

2000 SONRASININ TÜRKİYE’İNDE DALGALANMA KORKUSU

Zeki AKBAKAY*

Öz

Türkiye, 2000 ve 2001’de yaşadığı finansal krizlerin ardından, sabit döviz kuru rejimini terk ederek 2002’de enflasyon hedeflemesi rejimini kabul etmiş ve buna bağlı olarak da döviz kurunu serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Calvo ve Reinhart’a göre (2002) dalgalı kur rejimi uyguladığını söyleyen ülkelerin birçoğu aslında “dalgalanma korkusu” olgusu yaşamakta ve bu yüzden de döviz kuruna müdahale etmektedirler.

Bu çalışmanın amacı, enflasyon hedeflemesi dönemi boyunca Türkiye’de dalgalanma korkusunun olup olmadığını araştırmak ve dalgalanma korkusu var ise bunun temel nedenlerini ortaya koymaktır.

Anahtar Kelimeler: *Döviz Kuru, Dalgalanma Korkusu, Türkiye.*

FEAR OF FLOATING IN THE POST 2000 TURKEY

Abstract

After the 2000 and 2001 crisis, Turkey has abandoned the exchange rate peg regime and adopted the inflation targeting regime, and allowed its exchange rate to free float accordingly. According to Calvo and Reinhart (2002), because of the “fear of floating” phenomena, most countries that claim they implement a floating exchange rate regime indeed don’t allow their exchange rates to float and intervene to the exchange rate market. This study aims to research whether there was a fear of floating in Turkey during the inflation targeting period, and to underline the main reasons, if there was a fear of floating.

Keywords: *Exchange Rates, Fear of Floating, Turkey.*

GİRİŞ

Bretton Woods sisteminin 1970’lerin başında çökmesinin ardından gelişmiş ülkelerin birçoğu ulusal paralarını dalgalanmaya bırakarak sabit döviz kuru rejimini terk ederken gelişmekte olan ülkeler fiyat istikrarını sağlayabilmek için paralarını düşük enflasyonlu ülkelerin paralarına sabitlemeye devam etmişlerdir. Ne var ki sermaye hareketliliğinin yoğun olduğu bir ortamda bağımsız bir para politikası yürütemeyen bu ülkelerden çoğu 1980’lerin başında yaşanan borç krizi ve daha sonra patlak veren Asya Krizi sürecinde sabit döviz kurunu terk ederek bir dalgalı kur rejimi olan enflasyon hedeflemesini kabul ettiler. Bu anlamda sabit döviz kuru uygulayan ülkeler genel olarak bir finansal krizin ardından enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını öncelikli amaç olarak taahhüt eden bir para politikası rejimidir. Bir başka ifadeyle enflasyon hedeflemesi döviz kurunun belli bir seviyede kalmasına yönelik bir taahhütte bulunamaz. Zira merkez bankasının hem bir fiyat istikrarı hem de kur hedefinin olması amaçlar arasında bir çatışma yaratarak para politikasının kredibilitesine zarar vereceği gibi her iki amaçta da başarısız olma gibi bir risk ile karşı karşıya kalabilir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi altında merkez bankası prensip olarak döviz kurundaki dalgalanmalara müdahale etmez. Ne var ki enflasyon hedeflemesi altında çoğu gelişmekte olan ülkeler, hatta gelişmekte olan ülkeler kadar olmasa bazı gelişmiş ülkeler de döviz kuru piyasasına

* Yrd.Doç. Dr., Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü, zekiakbakay@gmail.com.

müdahale ederek döviz kurunun seviyesini etkilemektedirler. Döviz kuruna yapılan bu müdahaleleri Calvo ve Reinhart (2000) “dalgalanma korkusu” olarak ifade etmektedir.

TCMB döviz kuru hedeflemesi altında 2000 ve 2001 yıllarında geçirdiği finansal krizlerin ardında enflasyon hedeflemesi rejimini kabul etmiştir. TCMB enflasyon hedeflemesini kabul ettikten sonra sürekli bir şekilde döviz rezervlerini artırmış, gerektiğinde biriktirdiği döviz rezervlerini kullanarak piyasaya müdahalede bulunmuştur. Yapılan doğrudan müdahalelerle birlikte, özellikle yaşanan son küresel finansal krizin ardından fiyat istikrarı yanında finansal istikrarında öne çıkması üzerine TCMB Kasım 2010’da kabul etmiş olduğu yeni politika yaklaşımı çerçevesinde döviz kurlarının iktisadi temellerinden ayrı bir şekilde dalgalanmasının önüne geçmek için klasik faiz oranı dışında yeni makro ihtiyati para politikası demetini kullanmaya başlamıştır. TCMB’ye göre, para politikası metinlerinde ve basın bildirimlerinde belirtildiği gibi, yapılan müdahalelerin ve makro ihtiyati araçları kullanmasındaki temel amacın döviz kurunu belli bir düzeyde tutmak değil, kurlardaki aşırı oynaklığı azaltmak ve fiyat istikrarı ile finansal istikrar üzerindeki etkilerini minimize etmektir.

Bu çalışmanın konusu merkez bankalarının döviz kuruna neden ve hangi araçlarla müdahale ettiğini araştırmak ve bu anlamda TCMB’nin para politikası davranışlarının “dalgalanma korkusu” ile örtüşüp örtüşmediğini ortaya koymaktır. Bu amaçla önce dalgalı döviz kuruna yönelik eğilimin temel gerekçeleri kısaca anlatıldıktan sonra döviz kurunun enflasyon hedeflemesi açısından önemine vurgu yapılacaktır. Sonrasında döviz kuruna müdahaleye yönelik literatürde öne çıkan nedenler ve kullanılan araçlar incelenecek ve TCMB’nin 2002-2017 yılları arasında uyguladığı para politikası döviz kuruna müdahale açısından ele alınarak müdahale göstergeleri olarak oluşturulan endeksler değerlendirilecektir. Sonuç bölümü ise genel değerlendirme ve önerilerden oluşmaktadır.

1. SERBEST DALGALANMA VE DALGALANMA KORKUSU

BrettonWoods sisteminin kurulmasından bu yana döviz kuru makroekonomik politikaların önemli bir konusu olmuştur. Ülkelerin birçoğu fiyat istikrarını sağlamanın bir yolu olarak ulusal paralarını enflasyon oranı düşük ve ekonomik olarak daha güçlü olan ülkelerin parasına bağlamak suretiyle sabit döviz kuru rejimini uygulamışlardır. 1973’te BrettonWoods sisteminin çökmesiyle birlikte özellikle gelişmiş ülkeler paralarını dalgalanmaya bırakarak sabit döviz kuru sistemini terk etmişlerdir. Bununla birlikte bağımsız bir para politikası yürütme yeteneğinden yoksun olan birçok gelişmekte olan ülke sabit döviz kuru sistemlerini devam ettirdiler.

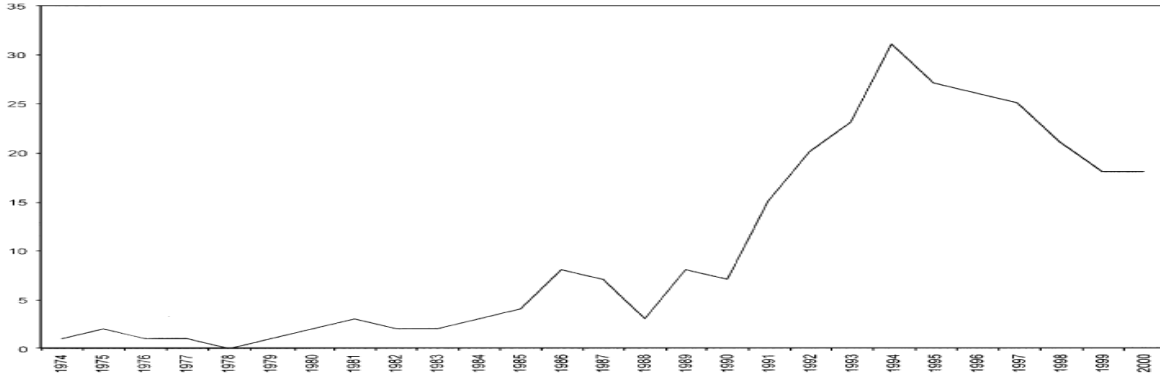
Ne var ki 1982’de yaşanan borç krizi ve daha sonrasında 1990’ların sonlarında ortaya çıkan Asya Krizi ile birlikte yaşanan ani kesilmeler (sudden cuts) gelişmekte olan ülkelerin sabit döviz kurunu devam ettirmelerini olanaklı kılmamıştır. Sabit döviz kuru şartları altında ani kesilmelerle başa çıkmanın oldukça sınırlı olması ve buna bağlı olarak dışsal finansmanın yetersiz kalması ülkeleri borç ödemelerinde tek çözüm olarak devalüasyonlara yöneltmiştir (Edwards, 1992: 2) Finansal krizlere temel oluşturan bu gelişmelerden dolayı 1980 ile 1990 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerin

birçoğu özellikle ulusal paranın belli bir oranda yabancı paralara bağlandığı yumuşak döviz kuru sistemlerini terk ederken çok azı dolarizasyon ve para kurulu gibi katı döviz sistemlerini benimsediler. Böylece ülkelerin 1970'lerin başından itibaren sabit döviz kuru sisteminden giderek uzaklaştığı görülmektedir. 1970'te IMF üye olan ülkelerin %97'si sabit döviz kuru rejimini uygularken, bu oran 1980'de %35'e 1999'da ise %11'e gerilemiştir. 1989'da enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmiş ülkeler arasında 1990'ların sonunda ise gelişmekte olan ülkeler arasında yaygınlık kazanmasından dolayı, uygulanan rejimin bir gereği olarak, sabit döviz kuru uygulamalarından daha fazla uzaklaşıldığını söylemek mümkündür. Bununla birlikte 2016 itibariyle IMF üyesi ülkelerin %13'ünün sabit döviz kuru rejimini benimsedikleri görülmektedir (IMF, 2016: 8). Bu artışın bir nedeni, bazı Avrupa ülkelerinin Avrupa Parasal Birliği içinde yer almasından kaynaklanmaktadır.

Serbest dalgalanmaya yönelik bu eğilim devam ederken diğer taraftan sermaye hareketlerindeki serbestliğe bağlı olarak döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar ülke ekonomileri üzerinde ters etkiler yapmıştır. Günümüzde ülkelerin birçoğu nominal ve reel döviz kurlarındaki dalgalanmalardan endişe etmektedirler. Nominal döviz kurlarındaki değişim özellikle enflasyon üzerinde etkili olurken, reel döviz kurlarındaki değişim yurtiçindeki tüm ekonomik aktörlerin refahı ve kaynak dağılımı üzerinde oldukça güçlü etkiler yapmaktadır. Bu yüzden ABD dışında dalgalı kur uygulayan G-7 ülkelerinde bile para politikası döviz kurundaki dalgalanmalar karşısında kayıtsız kalmamaktadır (Fisher, 2001: 13). Bununla birlikte döviz kurundaki dalgalanmaların gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkisi daha şiddetli olabilmektedir. Özellikle parası zayıf olan dışa açık ülkelerin uluslararası sermaye akımlarına karşı daha fazla duyarlı olmalarından dolayı döviz kurundaki dalgalanmalara daha büyük boyutlarda müdahale etmektedirler. Bu yüzden serbest dalgalı kur uyguladığını resmi olarak ilan eden (de jure) ülkelerin çeşitli müdahalelerle kurlardaki dalgalanmaları azaltmaya yönelik girişimlerini Calvo ve Reinhart "dalgalanma korkusu" (fear of floating) olarak ifade etmekte ve bu ülkelerin söylediklerinin tersine serbest dalgalanan bir kur rejimi uygulamadığını ileri sürmektedirler. Bu bağlamda yazarlar, ülkelerin para politikalarında sadece sabit veya dalgalı kurun uygulandığını ileri süren iki kutuplu (bipolar) yaklaşımın aslında geçerli olmadığını ifade etmektedirler (Calvo ve Reinhart, 2000: 1-2).

1990'larda dalgalı kur rejimindeki artışa paralel olarak dalgalanma korkusu davranışı gösteren ülkelerin sayısında da bir artış yaşandığı görülmektedir. Bununla birlikte 1970'lerin başından itibaren bazı ülkeler dalgalanma korkusu ile hareket etmektedirler. Bu ise literatürde ileri sürülenin aksine dalgalanma korkusunun son zamanların bir fenomeni olmadığını göstermektedir (Yeyati ve Sturzeneger, 2005: 1622).

Grafik 1: Dalgalanma Korkusu (Resmi olarak dalgalı kur rejimi ilan edip fiili olarak uygulamayan ülke sayıları)



Kaynak: Yeyati ve Sturzeneger (2005).

1.1. Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalanma Korkusu

Literatürde enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru arasındaki ilişki incelenirken öne çıkan görüşlerden biri tam donanımlı bir enflasyon hedeflemesi için esnek döviz kuru rejiminin gerekli olduğudur. Bunun temelinde ise yüksek sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikasının sabit döviz kuru rejimiyle birlikte yürütülemeyeceği şeklinde ifade edilen “Kutsal Üçlemenin İmkansızlığı” fenomeni yatmaktadır. Enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru arasındaki bu ilişkiden dolayı bazı yazarlara göre enflasyon hedeflemesinin önemli bir maliyeti döviz kuru değişkenliğini artırmasıdır (Edwards, 2006: 14-15).

Diğer taraftan diğer dalgalı döviz kuru rejimleri ile karşılaştırıldığında enflasyon hedeflemesinde döviz kurlarının daha az değişkenlik gösterdiğini öne süren birçok çalışma da bulunmaktadır (Petursson, 2009: 2, Rose, 2006: 14, Lin, 2010: 198). Döviz kurlarının, yüksek veya düşük olması değil de, daha istikrarlı olmasının temelinde ise döviz kuruna yönelik bir hedefin değil fiyat istikrarına dair endişelerin olduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedefleyici ülkelerin döviz kurlarına yönelik davranışlarını “dalgalanma korkusu” olarak ifade etmek yerine enflasyon korkusu (fear of inflation) şeklinde ifade etmenin daha uygun olacağına dikkat çekilmektedir. (Nogueira ve Ledesma, 2009: 265, Goldfajn ve Olivares, 2001: 2). Bu bağlamda Ball ve Reyes (2008), döviz kuruna müdahaleleri dalgalanma korkusu olarak ifade eden Calvo ve Reiharth’ı enflasyon hedeflemesi ile sabit kur rejimi ve dalgalanma korkusu arasında bir ayırım yapmadıkları için eleştirmişlerdir. Ticareti yapılan mal fiyatları genel enflasyon hedefine yansıdığı için parasal otoritelerin yaptığı müdahaleler döviz kuru ve faiz oranlarında dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu yüzden Ball ve Reyes’e göre enflasyon hedeflemesi ile dalgalanma korkusu ilk bakışta birbirine çok benzer görünse de esasen birbirinden farklı rejimlerdir. Zira enflasyon hedeflemesinde faiz oranı döviz kurlarını belli bir seviyede tutmak için değil, döviz kurlarındaki değişimin fiyat istikrarı üzerindeki ters etkilerini minimize etmek için kullanılır. Oysa dalgalanma korkusunda enflasyon oranı dışında diğer birçok nedenden dolayı kurlardaki dalgalanmalara müdahale edilmektedir (Ball ve Reyes, 2008: 325).

Döviz kurunun yurt içi fiyatlar üzerinde etkili olmasından dolayı enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası belirlenirken döviz kurundaki dalgalanmalar dolaylı olarak hesaba katılır. Bu anlamda parasal otoriteler doğrudan veya dolaylı bir şekilde döviz kuruna müdahale edebilirler. Fisher, müdahalelerin amacı belli bir döviz kuru veya dar bir hedef aralığını korumaya yönelik olmadığı müddetçe bu tür davranışları yönetimli dalgalanma olarak kategorize etmektedir (Fisher, 2001: 13-14). Temel politika aracı olarak kısa dönem nominal faiz oranlarının kullanıldığı enflasyon hedeflemesinde nihai hedef fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyat istikrarını tam olarak sağlayamamış enflasyon hedefleyici bir merkez bankasının faizlerle ilgili yapacağı ayarlamalar temelde fiyatlardaki gelişmelere bağlı olmaktadır. Yalnız bu durum döviz kurlarının modele dahil edilmediği standart Taylor Kuralı'nın geçerli olduğu dışa kapalı ekonomiler için geçerlidir. Oysa açık ekonomilerde faiz oranlarında ayarlamalar yapılırken döviz kurundaki gelişmeler de dikkate alınır. Dışa açıklık, gelişmekte olan ülke ekonomilerini dışsal şoklara maruz bırakarak farklı aktarım kanalları üzerinden ekonomiyi etkileyebilmektedir. Kapalı bir ekonomide olduğu gibi faiz oranları üretimi sadece doğrudan değil aynı zamanda döviz kuru üzerinden dolaylı olarak da etkileyebilmektedir. Örneğin faiz oranlarındaki bir artış kapalı ekonomide olduğu gibi üretim üzerinde doğrudan negatif bir etki yaparken, döviz kurlarının modele dahil edildiği dışa açık ekonomilerde faiz oranlarındaki artışın ulusal paranın değerini arttırmak yoluyla net ihracatı düşürmesi faizin üretim üzerindeki dolaylı etkisi olarak ifade edilebilir (Eichengreen, 2002: 13). Faiz oranının fiyatlar üzerinde de dolaylı ve dolaysız etkileri söz konusu olmaktadır. Bu yüzden fiyat istikrarını sağlamayı öncelikli bir amaç olarak gören parasal otoriteler aynı zamanda döviz kurundaki gelişmeleri de dikkate almak zorundadırlar (Ball, 1999: 127).

Enflasyon hedeflemesi altında döviz kuruna sıklıkla müdahale edilmesi parasal otoriteler için enflasyon hedefini ikincil plana düşürerek döviz kurunu nominal bir çapaya dönüştürme riskini de taşımaktadır. Böylece enflasyon hedefi ile döviz kuru hedefi arasında bir çatışma yaşanabilir. Gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları bu problemle karşılaşmamak için döviz kurunu etkilemeye yönelik müdahalelerin tamamen fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olduğunu belirterek amaçlar arasında bir hiyerarşiyi açık bir şekilde taahhüt etmeleri gerekir. Önceliklerin bu şekilde ortaya konulmaması durumunda ilan edilen enflasyon hedefine ulaşmama riski yanında para politikasının güvenilirliği ile ilgili ciddi problemler de ortaya çıkacaktır.

Fiyat istikrarının öncelikli bir amaç olarak kabul edildiği enflasyon hedeflemesinde ulusal paradaki değer kayıplarından dolayı enflasyon hedefinde bir sapma olması durumunda parasal otoriteler kısa dönemde değer kayıplarını minimize etmek için faiz oranlarını yükseltirlerken, döviz kurunun uzun dönem denge seviyesine gelmesine müdahale etmeyeceklerdir. Eichengreen'e göre bu durum dalgalanma korkusu olduğunu göstermez (Eichengreen, 2002: 19-20). Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi altında döviz kuru müdahaleleri belli bir kur hedefi gözetilmeden ve döviz kurunu uzun dönemde iktisadi temellerinden koparmadan yapılan müdahalelerdir.

1.2. Dalgalanma Korkusunun Nedenleri

Döviz kurundaki dalgalanmalar, üretim, fiyat istikrarı, finansal istikrar, uluslararası ticaret, yabancı yatırımlar gibi farklı makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olabilmektedirler. Döviz kurlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak ulusal paranın değerinde gerçekleşen artışlar ve düşüşler karşıt yönlü etkiler yapmaktadırlar. Güçlü bir para ithalat miktarının artırırken ihracat miktarını azaltır. Buna bağlı olarak oluşan dış ticaret açığı ve ihracata dayalı sanayi ile ithal ikameci sanayide artan işsizlik oranları korumacı baskıların artması ile sonuçlanabilir. Buna karşılık zayıf bir para ihracat üzerinde olumlu etkiler yaparken enflasyonist baskıların artmasına da neden olacaktır (Schwartz, 2000: 6). Tüm bunların gerçekleşmesinde etkili olan ve dolayısıyla dalgalanma korkusunun oluşmasına temel oluşturan faktörler esasen literatürde döviz kuru geçiş etkisi (exchange rate pass-through) ile borç dolarizasyonuna (liability dolarization) ve para politikasının kredibilitesi ile ilgili problemlere bağlanmaktadır. Bununla birlikte Eichengreen enflasyon oranlarının tahmin edilmesindeki zorlukların da dalgalanma korkusunda etkili olduğuna vurgu yapmaktadır (Eichengreen, 2002: 21).

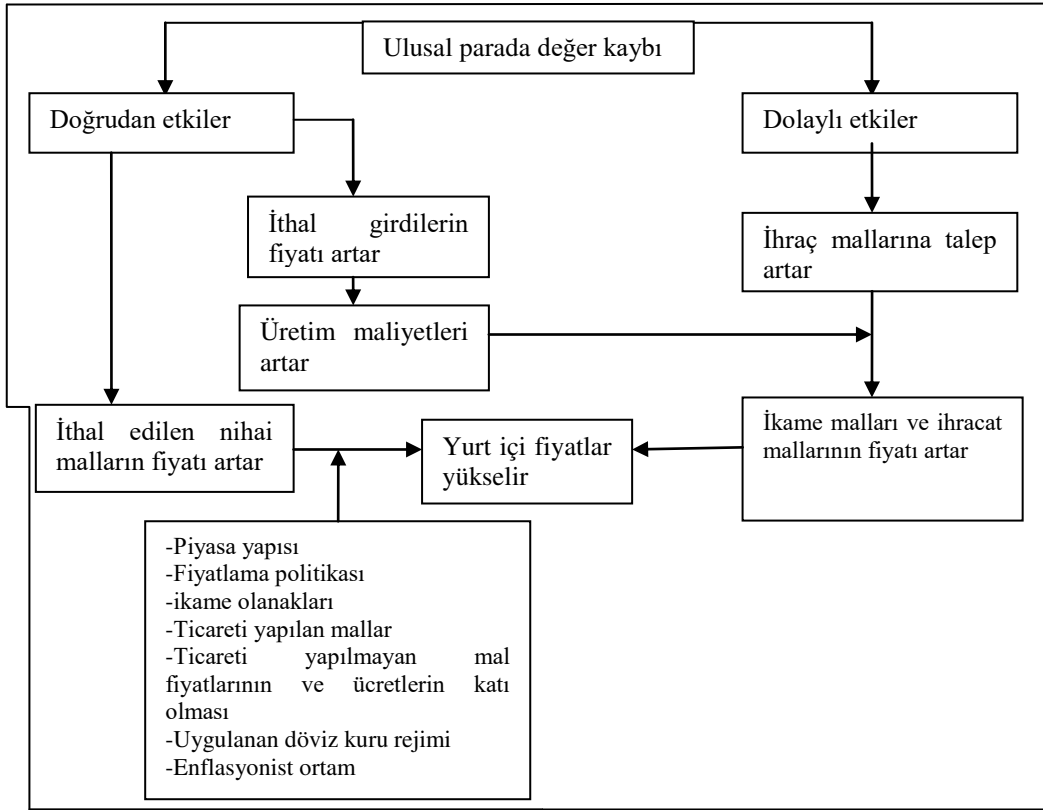
1.2.1. Döviz Kuru Geçiş Etkisi:

Nominal döviz kurundaki bir değişimin ithalat ve ihracat fiyatlarında meydana getirdiği değişim olarak ifade edilen döviz kuru geçiş etkisi (exchange rate pass-through) esnek döviz kuru sistemlerinde parasal aktarım mekanizması yoluyla gerçekleşebilmektedir. Nominal kur değişimlerinin ithalat fiyatlarına geçiş etkisinin bilinmesi yurtiçi fiyatların kur değişimlerine ne kadar duyarlı olduğunu göstermesi açısından oldukça önemlidir. Zira döviz kuru değişimlerinin yurtiçi fiyatlara geçiş hızı ve derecesinin bilinmesi, özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon tahminlerinde bulunma ve buna bağlı olarak enflasyon hedefinin belirlenmesi ile döviz kuru dalgalanmaları karşısında alınabilecek uygun para politikası önlemlerinin kararlaştırılmasına yardımcı olabilmektedir. Enflasyon oranının önemli bir ekonomik problem olarak görüldüğü ve döviz kurundaki değişimlerin enflasyonist etkilerinin yüksek olduğu ekonomilerde otoriteler döviz kuru ile ilgili gelişmeleri yakından takip etmekte ve gerekli önlemler almak suretiyle söz konusu enflasyonist sonuçları minimize etmeye çalışmaktadırlar. Oysa döviz kuru geçiş etkisinin küçük olduğu veya bu etkinin uzun bir süre sonra ortaya çıktığı ülkelerde döviz kurundaki gelişmeler fazla önemsenmemektedir (Hausman vd., 2001a: 398). Tarihsel olarak bakıldığında döviz kuru geçiş etkisinin gelişmekte olan ülkelerde ve özellikle döviz krizi deneyimi yaşamış ekonomilerde daha yüksek olduğu görülmektedir (Edwards, 2006: 3).

Döviz kurundaki değişimin fiyatlar üzerindeki etkisi doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki yolla gerçekleşmesi mümkündür (Şekil 1). Döviz kurundaki bir değişim ithalat fiyatlarına yansımalarıyla birlikte yurtiçi fiyatlar bu değişimden doğrudan etkilenecektir. Döviz kurlarında yaşanan bir artış bir taraftan ithal edilen nihai malların fiyatlarını artırırken diğer taraftan ithal hammadde ve sermaye malları fiyatları üzerinden yurt içinde üretilen malların maliyetini ve dolayısıyla fiyatlarını

artırmaktadır. Döviz kuru bu daraltıcı etkisi özellikle ithal sermaye mallarına bağımlılığı yüksek olan ülkelerde daha güçlü bir şekilde yaşanmaktadır. Diğer taraftan döviz kurlarındaki değişime bağlı olarak net ihracatta gerçekleşen değişim toplam talebi de etkileyecektir. Döviz kurlarındaki yükselmeye bağlı olarak artan ihracat miktarı toplam talebin artmasına ve böylece enflasyon oranının dolaylı bir şekilde yükselmesine neden olacaktır. Bununla birlikte ülkede ticareti yapılan malların göreceli fiyatlarını düşürmesi ve böylece ülkenin rekabet gücünü artırmasından dolayı reel değer kaybının üretim üzerinde genişleyici bir etkisi de söz konusu olabilmektedir. Zira ülke mallarına yönelik artan talep sonuç olarak firmaların yatırımlarını artırmasına neden olacaktır. Genişleyici etkinin gücü ise ülkenin dışa açıklık derecesi ve üretimde sermayenin yoğunluğuna bağlı olarak değişir (Carranza vd., 2009: 99).

Şekil 1. Döviz Kuru Geçiş Etkisi



Kaynak: Hyder Zulfiqar ve Sardar Shah (2004).

Tarihsel olarak bakıldığında döviz kuru geçiş etkisinin gelişmekte olan ülkelerde ve özellikle döviz krizi deneyimi yaşamış ekonomilerde daha yüksek olduğu görülmektedir (Edwards, 2006:3). Bu ise gelişmekte olan ülkelerde bir taraftan fiyatların döviz kurlarındaki gelişmelere daha duyarlı olduğunu gösterirken (Golfajn ve Olivares, 2001: 14) diğer taraftan ekonomik ajanlar arasında geçici şokların devamlı olacağı şeklinde bir kanının oluşmasına neden olmakta ve böylece enflasyon hedefine ulaşmayı zorlaştırmaktadır (Eichengreen, 2002)

Son dönemlerde yapılan çalışmalar 1990'ların başından itibaren döviz kuru geçiş etkisinin giderek zayıfladığını göstermektedir. Frankel'in ulaştığı sonuçlar döviz kuru geçiş etkisinde yaşanan bu düşüşün gelişmekte olan ülkelerde iki kat daha büyük olduğunu göstermektedir (Frankel, 2005: 20). Birçok çalışmada döviz kuru geçiş etkisinin zayıflaması bu dönemde enflasyon oranlarında ve enflasyon değişkenliğinde yaşanan düşüğe bağlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin yaygınlık kazandığı bu dönemde fiyat istikrarına yönelik güçlü bir taahhüt ve buna bağlı olarak para politikasının artan kredibilitesi döviz kuru geçiş etkisini zayıflatmıştır (Taylor, 2000: 1390, Hunt ve Isard, 2003: 9, Gagnon ve Ihrig, 2004: 316, Nogueira, 2006: 6). Düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına ulaşılması durumunda ekonomik ajanların beklentileri parasal otoritelerin enflasyon hedefleri ile uyumlu hale gelecek ve böylece kısa dönemli döviz kuru dalgalanmalarından daha az etkilenecektir (Baquero, 2003: 353).

Sonuç olarak literatürde ister "dalgalanma korkusu" isterse "enflasyon korkusu" olarak ifade edilsin, döviz kurundaki aşınmanın sebep olduğu döviz kuru geçiş etkisi gelişmekte olan ülkelerin bir gerçekliğidir. Döviz kuru geçiş etkisi gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundaki dalgalanmalardan neden kaçınıldığını ve bu bağlamda döviz kuru değişkenliğinin neden düşük olduğunu açıklayan önemli bir faktördür. Gelişmekte olan ülkelerde beklentiler için önemli bir çapa oluşturan uzun dönemli bir makroekonomik istikrarın olmaması durumunda döviz kurundaki dalgalanmalar beklentiler üzerinde olumsuz etkiler yapacak olan yeni riskler barındıracağı için politika yapıcılar döviz kurundaki dalgalanmalardan daha fazla kaçınacaklardır (Goldfajn ve Olivares, 2001: 15).

1.2.2. Borçların Dolarizasyonu

Dalgalanma korkusunun bir başka nedeni ise borçların dolarizasyonudur. Ülke parasında yaşanan bir reel değer kaybının yurt içi fiyatlar üzerindeki olumsuz etkisinin yanında varlıklar (assets) ile borçlar (liabilities) arasındaki para uyumsuzluğundan (currency mismatch) dolayı firmaların bilançoları üzerinde de olumsuz etkileri olabilmektedir.

Ulusal para ile borçlanmanın oldukça zor olmasından dolayı gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda para uyumsuzluğu problemi ortaya çıkmaktadır. Bu durum ekonomik ajanları yabancı para cinsinden, özellikle de ABD doları, borçlanmak zorunda bırakmaktadır. Borç dolarizasyonu olarak ifade edilen bu olgu ülke ekonomileri üzerinde ters etkiler yapmaktadır (Cavoli, 2009: 5). Dolarizasyon ve buna bağlı olarak bilançolardaki bozulmalar öncelikle firmaların finansal maliyetlerinin artmasına, borçlanma kapasitelerinin azalmasına ve sonuç olarak yatırımların negatif bir şekilde etkilenmesine yol açacaktır. Bunların dışında Eichengreen vd. (2005), borç dolarizasyonunun iki olumsuz etkisinin daha olabileceğine vurgu yapmaktadırlar. Bunlardan birincisi borç dolarizasyonunun merkez bankasının son borç verme mercii olarak likidite krizlerini önlemedeki rolünü sınırlandırması, bir diğeri ise borç dolarizasyonu ve buna bağlı olarak değişken faiz oranlarının kamu borçlarında belirsizliği artırması ve böylece ülkenin kredi notlarını düşürmesidir.

Ülkeler, borçları ağırlıklı olarak döviz cinsinden olan banka ve firmaların bilançoları üzerinde yarattığı negatif etkilerden dolayı döviz kurunda aşırı dalgalanmaların olmasına izin vermezler. Borç dolarizasyonunun yoğun olarak yaşandığı bir ortamda döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar sadece banka ve firmalara değil genel bir “borç ödeyememe” (insolvency) problemine yol açmak suretiyle tüm finansal sisteme de ciddi zararlar verebilir. Bu yüzden parasal otoriteler büyük dalgalanmalara müdahale ederek negatif etkilerini minimize etmeye çalışırlar. Dalgalanma korkusu olarak tezahür eden bu davranıştan dolayı gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarındaki dalgalanmalar görece olarak daha düşüktür (Goldfajn ve Olivares, 2001: 12).

Borçlanmaların ağırlıklı olarak yabancı paralar cinsinden olması durumunda faiz ve döviz kuru kanallarının aktarım mekanizmasında zıt yönlü olarak çalışmasından dolayı para politikasının etkinliği zayıflayabilir. Zira faiz oranlarındaki bir düşüş kredi kanalı yoluyla genişleyici etki yaparken ulusal parada yol açtığı değer kayıpları bilanço kanalı yoluyla daraltıcı etkiler yapabilmektedir (Bacchetta, 2000: 16-18). Böylece borç dolarizasyonu dalgalı döviz kuru rejimlerinde bile para politikasının gücünü sınırlayarak etkinliğini azaltmaktadır (Goldfajn ve Olivares, 2001: 12). Para politikasını bir trade-off ile karşı karşıya bırakan döviz kurundaki bu dalgalanmalar dövizle borçlanmanın yoğun olarak yapıldığı ekonomileri parasal krizlerle karşı karşıya bırakabilir (Aghion vd., 2000: 24).

Dolarizasyon olgusunun güçlü olduğu ülkelerde ulusal parada yaşanan bir değer kaybı yurtiçi firmaların döviz cinsinden olan borçlarını artırırken, ulusal para cinsinden sahip oldukları varlıkların değerini düşürerek firmaların net değerinin azalmasına sebebiyet verir. Zira bu tür ülkelerde genel olarak gelir gruplarının gelirleri ulusal para cinsinden iken, borçları döviz cinsindedir. Bu durum, bilanço dengesinde bozulmalar yaratmakta, sonrasında ise kredi piyasalarında ters seçim (adversselection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) problemlerini arttırarak, yatırımlarda ve ekonomik aktivitelerde keskin düşümlere ve sonuç olarak bankacılık sisteminde tam bir çöküşün yaşanmasına neden olmaktadır. Mishkin’e göre tüm bu gelişmeler sonrasında bankacılık sistemini kurtarmaya yönelik girişimler ilerde monetizasyonla finanse edilecek olan büyük kamu harcamalarına neden olacaktır. Enflasyon hedeflemesinin çöküşü anlamına da gelebilecek bu gelişmeler 1982’de Şili, 1994-1995’te Meksika, 1997’de Doğu Asya ve 2000-2001’de Türkiye’de yaşanmıştır (Mishkin, 2004: 7).

Bilançolardaki bozulmalar sonuçta finansal bir sınırlamayla firmaların yatırım kararlarını etkileyecektir. Para uyuşmazlığının geçerli olduğu bir ortamda reel bir değer kaybının ardından firmaların borçlanabilme kapasiteleri düşecektir. Zira yatırımcıların yabancı paralarla borçlanmaktan çekinmeleri bir yönüyle toplamda daha az borçlanmaları anlamına gelmektedir. Bu durum sonuçta firmaların yatırım kararlarını ertelemelerine veya yatırım miktarlarını azaltmalarına neden olacaktır.

Para uyuşmazlığının gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülkelerde daha problematik olması temelde gelişmekte olan ülkelerde ekonomik ajanların yurt dışından hatta bazen yurt içinden ulusal para ile borçlanmalarının mümkün olmamasından kaynaklanmaktadır. Eichengreen ve Hausmann’ın (1999) “ilk günah” (orijinal sin) olarak kavramlaştırdığı bu durumda yatırımcıların

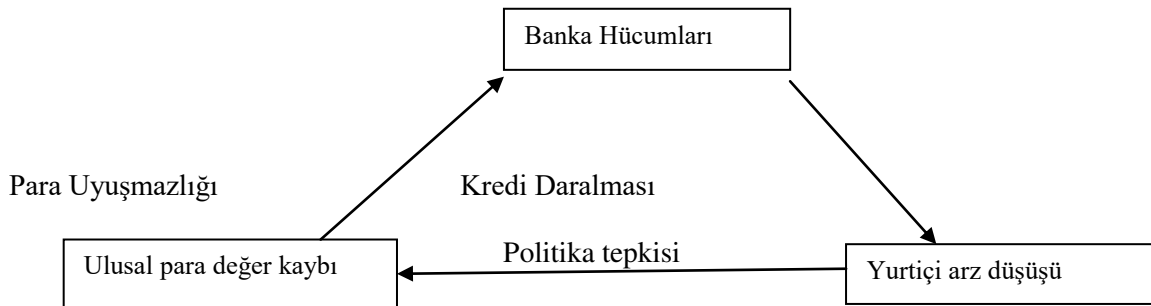
sermayeye ulaşabilmeleri için yeni riskler almaları gerekmektedir. Dolayısıyla, para uyuşmazlığının bir yansıması olarak ortaya çıkan ilk günah fenomeni yatırımlar üzerinde negatif etkiler yaptığı gibi finansal kırılganlıklara da yol açmaktadır (Eichengreen ve Hausmann, 1999: 3).

Bilanço etkisinin (balance-sheet effect) gücü ise borçların dolarizasyonu derecesi ile ticareti yapılan ve yapılmayan malların üretimdeki paylarına bağlı olarak değişir. Gelirleri ulusal para cinsinden olmasından dolayı uluslararası ticareti yapılmayan mallar üreten firmaların bilançolarındaki bozulmalar bu malları üreten firmalara göre daha şiddetli olacaktır. Zira ulusal parada reel düşüşlerin olduğu bir dönemde, ticareti yapılan malları üreten firmalar bir taraftan yabancı para cinsinden gelir elde ederken diğer taraftan döviz kuru geçiş etkisine bağlı olarak artan rekabet etkisinden dolayı diğer firmalara göre daha avantajlı bir konumdadırlar. (Carranza vd., 2009: 100). Tüm bunların ötesinde reel değer kayıplarının negatif etkisini belirleyen temel faktör kayıpların büyüklüğüdür. Eichengreen'e göre döviz kurunun büyük miktarlarda değer kaybetmesi durumunda negatif bilanço etkisinin baskın gelirken, değer kaybının küçük olması durumunda ise pozitif rekabet etkisinin baskın gelerek ekonomik genişleme için uygun bir ortam sağlayacaktır (Eichengreen, 2002: 30). Ulusal paradaki aşınmanın büyük olması durumunda, özellikle net değerinin düşük ve dolarizasyon derecesinin yüksek olmasından dolayı finansal olarak zayıf olan firmalar üzerinde bilanço etkisi oldukça güçlü olacaktır. Net değerinde yaşanan düşüş firmaları sadece yüksek faiz oranlarıyla karşı karşıya bırakmaz, aynı zamanda kredi piyasasına girişini de imkansız hale getirebilir. Bu durumda firmaların birçoğu iflas ederek yatırım yapmaktan tamamen vazgeçeceklerdir.

Para uyuşmazlığının kendi kendini besleyen yönüne vurgu yapan Allen vd.'ne göre (2002: 16), net değer düşüşlerinden korunmaya çalışan bazı firmalar daha fazla yabancı para alımları gerçekleştirmek suretiyle rezervler üzerinde oluşan baskı ulusal paradaki değer düşüşlerini hızlandırabileceklerdir.

Jeanne ve Wyplosz (2001) ulusal paradaki değer düşüşlerinin farklı sektörlerde yarattığı etkilerle kendi kendini nasıl beslediğini bir model çerçevesinde açıklamaktadır (Jeanne ve Wyplosz, 2001: 12). Buna göre banka bilançolarındaki para uyuşmazlığından dolayı ulusal parada gerçekleşen bir değer düşüşü bankalara hücumu tetikleyecektir. Bankacılık sistemindeki problemlerden dolayı azalan kredi miktarı yurt içi üretimin azalmasına neden olacaktır. Üretimi artırmaya yönelik parasal otoritelerin ulusal paranın değerini düşürmesi sonuçta para uyuşmazlığını arttırarak bankacılık sistemini daha da zayıflatır (Şekil 2).

Şekil 2. Ulusal paradaki değer düşüşünün kendi kendini besleyen kısır döngüsü



Yukarıda ifade edildiği gibi ulusal paradaki bir değer kaybının ekonomi üzerinde bilanço etkisi ve rekabet etkisi olmak üzere iki önemli etkisi bulunmaktadır. Bunlardan bilanço etkisi negatif yönde, rekabet etkisi ise pozitif yönde etkili olabilmektedir. Büyük değer kayıplarının yaşandığı durumlarda bilanço etkisi rekabet etkisinden daha güçlü bir şekilde hissedilirken tersi durumda ise rekabet etkisi öne çıkmaktadır. Bu yüzden ülkeler bilançolar ve üretim üzerinde zararlı olabilecek küçük çaplı değer düşüşlerinde bile döviz kurlarındaki dalgalanmayı olumlu karşılamazlar (Eichengreen, 2002: 30-42). Sonuç olarak ulusal paradaki değer kayıplarının bilançolar üzerindeki negatif etkisi firma ve bankaların kırılmalıklarındaki temel etkenlerdendir. Borç dolarizasyonunun yaşandığı bu süreç üretimde daralmalara neden olmakta ve birçok gelişmekte olan ülkenin neden dalgalanma korkusu yaşadığının önemli bir gerekçesini oluşturmaktadır.

1.2.3. Para Politikasının Düşük Kredibilitesi

Kredibilite otoritelerin verdikleri taahhütlerinde güven verici olmalarıdır. Bu anlamda Blinder (1999) merkez bankasının kredibilitesini ‘insanlar bir merkez bankasının söylediklerini yapacaklarına inanıyorlarsa o merkez bankası güvenilirdir’ şeklinde ifade etmektedir (Blinder, 1999:4). İktisat teorisine göre kredibilitesi yüksek bir merkez bankası belirsizliklerin azaltılması hususunda merkezi bir rol oynar. Bu anlamda merkez bankasınca yürütülen para politikasının güvenilir olması durumunda enflasyon, faiz ve döviz kuru gibi temel makroekonomik değişkenlerdeki dalgalanmalar daha az olacaktır.

Heterojen bir yapıda olmalarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin ortak özelliklerinden biri ulusal paralarının dalgalanmasından endişe duymalarıdır. Calvo ve Reinhart’a göre böyle bir davranışın ortak nedeni ise gelişmekte olan ülkelerin hepsinde var olan düşük kredibilite problemidir (Calvo ve Reinhart, 2000: 5). Para politikasının düşük kredibilitesi faiz oranlarının değişkenliğini ve borç dolarizasyonunu artırırken merkez bankasının “son borç veren” rolünü etkin bir şekilde kullanmasını sınırlandırır. Tüm bunlar dalgalanma korkusunu besleyen düşük kredi bağlantılı nedenlerdir.

Merkez bankasının düşük enflasyona yönelik taahhüdünün güven vermemesi durumunda faiz oranları düşük enflasyonlu ülkelerin seviyesine düşmeyecektir. Şoklar karşısında merkez bankasının ne yapacağına dair artan endişeler ve belirsizlik durumunda; faiz oranları, döviz kurları ve sermaye akımlarında yaşanan keskin değişimler birbirlerini besler hale gelirler. Sonuçta finansal değişkenlerde yaşanan dalgalanma ekonomi üzerinde negatif etkiler yaratacaktır. Para politikasının kredibilitesi yeteri kadar yüksek olmadığı zaman firmalar artan fiyatları düşürmeyecekleri için enflasyon hedefinden sapmalar olacaktır. Bu şartlar altında, üretim üzerinde oluşturacağı negatif etkiye rağmen, enflasyon hedefine ulaşılması ithalat fiyatlarında düşüş sağlayacak olan bir faiz artırımını gerektirecektir. Dolayısıyla kredibilite sorunu olan merkez bankaları döviz kuru ve fiyatlarda yaşanan dalgalanmalara daha sert bir şekilde karşılık vermek durumundadırlar. Özellikle katı enflasyon

hedeflemesi yapan merkez bankaları yanlış sinyal verme korkusundan dolayı hedeften ılımlı bir sapmaya bile tahammül edemezler (Eichengreen, 2002: 35-36).

1.3. Dalgalanma Korkusu Davranışları ve Döviz Kuruna Müdahale Araçları

Döviz kuru geçiş etkisi, borç dolarizasyonu ve kredi problemleri gibi etkenlerden dolayı dalgalanma korkusu ile hareket eden merkez bankaları döviz kurundaki dalgalanmalara ya uluslararası rezervleri kullanarak doğrudan müdahale ederler, ya faiz oranlarını kullanarak döviz kurunun seviyesini etkilemeye çalışırlar ya da her ikisini eşanlı olarak kullanabilmektedirler (Bağış, 2016: 363). Bu ise, diğer dalgalı kur rejimleri ile karşılaştırıldığında uluslararası rezervlerin ve faiz oranlarının daha değişken olmasına sebep olmaktadır.

Dalgalı kur rejimi uygulayan ülkeler ile sabit kur rejimi uygulayan ülkeler arasındaki temel farklardan biri sahip oldukları döviz rezervi miktarıdır. Döviz kuru düzeyinin ne olduğunu önemsemeden serbest dalgalanan kur rejimi uygulayan bir merkez bankası döviz kuru politikasını yürütmek için büyük miktarlardaki döviz rezervlerine ihtiyaç duymaz. Tersine döviz kurunu belli bir seviyede tutmaya çalışan ülkelerde döviz kuru politikasının yürütülebilmesi için büyük döviz rezervlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Rezerv biriktirme oranının büyüklüğü, ülkelerin uygulamış olduğu döviz kuru rejimi yanında gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak da değişir. Hausmann vd.'nin yaptıkları çalışmaya göre gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında dalgalı döviz kuru uygulayan gelişmekte olan ülkelerde rezerv oranının altı kat daha büyük olduğu görülmektedir (Hausmann vd, 2001a: 391). Can yeleği ile dalgalanma (floating with life jacket) olarak ifade edilen yüksek rezerv tutmanın en önemli gerekçesi döviz kuru piyasasına müdahale edebilmektir. Zira döviz kuru geçiş etkisi ve dolarizasyon derecesinin yüksek olduğu bu ülkelerde fiyat istikrarı ve finansal istikrar henüz sağlanamadığından dolayı ulusal parada yaşanan değer kayıpları ülkeyi daha kırılgan hale getirebilir. Bu yüzden yüksek rezervler aşırı dalgalanmaları ve sonrasında oluşan ters etkileri minimize etmek için önemli bir enstrüman olarak görülmektedir. Oysa gelişmiş ülkelerde makroekonomik dengeler daha sağlam olduğu için ayrıca bir maliyete katlanmak suretiyle yüksek oranlı rezervler biriktirmeye gerek duyulmamaktadır.

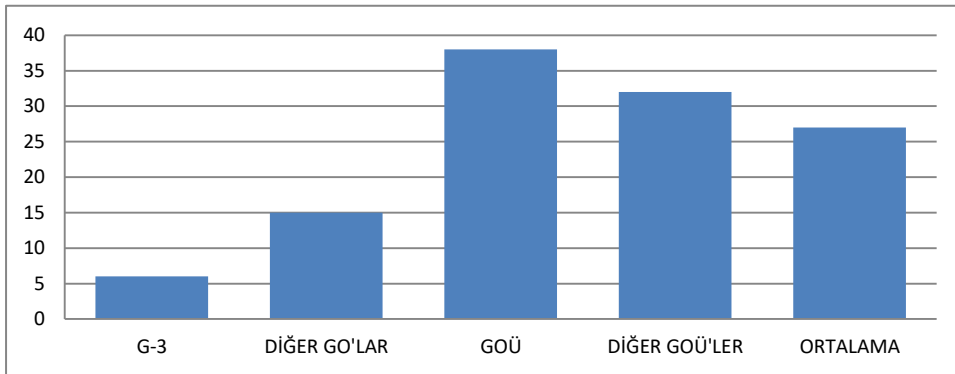
Gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları özellikle sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde döviz piyasasına alım yönünde müdahale ederek rezerv biriktirmektedirler. Merkez bankasının döviz alımında bulunması ulusal paranın değerini düşürmesi bakımından enflasyonist maliyetleri olacaktır. Sermaye girişlerinde bir zayıflama olması veya ani çıkışların yaşanması durumunda ise merkez bankası telafi edici bir yaklaşımla rezervleri kullanarak piyasaya döviz satacaktır. Merkez bankasının döviz satışı yapması döviz kurunu düşürerek döviz kuru geçiş etkisini dolayısıyla enflasyon oranını düşürücü etki yapacaktır. Bu anlamda merkez bankası alım-satım ile ilgili karşılaştırmalı bir maliyet analizi yapmalıdır. Bununla birlikte, uluslararası rezervlerin azalması anlamına gelen döviz satış girişiminin, etkili bir iletişim stratejisinin gereği olarak, bundan sonra olabilecek büyük çaplı ani çıkışların önlenmesine yönelik olduğunun kamuoyuna açıklanması gerekir. Böylece merkez bankası

rezervlerdeki azalmanın problemin bir parçası değil çözümün bir parçası olduğuna dair kamuoyunu ikna ederek oluşabilecek şüpheleri gidermiş olacaktır. Bu anlamda para politikasının başarılı olması için kamuoyu desteği önemlidir (Calvo, 2006: 18).

Döviz kurundaki dalgalanmaların azaltılması amacıyla merkez bankasının döviz alıp satması şeklinde döviz kuru piyasasına müdahale etmesi doğal olarak döviz rezervlerinde dalgalanmalara neden olacaktır. Prensip olarak tam dalgalanan döviz kuru rejimlerinde döviz kuruna müdahale edilmesine gerek duyulmadığı için rezerv oynaklığı oldukça düşüktür (Calvo ve Reinharth, 2000: 16). Aynı şekilde sabit döviz kuru rejimlerinde döviz kurunda dalgalanmaların yaşanmamasından dolayı rezervlerin döviz kuruna müdahale amacıyla kullanılması söz konusu değildir. Dolayısıyla sabit döviz kuru sistemlerinde de rezervlerdeki değişkenlikler düşüktür. Rezerv değişkenliğinin en yüksek olduğu rejim dalgalanma korkusunun yüksek olduğu yönetimli dalgalanan kur rejimleridir.

Hausmann vd. (2001a), döviz kurlarındaki dalgalanmayı azaltmaya yönelik merkez bankasının döviz kuru piyasasına yaptığı müdahalenin boyutunu ölçmek için tek başına döviz kuru değişkenliğinin veya uluslararası rezervlerin değişkenliğinin yanıltıcı olabileceğinden hareketle üç önemli göstergeye vurgu yapmaktadırlar. Bunlar; uluslararası rezervlerin düzeyi, döviz kurundaki aşınma ve rezervlerin görece değişkenlikleri (RVER) ile döviz kurundaki aşınma ve faiz oranlarının görece değişkenlikleri (RVEI) endeksleridir (Hausmann vd., 2001a: 394). Birinci gösterge için rezerv düzeyinin M2'ye oranı kullanılmaktadır. Buna göre serbest dalgalanan bir kur rejimi uygulayan ülkelerde merkez bankaları döviz kurunu savunmak için büyük miktarda bir rezerve ihtiyaç duymayacaklardır. Döviz kuruna müdahale eden ülkelerde ise bunun tersi geçerlidir. Bu yüzden serbest dalgalanan kur rejimlerinde rezervler/M2 oranı düşük iken, dalgalanma korkusu ile hareket eden gelişmekte olan ülkelere bu oran daha yüksektir. Diğer taraftan net sermaye çıkışı olan gelişmekte olan ülkelere bu oranın diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek olması uluslararası sermaye piyasasına fazla bağımlı olmayan ülkelerin yüksek düzeyde rezerv biriktirmesine ihtiyacı olmadığını göstermektedir. Sonuç olarak gelişmekte olan ülkeler dalgalanma korkusundan dolayı daha fazla rezerv biriktirdikleri, yani can yeleği ile dalgalandıkları görülmektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Rezervlerin M2'ye Oranı (%)



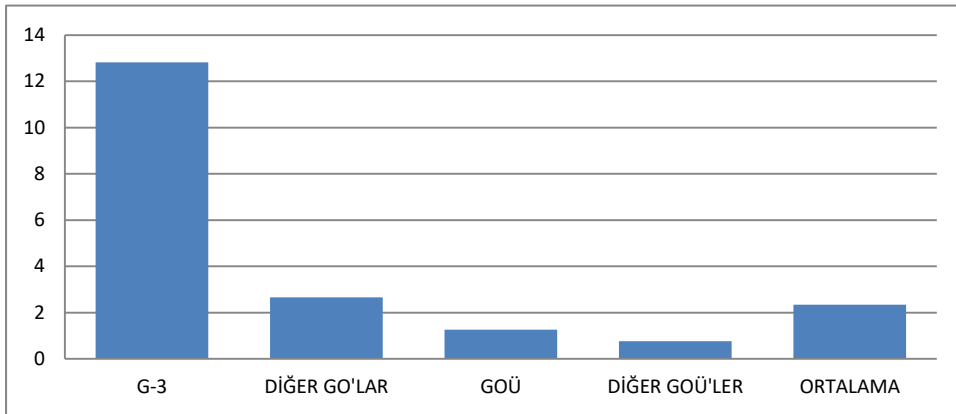
Kaynak: Hausmann vd.(2001), s.393'teki veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Hausmann vd'nin kullandığı ikinci gösterge, “döviz kurundaki aşınma ve rezervlerin görelî değişkenliği” endeksi aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$RVER = \frac{\sigma(DEP)}{\sigma\left(\frac{RES}{M2}\right)} \quad (1)$$

(1) numaralı eşitlikte gösterilen RVER endeksinin payında yer alan $\sigma(DEP)$ döviz kurundaki aşınmanın standart sapmasını, paydasında yer alan $\sigma(RES / M2)$ uluslararası rezervlerin ortalama M2'ye oranının standart sapmasını temsil etmektedir. Endeks,dalgalı döviz kuru uyguladığını açıklayan ülkelerde döviz kurunun gerçekte dalgalı olup olmadığına dair bilgiler sunmaktadır. Sabit döviz kuru veya sürünen parite rejimleri altında döviz kurundaki aşınmanın standart sapması sıfır olacağından dolayı endeks sıfır değerini alacaktır. Döviz kuruna herhangi bir müdahalenin olmadığı serbest dalgalanan döviz kuru rejimleri için endeksin paydası sıfır olduğu için endeksin değeri sonsuz olacaktır. Döviz kurlarındaki dalgalanmanın büyük ($\sigma(DEP)$ yüksek), buna karşılık rezervlerdeki dalgalanmanın küçük ($\sigma(RES)$ düşük) olması RVER endeksinin yüksek değerler aldığı ve merkez bankasının rezervleri kullanarak döviz kurundaki dalgalanmalara müdahale etme derecesinin düşük olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla RVER endeksinin yüksek olması dalgalanma korkusunun olmadığını, yani serbest dalgalanan kur rejiminin uygulandığını göstermektedir (Grafik 2). Dalgalanma korkusunu besleyen döviz kuru geçiş etkisi ve negatif bilanço etkisinin yüksek olması ile para politikası kredibilitesinin düşük olmasına bağlı olarak döviz kuruna müdahalelerin yoğun olarak yaşandığı gelişmekte olan ülkelerde RVER endeksinin değeri sıfıra yakın beklenmektedir. Bu yüzden can yeleği ile dalgalanan ülkelerde biriktirilen yüksek döviz rezervlerinin döviz kurundaki dalgalanmalara karşı kullanıldığı ve böylece söz konusu ülkelerde dalgalanma korkusunun yaşandığını söylemek mümkündür.

Grafik 2. Döviz Kurundaki Aşınma ve Rezervlerin Görelî Değişkenlikleri (RVER)



Kaynak: Hausmann vd. (2001), s.393'teki veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Döviz kurundaki dalgalanmalara karşı uluslararası rezervlerin kullanılması etkili bir yöntem olmasına karşın ülke ekonomisi için bazı maliyetlere de sebebiyet vermesi açısında bazı eleştirilere maruz kalmaktadır. Zira rezerv biriktirmede kullanılan kaynaklar daha fazla getiri sağlayabilecek alternatif

finansal varlıklarda değerlendirilebilmesi mümkün olabileceği ifade edilmektedir. Bununla birlikte bunun tartışmalı bir yaklaşım olduğunu belirten Calvo'ya göre optimal rezerv düzeyi rezervlerin etkin kullanımına bağlıdır. Bu anlamda rezervlerin ani çıkışların telafi edilmesi ile kaynakların alternatif kullanımları arasındaki karşılaştırmalı faydalarının belirlenmesi gerekir (Calvo, 2006: 17).

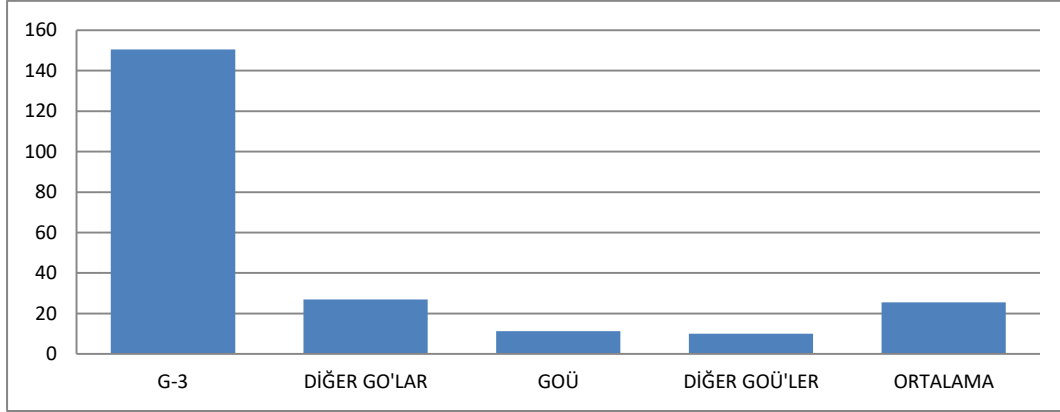
Merkez bankası rezervler dışında faiz oranlarını artırıp azaltmak suretiyle döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmaya çalışırlar. Ulusal paranın değer kaybına uğradığı durumlarda merkez bankası faiz oranlarını artırırken, değer artışlarında ise faiz oranlarını düşürecektir. Bu bağlamda faiz oranının döviz kuru dalgalanmalarına karşı kullanılması aynı zamanda faiz oranının değişkenliğini artıracaktır. Faiz oranı değişkenliğinin yüksek olması bir taraftan ülkelerin döviz kurundaki dalgalanmaları minimize ederken tamamen rezervlere bağımlı olmadığını, diğer taraftan para politikasında önemli kredibilite sorunlarının yaşandığını göstermektedir.

Faiz oranı değişkenliği uygulanan döviz kuru rejimlerine göre farklılık göstermektedir. Sabit veya esnekliği düşük olan kur rejimlerinde faiz oranı oldukça istikrarlı iken özellikle gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı yönetimli dalgalanan rejimlerde ise faiz oranı değişkenliği yüksektir. Bu bağlamda Calvo ve Reinhart, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülkelere faiz oranı değişkenliğinin dört kat daha yüksek olduğunu ifade etmektedirler (Calvo ve Reinhart, 2000: 19). Dolayısıyla dalgalanma korkusunun yoğun olarak yaşandığı ekonomilerde faiz oranlarının değişkenliği de yüksek olacaktır. Fiyat istikrarının bir problem olarak devam ettiği ülkelerle karşılaştırıldığında bu farkın daha da açılacağı açıktır. Bu ülkelerde fiyat istikrarının sağlanmasında döviz kurunun istikrarı oldukça önemlidir. Bunu sağlamanın bir yolu olarak faiz oranlarının sıkça kullanılması sonuçta faiz değişkenliğini de artıracaktır. Döviz kuru istikrarının yanında, faiz oranları üretim istikrarını sağlamak amacıyla da kullanılmaktadır. Yalnız Hausmann vd.'ne göre yüksek faiz oranları değişkenliğinin üretim istikrarı motivi ile açıklanması oldukça zordur (Hausmann, 2001a:396). Dalgalanma korkusunun başka bir göstergesi olarak Hausmann vd., (2001b: 8), “döviz kurundaki aşınma ve faizin göreceli değişkenliği” (RVEI) endeksini oluşturmuşlardır.

$$RVEI = \frac{\sigma(DEP)}{\sigma(i)} \quad (2)$$

RVEI endeksinin payındaki $\sigma(DEP)$ döviz kurundaki aşınmanın standart sapmasını, paydadaki $\sigma(i)$ ise faiz oranlarının standart sapmasını göstermektedir. Döviz kurundaki dalgalanmalara karşı faiz oranının kullanılması faizin değişkenliğini artıracak ve böylece RVEI endeksinin değeri azalacaktır. Endeks değerinin düşük olması döviz kuru dalgalanmalarına karşı faiz oranlarının yoğun bir şekilde kullanıldığını göstermektedir. Bu ise dalgalanma korkusunun bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Tersine, RVEI endeksinin yüksek olması o ülkede serbest dalgalanan kur rejiminin uygulandığı anlamına gelmektedir. Bu anlamda Grafik 3'te görüldüğü gibi G-3 ülkelerinin RVEI endeksi oldukça yüksek iken, gelişmekte olan ülkelere RVEI endeksi ise çok düşüktür.

Grafik 3. Döviz Kurundaki Aşınma ve Faiz Oranlarının Görelî Değişkenlikleri (RVEI)



Kaynak: Hausmann vd. (2001) s.393'teki veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Döviz kurundaki dalgalanmalara karşı faiz oranı kullanılsa da, faiz oranındaki dalgalanmaların piyasalarda belirsizlik yaratması ve fiyat istikrarı ile finansal istikrarı aynı anda sağlayamamasından dolayı 2007-2009 küresel finansal krizden sonra bankalar geleneksel faiz aracının yanında faiz koridoru, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar şeklinde makro ihtiyati araçları da kullanmaya başlamışlardır.

Sonuç olarak, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı henüz sağlayamamış olan gelişmekte olan ülkeler yurt içi fiyatlar ve firma bilançoları üzerinde oluşturdukları negatif etkiden dolayı döviz kurundaki dalgalanmalara uluslararası rezervleri ve faiz oranlarını kullanarak müdahale ederler. Döviz kurlarının daha istikrarlı olması karşılığında rezervlerin ve faiz oranlarının artan değişkenliği bu ülkelerde dalgalanma korkusu davranışının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

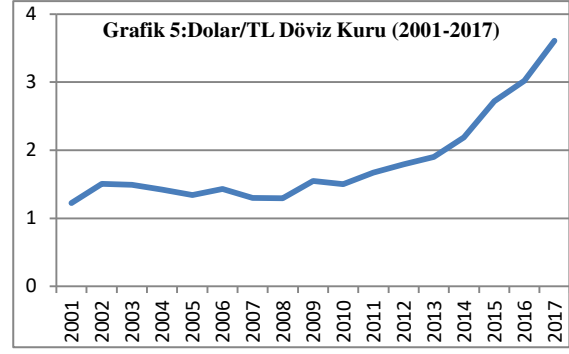
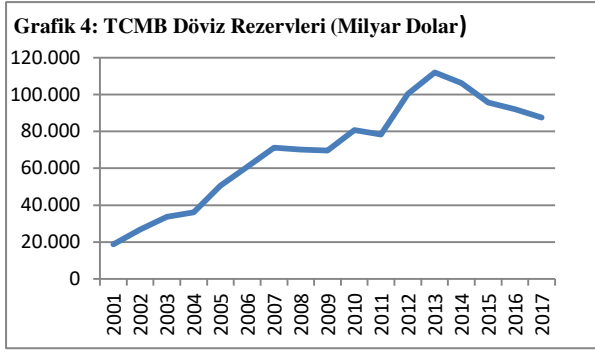
2. TCMB'NİN DÖVİZ KURU POLİTİKASI VE DALGALANMA KORKUSU

2.1. Döviz Kuru Politikasının Genel Çerçevesi

TCMB 1999 yılında IMF'nin de desteğiyle uygulamış olduğu parasal hedefleme stratejisini terk ederek 2000 yılının başlarında döviz kuru hedeflemesini kabul etmiştir. Döviz kuru hedeflemesi çerçevesinde yürütülen enflasyonu düşürme programı görelî bir başarı sağlamış olsa da enflasyonun döviz kurundan daha fazla yükselmiş olması TL'de reel değer artışlarına neden olmuştur. Artan cari açık ve siyasi istikrarsızlık gibi faktörlere bağlı olarak yaşanan sermaye çıkışları sonucu döviz kuru hedeflemesi çerçevesinde yürütülen enflasyonu düşürme programı henüz birinci yılında iken Kasım 2000'de yaşanan likidite kriziyle birlikte çökmüştür. Çok yüksek faiz oranları, Merkez Bankası rezervlerinde yaşanan büyük miktardaki kayıplar ve IMF'nin 7,6 milyar dolarlık desteğine rağmen yaşanan siyasi-ekonomik güven bunalımından dolayı sermaye çıkışları engellenememiş ve gelişmeler ekonomi üzerinde daha ağır sonuçları olan Şubat 2001 Krizi ile sonuçlanmıştır. Kur çıpasını daha fazla sürdürmenin imkânsız olduğu bu makroekonomik koşullarda hükümet döviz kuru hedeflemesini terk ederek 22 Şubat'ta kuru dalgalanmaya bırakmıştır. Hazırlanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş

Programı” çerçevesinde 2002’nin başında uygulamaya konulmak üzere örtük enflasyon hedeflemesi kabul edilmiş, gerekli koşullar sağlandıktan sonra 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

Dalgalı kur rejimlerinde döviz kuru için belli bir hedef belirlenmediği gibi döviz kurunun temel bir politika aracı olarak kullanılması da söz konusu değildir. Bunun yerine Merkez Bankası’nın fiyat istikrarı amacı çerçevesinde hedef olarak belirlediği tek değişken enflasyon oranı iken, hedefe ulaşmada kullandığı temel politika aracı faiz oranıdır. Merkez Bankası’nın bir kur hedefinin bulunmamasının doğal sonucu kurlara müdahalenin olmayışı ve kur seviyesinin arz ve talep koşullarına bağlı oluşmasıdır. Bu davranış şekli Merkez Bankası’nın kur politikasında genel bir ilkeyi temsil etse de, daha önceki bölümlerde ayrıntılarıyla ortaya koyduğumuz nedenlerden dolayı Merkez Bankası etkin çalışan bir döviz piyasasını fiyat istikrarı hedefi için bir ön koşul olarak görmekte (TCMB, 2006: 10) ve bu yüzden döviz kurundaki gelişmelere duyarsız kalmamaktadır. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi TCMB de öncelikli amacı olan fiyat istikrarına vereceği zararı önlemek amacıyla döviz kurundaki dalgalanmalara zaman zaman müdahale etmektedir. Diğer taraftan Grafik 4’te görüldüğü üzere dalgalı kur rejimini benimsedikten sonra iç ve dış şoklara karşı koyabilmek ve ülke ekonomisine duyulan güveni arttırmak amacıyla TCMB döviz piyasasına müdahale ederek döviz rezervlerini artırmıştır (Akbakay, 2016: 294). FED’in para politikasını normalleştirme yönünde karar aldığı Mayıs 2013’e kadar sürekli ve kademeli olarak artan sermaye akımları bu tarihten itibaren diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi yavaşlamıştır. Küresel bol likiditenin sona ermesi ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümünün görece olarak olumsuz seyretmesinden dolayı sermaye akımları gelişmiş ülkelere doğru akmaya başlamıştır. Yaşanan bu gelişmelere bağlı olarak Türkiye’ye özgü belirsizliklerin de etkisiyle döviz kuru piyasasında oynaklıklar artmıştır. TCMB’ diğer politika önlemleri yanında piyasanın döviz ihtiyacını karşılamak ve döviz kurundaki oynaklıkları azaltmak için döviz rezervlerini etkili bir şekilde kullanmaya devam etmiştir. Bu yüzden döviz kurunda sert çıkışların görüldüğü 2014 yılından itibaren Merkez Bankası rezervlerinin azalmaya başladığı görülmektedir. Nitekim 2001 yılında 18.741 milyon dolar olan TCMB döviz rezervleri 2014 yılında 106.314 milyon dolar olarak en yüksek seviyeye ulaştıktan sonra azalmaya başlamış ve 2017’de 87.976 milyon dolar (temmuz ayı itibarıyla) olarak gerçekleşmiştir (Şekil 4 ve Şekil 5).



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Yüksek döviz rezervlerine sahip olmak dalgalı kur uyguluyor olsalar bile gelişmekte olan ülkelerde yaygın bir politika yaklaşımıdır. Bunun temelinde ise döviz kurlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan dışsal şoklara karşı fiyat istikrarının korunması motivi yatmaktadır. Bu anlamda TCMB'nin de enflasyon hedeflemesini kabul ettiği 2002 yılından itibaren döviz rezervlerinde gerçekleştirdiği artışın önemli gerekçelerinden biri fiyat istikrara yönelik tehditlere karşı koyabilmektir.¹ Bu yönüyle TCMB'nin bir dalgalanma korkusu yaşadığı söylemek mümkündür.

Merkez Bankası döviz kurunda olağanüstü gelişmeler yaşanmadığı müddetçe döviz piyasasında arz ve talep koşullarının ve kur düzeyinin minimum düzeyde etkilenmesi için döviz alımlarını kuralları önceden belirlenmiş ihaleler yoluyla yapmaktadır. Bununla birlikte kurlarda yaşanan aşırı oynaklıklar karşısında Merkez Bankası 2002 yılından itibaren piyasaya doğrudan müdahale ederek alım ve satım işlemleri gerçekleştirmektedir. Ayrıca ihracat reeskont kredileri ve 2014 yılından itibaren uygulamaya konulan enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşebbüslerine döviz satışları da döviz likiditesi yönetiminde kullanılan diğer araçlardır (Tablo 1).

Tablo 1. TCMB Tarafından Alım Satımı Yapılan Döviz Tutarı (2002-2016* milyon ABD Doları).

Yıl	İhaleler		Müdahaleler		Enerjiithalatçısı KİT'lere	İhracat reeskont kredileri
	ALIM	SATIM	ALIM	SATIM	SATIM	NET
2002	795	0	16	12		25
2003	5.652	0	4.229	0		34
2004	4.104	0	1283	9		27
2005	7442	0	14565	0		25
2006	4296	1000	5441	2015		4

¹İçve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesi yanında TCMB; ülkeye duyulan güvenin artırılması, hazinenin dış borç ödemelerinin gerçekleştirilmesi ve Merkez Bankası bilançosunda yükümlülükler içinde önemli bir yer tutan işçi döviz hesaplarının uzun vadede aşamalı olarak azaltmak için güçlü döviz rezervlerine ihtiyaç duymaktadır (TCMB, 2007: 8).

2007	9906	0	0	0		2
2008	7584	100	0	0		5
2009	4314	900	0	0		1040
2010	14865	0	0	0		1104
2011	6450	11210	0	2390		1920
2012	0	1450	0	1006		8295
2013	0	17610	0	0		12664
2014	0	9879	0	3151	1321	12999
2015	0	12366	0	0	10505	25182
2016	0	3400	0	0	4197	12198
Toplam	65408	57915	25534	8673	16005	65524

*31 Ekim 2016 itibariyle

Kaynak: TCMB.

2.2. Yeni Para Politikası Yaklaşımında Döviz Kurunun Yeri

Fiyat istikrarı makroekonomik istikrar için bir ön şart olsa da 2007-2009 küresel finansal krizi fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığını göstermiştir. Kriz sonrasında merkez bankaları para politikası rejimlerini tekrar gözden geçirerek finansal istikrarı da içeren yeni bir çerçeve oluşturdular. Özellikle hızlı sermaye akımlarının yoğun olduğu bir dönemde geleneksel enflasyon hedeflemesinin tek politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı aynı anda sağlayamaması ve amaçlar arasında bir çatışmaya neden olmasından dolayı diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi TCMB de yeni arayışlar içine girmiştir. Bu bağlamda, Kasım 2010'dan itibaren sermaye akımlarından kaynaklanan finansal risklerin önlemeyi amaçlayan yeni bir araç demetini kullanmaya başlamıştır. Yeni para politikası yaklaşımında kısa vadeli faiz oranlarının yanında likidite yönetimi, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) da para politikası araçları arasında yer almaktadır.

Yeni para politikası esasen iki sütun üzerine kuruludur. Bunlardan biri döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk bir şekilde hareket etmesini engellemek, diğeri ise kredilerdeki genişlemeyi sınırlamaktır (Başçı ve Kara, 2011: 4-5).

Yeni sistemde TCMB sahip olmuş olduğu politika araçlarını etkin bir şekilde kullanarak döviz kurundaki dalgalanmaları yumuşatmaya çalışmaktadır. Bunlardan birisi faiz koridorudur. TCMB'nin gecelik vadede bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan faiz koridorunun üst kısmı Merkez Bankasının borç verme oranını, alt sınırı ise Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranını göstermektedir. Piyasa faizi ise koridorun alt ve üst sınırları arasındaki alanda oluşur. Mevcut sistemde faiz koridoru sermaye akımlarının ters etkilerinin

azaltılması konusunda etkin bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Döviz kurundaki oynaklığı azaltabilmek için faiz oynaklığının artırılması gerekir. Bu bağlamda sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilirken, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığını azaltmak mümkün olabilmektedir (Tablo 2 ve Grafik 6). Böylece faiz koridoru TCMB'nin kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı vereceği tepkide daha hızlı ve esnek olmasını sağlamaktadır (TCMB, 2013: 14-15 parasal aktarım).

Küresel kriz sonrasında diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de faiz oranları gelişmiş ülkelerin uyguladıkları geleneksel olmayan para politikası gelişmelerine daha duyarlı hale gelmiştir. TCMB bu süreçte geniş faiz koridoru ve sıkı likidite politikasını bir arada kullanarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı desteklemeye çalışmıştır.

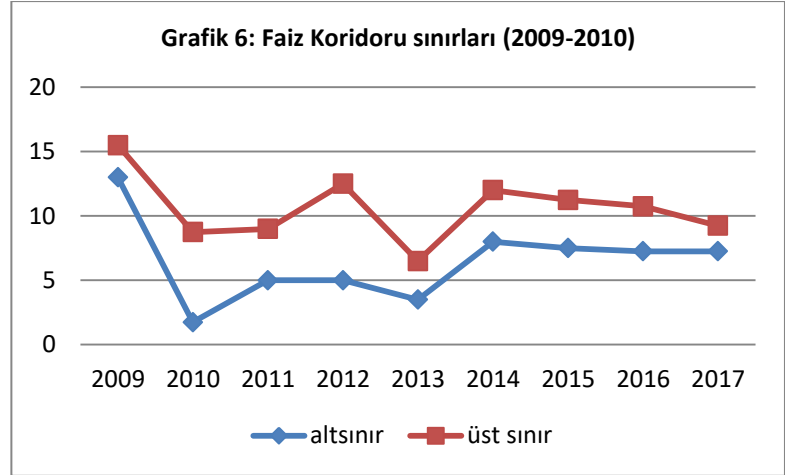
Bununla birlikte sahip olmuş olduğu esneklikten dolayı TCMB faiz koridorunu ekonomik gelişmelere bağlı olarak farklı yönlerde kullanabilmiştir. Örneğin Kasım 2010'dan Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin derinleştiği Ağustos 2011'e kadar Merkez Bankası kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflediği için yoğunlaşan kısa vadeli sermaye akımlarına karşı Merkez Bankası faiz koridorunu aşağı yönlü olarak genişletmiştir. Böylece gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması mümkün olabilmektedir. 2011 yılının ortalarından itibaren bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorunlarının derinleşmesine bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine Merkez Bankası politika araçlarını sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdeki tersi yönde kullanmaya başlamıştır. Yani, gecelik borç faizini yükseltmek suretiyle faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli faizlerin oynaklığını azaltmıştır. Böylece, faiz belirsizliği aktif bir politika aracı olarak kullanılıp sermaye hareketlerindeki çıkışın sınırlandırılması amaçlanmıştır (Kara, 2012: 16-17).

Benzer şekilde FED'in Mayıs 2013'te para politikasını normalleştirme yönünde aldığı kararlar daha sıkı bir para politikası izleme sinyali vermesinin yanında Türkiye'ye yönelik siyasi ve jeopolitik risklerin artmaya başlamasından dolayı sermaye çıkışlarında bir artış yaşanmıştır. Bu koşullar altında TCMB döviz satım ihalelerine ek olarak Temmuz 2014'ten itibaren faiz koridorunun alt ve üst sınırlarını artırarak sermaye çıkışlarını sınırlandırmaya çalışmaktadır.

Tablo 2. Faiz Koridoru Sınırları

Tarih	Alt sınır	Üst sınır
13.01.2009	13	15.5
17.12.2010	1.75	8.75
21.10.2011	5	9
20.02.2012	5	12.5
24.07.2013	3.5	6.5

18.07.2014	8	12
25.02.2015	7.5	11.25
25.03.2016	7.25	10.75
25.01.2017	7.25	9.25



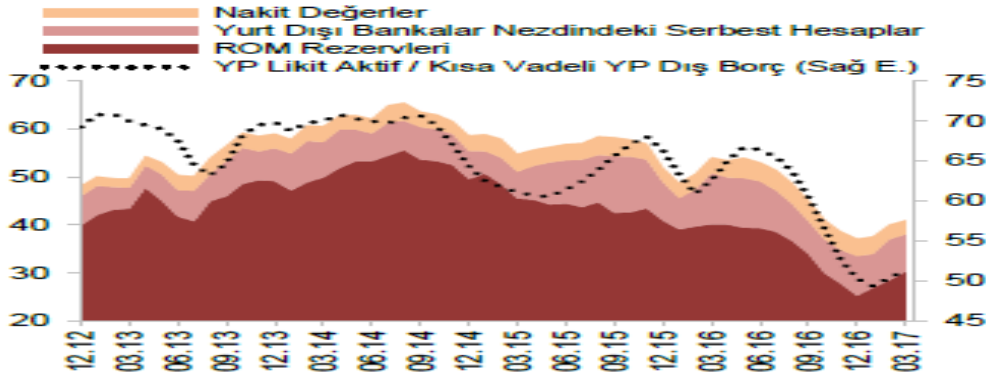
Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Yeni politika bileşiminde TCMB politika faiz oranlarını değiştirmeksizin gecelik piyasada oluşan faiz oranlarını ekonomik ve finansal gelişmelere bağlı olarak günlük frekansla da ayarlayabilmektedir. Bu bağlamda gelişmelerin enflasyon üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri engellemek amacıyla TCMB gerektiğinde Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS) yaparak faizlerin üst koridora yakın oluşmasını sağlayabilir. EPS’de sermaye çıkışlarının yoğun olarak yaşandığı bir ortamda Merkez Bankası miktar ihalesi yöntemiyle politika faizinden yapılan fonlamayı piyasanın ihtiyaç duyduğu miktardan daha az yapabilmektedir. Bu durum karşısında Merkez Bankası’ndan yeteri kadar fon sağlayamayan finansal kurumlar ise elindeki döviz satmak suretiyle fon ihtiyacını karşılamaya çalışacaklardır. Diğer taraftan kısa vadeli faiz oranlarında yaşanan artış sermaye çıkışlarını sınırlayacaktır. Böylece sermaye akımlarındaki oynaklıklardan dolayı ortaya çıkan kur oynaklıklarında da azalma olacaktır (Akçelik vd, 2012: 1-8 eps).

Yeni sistemde kullanılan bir başka araç da zorunlu karşılıklar ve bu çerçevede oluşturulan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)’dur. ROM, döviz rezervlerinin desteklenmesi ve sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki ters etkilerini sınırlandırma amacıyla ilk kez Eylül 2011’de kullanılmaya başlanmıştır. Bu anlamda ROM döviz kurundaki dalgalanmaları dengeleyen otomatik bir stabilizatör olarak düşünülmektedir (Değerli ve Fendoğlu, 2013: 2). Yeni bir para politikası aracı olmasından dolayı ROM kademeli bir şekilde inşa edilmiştir. Türk lirası zorunlu karşılıklar yerine döviz tutma imkanı üst sınırı ilk önce Eylül 2011’de % 10 olarak belirlenmiş, daha sonraki süreçte % 40, % 45 ve Ağustos 2012’de % 60 sınırına ulaşmıştır. Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde yabancı para kaynakların maliyeti düştüğü için (ABD faiz oranlarının düşük olmasından dolayı) bankalar zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını döviz olarak tutmayı tercih edeceklerdir. Böylece bankaların piyasadaki dövizin bir kısmını zorunlu karşılıkların tesisinde kullanması Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısını hafifletecektir. Bu açıdan bakıldığında ROM sterilize edilmemiş döviz alım ihalesine benzetilebilir. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise yabancı para kaynaklarının maliyeti görece olarak artmakta ve yurt dışı

fonlara ulaşım zorlaşmaktadır. Bu şartlar altında bankalar ihtiyaç duyduğu dövizin bir kısmını daha önce zorunlu karşılıklar çerçevesinde TCMB’de biriktirdiği rezervlerden karşılamak ve böylece ROM kullanım oranlarını azaltmak suretiyle elde etmeye çalışacaklardır. ROM kullanımının azaltılması zorunlu karşılıkların tesisinde daha fazla Türk lirasının kullanılmasını gerektireceğinden Türk lirasına olan talep artacaktır. Bu yönüyle ROM sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzemektedir. Diğer taraftan piyasada döviz likiditesine olan ihtiyacın artması durumunda TCMB rezerv opsiyonu katsayılarını düşürerek piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlayabilir. Böylece ROM hem Türk lirasının değer kaybetmesini sınırlandırmakta hem de döviz kurundaki dalgalanmaları yumuşatması beklenmektedir (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 3). Değerli ve Fendoğlu’nun çalışmasına göre (2013: 15), ROM’un uygulandığı dönem boyunca diğer gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kurlarıyla karşılaştırıldığında Türkiye’de döviz kurundaki dalgalanmaların daha çok azalacağı yönünde beklentilerin oluştuğu görülmektedir. Benzer şekilde Oduncu vd., çalışmalarında (2013: 16), ROM’un döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmada oldukça etkili bir politika aracı olduğunu tespit etmişlerdir.

Grafik 7. Bankaların YP Likit Aktif Tutarları.



Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2017.

Küresel sermaye akımlarının yönü ve gücüne göre değişen ROM rezervleri 2014 yılının ortalarına kadar artarken bu tarihten itibaren sermaye girişlerinin zayıflaması ile birlikte gerek yabancı para (YP) maliyetlerdeki artış gerekse döviz kuru oynaklığındaki artışa bağlı olarak azalmıştır (Grafik 6). ROM rezervlerinde yaşanan bu durumun YP aktifleri içinde tutulan nakit değerler ve yurt dışı bankalar nezdindeki serbest hesaplar gibi diğer kalemlerde de yaşanmaktadır.

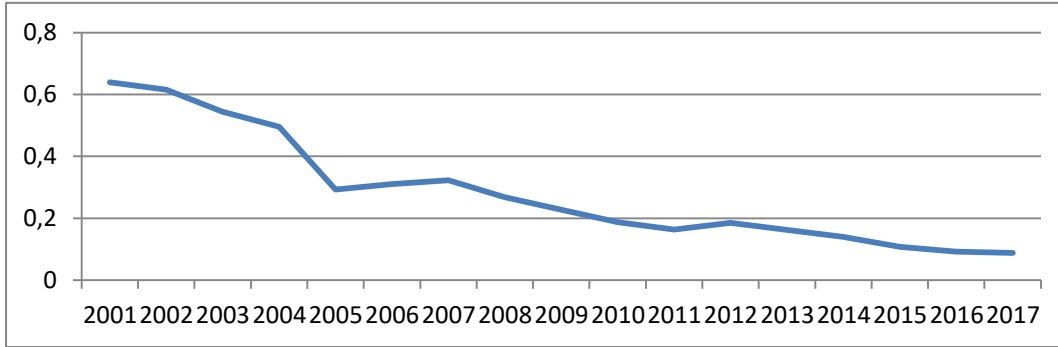
2.3. Türkiye İçin Dalgalanma Korkusu Endeksleri

Türkiye’de uygulanan para politikasının çerçevesi incelendiğinde ve para politikası uygulamalarına bakıldığında döviz kurundaki dalgalanmaları sınırlandırıcı politika davranışlarının sergilendiğini görmek mümkündür. Bununla birlikte Türkiye’de dalgalanma korkusunun olup olmadığını ortaya koymak için Hausmann vd.’nin kullandığı “uluslar arası rezervler/M2” oranı, “döviz kurundaki aşınma ve rezervlerin göreceli değişkenliği” (RVER) ve “döviz kurundaki aşınma ve faiz oranlarının göreceli değişkenliği” (RVEI) endekslerinin hesaplanması gerekmektedir. Bu bağlamda Türkiye’de

2002-2017 arası dönem için; uluslar arası rezervler/M2 oranı 0.28, RVER endeksi 0.9 ve RVEI endeksi ise 0.005 olarak gerçekleşmiştir.

Önceki bölümlerde anlattığımız nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkeler döviz kuru politikasını yürütebilmeleri için döviz kurunda dalgalanmalara izin vermek istemezler. Bu yüzden merkez bankaları döviz rezervleri biriktirerek dalgalanmalara müdahale ederler. Yalnız dalgalanma korkusunun bir ölçüsü tek başına uluslararası rezervlerin yüksek olması değil, uluslararası rezervlerin geniş tabanlı parasal büyüklüğe (M2) olan oranıdır. Hausmann vd.'ne göre bu oran gelişmiş ülkelerde 0.15, gelişmekte olan ülkelerde ise 0.38 civarındadır. Dolayısıyla Türkiye'de "uluslararası rezervler/M2" oranının 0.28 olması bu anlamda bir dalgalanma korkusunun olduğunu göstermektedir. Yalnız yıllık olarak bakıldığında rezervlerin M2'ye oranının giderek azalmaktadır. Bu durum M2'deki artışın uluslararası rezervlerdeki artıştan daha büyük olduğunu veya döviz kurundaki dalgalanmalara karşı uluslararası rezervlerin gittikçe daha yoğun bir şekilde kullanıldığını göstermektedir. Bu bağlamda uluslararası rezervlerde 2009'da %3, 2010'da %2, 2014'te %4 ve 2015'te %9 görülen azalma rezerv/M2 oranına da yansımaktadır (Grafik 8).

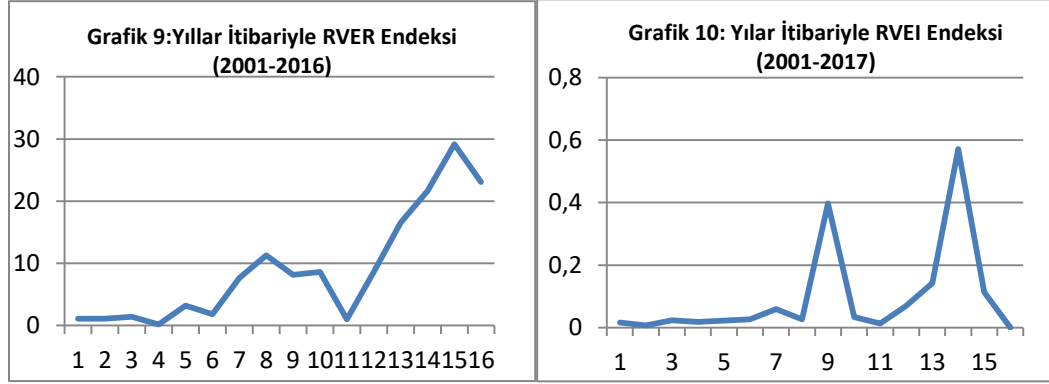
Grafik 8. Uluslararası Rezervler/ M2 (2001-2017).



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Döviz kurundaki aşınma ve rezervlerin göreceli değişkenliğini temsil eden RVER endeksinin 2002-2017 yılları arasında 0.9 çıkması bu dönemde döviz kurundaki dalgalanmalara karşı Merkez Bankası rezervlerinin etkin bir şekilde kullanıldığını göstermektedir. Bununla birlikte RVER endeksi yıllar itibariyle incelendiğinde bir dalgalanma görülse de genel olarak bir yükselişte olması dalgalanma korkusunun azaldığı anlamına gelmektedir. 2011 yılı ortalarında Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin derinleşmesi üzerine gelişmekte olan ülkelerde ve bu anlamda Türkiye'de sermaye çıkışlarının artması üzerine Merkez Bankası döviz kurundaki dalgalanmalara karşı rezervleri bir araç olarak kullanması RVER endeksinin değerini oldukça düşürmüştür. Aynı şekilde 2014 yılında Türkiye'de yaşanan siyasi gelişmeler ve jeopolitik olarak çatışma bölgelerine yakın olmasından dolayı artan sermaye çıkışlarını önlemek ve böylece döviz kurundaki dalgalanmaları minimize etmek için Merkez Bankası'nın uluslararası rezervleri kullanması RVER endeksinde düşüşe neden olmuştur.

Yukarıda bahsedilen gelişmeler RVEI endeksi üzerinde de aynı yönde etki yapmıştır. Bu yüzden RVEI ile RVER arasında bir paralellik görülmektedir (Grafik 9, Grafik 10).



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

SONUÇ

Fiyat istikrarının sağlanmasında uygulanan para politikası rejimlerinden biri döviz kuru hedeflemesidir. Bağımsız bir para politikasının uygulamamasından dolayı sermaye akımlarının serbest olduğu bir ortamda sabit döviz kuru uygulayan ülkelerin ekonomileri finansal krizlere açık olurlar. Nitekim sabit döviz kuru uygulayan ülkelerin birçoğu 1990’larda yaşadıkları finansal krizlerin ardında enflasyon hedeflemesi rejimini kabul etmişlerdir. Enflasyon hedeflemesinde döviz kuru için herhangi bir hedefin belirlenmesi veya taahhüt edilmesi söz konusu olamaz. Kısacası öncelikli amacı fiyat istikrarının sağlanması olan enflasyon hedeflemesinde kurlar prensip olarak dalgalanmaya bırakılır. Ne var ki enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde dalgalı döviz kuru aynı zamanda fiyat istikrarsızlığının bir sebebi de olabilmektedir. Zira döviz kurundaki dalgalanmalar sonuçta döviz kuru geçiş etkisiyle doğrudan ve dolaylı olarak yurt içi fiyatları etkileyecektir. Borçların dolarize edildiği bir ekonomide döviz kurundaki dalgalanmalar aynı zamanda finansal krizleri de tetiklerler. Bu yüzden döviz kuru geçiş etkisi ve borç dolarizasyonunun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesinin uygulanması oldukça zor olacaktır. Elbette ki tek alternatif enflasyon hedeflemesini terk etmek değildir. Uygulanacak optimal politikalardan biri fiyat istikrarı amacından vazgeçmeden enflasyon hedeflemesi altında döviz kurunu yönetmek yani döviz kuruna müdahale etmektir. Dalgalanan döviz kuru rejimi kabul eden ülkelerin bu şekilde döviz kuruna müdahale etmeleri “dalgalanma korkusu” olarak ifade edilmektedir.

Dalgalanma korkusu içinde olan merkez bankalarının en önemli özelliği yüksek döviz rezervlerine sahip olmalarıdır. Dalgalı döviz kuru uygulayan gelişmekte olan ülkeler bir maliyete katlanmak suretiyle biriktirdikleri döviz rezervlerini döviz kuru şoklarına karşı kullanarak dalgalanmanın negatif etkilerini minimize etmeyi amaçlamaktadırlar. Bu yüzden bu ülkelerde rezerv değişkenliği de yüksek olmaktadır. Döviz kuru dalgalanmalarına karşı kullanılan diğer bir enstrüman faiz oranıdır. Gelişmekte olan ülkelere faiz oranı değişkenliğinin de yüksek olması beklenir.

TCMB 1999’da uygulamaya koyduğu sabit döviz kurunu yaşanan finansal krizler sonucunda terk ederek 2002 yılında enflasyon hedeflemesi rejimini kabul etmiştir. 2002 yılından itibaren TCMB’nin döviz rezervleri ortalama olarak artarken sermaye akımlarının yönüne göre bir müdahale aracı olarak kullanılmıştır. Küresel finansal krizin ardından diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye de fiyat istikrarı ve finansal istikrarının sağlanmasında döviz kuruna merkezi bir rol vermiştir. Bu amaçla Kasım 2010 uygulamaya koyduğu yeni para politikası yaklaşımında döviz kurlarının iktisadi temellerinden kopuk bir şekilde dalgalanmasını önlemek için faiz koridoru, likidite yönetimi ve ROM’u yoğun bir şekilde kullanmıştır. Tüm bu para politikası uygulamaları TCMB’nin döviz kurundaki gelişmelere karşı çok duyarlı olduğunu, başka bir ifadeyle “dalgalanma korkusu” ile hareket ettiğini göstermektedir.

TCMB’nin dalgalanma korkusu oluşturulan endekslere de yansımaktadır. Zira Türkiye’nin yüksek olan rezerv/M2 oranı yüksek iken, RVER ve RVEI endeksleri oldukça düşük çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, Abhijit Banerjee (2000) “Currency Crises and Monetary Policy in a Economy with Credit Constraints” <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/ab.pdf> (Erişim: 07.08.2017)

Akbakay, Zeki, (2016) *Dünyada ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Diyarbakır: Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Akçelik, Yasin; Ergun Ermişoğlu, Arif Oduncu, Temel Taşkın (2012) “Ek Parasal Sıkılaştırma’nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 30/23.

Allen, Mark, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, Nouriel Roubini (2002) “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis”, *IMF Working Paper*, No.210.

Bacchetta, Philippe (2000) “Monetary Policy with Foreign Currency Debt”, *Working Paper*, Study Center Gerzensee, No. 00.03

Bağış, Bilal (2016) “Döviz Kuru Sistemleri”, içinde, (Ed.) N. Eroğlu, H. Dinçer, U.Hacıoğlu, *Uluslararası Finans: Teori ve Politika*, (359-406), Ankara: Orion Kitabevi.

Ball, Christopher P., Javier Reyes (2008), “Inflation Targeting or Fear Of Floating in Disguise? A Broader Perspective”, *Journal of Macroeconomics*, 30, s.308–326

Ball, Laurace (1999) “Policy Rules For Open Economies”, içinde, (Ed) John B. Taylor, *Monetary Policy Rules Monetary Policy Rules*, (127-156), University of Chicago Press.

Baqueiro, Armando, Alejandro Díaz de León and Alberto Torres (2003) BIS Papers No.19 s.338-355

Başçı, Erdem, Hakan Kara (2011) “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *TCMB Çalışma Tebliği*, NO: 11/08,

Blinder, Alan S.(1999) “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Built It?” NBER Working Paper No. 7161,

Calvo, Guillermo A. (2006) “Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, and Lender of Last Resort”, NBER Working Paper No. 12788.

Carranza, Luis, Jose E. Galdon-Sanchez, Javier Gomez-Biscarri (2009) “Exchange Rate and Inflation Dynamics in Dollarized Economies”, *Journal of Development Economics* 89, s.98-108.

- Cavoli, Tony (2009) “Is Fear of Floating Justified? The East Asia Experience”, *Journal of Policy Modeling*, 31, s.1-16
- Değerli, Ahmet Salih Fendoğlu, (2013) “Reserve Option Mechanism as a Stabilizing Policy Tool: Evidence from Exchange Rate Expectations”, *CBRT Working Paper*, No.13/28.
- Edwards, Sebastian (1992) “Exchange Rates As Nominal Anchor”, *NBER Working Paper*, No:4246.
- Edwards, Sebastian (2006) “The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited” *NBER Working Paper*, No.12163.
- Eichengreen vd.(2005) (sayfası yok)
- Eichengreen, Barry (2002) “Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?” *Banco Central Do Brasil Working Paper*, No.36, s.1-49
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann (1999) “Exchange Rates and Financial Fragility”, NBER Working Paper, 7418.
- Fisher, Stanley (2001) “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, *Journal of Economic Perspectives*, 15/(2), s.3-24
- Frankel, Jeffrey A. (2005) “Contractionary Currency Crashes In Developing Countries” NBER Working Paper No.11508.
- Gagnon, Joseph E., Janelhrig (2004) *International Journal of Finance and Economics*, 9, s.315-338.
- Goldfajn, Ilan, Gino Olivares (2001) “Can Flexible Exchange Rates Still “Work” in Financially Open Economies?”, *G-24 Discussion Paper*, No.8.
- Guillremo A. Calvo and Carmen M. Reinhart (2000) “Fear of Floating”, NBER Working Paper No.7993
- Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza, Ernesto Stein (2001a) “Why Do Countries Float The Way They Float?”, *Journal of Development Economics*, 66, s.387–414.
- Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza, Ernesto Stein (2001b) “Original Sin, Pass through, and Fear of Floating” <https://www.researchgate.net/publication/228692710> (Erişim: 20.08.2010).
- Hunt, Benjamin ve Peter Isard (2003) “Some Implication for Monetary Policy of Uncertain Exchange Rate Pass-Through” *IMF Working Paper*, No.25.
- IMF (2016) *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington.
- Jeanne, Oliver ve Dharles Wyplosz (2001) “International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough” *IMF Working Paper*, No.176.
- Kara, A. Hakan (2012) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği No:12/17
- Küçüksaraç, Doruk, Özgür Özel (2012) “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması” TCMB Çalışma Tebliği No:12/32.
- Levy Yeyati E., Federico Sturzeneger (2005) “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words” *European Economic Review* 49, s.1603 – 1635
- Lin, Shu (2010) “On the International Effects of Inflation Targeting”, *The Review of Economics and Statistics*, 92/(1), s.195-199
- Mishkin, Frederic S. (2004) “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?”, NBER Working Paper No. 10646.
- Nogueira Jr. Reginaldo P. Miguel A. León-Ledesma (2009) “Fear of Floating in Brazil: Did Inflation Targeting Matter?” *North American Journal of Economics and Finance*, 20, s.255–266

Oduncu, Arif, Yasin Akçelik, Ergun Ermişoğlu vd., (2013) “Reserve Options Mechanism and FX Volatility” CBRT Working Paper No:13/03.

Petursson, Thórarinn G. (2009) “Does Inflation Targeting Lead To Excessive Exchange Rate Volatility?” Central Bank of Iceland Working Paper, No.43.

Rose, Andrew K. (2006) “A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed” NBER Working Paper No.12711.

Schwartz, Anna J. (2000) “The Rise and Fall of Foreign Exchange Market Intervention as A Policy Tool” , NBER Working Paper No.7751.

Taylor, John B. (2000) “Low Inflation, Pass-Through, and The Pricing Power Of Firms”, *European Economic Review*, 44, s.1389-1408

TCMB, (2013) “Parasal Aktarım Mekanizması”, www. tcmb.gov.tr (Erişim: 15.07.2017)

TCMB, (2017) Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2017 sayı 24, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2017/Sayi+24/> (erişim: 21.08.2017).

Zulfiqar, Hyder, Sardar Shah (2004) “Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices in Pakistan”, State Bank Of Pakistan Working Paper No.5.