankası döviz piyasası istikrarsızlığına karar verirken döviz kurunun değişim hızı, döviz kuru oynaklığının boyutu, alım-satım farkı, işlem hacmi gibi piyasa sinyallerini kullanmaktadır. Bu piyasa sinyallerinden hareketle merkez bankası döviz piyasasında istikrarsızlık görse bile, diğer faktörler(ekonomik dengesizliğin kaynağı, şokun süresi, mevcut makroekonomik politika ile müdahalenin uygunluğu ve müdahale kaynaklarının varlığı) de müdahale yapılmadan önce büyük ölçüde dikkate alınmaktadır (Ju Rhee ve Lee 2005: 197-98).

Döviz piyasasında ne zaman ve ne kadar müdahale yapılacağı zımni bir kuraldan daha ziyade para otoritesinin büyük ölçüde ‘duruma göre’ değerlendirmesine bağlıdır. Bu kararların verilmesinde dış şokların sıklığı ve doğası, piyasa eğilimleri, piyasa duyarlılığı ve mevcut fonların miktarı gibi birçok unsur dikkate alınmaktadır. Merkez bankası, döviz kurundaki ayarsızlığının derecesi ve piyasa bozukluğunun sürekliliğini dikkate alarak müdahalenin zamanlamasına karar vermektedir. Merkez Bankası için kısa dönemde tek başına döviz kurundaki ayarsızlık, denge döviz kurunun hesaplanmasının zor olması nedeniyle müdahale için bir gerekçe oluşturmaz. Dalgalı kur rejiminde oluşan kuru zaten piyasa anlayışı içinde denge döviz kuru olarak da ele almak mümkündür. Diğer yandan merkez bankasının döviz piyasasına yapacağı müdahalenin miktarı piyasa katılımcılarının taleplerine, risk primine ve piyasa bekleyişlerine bağlıdır. Dalgalı döviz kuru sistemine geçildikten sonra döviz piyasasına müdahale, ülkenin kredi derecesini artırmak ve ek kriz olasılığı nedeniyle uluslararası rezervleri arttırmak için pek kullanılmamıştır. Özellikle para krizleri tehlikesi karşısında döviz rezervlerini arttırmıştır. Bu müdahaleler sonucunda 1998 yılı sonunda 48.5 milyar \$ olan döviz rezervleri, 2004 yılında 199 milyar \$’a yükselmiştir. Döviz rezervlerinin artmasında bankalardan döviz mevduatlarının çekilmesi ve dolara endeksli tahvillerin ihraç edilmesi de önemli rol oynamıştır. Yakın zamanlarda Güney Kore Merkez Bankası cari işlemler fazlasından kaynaklanan aşırı döviz arzı, önemli paraların aşırı hareketleri ve kıyı bankacılığının teslimi gerekmeyen forward piyasasındaki yerleşik olmayanların spekülâtif işlemlerinden kaynaklanan döviz kuru değişmelerini normalleştirmek için döviz piyasasına müdahale etmiştir (Ju Rhee ve Lee 2005: 204).

Döviz piyasaları ile ilgili vurgulanması gereken bir diğer önemli nokta ise, Merkez Bankasının, forward döviz piyasasına beklenilmeyen olumsuz etkileri nedeniyle, 1997 krizi ve 2004 yılının ikinci yarısında kıyı bankacılığında teslimi gerektirmeyen forward piyasalarındaki aşırı spekülâtif işlemlere yapılan müdahale hariç tutulursa, nadiren müdahale etmesidir. Dolayısıyla Merkez Bankası forward piyasalara müdahaleye çok ihtiyatlı yaklaşmaktadır. Genel olarak, Merkez bankası spekülâtif güçlere karşı döviz piyasasının istikrarını sağlamak için müdahale aracı olarak sözlü mesajlar

vermektedir ve döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde ise gizliliği tercih etmektedir. Bu her ne kadar döviz kuru işlemlerinde şeffaflığı bir ölçüde azaltsa da gizlilik prensibi müdahalenin geçerliliği üzerindeki yapay tartışmalardan (ilgili bilgiden spekülasyon güçlerinin yararlanmasını engellemek, piyasa katılımcılarının ticaret yoluyla otonom döviz kuru ayarlamaları dahil) kaçınma olanağı sağlamaktadır.

Güney Kore’de döviz piyasasıyla ilgili olarak önemli konulardan biri de teslimi gerekmeyen forward piyasaların gelişmesidir. Teslimi gerekmeyen forward piyasa, Güney Kore’deki yabancı (döviz) bankalar ile yerleşik olmayanlar arasındaki işlemleri göstermekte ve Won/Dolar kurunu etkilemektedir. 1999 yılından sonra finansal serbestleşmenin etkisiyle bu piyasa çok hızlı büyümüş ve özellikle spekülasyon amaçlı olarak hareket etmektedir. Bu piyasa, bir yandan yabancı bankalar ile yerleşik olmayanlar arasındaki işlemlerde uygun türev piyasa araçları sunarken diğer yandan da spekülasyon amaçlarla ticaret yapma olanağı sağlamakta ve böylece won/dolar kurunu etkilemektedir. Teslimi gerekmeyen forward piyasaların hızlı gelişmesi ve döviz piyasasında dalgalanmalara neden olması, bu piyasanın Ocak 2004’te düzenlenmesiyle sonuçlanmıştır. Yerleşik olmayanlar ile yabancı döviz bankaları arasındaki teslimi gerekmeyen forward işlemlerinde düzenleme, bankaların aşırı alım-satım pozisyonlarına uygulanmış ve yabancı döviz bankalarının teslimi gerekmeyen forward alımlarını sınırlandırmak ve böylece yerleşik olmayanlar tarafından aşırı elden çıkarmayı sınırlandırmak amacıyla yapılmıştır. Bu önlemler yerleşik olmayanların spekülasyon ticaretini önlemede başarılı olmasına karşın teslimi gerekmeyen forward piyasa hacmini daraltmıştır. Kore hükümeti, yerleşik olmayanların spekülasyon ticaretinin azaldığı sonucuna vardıldıktan sonra bu düzenlemeyi önce hafifletmiş ve daha sonra i Nisan 2004’de tamamen kaldırmıştır.

Güney Kore ekonomisindeki döviz piyasalarının hacmini incelediğimizde interbank ve perakende piyasalarında toplam döviz işlemlerinin günlük ortalama işlem hacmi, 1999 yılında 6.8 milyar \$, 2000 yılında 8.8 milyar \$, 2001 yılında 9.2 milyar \$, 2002 yılında 9.2 milyar \$, 2003 yılında 12.2 milyar \$ ve 2004 yılının ikinci çeyreğinde 20.3 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde günlük ortalama döviz işlemlerinin dağılımına baktığımızda spot işlemlerin payı %58’den %47’e düşerken, forwards, döviz swapları ve döviz türevlerinin oranı artmıştır. (Ju Rhee ve Lee 2005: 200-201). Döviz piyasasındaki bu değişim ve gelişmenin temel nedeni, para otoritesinin dalgalı döviz kuru rejimine geçmiş olmasıdır. Merkez Bankasının döviz piyasasına zorunlu kalmadıkça müdahale etmemesi, döviz kurunun döviz piyasasında serbestçe belirlenmesi için gösterdiği çaba, riske karşı korumaya dayanan türev piyasaların gelişmesine neden olmuştur.

Genel olarak değerlendirdiğimizde, Güney Kore ekonomisinin dışsal şoklar ve değişen global çevre karşısında döviz piyasasının zayıf ve Won’un

kırılgan olması, Merkez Bankasının döviz kurunun istikrarını sağlamak için yaptığı müdahaleleri haklı çıkarmaktadır. Bu müdahaleler döviz kurundan enflasyona geçişkenlik oranının azalmasına yardımcı olmuştur. Fakat bu politikanın gelecekte sürdürülmesi oldukça zor görünmektedir. Çünkü döviz piyasasında oluşan denge döviz kuru, ekonominin yapısına ve döviz akımlarına göre belirlenecektir. Döviz piyasalarına bu serbest piyasa yaklaşımı döviz ticaretini arttıracak ve döviz kuru dalgalanmalarının kendi kendini düzeltmesini ve böyle döviz piyasasının gelişmesini sağlayacaktır. Diğer yandan bu yaklaşım temel olmak üzere döviz kurundaki radikal ve beklenmeyen değişme durumlarında veya dışsal şoklar nedeniyle tek yönlü döviz kuru bekleşimlerinin varlığı durumunda para otoritesi, kaçınılmaz olarak piyasaları normalleştirme sürecinde döviz piyasasına müdahale edecektir (Ju Rhee ve Lee 2005: 204).

Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru politikasını izleyen Güney Kore'nin makro ekonomik performansı incelendiğinde enflasyon, işsizlik, cari işlemler dengesi bakımından başarılı olduğunu söylemek mümkündür (Tablo 3). Enflasyon oranı enflasyon hedeflemesiyle birlikte ortalama %3 düzeyinde gerçekleşmiştir. İşsizlik oranı azalırken, cari fazla artmış ve büyüme oranı yaklaşık olarak %4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

**Tablo 3: Güney Kore'nin Temel Ekonomik Göstergeleri**

	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı	7	3,1	4,6	4
Enflasyon Oranı	2,8	3,5	3,6	2,7
İşsizlik Oranı	5,6	5,7	5,4	3,6
Cari Açık/GSMH	1	2	4,1	2,1

Kaynak: <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042705.htm>

## **2.4. Çek Cumhuriyeti Deneyimi**

1997 yılı sonunda Çek Merkez Bankası, para politikasında enflasyon hedeflemesi stratejisini kabul etmiştir. Merkez Bankası döviz politikası olarak 1992'nin sonuna kadar çeşitli paralardan oluşan bir sepete bağlı dar bir banda sahip sabit döviz kuru sistemini kullanmış ve bu bandı Şubat 1996'ya kadar  $\pm$  %7,5 oranında genişletmiş ve Mayıs 1997 yılında ise tamamen kaldırmıştır. Merkez Bankası, 1997 yılındaki küresel krizlerin etkisiyle gözetimli esnek kur sistemine geçmiştir. Çek parası Koruna ilki 1998 yılında Rusya ve Latin Amerika krizleri sırasında ve ikincisi 2001-2002 döneminde olmak üzere güçlü dış faktörler ve fiyat şokları nedeniyle iki önemli dalgalanma göstermiştir (Holub 2005:150).



Çek Cumhuriyeti'nde döviz piyasalarındaki gelişmeleri ve müdahaleleri incelediğimizde 1993-2001 döneminde reel efektif döviz kurunun bütün dönemlerde bir değerlenme eğilimi gösterdiği görülmektedir. Ulusal paranın değer kazanmasının temel nedenleri; enflasyon oranlarındaki farklılıklar, Balassa-Samuelson etkisi, ticaret hadlerinden kaynaklanan kazançlar ve yönetimli fiyatlar serbestleştirilmesidir. Ulusal paranın değer kazanması eğiliminde temel zorluk, döviz kuru bekleşilerinin tek yönlü olmasından kaynaklanmaktadır. Merkez Bankasının 1997 yılında gözetimli dalgalı döviz kuru rejiminin benimsenmesiyle döviz piyasalarına, aşırı oynaklık veya ekonomik temelleri olmayan döviz kuru hareketleri durumunda müdahale etme inisiyatifi elde etmiştir. Merkez Bankası, gözetimli dalgalı döviz kuru sistemiyle uyumlu bir şekilde ulusal paranın değer kazanmasını önlemek için zaman zaman döviz piyasasına müdahale etmiştir. Merkez bankasının döviz piyasasına müdahale etmesinin iki temel gerekçesi bulunmaktadır (Holub 2005: 153): Bunlardan ilki, orta vadede döviz kurlarındaki oynaklık ve bunun makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisidir. Merkez Bankası döviz piyasalarına, döviz kuru hareketleri makul denge trendini ve normal kabul edilen oynaklığın sıklığını aştığında müdahale etmektedir. Çünkü Merkez Bankası açısından bu tür döviz kuru hareketlerinin hem enflasyon hem de ekonomik faaliyetleri etkileme potansiyeli vardır. Merkez bankası bu nedenle Şubat-Temmuz 1998 ve Ekim 2001—Eylül 2002 döneminde döviz piyasasına müdahale etmiştir. Bu dönemler ulusal paranın çok değer kazandığı dönemlerdir (yıllık bazda %15'den daha fazla). Merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesinin ikinci gerekçesi ise, müdahale asimetrisiyle ilgilidir (Holub 2005: 154). Yani merkez bankasının, paranın değer kazanmasının aksine paranın değer kaybetmesi durumunda döviz piyasalarına hızlı tepki vermemesiyle ilgilidir. Uzun dönem döviz kurunun değer kazanması trendi merkez bankası yayınlarında yazılmakta ve merkez bankasının hiçbir spesifik döviz kuru hedefi bulunmamaktadır. Böylece asimetri, reel döviz kurunun değerlendirilmesi yönündeki piyasa bekleşileri üzerindeki koordinasyon etkisiyle ilişkili olabilir ve/veya 1997 yılından beri enflasyon hedeflemesinin beklenenin altında ve negatif üretim açığı ile ilişkilendirilebilir. Döviz piyasasına yoğun müdahalelerin (özellikle Şubat-Temmuz 1998, Ekim 1999-Mart 2000 ve Ekim 2001—Eylül 2002 dönemi) bir özelliği de, uzun süre müdahalenin olmadığı dönemleri izlemiş olmasıdır (Holub 2005: 151-152).

Merkez Bankası döviz piyasalarına döviz kuru hareketleri karşısında doğrudan müdahalelerinin yanında Şili'de olduğu gibi, diğer başka müdahale araçları da kullanmıştır. Örneğin 2000 yılının başında özelleştirmeden elde edilen döviz gelirlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini azaltmak için Merkez Bankası özel hesaplarında tutulmuştur. Yine gelir sağlayan yurt içi döviz satışlarını azaltmak için Merkez Bankası tarafından bu pasif müdahale

yöntemi kullanılmıştır. Pasif müdahalede temel amaç piyasalara yönelik güçlü sinyal etkisi yaratmak olmuştur.

Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahaleleri temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranındaki değişimlerden bağımsız değildir. Faiz oranlarındaki değişimler hem geleneksel arbitraj hem de kredibilite kanalıyla döviz piyasalarına müdahaleleri etkinliğini artırmaktadır. Merkez Bankası, faiz oranlarındaki değişimler ile müdahaleleri, ikameden daha çok birbirlerini güçlendirici araçlar olarak düşünmektedir. Çek Cumhuriyeti örneğinde nominal faiz oranları, küçük artışların olduğu bazı dönemler dışında, genel olarak enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra azalma trendi göstermiştir. 1998-2003 döneminde döviz piyasasına müdahaleler sonrasında faiz oranları düşmeye başlamıştır.

Çek Cumhuriyeti'ndeki Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahalesinin etkinliğini incelediğimizde ise bazı durumlarda müdahalelerin döviz kuru üzerinde hemen etkiye sahip olduğu görülmektedir. Örneğin Mart 2000'de yaklaşık 400 milyon Euro'luk bir müdahale döviz kurunun hemen hemen %2 oranında düşmesine ve 2000 yılının ortalarına kadar daha bu düzeyde kalmasına neden olmuştur. Diğer bir benzer müdahale ise korunanın zayıflaması müdahalenin görece olarak daha büyük olmasına karşın kısa sürdüğü Şubat-Nisan 1998 döneminde gerçekleşmiştir. Ekim 1999'da ise müdahaleler yaklaşık 1 milyar Euro'ya ulaşmış ve döviz kurları %3'ten daha fazla değer kaybetmiştir. Böylece döviz piyasasına müdahalelerin anlık (hemen) etkisi oldukça belirsiz görünmesine rağmen bu etki, bazen iki veya üç ay kadar sürmektedir. Döviz müdahalelerine ilk bakışta belli bir müdahale stratejisinin (açık, kapalı; daha büyük, daha küçük gibi) olmadığı görülmektedir. Döviz piyasalarına müdahalede etkinlik için gerekli temel olgu, müdahaleler ile piyasa beklentileri arasındaki karşılıklı etkileşime bağlıdır. 2001-2002 döneminde yapılan müdahaleler, bu çerçeveye daha uygun görünmektedir. 2001 yılının ikinci yarısında döviz kuru anormal biçimde değerlenmeye başladığında, piyasa analistleri ve piyasa katılımcılarının gelecekte hükümetin özelleştirmeden elde edeceği döviz gelirleriyle ilgili beklentileri bu sürece katkıda bulunmuştur. Merkez Bankası, Ekim 2001'de 240 milyon Euro ve Aralık 2001'de 100 milyon Euro'luk döviz kuru müdahalesi ile bu eğilimi tersine döndürmeye çalışmıştır. Aynı zamanda Ekim 2001 yılında Merkez bankası, hükümetin özelleştirmeden gelen döviz gelirleri ile ilgili olarak bir anlaşmaya varma niyetini piyasaya bir sinyal olarak vermiştir. Buna rağmen , piyasa bu bilgiyi umursamayarak döviz kurunun değerleneceği yönündeki beklentilerini sürdürmüştür. (Holub 2005: 155).

Merkez Bankası 21 Ocak 2002'de yaptığı olağan dışı toplantısında açıkça döviz müdahalelerine karar vermiş ve bu müdahale sonrasında faiz oranı düşmeye başlamıştır. Aynı gün, yaklaşık % 1.5 oranında Koruna değer

kaybetmiş fakat, dört gün içinde kur eski düzeyine geri dönmüştür. Nisan 2002 başına kadar kurdaki değerlendirme devam etmiştir.. 4 Nisan 2002’de Merkez Bankası tekrar açık olarak müdahale etmeye başladı. Toplamda Nisan 2002’deki müdahale miktarı 1 milyar Euro’ya ulaşmıştır. Koruna’daki değerlendirme trendi, Haziran 2002 sonlarına doğru durmasına rağmen yapılan yüksek müdahale miktarından döviz kuru hemen etkilenmemiştir.. Bu deneyim göstermektedir ki piyasa beklentileri tek bir yönde ve merkez bankası eğilimi tersine döndürmeye çalışıyor ise çok büyük müdahale miktarı bile beklenenden daha az etkiye sahiptir (Holub.2005:156). Buna karşın, Temmuz-Ekim 2002 döneminde Merkez Bankasının yaptığı 1 milyar Euro düzeyindeki “açıklanmamış müdahaleler”in önemli etkilere sahip olduğu görülmektedir. Bu müdahale ile koruna/euro paritesi zayıflamaya başlamış ve bu zayıflama 2003 yılında da devam etmiştir.

Genel bir değerlendirme yaptığımızda, Çek Cumhuriyeti’nde Merkez Bankası’nın döviz piyasasına yönelik müdahalelerin etkinliğini belirleyen temel faktörler; Piyasa beklentilerindeki değişim, faiz farklılıkları (yatırımcılar için korunanın cazip olmaması), piyasanın sterilizasyon maliyetleri hakkında değişen algılamaları ve hükümetle olan eşgüdumdür. Bu faktörler içinde belki de müdahalelerin etkinliği açısından en önemli faktör, değişen piyasa beklentileridir. Piyasa beklentilerinin olumsuz makro ekonomik olaylarla birleşmesi, negatif faiz farkı, politik önlemler (faiz oranlarını düşürme, müdahaleler ve anlaşma) ile birlikte döviz kuru üzerinde orta vadede etkiye sahiptir. Bu, döviz müdahalelerinin piyasa-dengeleyici etkisinin aksine döviz müdahalelerinin sinyalleme etkisini göstermektedir. Aynı zamanda, diğer faktörler ve politika değişikliklerinin (faiz oranı değişimleri gibi) bağımsız olarak müdahalelerin katkılarını değerlendirmek oldukça zordur. Böylece, Çek Cumhuriyeti’nin uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejiminde müdahalelerin rolü üzerinde tek bir yargıya varmak mümkün gözükmemektedir.

Sonuç olarak, Çek Cumhuriyeti deneyimi bize şunu göstermektedir: Müdahaleler ve onun sonuçları arasındaki ilişkinin istikrarsız olduğu kabul edildiğinde, enflasyon hedeflemesi durumunda döviz piyasası müdahalelerin daha sistematik bir politika aracı olarak kullanılmasından beklenen yararın sağlanması oldukça şüpheli gözükmektedir.

Çek Cumhuriyeti’nin uyguladığı enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sisteminin performansı son dönemde özellikle ekonomik büyüme, cari işlemler fazlası ve enflasyon oranının düşürülmesinde başarılı olmuştur (Tablo 4). Büyüme oranı 2002-2005 döneminde hızla artarak %1,4’den %6,1’e yükselmiştir.Enflasyon oranı bu dönemde dalgalı bir seyir izleyerek 2002 yılında %1,8 ,2005 yılında %1,9’a yükselmiştir. Cari işlemler açığının milli gelire oranı 2002 yılında %5,5’ten 2005 yılında %2,1’e gerilemiştir.

**Tablo 4: Çek Cumhuriyeti'nin Temel Ekonomik Göstergeleri**

	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı	1,9	3,6	4,2	6,1
Enflasyon Oranı	1,8	0,1	2,8	1,9
İşsizlik Oranı	9,2	9,9	8,9	8,1
Cari Açık/GSMH	-5,5	-6,2	-6	-2,1

Kaynak: <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042705.htm>

## 2.5.İsrail Deneyimi

İsrail 1992 yılında enflasyonla mücadelede para otoriteleri enflasyon hedeflemesine geçmiştir. İsrail'de enflasyon hedeflemesi, 1997 yılına kadar döviz piyasasına müdahaleyle birlikte, bu yıldan sonra ise döviz piyasasına müdahale etmeksizin uygulanmıştır. İsrail 1997 öncesinde uzun süre değişik nedenlerle ve değişik zamanlarda döviz piyasasına müdahale etmiştir. 1980'lerin ortasından 1990'ların ortasına kadar üç haneli enflasyon oranını düşürmek için döviz piyasasına müdahale edilmiştir. Daha sonraki yıllarda ise döviz kurunun yıllık %15-20 aralığında dalgalanmasına izin verilmiştir. İsrail, başlangıçta parasını dolara daha sonra ise gelişmiş ülkelerin paralarından oluşan para sepetine (sabit kurdan) bağlamıştır. İzleyen yıllarda önce döviz kurunda bant sistemine, daha sonra ise diğer ülkeler ile enflasyon farkını yansıtacak şekilde genişleyen bant sistemine geçmiştir (Sokoler 2005b: 188). Dolayısıyla İsrail enflasyon hedeflemesi rejimini, döviz kuruna müdahale etmeksizin genişleyen bant sistemiyle uygulamaktadır.

İsrail 1992 yılında enflasyon hedeflemesine geçmesine rağmen bunun etkileri 1994 yılında ortaya çıkmaya başlamıştır. 1994 yılında enflasyon hedefini gerçekleştirmek için temel para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranı kullanılmaya başlanmıştır. Merkez Bankası, enflasyon hedefini sağlamak için faiz oranlarını kullanmış ve döviz kuru bandının dışına çıkmasını engellemek için de döviz piyasasına müdahale etmiştir. Merkez Bankası, döviz piyasasında istikrarı sağlamak için Şubat 1996-Haziran 1997 döneminde 8 milyar \$ döviz alımında bulunmuş ve sterilizasyon yapmıştır. Merkez Bankasının, 1994-1997 döneminde döviz piyasasına müdahalelerden dolayı yaptığı döviz alımı miktarı 16 milyar \$'dır. Merkez Bankası, 1996 yılının başında, enflasyon hedefi ve döviz kuru bandı nedeniyle döviz piyasasına müdahale ve sermaye girişlerini sterilize etmesinin yol açtığı maliyetler sonucu döviz kuru resmi bandın içinde kaldığı sürece artık müdahale etmeyeceğini, Haziran 1997'den itibaren ise artık döviz piyasasına müdahale etmeyeceğini (alım yapmayacağını) açıklamıştır. Merkez Bankasının bu politika değişikliği ulusal paranın sürekli değer kazanmasını engelleyememesine rağmen , ulusal paranın değer kazanması yaklaşık altı aydan daha fazla alt sınırdaki kalmıştır. Diğer yandan merkez bankasının döviz

kuru bandı günümüze kadar sürekli olarak genişlemektedir. Döviz kuru bant genişliği 1994-1997 döneminde %13 iken, 1997-1999 döneminde %37, 2000-2004 döneminde %60 ve günümüzde yaklaşık %85 düzeyinde olmuştur. (Sokoler 2005b: 189).

Haziran 1997 yılından bu yana Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahale etmeme politikası döviz kurunun istikrarını sağlamıştır. İsrail’de gelişmiş bir döviz piyasası olmamasına (Haziran 1997’den itibaren günlük ortalama döviz işlem hacmi, 0.5 milyar\$’dan 1.6 milyar dolara yükselmesine) rağmen , Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahale etmeyeceği beklentisi ile yurtiçi ve yurtdışı piyasa oyuncuları tarafından alınan kararlar döviz kurunda istikrarı sağlamıştır. Dolayısıyla İsrail’de bu koşullar altında döviz piyasasındaki spekülasyon, istikrar kazandırıcı bir faktör olarak hareket etmiş ve finansal istikrar sağlanmıştır. Merkez Bankasının dalgalı döviz kuru sistemiyle döviz piyasasına müdahale etmemesinin bir diğer önemli sonucu ise genelde finansal piyasalar özel de ise döviz piyasalarında riske karşı korunma (finansal türev) araçlarına talebi artmış olmasıdır<sup>4</sup> (Sokoler 2005b: 190-191). İsrail’de şirketler, özellikle Rusya krizinde ulusal paranın (shekel) %11 değer kaybetmesi sonucunda döviz riski ile mücadele etmek ve böylece dövizde vade uyumsuzluklarını gidermek için türev piyasası işlemlerine daha fazla önem vermeye başlamışlardır. 1997-2004 döneminde şirketler kesimi ve bankacılık sisteminin açık döviz pozisyonları sürekli olarak azalmıştır. Şirketler kesiminin açık döviz pozisyonu 1997 yılında 16.7 milyar \$’dan 2004 yılında 0.6 milyar \$’a düşerken, bankacılık sisteminin açık döviz pozisyonu aynı dönem için -1.6 milyar\$’dan -0.8 milyar \$’a düşmüştür. Hane halkının açık döviz pozisyonu ise artış göstermiştir. Hane halkının açık döviz pozisyonu 1997 yılında -10.7 milyar \$ iken, 2004 yılında -22.7 milyar\$’a yükselmiştir.

İsrail deneyiminde merkez bankasının döviz piyasalara müdahale etmeme politikası ve dalgalı döviz kuru politikasının bir diğer önemli yararı ise, hükümetlerin istikrarlı olmayan politikalarını daha çabuk açığa vurmasıdır (Sokoler 2005b:192). Örneğin 2001 yılının sonunda ekonomik büyümenin düşmesi ve kamu açıklarının hızla artması sonucunda, Merkez Bankası ile hükümet şu konularda anlaşmaya varmıştır: Faiz oranlarının %5.8’den %3.8’e düşürülmesi, bütçe açığının azaltılması için mali ayarlamaların yapılması, sermaye çıkışı üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, döviz kuru bandının alt limitinin sınıra düşürülmesi ve merkez bankasının ticari kağıtlar üzerindeki tavan uygulamasını kaldırması ve merkez bankasını daha fazla bağımsız hale getirilmesi. Bu anlaşmaya rağmen bütçe açığının anlaşılabilir limitin çok üzerinde gerçekleşeceğinin anlaşılması üzerine finansal piyasalar buna hemen tepki vermiş ve döviz kuru, 6 ay içinde %17 değer

---

<sup>4</sup> Bu konuda ayrıntılı bilgi için bakınız: Goldstein ve Turner 2004, Martinez ve Warner 2001 ve Bleakly ve Cowen 2002.

kaybetmiş, döviz kurunun oynaklığı %6.4'dan %16'a çıkmıştır. Bir yıllık devlet tahvili faiz oranları ise %6.5'den %11.7'e yükselmiştir. Piyasanın bu tepkisi, para ve maliye politikaları üzerinde çok büyük etkiye sahip olmuş ve Merkez Bankası faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmıştır. Piyasanın bu disipline edici tepkileri hükümetin genel harcamaları kısıması ve refah harcama reformu yapmasıyla sonuçlanmıştır. Dolayısıyla merkez bankasının döviz piyasasına müdahale etmemesi, bu ayarlama önlemlerinin alınmasına neden olmuştur. Merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmiş olsaydı, bu düzeltici (ayarlama) önlemler alınamayacaktı. Bu, döviz piyasasına müdahale etmeme politikasının etkinliğini göstermektedir (Sokoler 2005b: 193).

İsrail'de döviz piyasasına müdahale edilmemesi birçok açıdan para politikasının etkinliğini de arttırmıştır. Bunlardan ilki olan, döviz piyasasına müdahale etmeme politikası, parasal aktarma mekanizmasının önemli bir kanalı olan döviz kurunun serbestçe belirlenmesine olanak sağlamıştır. Döviz piyasasına müdahalenin olmadığı dönemde merkez bankasının faiz oranında %1'lik bir politika değişikliğine enflasyonun tepkisi, müdahalenin olduğu önceki dönemlere göre çok daha fazla olmuştur. Yani müdahalenin olmadığı durumda faiz oranındaki değişmelerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi, müdahale politikasına göre daha büyüktür. İkincisi, Haziran 1997'de sterilizasyon operasyonlarının sona ermesiyle birlikte mali baskınlık azalmış ve uygulanan politika rejimi para politikasına dayanan bir rejime dönüşmüştür. Üçüncüsü, döviz piyasasına müdahale edilmeyen dönemde enflasyon hedeflemesinin kredibilitesi, önceki dönemlerle kıyaslandığında, yükselmiştir. Sonuç olarak, döviz piyasalarına müdahale etmeme politikası nedeniyle para politikasının artan etkinliği, önce enflasyonun düşmesine ve daha sonra fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olmuştur. Bu olumlu gelişme, merkez bankasının üzerindeki politik baskıları azaltmış ve böylece merkez bankasının ekonominin karşılaştığı çeşitli şoklarla etkili olarak mücadele etmesine yardımcı olmuştur.

İsrail Merkez Bankası, yaklaşık olarak on yıldır müdahale etmemesine karşın bu, bundan sonra müdahale yapmayacağı anlamına gelmez. İsrail Merkez Bankasının gelecekte döviz piyasasına müdahale için üç temel nedeni bulunmaktadır; (Sokoler 2005b: 193). Bunlardan ilki, para politikası ile ilgilidir. Merkez bankası ekonominin likiditesini etkilemek için döviz alım-satımını (döviz piyasasına müdahaleyi) bir sinyalleme aracı olarak kullanmayı tercih edebilir. Böyle bir müdahalenin etkili olabilmesi için merkez bankasının temel amacı olan fiyat istikrarını yerine getirmede yüksek kredibiliteye sahip olması gerekmektedir. Bu kredibilite ile Merkez Bankasının döviz piyasalarına müdahale yoluyla verdiği sinyal, döviz kurundaki hareketlerin ekonomik temellerine göre aşırı olup olmadığının dikkatle izlendiğini göstermektedir. Döviz piyasasına müdahalenin ikinci nedeni, döviz piyasasının iyi çalışmamasıyla ilgilidir. Merkez Bankasının

döviz piyasasında likiditenin daralmasına neden olan mikro-yapılı başarısızlıkları gidermek için yaptığı döviz işlemleri, piyasaya likidite sağlamanın nihai borç veren olma merci rolünü yerine getirebilir. Döviz piyasalarına müdahalenin üçüncü nedeni ise Merkez Bankasının döviz rezervlerini artırma veya azaltma isteği olabilir. Merkez Bankası, döviz rezervleri tutma amacıyla yaptığı müdahalenin üç temel nedenini şeffaflığın bir sonucu olarak kamuoyuna açıklamıştır: Hükümetin dış borcunu ödeme ihtiyacı, para politikası amaçlarıyla ilişkisi ve olağanüstü durumlarda bankalara likidite verme ihtiyacıdır. Bu noktada döviz piyasasına müdahaleyle ilgili olarak vurgulanması gereken önemli bir konuda piyasalara rağmen yapılan girişimlerin genel olarak başarısızlıkla sonuçlanacağıdır. Bu nedenle yapılacak müdahale açık olmalı, geçmişte kullanıldığı gibi belirsiz olmamalıdır. Başka bir ifadeyle merkez bankasının müdahale stratejisi her zaman net ve açık olmalı müdahalenin her detayı, kamuoyuna açıklanmalıdır.

İsrail deneyimini genel olarak özetlersek, 1997 yılından bu yana merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmemektedir. Bu politika, enflasyon hedeflemesi rejimi içinde para politikasının kredibilitesini ve etkinliğini arttırmaktadır. Ayrıca bu politika, özel sektörün döviz riskini içselleştirmesine katkıda bulunmakta ve böylece finansal istikrarı arttırmaktadır. Döviz kurunun piyasa güçleri tarafından belirlenmesi, politika yapıcılarında piyasa disiplini sağlamakta ve böylece sağlam olmayan politikaların sürdürülmesini zorlaştırmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi ve müdahalesiz dalgalı döviz kuru sistemi uygulayan İsrail ekonomisinde 2001-2005 döneminde ekonomik büyüme hızı, enflasyon oranı ve cari işlemler dengesi açısından değerlendirdiğimizde oldukça başarılı gözükmektedir (Tablo 5). Büyüme oranı 2001 yılında %0,6, 2002 yılında %0,9, 2003 yılında %1,5, 2004 yılında %4,8 ve 2005 yılında %5,1'e yükselmiştir. Enflasyon oranı ise 2002 yılında %6,5'den 2005 yılında %1,3'e düşmüştür. Cari açığın GSMH'ye oranı ise 2001 yılında %0,6 iken 2005 yılında bu oran fazlaya dönüşerek %2,9 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 5: İsrail'in Temel Ekonomik Göstergeler**

	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı	-0,6	-0,9	1,5	4,8	5,1
Enflasyon Oranı	1,4	6,5	-1,9	1,2	1,3
İşsizlik Oranı	9,3	10,3	10,8	10,3	9
Cari Açık/GSMH	-0,6	-0,5	1,6	2,6	2,9

Kaynak: <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042704.htm>

## **2.6. Polonya Deneyimi**

Polonya 1998 yılında enflasyon hedeflemesiyle birlikte döviz piyasasına müdahale etmeyen dalgalı döviz kuru sistemine geçmiştir. Bugün Polonya'da uygulanan enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı kur sistemi enflasyonu düşürmede oldukça uyumlu gözükmektedir. Polonya 1990-97 döneminde döviz piyasasına müdahale eden ve sabit döviz kuru sistemini uygulayan bir ülke iken, 1988 yılında döviz piyasalarına müdahale etmekten vazgeçmiş ve ulusal parası Zloty'yi dalgalanmaya bırakmıştır. Nisan 2000'den bu yana ise resmi olarak dalgalı kur sistemine geçmiştir (Pruski and Szpunar 2005;255).

Polonya, 1990-97 döneminde uygulanan sabit döviz kuru rejiminin ardından 1998 yılında dalgalı döviz kuru sistemine geçmiş, yeni para politikası kurulu oluşturulmuş ve merkez bankası para politikası stratejisini değiştirerek enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Merkez Bankası 1999-2003 dönemini orta dönem olarak tanımlayarak, enflasyon hedefini %4'ün altında belirlemiş ve tedrici olarak dalgalı döviz kuru sistemine geçileceğini ilan etmiştir. Merkez Bankası enflasyon hedeflemesine geçildiği, finansal piyasaların geliştiği, global piyasalarla bütünleşmenin arttığı ve ülke yatırım riskinin azaldığı yeni dönemde, Zloty'nin gelecekte dalgalanmaya bırakılmasını doğru bir strateji olarak benimsemiştir. Merkez Bankası bu yeni stratejisi ile döviz piyasasına müdahale etmekten vazgeçmiş ve Zloty'ü geniş bir aralıkta dalgalanmaya bırakmıştır. 1998 yılında Zloty kısmi dalgalanmaya bırakılınca, hızlı bir şekilde değer kazanmış fakat ekonomik büyüme devam etmiştir. Burada vurgulanması gereken önemli bir nokta, Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahale etmesine ve ulusal parayı geniş bir aralıkta dalgalanmaya bırakmasına rağmen, yine de bir döviz kuru ilan etmiş olması ve Zloty'nin değerini diğer paralar karşısında istikrarlı tutmaya çalışmış olmasıdır.

Nisan 2000'de Polonya hükümeti Merkez Bankası ile birlikte dalgalı kur sistemine geçilmesi yönünde resmi karar almıştır. Dalgalı döviz kuru rejimine geçiş kararı üç önemli gerekçeye dayanmaktadır. Bunlardan ilki olan, dalgalı döviz kuru rejiminin, enflasyon hedeflemesi için bir ön koşul olarak değerlendirilmiştir. İkincisi, dalgalı döviz kuru rejimi, şokların negatif etkilerini emme kapasitesine sahip olmasıdır. İhracatın düşmesi, cari açığın artması, bulaşıcı etki gibi negatif dışsal şoklar veya toplam talep yetersizliği nedeniyle uygulanan genişlemeci para politikası neticesinde dalgalı kur rejiminde, ulusal paranın değer kaybetmesi ve bu şokların ekonomi üzerindeki negatif etkileri kısmen telafi edilmektedir. Üçüncüsü, dalgalı döviz kuru rejimi bağımsız para politikası izlenmesine olanak sağlamaktadır. Bağımsız para politikası olarak para otoriteleri, para politikası aracı olarak faiz oranını kullanabilmekte ve ulusal politikaların uygulanmasına olanak sağlamaktadır. Polonya'da dalgalı döviz kuru sisteminde Para Politikası



Kurulu, faiz oranının belirlemede tamamen serbest hareket etmiş ve ekonomide dışsal talep şoklarıyla karşılaştığında faiz oranını, üretim ve istihdamdaki dalgalanmaları normalleştirecek şekilde belirlemiştir.

Polonya Merkez Bankası dalgalı kur sisteminde döviz kurundaki değişmelerin enflasyon hedefi üzerindeki olumsuz etkileri konusunda tepki göstermemeye dikkat etmektedir. Bunun temel nedeni ise döviz kurunun oynaklığının, potansiyel olarak enflasyonu hedefinden uzaklaştıran faktörler arasında yer almasına rağmen döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin geçmiş yıllara göre görece olarak düşük olmasıdır. Polonya'da Zloty'nin reel değer kazanması/değer kaybetmesi karşısında kısmi geçişkenlik katsayısı (sabit ücretler varsayımı altında) yaklaşık 0.2 olarak tahmin edilmektedir. Diğer yandan günümüzde Polonya'da geçişkenlik katsayısı, görece olarak düşük olmasına karşın, hala yüksektir. Ayrıca Ekonomik konjonktür karşısında geçişkenlik katsayısının ne olacağını saptamak daha fazla bilgi ve tecrübeyi gerektirmektedir (Pruski and Szpunar 2005:260-261). Yine de Polonya'da geçişkenlik etkisinin varlığı döviz kurunun hala parasal aktarma mekanizmasının çok önemli unsurlarından biri olduğunu göstermektedir. Polonya'da enflasyon hedeflemesi ile uygulanan sıkı para politikası, dış faiz oranı ile yurtiçi faiz oranı arasındaki farkı arttırmakta ve böylece ulusal paranın aşırı değer kazanmasına neden olmakta ve böylece enflasyonu düşürmektedir. Merkez Bankasının yaptığı hesaplamalara göre faizde % 1 oranındaki bir artış, üç ayda Zloty'nin %1.5'e kadar reel olarak değer kazanmasına ve böylece enflasyonun düşmesine neden olmaktadır. Bu, enflasyondaki düşmenin yaklaşık yarısını açıklamaktadır.

Polonya'da dalgalı döviz kuru rejimi, negatif şokların negatif etkilerini emme kapasitesine sahip olmasına rağmen , bazı durumlarda şoklara da neden olmuştur. Ocak 2003'te Macaristan döviz piyasasındaki çalkantı nedeniyle ortaya çıkan bulaşıcı etki, Polonya'nın makro ekonomik temellerinden bağımsız olarak ülke riskini arttırmış, Zloty bir haftada %5 değer kaybetmiş ve böylece dalgalı kur, biziatihi şok yaratıcı olmuştur. Dalgalı döviz kuru sisteminin bu olası etkilerine karşın, enflasyon hedeflemesine ve dalgalı kur rejimine geçtikten sonra döviz piyasasındaki ciddi çalkantılardan kaçınmayı başarmış ve enflasyonla mücadelede başarılı olmuştur. Polonya 1998-2002 arasında uygulanan enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur rejimi sayesinde uygulanan para politikası ile 1997 yılında %13 olan enflasyon oranını, 2001 yılında %5,5'den 2005 yılında %2,8'e düşürmüştür. (Tablo 6). Enflasyonun düşülmesinde izlenen para politikası yanında, gıda ve yakıt piyasalarındaki arz şokları, kötüleşen dışsal ekonomik çevre gibi faktörler de önemli rol oynamıştır (Pruski and Szpunar 2005:260). Polonya'da enflasyon hedeflemesi ile birlikte büyüme oranı hızlanarak 2001 yılında %-1,4'ten 2004 yılında %6'ya yükselmiştir. 2005 yılında büyüme oranı %2,4 olarak gerçikleşmiştir.

**Tablo 6: Polonya'nın Temel Ekonomik Göstergeleri**

	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı	-1,4	0,9	2,7	6	2,4
Enflasyon Oranı	5,5	1,9	0,7	3	2,8
İşsizlik Oranı	18,3	19,9	19,6	19	17,7
Cari Açık/GSMH	-2,8	-2,5	-2,1	-4,2	-1,4

<http://www.imf.org/external>

<http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042705.htm>

Polonya deneyiminden çeşitli dersler çıkarabiliriz: Bunlardan ilki, finansal piyasaların sığ ve reel sektörün kırılğan olduğu geçiş dönemlerinde Merkez Bankası, uyguladığı eklektik politika ve sterilize edilmiş döviz piyasası müdahaleleri ile ulusal paranın şok değer kazanmasından reel sektörü koruyabilmiştir. İkincisi, finansal piyasalar gelişirken döviz piyasası müdahalelerinin gittikçe daha az etkin olduğu görülmüştür. Üçüncüsü, aşamalı dalgalı döviz kuru rejiminden , finansal piyasaların gelişmesinden ve verimlilik artışından sonra, tam teşekküllü enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Polonya deneyimi tedrici olarak dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesi yüksek döviz kuru oynaklığı ve ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle mücadele edilmesine yardımcı olmuştur (Pruski and Szpunar (2005:162). Genel olarak bir değerlendirme yaptığımızda, enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı kur sistemini uygulayan Polonya enflasyonu düşürmede oldukça başarılı olmuştur. Polonya deneyimi göstermektedir ki dalgalı kur rejimi ile birlikte uygulanan enflasyon hedeflemesi orta ölçekli bir ekonomi için istikrar ve güvenli bir nominal çapa işlevi görmektedir.

## SONUÇ

Enflasyon hedeflemesi ile dalgalı döviz kuru uygulayan bazı yükselen ülkelerin deneyimlerinde hareketle şu tespitleri yapmak mümkündür:

\* Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sistemine geçmeden önce veya geçilmesiyle birlikte başta merkez bankasının bağımsızlığı olmak üzere, finansal denetleme ve düzenleme kurumları aracılığıyla sağlıklı finansal sistemin geliştirilmesi, sürdürülebilir maliye politikası ve yapısal reformlar uygulamaya konulmaktadır. Yüksek kredibiliteye sahip merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru sisteminde hem enflasyonu düşürmede hem de ekonomik büyümeyi arttırmada büyük başarı kazanmışlardır.

\* Merkez bankaları, enflasyon hedeflemesiyle çelişmediği sürece döviz piyasasına müdahale etmemektedirler. Enflasyon hedeflemesine geçmiş ülkeler, esas olarak ekonomik temellerle ilişkili olmayan döviz kurundaki

oyunluk-aşırı reaksiyon durumu, enflasyonu olumsuz etkilediği ölçüde döviz piyasasına müdahale etmektedir. Ülke deneyimleri genel olarak ülkelerin döviz piyasasına daha az sıklıkla müdahale ettiğini ve müdahalenin etkinliğini müdahalenin büyüklüğünden ziyade merkez bankasının kredibilitesiyle ilişkili olduğunu göstermektedir. Enflasyon hedeflemesini tercih etmiş ülke deneyimleri, hem kısa hem de uzun dönem döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin düşmeye başladığını ve böylece döviz piyasasına müdahale gerekçesinin gittikçe azalmaya başladığını göstermektedir.

\* Enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuruna geçiş, yarattığı piyasa disiplini ile riske karşı korunma güdüsü, türev piyasalarının (options, forward, futures, döviz swapları gibi) hızla gelişmesine neden olmuştur. Türev piyasalarını gelişmesi, dış şokların etkisiyle birlikte döviz kurundaki oynaklığı ve aşırı reaksiyonları azaltmış ve döviz piyasasının istikrarını sağlamıştır. Türev piyasalarını gelişmesi, döviz piyasasına müdahaleyi azaltmış ve enflasyon hedeflemesinde para politikasının etkinliğini arttırmıştır.

Dolayısıyla İktisat literatüründeki gelişmeler ve incelenen ülke deneyimlerinden hareketle Türkiye ekonomisi için şu yorumu yapmak mümkündür: Para teorisi ve politikası literatüründeki gelişmelerle uyumlu olarak Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın temel amaç olarak fiyat istikrarını sağlamaya çalışması doğru bir tercihi yansıtmaktadır. Yine bugün Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlamak için enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı döviz kuru politikalarını uygulaması, sıkı maliye politikası, döviz kurunda aşırı bir dalgalanma olduğunda döviz piyasasına müdahale etmesi ve müdahaleleri döviz kurunun uzun dönem dengesini etkilemeyecek şekilde yapması oldukça isabetli bir politik kararlardır. Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin başarıyla devam etmesi, politik riskler bir tarafa bırakılır ise büyük ölçüde Merkez Bankası'nın kredibilitesine ve türev piyasaların gelişme düzeyine bağlıdır. Ülke deneyimlerinden hareketle enflasyon hedeflemesi ile döviz piyasasının istikrarı arasındaki güçlü ilişki, Türkiye'de döviz piyasalarında istikrarın sağlanması, döviz piyasasının derinleşmesine ve türev piyasalarının gelişmesine bağlıdır. Bu açıdan bakıldığında Türkiye'de türev piyasalarının henüz istenen seviye ve derinlikte gelişmiş olmaması nedeniyle ilerleme sağlanması önem arz etmektedir.

## **KAYNAKÇA**

AKINCI Ö, ÇULHA O.Y, ÖZLALE Ü. ve ŞAHİNBEYOĞLU G. (2005a), Causes And Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for The Turkish Economy, *T.C.M.B. Working Paper*, No. 05/05.

AKINCI Ö, ÇULHA O.Y, ÖZLALE Ü. ve ŞAHİNBEYOĞLU G, (2005b), The Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for The

- Turkish Economy: A Post-Crisis Period Analysis, *T.C.M.B. Working Paper* No. 05/06.
- ANDERSEN P. ve MORENO R, (2005), Financial Integration: An Overview, *BIS Papers* No:23.
- BEVILAQUA A. VE AZEVEDO R, (2005a), Provision of FX Hedge By The Public Sector:The Brazilian Experience, *BIS Papers* No:24.
- BEVILAQUA A. ve AZEVEDO R, (2005b), Foreign Echange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications Monetary and Economic Department, *BIS Papers* No 24.
- BEVILAQUA A. ve VALDES R, (2005), Flexible Exchange Rate with Inflation Targeting in Chile: Experience and Issues, *Inter American Development Bank, Working Papers* 240.
- BIS, (2005), Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Market Economies: An Overview, *BIS Papers* No:24.
- CÉSPEDES, L.F, I.GOLDFAJN, P. LOWE ve R. VALDÉS (2005), Policy Responses To External Shocks: The Experiences Of Australia, Brazil And Chile, *Central bank of Chile, Working Papers*, no, 321.
- DOTSEY, M. (2006), A Review of Inflation Targeting in Developed Countries, *Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Third Quarter.
- FISHER, S. (2006), The Role Of The Central Bank: Israel Case, *Israel Economic Review*, vol 4, no:1.
- ECKHOLD K. ve HUNT C, (2005) The Reserve Bank of New Zealand's New Foreign Exchange Intervation Policy, *BIS Papers* No:24.
- EDWARDS S. (2006), The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited, *NBER Working Papers Series*, 12163 (April).
- GAGNON, J. ve IHRIG E.J. (2004), Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through, *International Journal of Finance and Economics*, 9(4): 315-338.
- GREGORIO J. ve TOKMAN A, (2005), Flexible Exchange Rate Regime and Forex Intervention, *BIS Papers*, No:24.
- GREGORIO J.D, A. TOKMAN VE R.VALDÉS (2005), Flexible Exchange Rate with Inflation Targeting in Chile: Experience and Issues, *Central Bank of Chile, Working Paper* 540.
- GUIMARES, R.F. ve C. KARACADAĞ, (2004), The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Cases of Mexico and Turkey, *IMF Working Paper* 04/123.

- HOLUB T. (2005) Forex Intervention:Czech Experince, *BIS Papers* No:24.
- KARA, H. (2006), Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting,, *T.C.M.B. Working Paper* No. 06/03, September 2006).
- KARA, H. VE ÖĞÜNÇ, F. (2005), Exchange Rate Pass-Through in Turkey: It is Slow, but is it Really Low?, *Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting*, *T.C.M.B. Working Paper* No. 05/10, April 2005)
- KARA, K.TUĞER , Ü.ÖZLALE, B.TUĞER, D.YAVUZ, E. M. YÜCEL (2005), Exchange Rate Pass-Through in Turkey: Has It Changed And To What Extent? *T.C.M.B. Working Paper* No. 05/04, February.
- MIHALJEK D. (2005), Survey Of Central Banks Views On Effects Of Intervention” *BIS Papers*, No:24
- MOHANTY S. ve TURNER P, (2005), Intervention: What Are The Domestic Consequences?, *BIS Papers*, No: 24.
- MORENO R. (2005), Motives for Intervention, *BIS Papers*, No:24.
- PRUSKI J. ve SZPUNAR P (2005), Exchange Rate Policy Andforeign Exchange Interventions İn Poland, *BIS Papers*, No:24.
- JU-RHEE GWANG, ve EUN MO LEE (2005), Foreign Exchange Intervention and Foreign Exchange Market Development in Korea, *BIS Papers* no:24.
- SHOJI N. (2005) Government Debt and Inflation Targeting in Brazil, *RIEB Discussion Paper Series*, No:167.
- SOKOLER M. (2005a), Globalisation And Its Effects on Monetary Policy: The Case of Israel, *BIS Papers*, No:23.
- SOKOLER M. (2005b), Approaching A Decade of No Foreign Exchange Intervention- Lessons from Israel, *BIS Papers* No:24.
- TAPIA M. ve A. TOKMAN (2004), Effects of Foreign Exchange Intervention Under Public Information: The Chilean Case. *Economía* 4.
- TAYLOR, J. (2000). Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms, *European Economic Review*, 44 (7).
- <http://www.imf.org/external/10/007/2007>
- <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042705.htm> 10/007/2007
- <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/042704.htm> 10/007/2007