

Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi: Yerel Sorunlara Global Çözümler

Rüstem YANAR
yanar@gantep.edu.tr

Exchange Rate Regime Choice in Emerging Markets: Global Solutions for Local Issues

Abstract

This paper argues “bipolar hypothesis” from the emerging markets perspective. According to this hypothesis, with high capital mobility the only viable exchange rate regime choice is between “hard pegs” and “free floating”. Indeed today the advanced countries are either float or part of Monetary Union. But in Emerging Markets are different from Advanced. This paper investigates choice of exchange rate regime in 25 emerging countries after 1973. In these countries, intermediate regimes exist as implicit or explicit because of economic and financial characteristics, “original sin” and “fear of floating”.

Key Words : Exchange Rate Regime, Bipolarity Hypothesis, Emerging Market Countries.

JEL Classification Codes : F41, F42, F59.

Özet

Bu çalışmada, son yıllarda sıkça tartışılan döviz kuru rejimlerindeki “iki kutupluluk teorisi”nin gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirmesi yapılacaktır. Bu hipoteze göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte ülkeler sabit döviz kuru veya dalgalı döviz kuru arasında tercih yapmak durumundadırlar. Ara rejimler ise devam ettirilemez. Bu hipotez gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında doğrulanabilir. Günümüzde gelişmiş ülkeler ya parasal birlik ülkeleridir veya dalgalı kur uygulamaktadırlar. Ancak gelişmekte olan ülkeler gizli veya açık ara rejimleri uygulamaya devam etmektedirler. Bu çalışmada gelişmekte olan ülkeler kategorisindeki yirmi beş ülkenin 1973 sonrası döviz kuru tercihleri incelenmiştir. Bu ülkeler finansal entegrasyon ile birlikte döviz kuru rejimlerinde büyük ölçüde dalgalı kuru tercihe yönelmişlerdir. Ancak bu ülkeler gerek ekonomik ve finansal özellikleri gerekse “asli günah” ve “dalgalanma korkusu” nedeniyle, ara rejimleri uygulamaya devam etmektedirler.

Anahtar Sözcükler : Döviz Kuru Rejimi, İki Kutupluluk Hipotezi, Gelişmekte Olan Ülkeler.

“Bütün Ülkeler veya bütün zamanlar için en iyi olabilecek bir döviz kuru rejimi mevcut değildir; hiçbir döviz kuru rejimi iyi iktisat politikasını ve güçlü kurumları ikame edemez” (Frankel,1999) .

“Döviz Kuru rejimi makro ekonomik türbülansları önleyemez. Ancak döviz kuru rejim tercihi ekonomik koşulların daha iyi veya daha kötü duruma getirmede yardımcı olur” (Calvo, Mishkin; 2003).

1. Giriş

1980 sonrası dünya ekonomisi finansal piyasalarda ve sermaye hareketleri büyük ölçüde serbestleşmeye sahne olmuştur. Bu süreçte, gelişmiş ülkelerin yanında, gelişmekte olan ülkeler de finansal piyasalarını serbestleştirmiştir. 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde art arda yaşanan krizler ve bu krizlerin hemen hepsinin sabit döviz kuruna dayalı ülkelerde ortaya çıkmış olması, iktisat literatüründe her zaman ilgi çekici bir konu olan döviz kuru rejimi tercihi tartışmalarını tekrar alevlendirmiştir.

Döviz kuru rejimi tercihi gelişmekte olan ülkelerde¹ (yükselen piyasalar - emerging markets) diğer ülkelere nazaran daha da büyük bir önem arz etmektedir. Bunun iki temel nedeni olduğu söylenebilir (Baillu-Murray 2003). Birincisi diğer ülkeler ya gelişmiş ülkeler kategorisindedir (ABD, Japonya, Kanada, AB ülkeleri gibi) ve bunlar için sabit (Euro) veya dalgalı döviz kuru olmak üzere iki alternatiften başka bir çözüm düşünülemez. Veya kendi döviz kuru tercihini yapabilecek kadar küçük veya az gelişmiş ülkelerdir (Ekvator, El Salvador, Burkina Faso gibi). Gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru tercihi bu bağlamda, dünya ekonomisiyle entegrasyon açısından büyük önem arz etmektedir. Son yıllarda sıkça tartışılan iki kutupluluk hipotezi açısından, gelişmekte olan ülkelerin sabit veya dalgalı kur sistemini tercih etmeleri, entegrasyonun bir göstergesi olması açısından da göz önünde bulundurulması gereken bir husustur.

Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerin Bretton Woods sistemi sonrasında döviz kuru rejimi tercihindeki değişim süreci ve 1990 sonrası gelişmeler çerçevesinde rejim tartışmalarının gelişmekte olan ülkeler açısından geçerliliği tartışılacaktır. Çalışmanın takip eden kısmında, ilk olarak uluslararası para sisteminin çok kısa bir tarihçesi verildikten sonra, merkez ve çevre ülkelerin rejim farklılıklarına değinilecektir. Daha sonra döviz kuru rejimlerine ilişkin teorik yaklaşımlar ele alınacak ve gelişmekte olan ülkelerin kur tercihinin, teorik çerçeve ile uyumluluğu gösterilmeye çalışılacaktır.

2. Tarihsel Arka Plan: Uluslararası Para Sisteminin Gelişimi

Parasal rejimler hem ulusal hem de uluslararası ekonomik süreçler üzerinde etkilidirler. Ulusal yönü, kurumsal düzenlemeler ve para otoritelerinin politika belirleme süreci ile ilişkiliyken, Uluslararası yönü, ülkeler arasındaki parasal düzenlemelerle alakalıdır. Uluslararası parasal sistem ise çok sayıda ara rejim bulunmakla birlikte, sabit ve esnek sistemler olarak temel iki sisteme ayrılırlar (Bordo, Schwartz; 1997).

¹ Çalışmada Gelişmekte olan ülkeler, İngilizce emerging markets kavramının karşılığı olarak kullanılmıştır.

Modern anlamda uluslararası para sistemi, çok genel bir sınıflandırmayla, Altın standardı, Altın-değişim (gold exchange) standart, Sabit Ayarlanabilir kur sistemi ve Bretton Woods sonrasında birçok rejimin bir arada uygulandığı “sistemsiz” bir yapı arz eder.

Tablo: 1
Tarihsel Süreçte Döviz Kuru Rejimleri

1880-1914	Altın Standardı, Çift metal sistemi ve Dalgalı Döviz Kuru
1919-1945	Altın Değişim Standardı (Gold Exchange Standart); dalgalı; yönetimli dalgalanma
1946-1971	Sabit Ayarlanabilir döviz kuru (Bretton Woods),Dalgalı (Kanada), ikili/çoklu döviz kuru
1973-2005	Serbest dalgalı, yönetimli dalgalanma, sabit ayarlanabilir, sabit, para kurulu, parasal birlik,

Bordo, 2003.

Altın standardı'nın başlangıç tarihinin kesin olarak söylemek güç olmakla birlikte, 1870-1880'li yıllardan itibaren başlayarak, Birinci dünya savaşına kadar uygulanmıştır. Savaş sonrasında da altın standardının devam ettirilme girişimleri, Büyük Bunalım'la birlikte başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

İki savaş arasında kısa ömürlü ve istikrarsız döviz kuru sistemleri etkili olmuştur. İkinci dünya savaşından sonra, bu istikrarsızlık döneminin sona erdirmek amacıyla, sabit ayarlanabilir döviz kuru sistemi getirilmiştir (Bretton Woods). Bu sistemde, Dolar altına endekslenmiş, diğer ülkeler de paralarını dolara endekslemişlerdir. Döviz kurlarının yüzde bir oranında dalgalanmasına izin verilmiştir. Bu sistem, Nixon'un Ağustos 1971'de altın penceresini kapatıncaya kadar devam etmiştir. 1973 sonrasında ülkeler kendi tercihleri doğrultusunda döviz kuru rejimini belirlemeye başlamışlardır.

Çevre ülkelerin döviz kuru rejimi tecrübesi hem geçmişte hem de bugün büyük ölçüde farklılık arz eder. 1914 öncesinde gelişmiş ülkelerin aksine birçok gelişmekte olan ülkede altın standardını takip edecek güvenilirliği sağlayacak mali ve parasal altyapıdan yoksundu. Güvenilirliğin olmadığı bir durumda ise, bu ülkeleri şoklardan koruyacak bir tampon mekanizma oluşturulamıyordu. Ayrıca bu ülkeler, gelişmiş ülkelerin para birimi cinsinden borçlarının fazla olması nedeniyle, sık sık finansal krizler veya ödeme güçlükleri yaşamışlardır. Bu nedenle sabit döviz kurunun uygulanmasını güçleştirmiştir (Bordo-Flandreu, 2001).

1973 sonrasında ise gelişmiş ülkeler döviz kurlarını serbestleştirirken, çevre ülkelerde yeterli finansal derinliğin olmaması nedeniyle sabit ya da ayarlanabilir kur rejimleri tercih edilmiştir. Ayrıca gelişmiş ülkelerde döviz kuru şoklarının kısa sürede dengeye getirecek mekanizmalar mevcutken (döviz kurunda aşınmaya yol açtığına faiz oranları düşürülerek kısa sürede çıktı düzeyi tekrar dengeye getirilebilirken), çevre ülkelerde döviz kurunda meydana gelen aşınma, sermaye çıkışlarını tetiklemekte ve finansal baskı oluşturmaktadır. Bu durum, piyasaların doğru politikalarla döviz kurunun yeniden dengeye geleceği beklentisinin olmamasından ve bu ülkelerin döviz cinsinden çok miktarda borcu olmasından kaynaklanmaktadır (Bordo, 2003).

Merkez ve çevre ülkeler arasında, döviz kuru rejimi tercihi açısından temel farklılık, finansal gelişmişlik (financial maturity), açık ve derin finansal piyasaların olması, istikrarlı para ve maliye politikaları ve kendi para cinsinden borçlanabilmeleridir. Ülkeler finansal olarak geliştikçe ve sermaye piyasalarını dışa açtıkça daha çok dalgalı kurları benimsemektedirler. Buradan hareketle, uluslararası para sisteminin temel dinamiğini döviz kuru rejimlerini finansal gelişmişlik ve uluslararası finansal entegrasyonun oluşturduğu söylenebilir.

3. Teorik Yaklaşımlar

Bretton Woods sistemi kurulduğunda, teorik olarak devam eden tartışma kurların sabit mi yoksa dalgalı mı olacağı yönündeydi. Friedman (1953), geleneksel (Nurkse) görüşe karşı döviz kurlarının dalgalı olması gerektiğini savunmuştur. Friedman'a göre dalgalı kurlar parasal bağımsızlık, reel şoklardan korunma ve sabit kurlara göre (nominal katılıklardan dolayı) ayarlanma süreci daha az yıkıcıdır. Mundel (1963) ve Fleming (1962) bu analizi sermaye hareketlerini de dâhil ederek genişletmişleridir.

Friedman sonrası döviz kuru rejimleri hakkındaki teorik gelişmeler kabaca üç ana başlık altında ele alınabilir (Gosth vd. 2003: 23). Bunlardan birincisi Mundel-Fleming (Mundell, 1963-Fleming 1962) analizidir. Bu analize göre kur tercihi şokların kaynağına (reel veya nominal oluşlarına) ve sermaye hareketlerinin serbestlik düzeyine bağlıdır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide dalgalı döviz kuru reel şokların izole edilmesini kolaylaştırırken, sabit döviz kuru nominal şoklara karşı daha güvenlidir (Bordo, 2004).

İkinci temel yaklaşım, Mundel-Fleming modeline dayanan Optimal Para Alanı (OCA) yaklaşımıdır. OCA tek bir para birimi ve politikası uygulamanın Optimal olduğu bölge olarak tanımlanabilir (Frankel, 2003). Bu yaklaşımın temelinde iki soruya cevap aranmaktadır. Birincisi, sabit döviz kuru belirsizliği ve işlem maliyetini azaltarak sınır ötesi ticaret ve yatırımları arttırabilir mi? diğeri ise belli bir entegrasyon düzeyinde grup ülkeleri arasında ortak bir para birimi ve politikası oluşturulabilir mi? (Ghosh Vd, 2003: 24).

Üçüncü yaklaşım ise “güvenilirlik” yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda, merkez bankası işsizliği azaltmak amacıyla, sürpriz enflasyon yaratma eğiliminde olduğundan, güvenilirlik problemi ile karşı karşıyadır. Rasyonel bireyler, bu eğilimin farkında olduğundan bir sonraki dönemde ücretlerini belirlerken bunu göz önünde bulundurlar. Bu durumda istihdam arttırılmadan sadece fiyat düzeyi yükseltilmiş olur. Kapalı bir ekonomide, “güvenilirlik” sorunu merkez bankası bağımsızlığı ve tutucu merkez bankası başkanları aracılığı ile çözülebilir. Açık bir ekonomide ise, sabit döviz kuru bir taahhüt mekanizması olarak kullanılabilir.

3.1. Mundell-Fleming Modeli

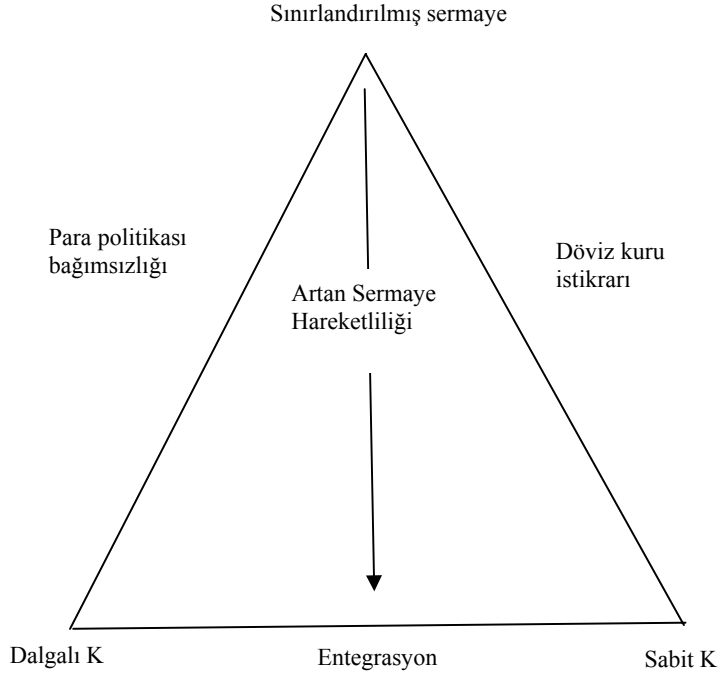
Mundell-Fleming modeline göre, kısa dönemde verili fiyat seviyesinde, sabit döviz kuru, sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikalarının eş zamanlı olarak yürütülmesi mümkün değildir (Mundell, 1962–1968; Fleming, 1963). Bu yaklaşıma göre fiyat düzeyi kısa vadede katıdır ve bu nedenle para arzının arttırılması kısa vadede çıktıda bir artışa neden olur. Bu yaklaşım aynı zamanda, ülkeler arasındaki sermaye hareketliliğinin tam olduğuna dayanır. Bu yüzden, belirsizliğin olmadığı bir durumda, ülkeler arasındaki faiz oranları eşitlenecektir.

Mundell Fleming modeli ilk olarak bütün rejimlerin bir ekonomik maliyetinin olduğunu savunur. Döviz kuru rejimi tercihinde temel problem, farklı tercihler arasındaki fayda maliyet analizidir. Örneğin bu teoriye dayanan iki yaklaşım olan Optimum para alanı ve iki kutupluluk hipotezlerinden birincisi sabit döviz kurunun dalgalı kura göre faydalarını vurgularken, ikincisi sabit ve dalgalı döviz kurlarının ara rejimlere göre avantajlarını inceleme konusu yapar.

Mundell Fleming modeli döviz kuru rejimi tercihi teorisinde iki önemli gelişmeye yol açmıştır. İmkânsız üçleme veya trilemma ve Optimum para alanı.

İmkânsız üçleme hipotezine göre ülkeler üç politika tercihinin sadece ikisini eş zamanlı olarak uygulayabilirler. Sınırsız sermaye hareketliliği, bağımsız para politikası ve sabit döviz kuru politikalarının aynı anda uygulanmaları mümkün değildir. Şekil 1’de bu durum şematik olarak gösterilmeye çalışılmıştır. Grafikte üç farklı politika seçimi, entegrasyon, para politikası bağımsızlığı ve döviz kuru istikrarının sadece ikisi aynı anda seçilebilir. Ülkeler politika bağımsızlığı ve entegrasyonu tercih ettikleri zaman, döviz kuru istikrarından vazgeçmek zorundadırlar.

Şekil: 1 İmkânsız Üçleme



Kaynak: Frankel, 1999.

Finansal entegrasyondaki yaşanan gelişmeler, günümüzde ülkeleri bu üçgenin alt kenarını zorunlu olarak tercihe itmiştir. Sermayenin hareketliliğinin tam olduğu durumda, tercih, döviz kuru istikrarı veya bağımsız para politikası arasındaki seçime indirgenmiştir. Bu durumda ülkeler ya tam sabit (ortak para, dolarizasyon veya para kurulu) veya dalgalı döviz kurunu tercih etmek durumundadırlar (Obsfeld-Rogoff, 1995). Ara rejim uygulamaları mümkün değildir. Kutuplaşma (bipolarization) veya köşe çözümü (corner solution) olarak adlandırılan bu durum sermaye hareketlerindeki gelişmenin bir sonucudur. Gelişmiş ülkelere bakıldığında, bu teorik yaklaşımın doğru olduğu gözlemlenebilir. Ama gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, gizli veya açık ara rejimlerin hala devam ettiği görülebilir. Ayrıca ara rejimlerin yok olmadığına ilişkin teorik yaklaşımlar da mevcuttur (Goldstein, 2002; Williamson, 2000).

3.2. Optimum Para Alanı

Mundell, McKinnon ve Kennen tarafından geliştirilen Optimum para alanı teorisi üye ülkelerin tam sabit veya ortak para birimi kullandıkları bölge olarak tanımlanabilir. Mundell ve takipçileri bir ülkenin optimum para alanına dahil olması için bazı şartların olması gerekliliği üzerinde durmuşlardır. Bunlar arasında, dışsal şoklardaki simetri, işgücü mobilitesi, açıklık derecesi ve ekonomik farklılaşma derecesi bunlardan bazılarıdır. Son yıllarda gelişen, ülkelerin paralarını başka ülkelerin paralarına endeksleme şeklindeki Optimal para alanının özel bir şekli olan türde aynı kriterleri kullanmaktadır. Eğer bir ülke görece olarak açık bir ekonomi olsa bile, işgücü mobilitesi yoksa, ekonomi yeterince farklılaştırılmamışsa, asimetrik şoklar varsa, bu ülkenin dalgalı döviz kuru uygulaması, parasını o ülkenin parasına endekslemekten daha avantajlıdır. (Christl-Just; 2004).

3.3. Güvenilirlik ve Döviz Kuru Rejimleri

Sabit döviz kuru rejimi, düşük enflasyon beklentisi ve merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmasını kolaylaştırıcı nominal çapa olarak kullanılabilir. Bu yaklaşımın teorik temeli, Barro ve Gordon (1983)'ün kapalı bir ekonomide merkez bankası kararları ve ücret belirleme sürecini ele aldığı çalışmasına dayanır. Bu modelde, nominal ücretler merkez bankası kararları veya para politikasından önce belirlenir. Merkez bankasının amacı hem enflasyonu hem de işsizliği minimize etmektir. Ancak Merkez bankası sosyal faydayı maksimize etmek için, beklenmedik fiyat artışları ile reel ücretleri azaltarak, istihdamı artırma eğilimi içindedir.

Ancak bu süreç sürekli tekrar etmez. Rasyonel bireyler, bu ihtimali göz önünde bulundurarak ücretleri belirlerler. Kesin bir taahhüdün olmadığı para politikaları uygulamalarında, böylelikle enflasyon beklentisi oluşur. Bu durumda işsizlik oranında bir değişme olmadan, enflasyon beklentiler dolayısıyla yükselmiş olur.

Merkez bankasının enflasyonu yükseltmeyeceği taahhüdünde bulunması ve bu taahhüdün kamuoyunda bir güven oluşturarak enflasyon beklentisini düşürebilir. Bunun için merkez bankasının güvenilir olması gerekir.

Merkez bankası bu güvenilirliği nasıl sağlayacaktır? Kapalı bir ekonomide ya tekrarlanan süreçler sonucunda ücret belirleyicilerinde bu güven oluşur veya tutucu merkez bankası başkanları tarafından bir güven tesis edilir (Rogoff, 1985). Açık bir ekonomide ise, sabit döviz kuru rejimi, enflasyonu düşürmeye yönelik alternatif bir taahhüt mekanizması olarak kullanılabilir (Ghosh et al, 2003).

Döviz kuru rejimi literatürü, genellikle esneklik ve güvenilirlik kavramları ve bunların getirileri üzerinde çok fazla durmuştur. Buradan hareketle iki temel yaklaşım

geliştirilmiştir. Birincisi merkez bankası müdahalesinin minimize olduğu tam esnek döviz kuru, diğeri ise, güvenilirliğin sağlandığı sabit döviz kurudur. İki kutupluluk yaklaşımına göre dalgalı döviz kuru, ülkeye bağımsız para politikası belirleme imkanı verdiğinden, reel şoklar karşısında etkili bir işlev görür. Bunun yanında güvenilirliği düşük olduğundan yüksek enflasyona yol açabilir.

Sabit döviz kurunda ise esneklik düşüktür, ancak güvenilirlik yüksektir. Döviz kur ile para politikasının hedefleri kesin olarak ilan edildiğinden, ücret ve fiyat belirlemeleri bu politikalar doğrultusunda olacak ve enflasyon düşecektir. Bu yaklaşım, disiplinli bir şekilde uygulanmaya devam edeceği ve devalüasyonun olmadığı varsayımına dayanmıştır (Edwards- Savastano, 1999).

4. Döviz Kuru Rejimleri ve Gelişmekte Olan Ülkeler

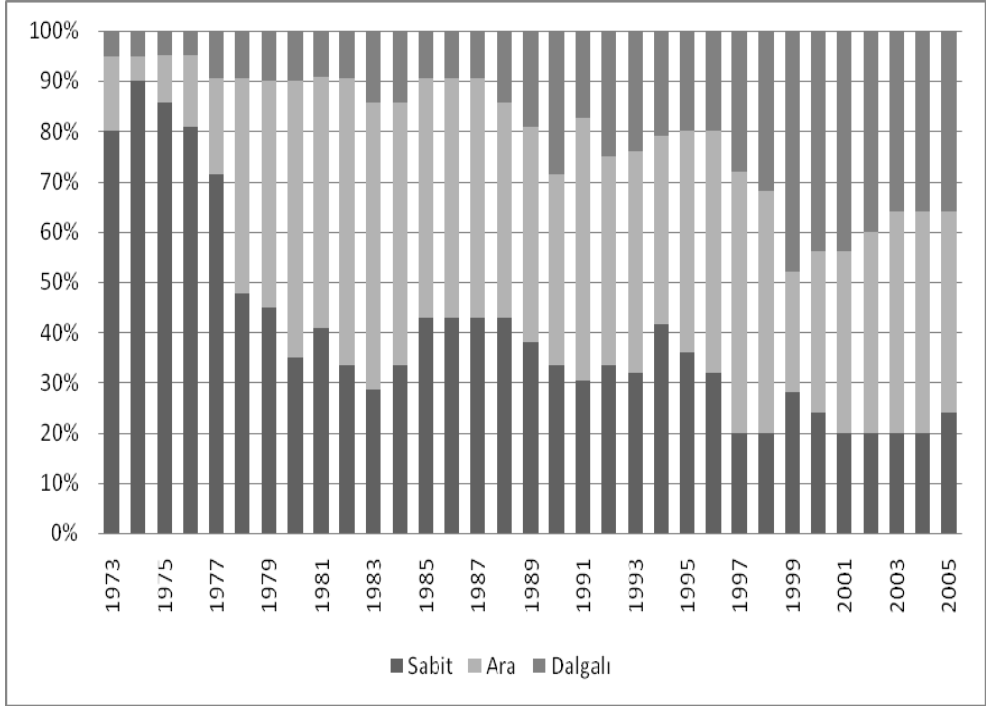
1980 sonrası sermaye hareketlerindeki artış, sadece gelişmiş ülkelerle sınırlı kalmadı, gelişmekte olan ülkeleri de içine alan bir finansal globalleşme yaşanmıştır. Bu dönemin en göze çarpan özelliği ise gelişmekte olan ülkelerin arka arkaya yaşamış oldukları finansal krizlerdir. Yaşanan krizlerin çoğu, ülkelerin uyguladıkları sabit döviz kurları esnasında gerçekleşmiştir. “İmkânsız üçleme” (trilemma) yaklaşımına göre bu krizler “tam sermaye serbestisi”, “para politikası bağımsızlığı” ve “sabit döviz kuru” uyumsuzluğunun bir göstergesidir. Sermaye piyasalarını serbestleştiren ülkeler, ya sabit döviz kuru veya dalgalı döviz kuru rejimini seçmek durumundadırlar (Eichengreen, 1994; Obstfeld-Rogoff, 1995; Fischer, 2001). Bu sonuç gelişmiş ülkeler açısından bu geçerli olabilir, ancak gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, durum görüldüğünden daha karmaşıktır.

Gelişmekte olan ülkelere, kutuplaşmayı engelleyen bazı nedenlerden bahsedilebilir. Bunlardan birincisi, bu ülkelerin finansal altyapının ve parasal kurumların zayıflığıdır. Ayrıca para ikamesi ve dolarizasyon, finansal derinliğin olmaması nedeniyle sermaye hareketlerine karşı aşırı kırılğan yapıda olmaları bu ülkelerin katı sabit veya dalgalı kur rejimi uygulamalarını güçleştirmektedir.

1973 sonrasında gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru rejimi tercihinin nasıl bir seyir izlediği aşağıdaki grafikte gösterilmiştir. Burada Morgan Stanley Capital International (MSCI) indeksine göre yükselen piyasalar (emerging markets)² kategorisindeki yirmi beş ülkenin verileri kullanılmıştır.

² Ülkeler: Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Ürdün, Kore, Malezya, Meksika, Fas, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Venezüella.

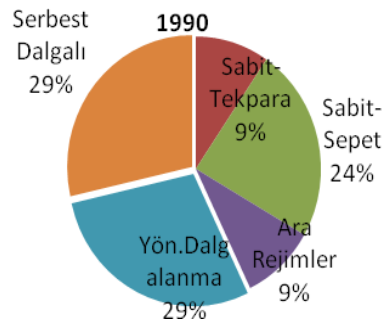
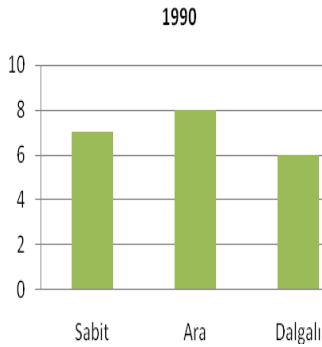
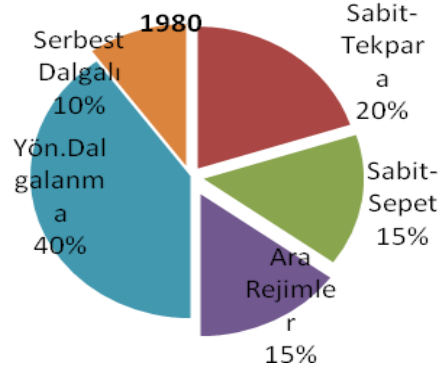
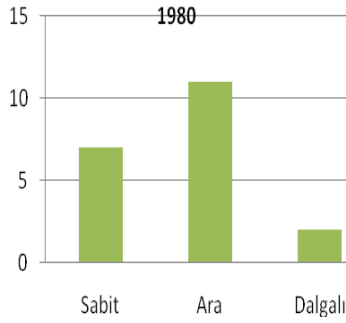
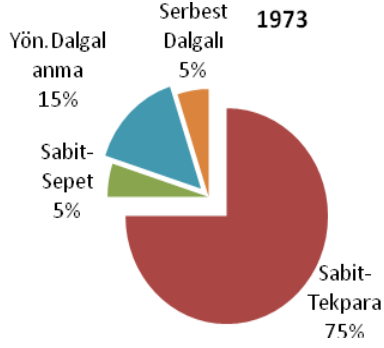
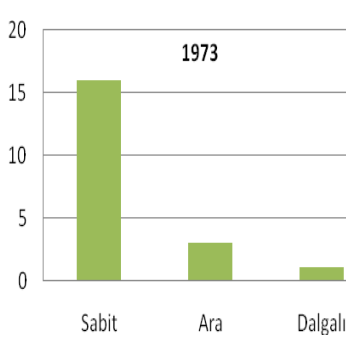
Grafik: 1
Gelişmekte olan Ülkelerde 1973 Sonrası De Jure Döviz Kuru Rejimi Tercihii

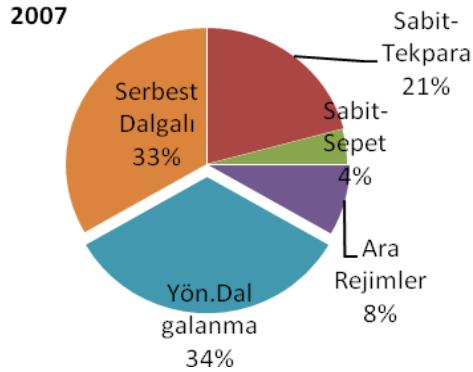
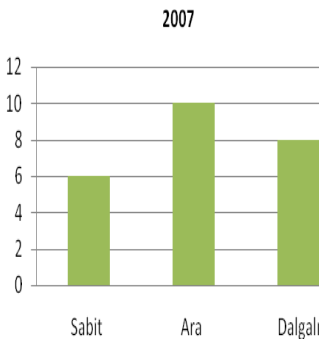
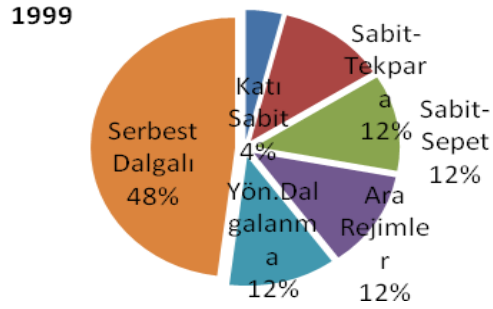
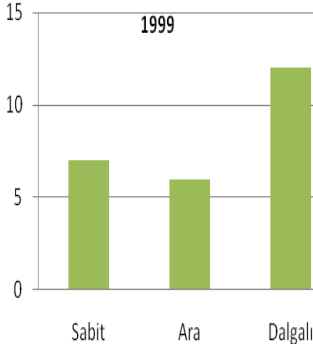


Kaynak: Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions (AREAR)

Çok farklı sınıflandırmalara tabi tutulan döviz kuru rejimleri burada üç temel gruba ayrılmıştır. Parasal birlik, dolarizasyon ve para kurulu sabit döviz kuru, tek para birimine veya sepete endekslenmiş döviz kurları sabit döviz kuru (peg) rejimi altında sınıflandırılırken, genişletilmiş bant, sürünen pariteler ve yönetimli dalgalanma ara rejimler olarak dikkate alınmıştır. Grafikte kolaylıkla görülebileceği gibi, gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru tercihleri, sabit rejimlerden dalgalı rejimlere doğru bir seyir izlemektedir. Bu açıdan bakıldığında teoriyi destekler bir görünüm arz etmektedir.

Grafik: 2
Yıllara göre Döviz Kuru Rejimi Tercihleri





Kaynak: Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions (AREAR)

Yukarıdaki grafikler incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru tercihlerinde dalgalı döviz kuru tercihinin arttığı rahatlıkla gözlemlenebilir. Ancak bu ara rejimlerin gelişmekte olan ülkeler açısından tercih edilebilirliğini ortadan kaldırmaz.

Gelişmekte olan ülkelerinde döviz kuru tercihinde kutuplaşmasını zorlaştıran üç temel problemden söz edilebilir (Bordo, 2004).

Birincisi, para kurulu ve dolarizasyon gibi katı sabit kur uygulamalarında parasal (currency) krizler engellenebilir, ancak bankacılık krizlerinin ortaya çıkma ihtimali mümkündür ve parasal bir otorite olmadan, parasal bir müdahale olmadan sınırlandırılmazlar. Merkez bankasının „son borç verme mercii“ (lender of last resort) görevini yerine getirememesi, para politikasının reel şoklar karşısında esnekliğini kısıtlar.

İkinci problem „asli günah“ (original sin)’dir. Asli günah, kısaca gelişmekte olan ülkelerin kendi para birimlerinden yabancı borç bulamamaları veya borçların uzun vadeli olmaması şeklinde tanımlanabilir (Eichengreen- Hausmann; 1999). Böyle bir durumda,

finansal kırılganlık kaçınılmazdır. Çünkü yerel projelerin çoğu, ya döviz cinsinden kredilerle ile finanse edilmekte (currency mismatch) veya uzun vadeli projeler kısa vadeli kredilerle finanse (maturity mismatch) edilmektedir.

Sabit döviz kurunda da dalgalı döviz kurunda da asli günah büyük bir problemdir. Eğer merkez bankası paranın değerini düşürse, yabancı kaynaklı borçlar yüzünden bankacılık krizine yol açacaktır. Bunun yerine, rezervleri kullanıp kuru devam ettirmeye kalkarsa, faiz oranları yükselecek, bu da yurt içi kısa vadeli borçların maliyetini arttıracaktır.

Üçüncü problem, bu ülkelerde uzun yıllardır yaşanan enflasyon veya döviz endekslenme nedeniyle, döviz kurundaki değişimler reel ekonomiyi çok fazla etkilemez. Geçiş etkisinin çok yüksek olması veya döviz cinsinden borçların çok yüksek olması nedeniyle döviz kurundaki yükselme ekonomide daraltıcı bir etki yaratır (Bordo, 2004).

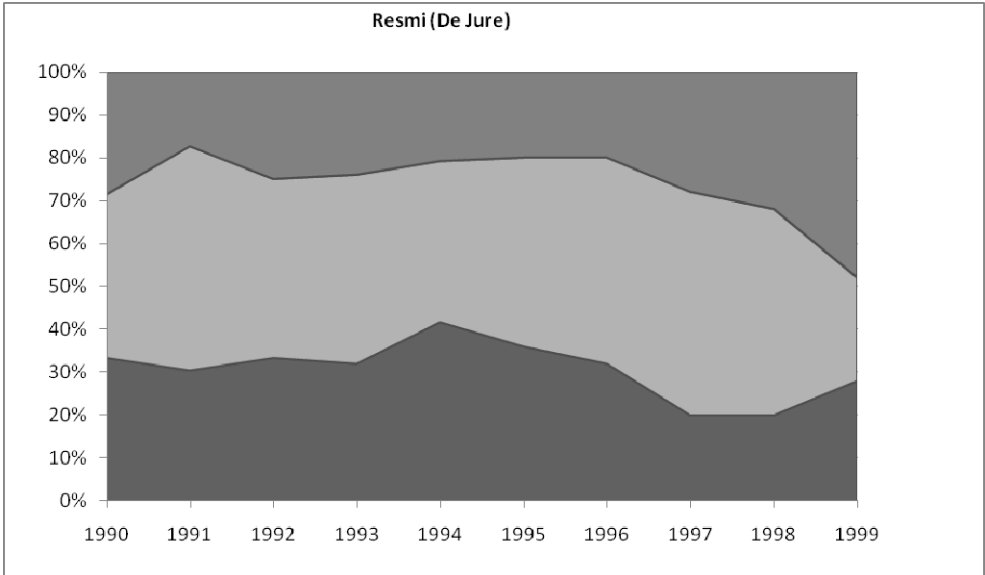
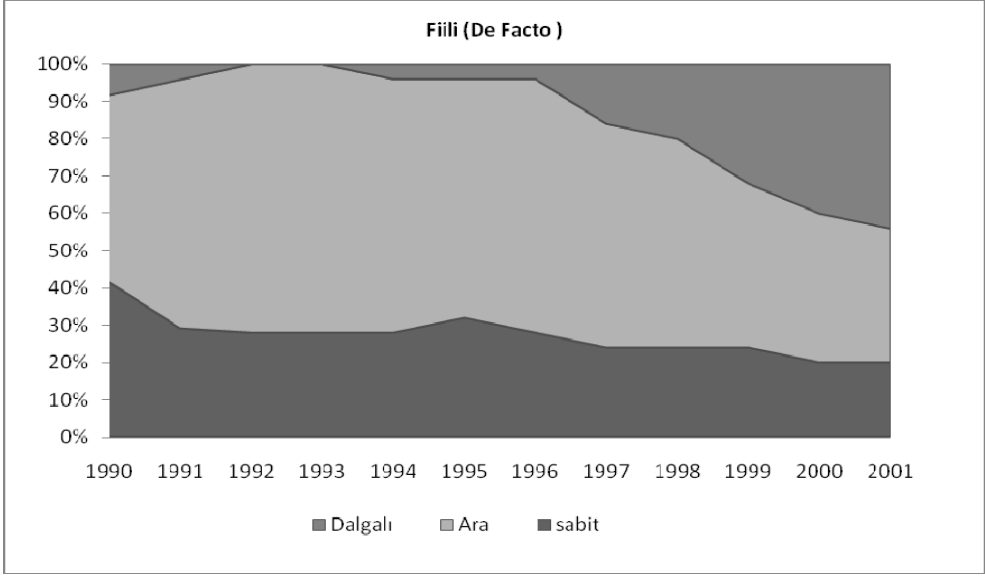
Bu nedenlerle ara rejim uygulamalarının gelişmekte olan ülkeleri için hala uygulanabilir olduğu söylenebilir.

5. Dalgalanma Korkusu (Fear of Floating)

Ara rejimlerin hayatını hala devam ettirdiğini destekleyen diğer bir açıklama ise, ülkelerin uyguladıkları (de facto) ile ilan ettikleri (de Jure) rejimler arasındaki farklılıklardır.

Gelişmekte olan ülkeler özellikle döviz kuruna dayalı istikrar programları nedeniyle 1990'lı yıllarda art arda krizler yaşadıkdan sonra, büyük ölçüde döviz kurlarını serbestleştirdiler. Ancak bu ülkelerde, finansal yapı ve kurdaki dalgalanmaların reel ekonomiyi büyük ölçüde etkilemesi nedeni ile döviz kuruna müdahalede bulunmayı sürdürmektedirler. Calvo ve Reinhart (2002)'a göre bu ülkeler dalgalanmadan korkmaktadırlar (fear of the floating) ve dalgalı kuru benimsemiş olsalar bir kura müdahale etmeye devam etmektedirler. Örneğin Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2005) ülkelerin yüzde yirmi altısının uyguladığı döviz kuru ile ilan ettiği döviz kurunun farklı olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Bu nedenle De facto rejim tercihini ortaya koyan birçok çalışma yapılmıştır (Reinhart ve Rogoff, 2004; Bubula-Okter Robe, 2002; Levy-Yeyati ve Sturzenegger 2005).

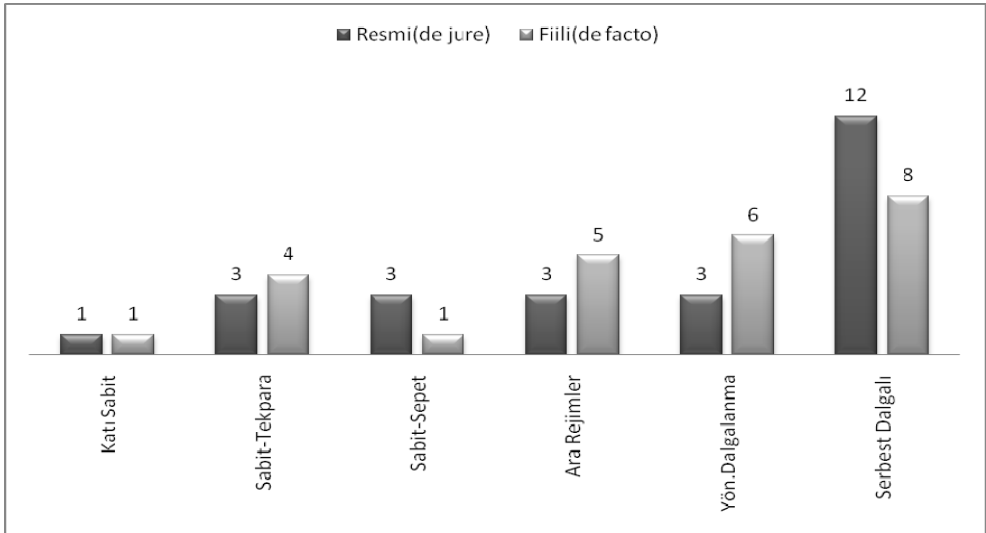
Grafik: 3
1990 Sonrası Fiili ve Resmi Döviz Kuru Rejimleri



Kaynak: Fiili Sınıflandırma, Bubula-Okter Robe (2002), Resmi Sınıflandırma- AREAER.

Grafiklerde net bir şekilde görülebileceği gibi, ülkeler resmi olarak dalgalı döviz kuru uygulayacaklarını ilan etmekle birlikte, fiili olarak kurlara müdahale etmektedirler. Aşağıdaki tabloda da 1999 yılı de facto ve de jure rejim tercihleri gösterilmiştir.

Grafik: 4
Resmi (de Jure) ve Fiili (De Facto) Döviz Kuru Rejimleri Karşılaştırması



Kaynak: *Fiili Sınıflandırma, Bubula-Okter Robe (2002), Resmi Sınıflandırma- AREAER.*

Dalgalanma korkusu hipotezinin iki temel açıklaması vardır (Christl-Just; 2004). Birincisi, döviz kurundaki dalgalanmaların açık ekonomide, belirsizliği artırarak ticareti ve refahı azaltıcı etki yapmasıdır. Bu nedenle birçok ülke bu hareketliliği sınırlamak için yönetimli dalgalanma veya sabit döviz kurunu tercih etmektedir. Döviz kuru rejiminin ticaret üzerinde olumlu etkisinin olup olmadığı tartışmalı bir konu olmakla birlikte, döviz kurundaki istikrarın özellikle yoğun ticari ilişkileri olan veya parasal birlik ülkeleri açısından oldukça önemli olduğu, birçok uygulamalı çalışmada elde edilmiş bir bulgudur (Rose, 2000). Bu nedenle, sabit döviz kurları geliştirmekte olan ülkelerde yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi hızlandırdığı gerekçesiyle daha avantajlı olduğu teorik olarak ileri sürülmektedir.

İkinci açıklama, yabancı para cinsinden borç yükümlülükleridir. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu kendi para biriminden borç bulamadığından, yabancı para cinsinden borçlanırlar. Bu nedenle döviz kurundaki dalgalanmalar, yurt içinde gerek bankacılık sektörünü, gerekse firmaları olumsuz yönde etkiler (Williamson 2000). Ayarlanabilir döviz kuru ile kurdaki ani değişikliklerin yükümlülükleri etkilemesi engellenmiş olur.

6. Sonuç

Globalleşme ile birlikte artan sermaye hareketleri karşısında gelişmekte olan ülkeler kur rejimlerini yeniden gözden geçirmek zorunda kalmışlardır. Teorik olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle döviz kuru tercihinde kutuplaşmanın yaşanacağı, ülkelerin ortak para, dolarizasyon ve para kurulu gibi katı sabit veya dalgalı döviz kurunu tercih etmek zorunda olduğu; ara rejimlerin sürdürülebilirliğinin imkânsızlığı son yıllarda sıkça ileri sürülen bir yaklaşımdır.

İki kutupluluk hipotezi, dünya ekonomisiyle bütünleşme çabasında olan Gelişmekte olan ülkeler açısından bir gereklilik olarak öne çıkmaktadır. Ancak bu ülkelerin içinde bulunmuş oldukları koşullar bu sürecin tamamlanmasını engellemektedir. Finansal altyapıdaki yetersizlikler, parasal kurumların zayıflığı, para ikamesi, dış borç yükümlülüklerinin fazlalığı ve sermaye hareketleri karşısında aşırı kırılgan olmaları bu ülkelerin hala ara rejim tercih etmelerinin en önemli nedenleridir. Ayrıca bu ülkeler, resmi olarak döviz kurunda dalgalı kur uygulayacaklarını ilan etmekle birlikte, zaman zaman kurlara müdahale etmektedirler, fiili olarak ara rejim uygulamalarını devam ettirmektedirler.

Kaynakça

- Bailliu J., J. Mullay (2003), “Exchange Rate Regimes in Emerging Markets”, *Bank Of Canada Review*, Winter 2002–2003, s. 17–27.
- Barro, R., D.B. Gordon (1983), “Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol.12, No.1, ss. 101–121.
- Bordo R., M. Flandreau (2001), “Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, And Globalization”, *NBER Working Paper Series*, Working Paper No: 8584.
- Bordo R., A. Schwartz (1997), “Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record”, *NBER Working Papers Series*, No: 6201.
- Bordo, M.D. (2003), “Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective”, *NBER Working Papers*, Working Paper No: 9654.
- Bordo, Michael (2004), “Exchange Rate Regimes for the Twenty–First Century: An Historical Perspective”, içinde: *Exchange Rate Regimes Past, Present and Future*, Oesterreichische Nationalbank, Working Papers 92.
- Bubula, Okter-Robe (2002), “The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990; Evidence from De Facto Policies”, *IMF Working Papers*, 155 September.
- Calvo, Guillermo, Carmen Reinhart (2002), “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol: 117; 2, ss: 379–408.

- Christl, Josef, Just Christian (2004), “Regional Monetary Arrangements - Are Currency Unions the Way Forward?”, İçinde: *Exchange Rate Regimes Past, Present and Future*, Oesterreichische Nationalbank, Working Papers 92.
- Edward S., M. Savastano (1999), “Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?”, *NBER Working Papers*, Working Paper No: 7228.
- Eichengreen B., R. Hausmann (1999), “Exchange Rates and Financial Fragility”, *NBER Working Papers*, Working Paper No: 7418.
- Frankel, Jeffrey A. (1999), “No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times”, *NBER Working Papers*, Working Paper No: 7338.
- Frankel, Jeffrey A (2003), “Experience Of And Lessons From Exchange Rate Regimes In Emerging Economies”, *NBER Working Paper Series*, October.
- Friedman, M. (1953), “The Case for Flexible Exchange Rate”, İçinde: *Essays on Positive Economics*, Chicago University Press, 1953: 205–227
- Ghosh A.R., A. Gulde, H.C. Wolf (2003), *Exchange Rate Regimes, Choice and Consequences*, The MIT Press London.
- Goldstein M. (2002), *Managed Floating Plus*, Institute for International Economics, Washington.
- Areaer, *Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions*, IMF, 1973 ve sonrası yıllar.
- Levy-Yeyati, F. Sturzenegger (2003), “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth”, *American Economic Review*, Vol: 93, Iss: 4, s. 1173–1193.
- Levy-Yeyati, E.L. - F. Sturzenegger (2005), “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words.”, *European Economic Review*, Vol. 49, Iss. 6, s, 1603–1635.
- Mundell R. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, Vol. 51, Iss. 4.
- Fleming, M. (1962), “Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates”, *IMF Staff Papers*, 9.
- Obstfeld, M., K. Rogoff (1995), “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, Iss.4, s. 73–96.
- Reinhart C., K. Rogoff (2004), “The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics*, Feb., Vol. 119, Iss. 1, s. 1–49.
- Williamson, J. (2000), *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, Washington.

