

AÇIK EKONOMİDE TRILEMMA

Yrd. Doç. Dr. Yılmaz AYDIN*

ÖZET

Açık ekonomide trilemma veya imkansız üçleme 1960'lı yıllarda Mundell ve Fleming tarafından yapılan çalışmalara dayanmaktadır. Trilemma hipotezi, bir ekonomide, sabit kur rejimi, serbest sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikasının birlikte uygulanamayacağını ifade eder. Kurlarda aşırı dalgalanma yabancı yatırımcılar açısından risk oluşturduğu için kur istikrarı yabancı yatırımları desteklemektedir. Sermaye hareketleri üzerinde kontrollerin kaldırılması yabancı sermaye girişini ve dolayısıyla etkin kaynak dağılımını sağlayacaktır. Bunların dışında, bağımsız para politikası diğer politika araçları ile birlikte politika yapıcıların ekonomik hedeflere ulaşmasında önemli uygulama olarak görülebilir. Söz konusu her üç hedef de potansiyel avantajlar sağlamaktadır; ancak trilemma yaklaşımına göre hükümetler bu üç hedeften sadece ikisini birlikte uygulayabilir. Başka bir deyişle hedeflerden birinden feragat edilmelidir. Bu çalışmanın amacı, trilemma kavramını, altın standardı, Bretton Woods sistemi ve Bretton Woods sonrası dönemde uygulanan farklı para sistemlerinde trilemma probleminin nasıl çözüldüğünü ve Türkiye ekonomisinde trilemma yapısını açıklamaktır.

Anahtar Kelimeler: Trilemma, para sistemleri, döviz kuru rejimi

TRILEMMA IN OPEN ECONOMIES

ABSTRACT

The trilemma or impossible trinity in open economies was introduced by Mundell and Fleming in the 1960s. The trilemma hypothesis asserts that an economy cannot simultaneously maintain a fixed exchange rate, free capital movement, and an independent monetary policy. A stable exchange rate supports foreign investments, because strong exchange rate volatility represents a risk for their returns. Unrestricted capital mobility is important to attract foreign investments and ensures optimal allocation of resources. Finally, with an independent monetary policy, policy makers are able to attend to domestic economic matters by additional instruments. Although all three of these goals are potentially beneficial for a country's economy, the macroeconomic trilemma implies that governments can only combine two of them. In other words one has to be given up. The purpose of the paper is to explain the trilemma concept and how this trilemma problem has been resolved under different monetary regimes; i.e., Gold Standard, Bretton Woods system and Post Bretton Woods period, and trilemma configuration of the Turkish economy.

Key Words: Trilemma, monetary systems, exchange rate regime

*Nişantaşı Üniversitesi İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi Ekonomi Bölümü

AÇIK EKONOMİDE TRILEMMA

Giriş

1970'li yıllarda başlayan finansal küreselleşme süreci, özellikle bilişim sektöründe ve telekomünikasyon alanındaki gelişmelerle birlikte ivme kazandı. Finans piyasalarının liberalleştirilmesi ile birlikte büyüme ve ekonomik refah artışı öngörülmekteydi. Ancak, öngörülen gelişme yaşanmamış, aksine 1990'lı yıllarda başta Asya ülkeleri olmak üzere, Latin Amerika ve bu arada Türkiye'de arka arkaya ekonomik krizler ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler farklı nedenlere dayanmış olsa da, bunların ortak özelliği mali piyasalardaki gelişmelerle ilgili olmasıdır. Başka bir deyişle, bu krizlerin ortaya çıkışı serbestleştirilen sermaye hareketleri ve döviz piyasaları eksenli olmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik istikrarsızlık ve krizler birçok tartışmayı da beraberinde getirmiştir. Bu anlamda, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, farklı kur rejimleri ve bağımsız para politikası uygulamaları ile istikrarsızlık arasında ilişkiler sorgulanmaktadır. Bu tartışmalar, 1960'lı yıllarda Nobel ödüllü iktisatçı Robert Mundell tarafından dikkat çekilen, dışa açık ekonomilerde “imkansız üçleme”, “üçlü açmaz” ya da “trilemma” olarak bilinen, iktisadi amaçların uyumsuzluğu ile yakından ilgilidir. Buna göre, açık bir ekonomide sermaye hareketleri, kur rejimleri ve bağımsız para politikası değişkenlerinden sadece ikisi aynı anda kontrol edilebilir. Bir ülke aynı anda sermaye hareketlerini serbestleştirme, kuru sabit tutma ve bağımsız para politikası uygulama imkanına sahip değildir. Bu noktada hangi amaçların öncelikli olduğu konusunda seçim yapmak önemli olmaktadır.

1. Trilemma: Temel Mekanizma

Makroekonomik trilemma kavramı, Mundell'in 1960'lı yıllarda yaptığı çalışmalara dayanmaktadır. Mundell, Neoklasik Sentezci Keynesyen iktisatçılar tarafından geliştirilen IS-LM modelini kullanarak döviz kuru rejimi tercihi ve sermaye hareketliliğinin gelir düzeyi ve para politikasını nasıl etkilediğini incelemiştir (Aizenman ve Ito, 2012: 2). Literatürde, sermaye hareketlerinin niteliği ve döviz kuru seçiminin para ve maliye politikalarının etkinliği açısından önemi, IS-LM modelinin dışa açık ekonomilere uygulanması ile incelenmektedir.

1960'lı yılların sonunda, Bretton Woods sisteminde yaşanan aksaklıklar nedeni ile döviz kuru tercihlerine ilişkin tartışmalar yaygınlaşmıştır. Bu tartışmaların temel argümanı, döviz kurlarındaki otomatik ayarlanma ile yıkıcı devalüasyonların önlenebileceğidir. Sermaye

hareketliliğinin döviz kuru rejimi tercihini hangi yönde etkileyeceği sorusu öne çıkmıştır. Mundell ve Fleming tarafından yapılan çalışmalar, sabit ve esnek döviz kurlarının istikrar politikalarının sürdürülmesinde oldukça farklı uygulamalar içermesi gerektiğini göstermişlerdir. Buna göre, sabit döviz kuru altında, parasal genişleme, faiz oranlarını düşürecek ve bu durum sermaye çıkışına neden olacaktır. Kur düzeyinin sabit kalması amacıyla gerçekleştirilen merkez bankasının müdahalesi sonucunda rezervlerdeki azalma, para arzında azalmaya yol açacaktır. Tam sermaye hareketliliği altında, parasal genişlemenin çıktı üzerinde etkisi olmayacaktır. Esnek döviz kuru sisteminde ise, parasal genişleme ile faiz oranlarının düşmesi sonucu başlayan sermaye çıkışı, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açması nedeni ile çıktı düzeyini arttıracaktır. Maliye politikası açısından ise durum tam tersidir. Literatürde geniş bir yer bulan Mundell-Fleming Modeli, genel olarak, sermaye hareketlerinin serbest olduğu varsayımı altında döviz kuru rejiminin, iktisat politikası araçlarının uygulanması ve sonuçlarını ne yönde etkilediği üzerinde yoğunlaşır (Yanar, 2008b: 44).

Başta Asya ülkeleri olmak üzere birçok ülkede yaşanan ekonomik krizler, dışa açık ekonomilerde iktisat politikaları uygulamalarının zorluğunu göstermiştir. Yaşanan krizler ve istikrarsızlıklar Mundell'in dikkat çektiği önemli konuyu tekrar gündeme getirmiştir (Dieter, 1999: 8). Buna göre, açık ekonomi makro politikalarının en önemli sorunlarından biri, arzu edilen politikalar arasında tercih yapma zorunluluğunun olmasıdır. Bu durum, açık ekonomide trilemma ya da "imkansız üçleme" ("impossible trinity") olarak bilinmektedir (Obstfeld vd., 2004: 1). Açık ekonomilerde trilemma, genel olarak iktisat politikaları amaçlarının uyumsuzluğunu ifade eder. Trilemma ya da imkansız üçleme, dışa açık ekonomilerde bağımsız para politikası, kur istikrarı ve sermaye hareketleri amaçlarından sadece ikisinin kontrol edilebileceği anlamına gelmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2000: 712). Başka bir deyişle arzu edilen bu üç hedefin birinden vazgeçilmelidir (Frankel, 1999: 7).

Trilemma hipotezi, bağımsız para politikası, istikrarlı bir kur rejimi ve sermaye hareketleri serbestliğinin açık ekonomiler için arzu edilen politikalar olduğunu varsaymaktadır. Para politikası, ulusal ekonomilerde istikrarsızlığa karşı uygulanan önemli bir araçtır. Maliye politikası ile kıyaslandığında daha kolay uygulanması, para politikasının birçok alanda daha etkili olduğu ve tercih edildiği anlamına gelmektedir. Bu anlamda, bağımsız para politikası, örneğin faiz oranlarının düşürülmesi ile birlikte durgunlukla mücadele ya da faiz oranlarını artırmak suretiyle enflasyonu önleme imkanı sağlamaktadır. İkinci olarak hükümetler, istikrarlı bir döviz kuruna sahip olmak isterler. İstikrarlı kur sistemi,

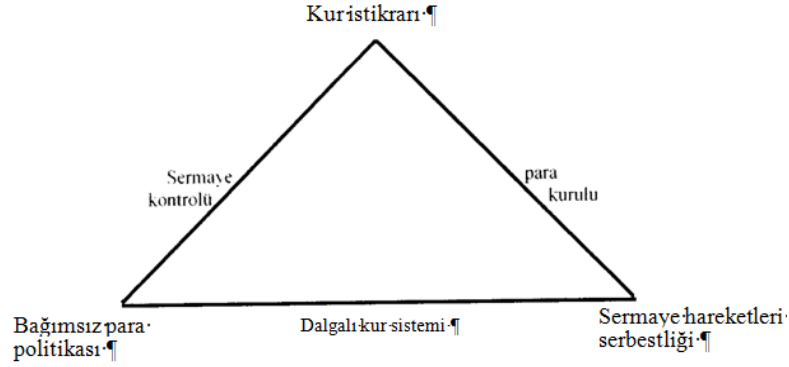
kur riskinin azalması, uluslararası ticarete insanların her şeyden önce daha az belirsizliklerle karşılaşması anlamına gelir. Ayrıca, döviz kurunun dalgalanması yabancı yatırımcıların gelirleri üzerinde belirli bir risk oluşturduğu için istikrarlı bir kur sistemi yabancı yatırımları destekleyecektir. Üçüncü olarak, bir ülke sermaye hareketlerini tümüyle serbest bırakmak isteyebilir. Böylece sermaye birikiminin yetersiz olduğu alanlarda yabancı yatırımların girişi önündeki engeller kaldırılarak kaynakların daha etkin kullanılması sağlanacaktır (Puckelwald, 2012: 6).

Ancak trilemma yaklaşımında açık ekonomide bu amaçlardan aynı anda en fazla ikisi gerçekleşebilir:

- döviz kuru istikrarı ve serbest sermaye hareketliliği tercih edilebilir, ama para politikası bağımsızlığından vazgeçilir (1)
- döviz kuru istikrarı ve bağımsız para politikası uygulanır, ama sermaye hareketleri kısıtlanır (2)
- sermaye hareketleri serbest bırakılır ve bağımsız para politikası uygulanır, ama kurun serbest dalgalanmasına izin verilir (3)

Birinci durumda, politika otoriteleri, para politikasıyla ulusal hedeflerini gerçekleştiremez. Örneğin, enflasyon oranını düşürmek için faiz oranlarının yükseltilmesi, sermaye girişlerini artıracaktır. Bu ise yerli para biriminin aşırı değerlenmesi yönünde bir baskı oluşturacaktır. Sabit kur sistemi ile uyumlu olmayan bir gelişme söz konusu olmaktadır. Yerli para biriminde aşırı değerlenmenin önlenmesi için politika otoriteleri sermaye hareketlerini kısıtlayabilir (2). Alternatif olarak, üçüncü seçenek tercih edilebilir; yani sabit kur uygulamasından vazgeçilir. Böyle bir durumda ise yerli para sermaye girişlerine tepki verecek ve aşırı değerlenecektir. Muhtemel uygulamalar arasında seçim yapılmak zorundadır (Durringer, 2009: 3).

Bu seçim, aşağıda şekil ile gösterilmektedir. Şekildeki üçgenin her köşesi, açık ekonomide iktisat politikası belirleyicilerinin amaçlarını göstermektedir (Krugman ve Obstfeld, 2000: 713).



Şekil 1: Krugman ve Obstfeld, 2000: 713.

Şekil 1’de de üçgenin köşelerinden sadece ikisinin seçilmesi, üçüncü köşede belirtilen başka bir amaçtan vazgeçilmesi anlamına gelmektedir. Üç amaçtan ikisinin tercih edilmesiyle, vazgeçilen üçüncü amaç üçgenin kenarlarında gösterilmektedir. Örneğin para politikası oluşturmada takdir haklarının olmasını ve kurlarda istikrarı öncelikli amaç olarak belirleyen hükümetler, sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçmelidir (sermaye kontrolü). Hükümetler bağımsız para politikası uygulaması ve sermaye hareketliliğinin tam serbest olmasını arzu edebilirler, bu durumda ise kur istikrarı amaçlarından feragat etmeleri gerekmektedir (dalgalı kur sistemi). Aynı şekilde bağımsız para politikası uygulaması amaçlarını terk etmek koşulu ile sabit kur rejimi ve tam sermaye hareketliliği uygulamasını gerçekleştirebilirler (para kurulu).

Ülkelerin hangi kombinasyonu seçecekleri, içinde buldukları koşullara göre değişecektir. Döviz kuru istikrarı önemli ise para politikası bağımsızlığı veya sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçilirken, sık sık reel şoklarla karşılaşılan bir ülkede para politikası bağımsızlığı veya dalgalı döviz kuru, şokların absorbe edilmesi açısından tercih önceliğine sahip olacaktır. Son yıllarda finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ile birlikte, sermayenin ülkelerarası hareketliliği artmıştır. Bu durumda, politika tercihi döviz kuru istikrarı veya bağımsız para politikası arasındaki seçime indirgenmiştir (Yanar, 2008b: 48-49).

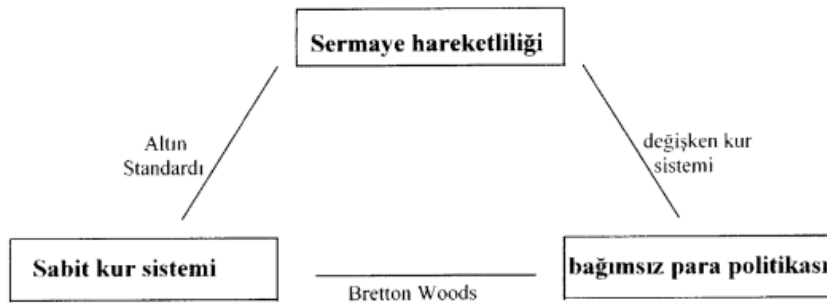
Aizenman, Chinn ve Ito trilemma konusunda yaptıkları ekonometrik analizlerde bağımsız para politikası, istikrarlı döviz kuru ve finansal entegrasyon arasındaki ilişkileri test etmişlerdir. Söz konusu çalışmalarda, bu değişkenler arasında doğrusal (linear) ilişki olduğu ve bunlar arasında değiş-tokuşun (trade-off) varlığı gösterilmiştir. Bir başka deyişle ülkelerin trilemma olgusu ile karşı karşıya olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, trilemma

değişkenlerinden birinde meydana gelen bir değişiklik diğer iki değişkende hipoteze uygun değişme yaratmaktadır (Aizenman vd., 2008: 34-35). Benzer şekilde Durringer, Obstfeld, Taylor ve Shambaugh yaptıkları ekonometrik çalışmalarda trilemma hipotezini doğrulayan sonuçlara ulaşmışlardır (Durringer, 1999; Obstfeld vd., 2004). Bunların dışında Herwartz ve Roestel tarafından yapılan çalışmada da genel olarak trilemma hipotezinin desteklendiği görülmektedir. Ancak bu sonuçlara karşın hipotezin sorgulandığı ve teyit edilmediği farklı araştırmalar da mevcuttur (Puckelwald, 2012: 11-12).

Obstfeld ve Taylor tarafından yapılan çalışmada da belirtildiği gibi kurumsal ve sosyo-politik faktörlerin söz konusu olması nedeniyle trilemma ile ilgili analizler ancak yakınsamalı açıklamalar (proximate explanation) olarak ele alınmalıdır (Obstfeld ve Taylor, 2005: 32). Örneğin, sermaye hareketliliğinin tamamen sınırsız olması, uygulamada teorideki gibi mümkün olmamaktadır.

2. Trilemma: Tarihsel Bakış

Tarihsel olarak bakıldığında, iktisat politikası belirleyicilerinin 100 yıldan daha uzun süredir trilemma problemi ile karşı karşıya oldukları görülmektedir. Politika belirleyicileri, belirtilen dönem boyunca kurlarda istikrarı sağlamak için sabit kur sistemi uygulama isteği, kaynak dağılımının etkinliğini sağlamak için serbest sermaye hareketliliği ve ulusal iktisadi amaçları gerçekleştirmek amacıyla bağımsız para politikası uygulama arzusu arasında sürekli seçim yapmak zorunda kalmışlardır (Basu ve Taylor, 1999: 63). Trilemma hipotezi tarihsel olarak incelenirken, literatürde genellikle altın standardı, Bretton Woods Sistemi ve sonrası dönemler arasında ayırım yapılmakta ve karşılaştırılmaktadır (Obstfeld vd., 2004).



Şekil 2: Rodrik, 2000: 181.

1870’li yıllardan 1914 yılına kadar gelişmiş ekonomilerde ülkeler para birimlerini

standart olarak altına bağlamışlardır. Her ülke ulusal parasını altına bağlayınca tüm ulusal paralar otomatik biçimde sabit kurlarla birbirlerine bağlanmıştı (Seyidoğlu, 2003: 525). Birinci Dünya Savaşı'nın başlangıcına kadar uygulanan altın standardı döneminde trilemma problemi, sabit kur sistemi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi tercih edilerek çözülmüştür (Basu ve Taylor, 1999: 63). Şekil 2'de görülen, arzu edilen üç uygulamadan bu ikisinin seçilmesi, para politikaları araçlarının etkin olmaması anlamına gelmektedir. Başka bir ifadeyle altın standardı döneminde ülkeler tercihlerini sabit kur sistemi ve tam sermaye serbestliği yönünde kullanarak, ulusal amaçları gerçekleştirme yönünde bağımsız para politikalarından taviz vermişler ve böylece faiz oranlarının dünya piyasaları tarafından belirlenmesine izin vermişlerdir (Rodrik, 2000: 180).

1931 yılında Avusturya'nın en büyük bankası Credit Anstalt iflasın eşiğine gelmişti. Avusturya hükümeti bu duruma genişlemeci para politikası ile müdahale etti. Uygulanan politika sermaye çıkışına yol açmış ve Avusturya'nın döviz ve altın rezervleri azalmıştı. Sorunun çözümü, altın standardı uygulamasına son verilmesi ve döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması olabilirdi. Ancak bu uygulama önemli sorunları beraberinde getirebilirdi: Değer kaybeden Şilin, bir taraftan, yabancı para birimi ile ödenecek dış borçların yükselmesi anlamına gelirken, diğer taraftan ülkenin güvenilirliğini kaybetmesine neden olabilir ve henüz hafızalardan silinmemiş hiperenflasyon tehlikesini beraberinde getirebilirdi. Bu nedenle Avusturya tercihini sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması yönünde kullandı (Krugman, 1998).

Açık sermaye piyasası ile sabit döviz kuru sayesinde varlığını sürdürebilen ve bağımsız bir para politikası izlenmesinin önemsenmediği altın standardı, iki savaş arası dönemde yıkılmıştır. Çünkü bu dönemde para politikası tam istihdamı sağlamak amacıyla kullanılmıştır. İki savaş arasında kısa ömürlü buhran döneminin ardından Bretton Woods Sistemi'ne geçilmişti. Bretton Woods sisteminde, trilemma problemi iki şekilde çözülebilirdi: Birincisi sermaye hareketi serbestliği tercih edilebilir ve para politikasından vazgeçilir. İkincisi para politikası bağımsızlığı tercih edilir sermaye hareketleri serbestliğinden feragat edilebilirdi. Bu dönemde, sabit kur sistemi ve bağımsız para politikası, şekil 2'de üst kısımda yer alan sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçilerek uygulanan politika olmuştur (Basu ve Taylor, 1999: 63). Para politikası ile yatırım ve istihdam düzeyi kontrol edilirken kur politikası ile de dış ticaret kontrol edilecekti. 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran ve ardından ortaya çıkan Keynesyen paradigma bu seçim için gerekli ortamı hazırlamış görünmektedir.

Durringer, trilemma yapısının ve ekonomik koşulların krizler ve para sistemlerinin

başarısızlığı konusundaki rolüne vurgu yapmaktadır. Bu bağlamda, küreselleşme sürecinin gelişmesi sermaye hareketleri üzerinde kontrollerin kaldırılmasını gerektirdiği için Bretton Woods sistemi sürdürülemezdi. 1960'lı yılların ikinci yarısından itibaren sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yönündeki baskıların artması karşısında Bretton Woods sistemi savunulamaz hale gelmişti (Durringer, 2009: 4). Sermaye hareketlerinin kısıtlanmasındaki güçlükler nedeniyle sona eren Bretton Woods döneminin ardından, 1970'li yıllarda gelişmiş ülkelerin çoğu sabit kur rejimi uygulamasına son verdi. Trilemma sorununda amaçlardan birinden vazgeçildiği için sermaye hareketleri serbestliği tekrar uygulanabilirdi. Böylece ülkeler çoğunlukla bağımsız para politikası ile sermaye hareketleri serbestliği yönünde tercihlerini yapmışlardır (Obstfeld, 1998: 17). Genel bir eğilim olarak değişken kur sisteminin uygulanmaya başlanması ve sermaye piyasalarının hızla liberalleşmesi para politikası araçlarının etkin biçimde kullanılmasına olanak sağlamıştır. Ancak farklı ülkelerin farklı stratejiler uyguladığı görülmektedir. Örneğin, ABD, para politikası tercihi ile kurların dalgalanmasına izin verirken, Çin Halk Cumhuriyeti, döviz kuru düzeyini düşük tutabilmek ve bağımsız para politikasını gerçekleştirmek amacıyla uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlamıştır. Yeni bir sistemin uygulanmadığı bu dönemde politika otoritelerinin trilemma bileşenlerinin her üçünün avantajlarından yararlanmak istemeleri Asya krizi başta olmak üzere finansal krizlerin başlıca açıklaması olarak görülmektedir (Puckelwald, 2012: 13).

Altın standardı ve Bretton Woods dönemine kıyasla trilemma politikasında optimal çözümün, ülkeler arasında da farklılıklar göstermesi son dönemin ayırt edici özelliğidir. Uluslararası para birliğinin sözkonusu olmadığı bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin uluslararası iktisadi şoklar karşısında daha kırılğan hale gelmeleri, optimal trilemma politikasının bu ülkeler açısından önemini daha da arttırmıştır. 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere trilemma stratejisi daha ziyade sermaye hareketleri kısıtlaması, sabit kur ve bağımsız para politikası şeklinde uygulanmaktaydı. Sonraki yıllarda ise finansal entegrasyonun geliştiği görülmektedir. 1970 ve 2006 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere eğilim olarak “ara bölge” (“middle ground”) olarak da adlandırılan çözüm bulunmuştu. Buna göre, kontrollü döviz kuru esnekliği ile birlikte kısmi finansal entegrasyon ve para politikasının kısmen etkili olduğu bir strateji ön plana çıkmıştı. Buna karşılık gelişmiş ülkeler, genel eğilim olarak, para politikasının bağımsızlığını sınırlandırırken, sermaye hareketliliğinin önemli oranda serbestleşmesini ve kur istikrarının sağlanmasını tercih etmişlerdir (Puckelwald, 2012: 14).

Finansal entegrasyondaki yaşanan gelişmelerle birlikte döviz kuru konusunda yapılan

tercihler önem kazanmıştır. Sermaye hareketliliğinin tam olduğu durumda ülkeler ya tam sabit ya da dalgalı döviz kurunu tercih etmek durumundadırlar. Ara rejim uygulamaları mümkün değildir. Kutuplaşma (bipolarization) veya köşe çözümü (corner solution) olarak adlandırılan bu durum sermaye hareketlerindeki gelişmenin bir sonucu olarak görülmektedir. (Yanar, 2008a: 167). Avrupa para sisteminde ortaya çıkan 1992 krizi sonrasında, sabit-ayarlanabilir sistemin devam ettirilemeyeceği üzerinde geliştirilen kutuplaşma hipotezi, daha çok 1990 sonrası yaşanan döviz kuru krizlerinden hareket eder. Kutuplaşma hipotezine göre, ara rejimler, sermaye hareketliliğinin çoğaldığı günümüzde, spekülatif ataklar karşısında devamlılık sağlayamazlar. Nitekim 1990 sonrası Meksika, Güneydoğu Asya, Rusya, Türkiye’de yaşanan krizler, bunun bir göstergesidir. Katı sabit ve dalgalı döviz kuru rejimlerinde ise, devalüasyon beklentisi ortadan kalktığından, spekülatif atakların oluşması mümkün değildir. Bu nedenle, ülkeler kriz eğiliminin çok yüksek olduğu ara rejim tercihinden vazgeçerek, dolarizasyon ve para kurulu gibi katı sabit veya dalgalı döviz kuru rejimini tercih edeceklerdir. Bu durum sadece gelişmiş ülkeler için değil, gelişmekte olan ülkeler açısından da geçerlidir. Sermaye hareketlerinin artması, sabit-ayarlanabilir döviz kuru gibi ara rejimlerin kriz eğilimini artırdığı için kur rejimi, katı sabit diye adlandırılan ortak para, dolarizasyon veya para kurulu ile serbest dalgalı kur rejimlerinden biri tercih edilecektir. Gelişmiş ülkelere bakıldığında kutuplaşma yaklaşımının doğru olduğu gözlemlenirken, gelişmekte olan ülkelerde gizli veya açık ara rejimlerin hala devam ettiği görülmektedir (Yanar, 2008b: 49-51).

Özetle, altın standardı döneminden itibaren farklı uluslararası para sistemleri söz konusu üç politika amaçlarından ikisinin farklı kombinasyonlarını uygulamışlardır. Altın standardı döneminde sermaye hareketleri serbestliği tercih edilirken Bretton Woods sisteminde para politikasının bağımsızlığı ve kur istikrarı için uluslararası sermaye hareketlerinden vazgeçilmiştir. Son dönemde ise farklı uygulamalar gözlenmekle birlikte, genel eğilim sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması olmuştur (Ito ve Kawai, 2012: 6).

3. Türkiye’de Trilemma

Türkiye, uzun yıllar sermaye hareketlerini denetim altında tutmuş ve tercihini sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası yönünde kullanmıştır. Sermaye hareketlerini serbest bırakırken dalgalı döviz kuru rejimi ve bağımsız para politikası uygulamasına geçmiştir. Bugünkü uygulama sermaye hareketlerinin serbestliğine, dalgalı döviz kuruna ve bağımsız

para politikasına dayalı modeldir (Eğilmez, 2013).

Türkiye’de 1980 öncesinde sabit kur sistemi ve bağımsız para politikası tercih edilmiştir. Kurlar, genelde TL'nin aşırı değerli olması şeklinde ayarlanıyor ve para politikası ile de faizler bastırılıyordu. Geriye kalan üçüncü amaç, sermaye hareketlerinin serbestliği kısıtlanmak zorundaydı. TL'nin aşırı değerli ve faizlerin bastırıldığı böyle bir durumda sermaye hareketleri serbest olsa, tasarrufun tümü yurt dışına gideceği için, sermaye hareketleri kontrol edilmek zorundadır. Başka bir deyişle, döviz kuru düzeyi ve faiz oranı kontrol edildiğinde sermaye hareketleri kontrolü kaçınılmaz olmaktadır. Sabit kur sisteminin uygulandığı dönemde zaman zaman örneğin 1946, 1958, 1970’lerin başı ve sonlarında idari kararlarla kur ayarlaması yapılmıştı. Ancak uygulanan kur politikası genelde TL’nin aşırı değerli olması yönündeydi. Özellikle 1970’li yıllarda yüksek enflasyon oranları TL’nin aşırı değerlenmesinde önemli bir etkendi. Bu nedenle, petrol krizi ve Kıbrıs sorunun da etkisiyle döviz girişi sınırlı kalmakta ve dış ticaret olumsuz etkilenmekteydi. Diğer taraftan sanayileşmenin finansmanı amacıyla faiz düzeyi düşük tutulduğu için bankalardaki TL cinsinden mevduatlarda negatif reel faiz getirisi tasarruf sahiplerinin, birikimini banka mevduatında tutan kişilerin mağdur olması anlamına geliyordu. Bu şartlar altında kambiyo rejimi serbest olsaydı eldeki tasarrufun yurtdışına yönelmesi kaçınılmaz olacaktı. Dolayısıyla Türk Parasını Koruma Kanunu çerçevesinde ülkenin hudutlarına duvar örülüyor, döviz tutmak yasaklanıyor, yani mecburen kambiyo rejimi sınırlayıcı oluyordu. Kur ve faiz bastırılınca kambiyo rejimi yasaklayıcı olmak zorundaydı (Gökçe, 2003).

1980’li yıllar, özellikle 1980-1988 arası Türkiye’de liberal ekonomiye geçiş dönemidir. Bu dönemde döviz kuru işlemleri üzerindeki kontroller tedrici olarak kaldırılmıştır. Ancak sermaye hareketleri sınırlamaları sürdürdüğü için Türkiye’nin bağlı kur rejimini (pegged exchange rate regime) ve faiz oranlarını birlikte belirleyebilmesi mümkün olmuştur. Geçiş döneminin sonunda, 1989 yılında TL’nin tam konvertibilitesinin ilan edilmesiyle birlikte Türkiye kambiyo işlemleri üzerindeki kontrolleri tümüyle kaldırmıştır. Türkiye ekonomisinin trilemma değiş-tokuşu (trade-off) ile 1989 yılında, TL’nin konvertibilitesi ve sermaye hareketleri üzerinde kontrolün tamamen kaldırılmasıyla birlikte karşı karşıya kaldığı söylenebilir. Bu dönemde, finansal serbestleşmeden kaynaklı kırılganlık, önemli ölçüde cari işlemler açığı ve kamu bütçesi açıkları nedeniyle 1994 ve 2001 yıllarında iki önemli döviz kuru krizi yaşanmıştır. Birinci krizde yaklaşık yüzde 40 ve ikinci krizde ise yüzde 100’e yakın devalüasyon gerçekleşmişti. 2001 yılında yaşanan krizle birlikte Türkiye ekonomisi trilemma yaklaşımında strateji

değiştirmek zorunda kalmıştır. 2001 öncesi dönemde kur istikrarı tercih edilirken, sonrasında döviz kuru dalgalanmaya bırakılmış ve para politikası bağımsızlığı temel politika olmuştur (Cortuk ve Singh, 2011: 6-7).

1990'lı yıllarda sermaye hareketleri serbestliği altında kur istikrarı tercih edilirken bağımsız para politikası hedefinden vazgeçilmişti. Bu dönemde, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi ile beraber Türk Lirası talebinin düşmesi paranın dolaşım hızının düşmesine yol açmış, bu da enflasyonu arttırarak faizleri yükseltmiştir. Kötü makro ekonomik ortam nedeniyle kamu açıklarının artması ve bu açıkların finansmanı için bilhassa 1994'ten sonra Merkez Bankası'nın iç ve dış borca yönelmesi faizleri yükselten başka bir etken olmuştur. Bu şartlar altında faizler bu derece yüksek olmasaydı sermaye kaçışı meydana gelecek, döviz fiyatı aşırı yükselerek, para arzında bir daralma yaşanacak ve faizler daha da yükselecekti. Yaşanan gelişmeler trilemma hipotezini doğrulamıştır. 1994 yılında hükümetin faizleri kontrol etmeye, yani para basarak faizleri düşürmeye çalışması krize neden olmuştur. Trilemma hipotezinin öngördüğü gibi bu koşullarda dalgalanmaya açık tek değişken döviz kurları olduğu için döviz fiyatları büyük ölçüde artmıştı (Süslü, 2001). Kambiyo serbestisi uygulanırken döviz kurları kontrol altında tutulduğunda kontrol edilemeyecek olan değişken faizlerdi. Aynı anda döviz kuru kontrolü ve kambiyo serbestisi isteyen politika otoriteleri faizleri serbest bırakmak zorundadır. Başka bir deyişle, imkansız üçlünün sadece ikisini kontrol edilebilirdi (Gökçe, 2000).

1999 yılına gelindiğinde yüksek kronik enflasyon, yıkılmış bir kamu maliyesi Türkiye'yi krizin eşğine getirmişti. Bu ortamda Türkiye ya kaosa girecekti, ya da stabilizasyona. Stabilizasyon sağlandı. Ancak eksi reel büyüme, aşırı yüksek reel faiz olan bir ülkede enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası uygulanamazdı, bu nedenle de mahzurları bilinen kur çapası uygulanmaya konmak zorunda kaldı. Programın esası, kurun kontrol edilmesi ve kambiyo rejiminin serbest kalmasıydı. Böylece iki kontrol kullanılmıştı. O zaman faizler piyasanın insafına kalmıştı, hükümetin kontrolünde değildi. İyimserlik gelirse faiz düşecekti, kötümserlikte ise faiz yükselecekti. Önce iyimserlik geldi faizler düştü. Ama sonra kötümserlik geldi. Hükümet içinde özelleştirme, Telekom satışları vb. konularda yaşanan tartışmalar, faizlerin hızla yükselmesine yol açmıştı. 2001 krizi sonrası bir daha kriz yaşamamak ve faizi düşürebilmek için dalgalı kur rejimine geçilmiştir (Gökçe, 2003). Böylece dalgalı kur rejimi ve kısa süre sonra, 2002'de ilan edilen enflasyon hedeflemesiyle birlikte TCMB fiyat istikrarının sağlanmasında etkin olmaya ve bağımsız para politikası uygulamaya başlamıştır (Akçelik, 2012: 3). Faizler, piyasada oluşmakla birlikte TCMB'nin

kendi faizlerini belirleyerek, zorunlu karşılık oranlarını ya da içeriğini değiştirerek yönlendirmesiyle biçimlenmektedir. Bu ise para politikasının bağımsızlığının göstergesidir (Eğilmez, 2013).

Türkiye’de serbest kur rejimi uygulanmakla birlikte TCMB, kurlardaki aşırı dalgalanmalar karşısında döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bir taraftan enflasyonu kontrol etmeye yönelik para politikası uygulanırken diğer taraftan zaman zaman kurlardaki dalgalanmalar karşısında döviz alımları yapılmaktadır. Bu bağlamda rezervlerin trilemma çözümümde önemli rol oynadığı görülmektedir. Türkiye’de rezervlerin, trilemma değiş-tokuşu (tradeoffs) üzerinde olumlu etkileri söz konusudur. Buna göre, rezervlerin GSYİH’ya oranı arttığında para politikası, kur istikrarı ve sermaye hareketleri arasındaki politika değiş-tokuşunun (tradeoffs) öneminin azaldığı (mitigate) görülmektedir (Akçelik, 2012: 12).

Özetlemek gerekirse, trilemma yaklaşımına göre, Türkiye’de sermaye hareketlerinin kısıtlı olduğu 1989 dönemi öncesi sabit kur rejimi ve bağımsız para politikası uygulanırken, sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bu tarihten itibaren sabit kur rejimi tercih edilmiştir. Ancak 2000 yılında yaşanan istikrarsızlıklar, özellikle yüksek faiz ve yüksek enflasyon gibi olgular bağımsız para politikası uygulamasını gerektirdiği için 2001 yılında sabit kur sisteminden vazgeçilmiştir.

Sonuç

Mundell-Fleming modeline dayanan açık ekonomide trilemma hipotezi 1990’lı yılların sonuna doğru geliştirilmiştir. Trilemma hipotezinin geliştirilmesinde sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve bunun sonucunda 1990’lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin açıklanmasına yönelik tartışmalar önemli rol oynamıştır.

Bretton Woods döneminde, sermaye hareketleri üzerine getirilen kontroller ülkelerin bağımsız faiz ve döviz kuru politikaları uygulamalarına olanak tanımaktaydı. Altın Çağ olarak da adlandırılan bu dönemin başlarında faiz politikası yatırım düzeyinin ve döviz kuru politikası da ihracatın artması yönünde sorunsuzca uygulanabilmiştir. Ancak küreselleşme sürecinin hız kazanması ile birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, para politikasının ve kur düzeyinin belirlenmesi arasında tercih yapma zorunluğunu beraberinde getirmiştir. Sermaye piyasalarının liberalleşmesiyle birlikte ortaya çıkan krizlerin çoğunlukla döviz piyasası kaynaklı olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi tasarrufların düşüklüğü nedeniyle yabancı sermaye

girişlerine bağlı kalkınma arayışları, faiz ve kur politikalarının birinden vazgeçme zorunluluğunu doğurmuştur. Türkiye'nin de aralarında bulunduğu ülkelerde yaşanan finansal krizler, çoğunlukla spekülatif özellikler taşıyan ve ulusal tasarrufların yerine geçme eğilimi gösteren kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı tahribatla açıklanmaktadır. Türkiye'de belirli bir süre sabit kur tercih edildikten sonra 2001 yılında yaşanan krizin ardından bağımsız para politikası uygulamak için döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide sabit kur sisteminin sürdürülmesi merkez bankasının yeterli miktarda rezerve sahip olmasını gerektirdiği için trilemma problemi kurun dalgalanmaya bırakılması ile çözülmüştür.

Sonuç olarak trilemma ya da üçlü açmaz bir yönüyle nasıl bir kalkınma modelinin benimsendiğiyle de ilgilidir. 1980 öncesi dönemde Türkiye'de olduğu gibi yurtiçi tasarruflara bağlı kalkınma modeli benimsendiğinde kur ve faiz kontrol edilirken yabancı sermayeye bağlı kalkınma modelinde ise bu iki hedefin birinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Bu anlamda, günümüzde Türkiye'de tercih edilen dalgalı kur rejimi, 1980'li yıllarda başlayan yabancı sermaye girişine bağımlı kalkınma modelinin sonucudur.

KAYNAKÇA

- AKCELİK, Y., O. ÇÖRTÜK and I.M. TURHAN, 2012. "Mitigating Turkey's Trilemma Tradeoffs", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Working Paper, No: 12/29.
- AIZENMAN, J., M.D. CHINN and H. ITO, 2008. "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time", NBER Working Paper, No: 14533, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w14533>, indirme tarihi: 16 Ocak 2013.
- AIZENMAN, j. and H. ITO, 2012. "Trilemma policy convergence patterns and output Volatility", NBER Working Paper, No: 17806, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w17806>, indirme tarihi: 12 Ocak 2013.
- BASU, S. and A.M. TAYLOR, 1999. "Business Cycle in International Historical Perspective", The Journal Of Economic Perspectives, Vol. 13, No: 2, 45-68.
- CORTUK, O. and N. SINGH, 2011. "Turkey's trilemma trade-offs: is there a role for reserves", MPRA Paper No. 33887, posted 5. October 2012, (çevrimiçi) <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/33887/>, indirme tarihi: 12 Ocak 2013.
- DIETER, H., 1999. "Die Globalen Währungs- und Finanzmärkte nach der Asienkrise: Reformbedarf und Politische Hemmnisse", INEF Report, (çevrimiçi) <http://duepublico.uni-duisburg-essen.de/servlets/DerivateServlet/Derivate-29345/report41.pdf>, indirme tarihi: 15 Nisan 2013.
- DURRINGER, F., 2009. "The Trilemma: An Empirical Assessment over 35 years since the 1970s", Global COE Hi-Stat Discussion Paper Series, No: 69, (çevrimiçi) <http://gcoe.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2008/pdf/gd09-069.pdf>, indirme tarihi: 15 Nisan 2013.
- EĞİLMEZ, M. 2013. "İmkansız Üçleme ya da Üçlü Açmaz", Kendime Yazılar, 5 Mart 2013, (çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/imkansuz-ucleme-ya-da-uclu-acmaz.html>, indirme tarihi: 22 Nisan 2013.
- FRANKEL, J.A. 1999, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times", NBER Working Paper, No: 7338, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w7338>, indirme tarihi: 17 Nisan 2013.
- GÖKÇE, D., 2000. "Trilemma Kurbanları", Akşam Gazetesi, 13 Ocak 2000.
- GÖKÇE, D., 2003. "1994 yılını hatırlayan var mı?", Akşam Gazetesi, 02 Haziran 2003.
- ITO, H. and M. KAWAI, 2012. "New Measures of the Trilemma Hypothesis: Implications for Asia", ADBI Working Paper Series, No. 381, (çevrimiçi) <http://web.pdx.edu/~ito/ADBIWP381.pdf>, indirme tarihi: 8 Nisan 2013.

- KRUGMAN, P.R., 1998. "Von der Schwierigkeit, die Nachfrage zu stärken", Berliner Zeitung, 12.12.1998, (çevrimiçi) <http://www.berliner-zeitung.de/archiv/von-paul-krugman-von-der-schwierigkeit--die-nachfrage-zu-staerken,10810590,9523386.html>, indirme tarihi: 28 Ocak 2013.
- KRUGMAN, P.R. and M. OBSTFELD, 2000. "International Economics: Theory and Policy", 5th ed., Pearson Education Asia, Delhi.
- OBSTFELD, M., 1998. "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" The Journal Of Economic Perspectives, Vol. 12, No: 4, 9-30.
- OBSTFELD M., J.C. SHAMBAUGH and A.M. TAYLOR, 2004. "The Trilemma in History: Tradesoff Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", Working Paper 10396, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w10396>, indirme tarihi: 18 Nisan 2013.
- OBSTFELD M. and A.M. TAYLOR, 2005. "Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth", Cambridge University Press, Cambridge.
- PUCKELWALD, J., 2012. "The influence of the macroeconomic trilemma on monetary policy – a functional coefficient approach for the Taylor rule", Diplomarbeit, University of Kiel, (çevrimiçi) http://www.boeckler.de/pdf/v_2012_10_25_puckelwald.pdf, indirme tarihi: 11 Nisan 2013.
- RODRIK, D., 2000. "How Far Will International Economic Integration Go?", The Journal Of Economic Perspectives, Vol. 14, No: 1, 177-186.
- SEYİDOĞLU, H., 2003. "Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama", 15. bs., Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- SÜSLÜ, B. 2001. "Türkiye'de 1990 Sonrası İzlenen Faiz Politikası", Muğla Üniversitesi SBE Dergisi, Bahar 2001, Sayı: 3.
- YANAR, R., 2008a. "Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi: Yerel Sorunlara Global Çözümler", Sosyoekonomi Dergisi, Temmuz-Aralık, 2008-2, 161-178.
- YANAR, R., 2008b. "Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi ve Makroekonomik Performans", Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Adana.