



Araştırma Makalesi • Research Article

1-3 Kasım 2019 tarihleri arasında Aydın'da düzenlenen III. Uluslararası EUREFE Kongresi için Özel Sayı
[Special Issue on 3rd International EUREFE Congress, November 1-3, 2019, Aydın, Turkey]

Döviz Kuru Geçişkenliği ve Merkez Bankası Politikaları*

Exchange Rate Pass-Through and Central Bank Policies

Özcan Karahan^{a,**}, Ali Selçuk Gencür^b

^a Prof. Dr., Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, 10200, Bandırma-Balıkesir/Türkiye.
ORCID: 0000-0002-1179-2125

^b Arş. Gör., Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, 10200, Bandırma-Balıkesir/Türkiye.
ORCID: 0000-0001-8957-6783

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Başvuru tarihi: 26 Kasım 2019

Düzeltilme tarihi: 16 Aralık 2019

Kabul tarihi: 24 Aralık 2019

Anahtar Kelimeler:

Döviz Kuru Geçişkenliği

Para Politikaları

Merkez Bankası

ARTICLE INFO

Article history:

Received November 26, 2019

Received in revised form December 16, 2019

Accepted December 24, 2019

Keywords:

Exchange Rate Pass-Through

Monetary Policies

Central Banks

ÖZ

Günümüzde Merkez Bankası para politikası stratejileri ile kur geçişkenliği süreci arasındaki ilişkiler özellikle gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarı açısından büyük önem kazanmıştır. Böylece merkez bankaların oluşturdukları para politikası stratejileri çerçevesinde kur geçişkenliğini azaltmayı temel bir hedef olarak belirlemişlerdir. Bu süreçte para politikası uygulamaları çerçevesinde tercih edilen döviz kuru rejimi oldukça önemli bir rol oynamıştır. Öte yandan, para politikası stratejisi çerçevesinde belirlenen ve ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmek için seçtiği çapa (anchor) uygulamasının da oldukça etkili olduğu görülmüştür. Çalışmamızda söz konusu unsurlar çerçevesinde belirlenen merkez bankası para politikası stratejileri, kur geçişkenliği süreci üzerinde yarattığı etkiler çerçevesinde analiz edilmiştir. Bu bağlamda para arzı, döviz kuru ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejilerinin kur geçişkenliği sürecini azaltmada oynadıkları rol karşılaştırmalı olarak belirlenmiştir. Böylece, döviz kuru geçişkenliği sürecini kontrol altına almak açısından söz konusu para politikası stratejilerinin sağladığı avantaj ve dezavantajlar ortaya konmuştur. Buradan hareketle, kur geçişkenliği süreci içinde dış finansal şoklara karşı gelişmekte olan ülkelerin kırılganlıklarını azaltacak para politikası uygulamalarına ilişkin bazı çıkarımlarda bulunulmuştur.

ABSTRACT

Nowadays, the relations between the Central Bank monetary policy strategies and exchange rate pass-through process have gained great importance, especially in developing countries in terms of price stability. Thus, central banks have determined the reducing of the degree of exchange rate pass-through as a fundamental objective within the framework of their monetary policy strategies. In this process, the preferred exchange rate regime, which is preferred within the framework of monetary policy applications, played an important role. On the other hand, the anchor application, which was determined within the framework of the monetary policy strategy and chosen for guiding the expectations of economic units, was found to be quite effective. In our study, the central bank monetary policy strategies determined within the framework of these elements were analysed within the framework of the effects on exchange rate pass-through process. In this context, the role of money supply, exchange rate and inflation-targeted monetary policy strategies in decreasing the exchange rate pass-through process have been determined comparatively. Thus, the advantages and disadvantages of these monetary policy strategies in terms of controlling the exchange rate pass-through process have been revealed. Accordingly, some implications have been made regarding the monetary policy practices that will reduce the vulnerability of developing countries against external financial shocks during the exchange rate pass-through process.

1. Giriş

Döviz kuru geçişkenliği kur değişimlerinin yurt içi fiyat seviyesini etkileme sürecini ifade eden bir olgudur. Kur

değişimleri çok farklı kanallardan ülkedeki fiyat istikrarını etkileyebilmektedir. Finansal globalizasyon süreci ile birlikte yabancı paralar üzerinde yapılan işlemler artmış

* Bu çalışmanın hazırlanmasında, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında, Prof. Dr. Özcan Karahan danışmanlığında Ali Selçuk Gencür tarafından yürütülen "Türkiye'de Döviz Kuru Geçişkenliği" başlıklı doktora tezinden yararlanılmıştır..

** Sorumlu yazar/Corresponding author.

e-posta: okarahan@bandirma.edu.tr

e-ISSN: 2149-4622. © 2019 Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi. TÜBİTAK ULAKBİM DergiPark ev sahipliğinde. Her hakkı saklıdır. [Hosting by TUBITAK ULAKBİM JournalPark. All rights reserved.]

böylece kur seviyesinde önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde son dönemde yaşanan krizlerin çoğu kur geçişkenliği sürecinde ortaya çıkan olumsuzluklara bağlı olarak açıklanmıştır. Böylece kur geçişkenliği sürecinin kontrol edilmesi merkez bankalarının para politikası uygulamalarında önemli hedeflerinden biri haline gelmiştir. Bunun için merkez bankaları para politikası programları çerçevesinde birçok strateji geliştirmiştir.

Merkez Bankaları uygulayacakları politikalar ile özellikle parasal göstergelere yön verebilen önemli ekonomik kuruluşlardır. Ancak ekonomik sistem içerisinde birçok olgu karmaşık ilişki ağı içerisinde birbiri ile etkileşim halinde bulunduğu merkez bankalarının uygulayacakları politikalar ile ekonomiyi yönlendirme güçleri sınırsız değildir. Dolayısı ile Merkez Bankaları belirli bir amaç çerçevesinde ancak sınırlı sayıdaki araçları kullanarak politikalarını hayata geçirebilir. Döviz kuru geçişkenliğinin tamamen ortadan kalktığı bir para politikası stratejisi ya da döviz kuru rejimi oluşturmak mümkün değildir. Ancak döviz kuru geçişkenliğinin derecesi para politikası stratejisi çerçevesinde seçilen döviz kuru rejimi ve çapa uygulamalarına bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. Bu anlamda döviz kuru geçişkenliği süreci ile para politikası uygulamaları arasındaki etkileşim para politikası stratejisi çerçevesinde seçilen döviz kuru rejimi ve çapa uygulamasından hareketle analiz edilebilir (Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2000).

Para politikası uygulaması çerçevesinde belirlenen döviz kuru rejimi kur geçişkenliğini doğrudan doğruya etkileyen önemli bir faktördür. Para politikası stratejisi ile kur geçişkenliği arasında ilişki kurarken para politikası uygulamaları çerçevesinde tercih edilen döviz kuru rejimi büyük rol oynamaktadır. Her para politikası stratejisi kendisine göre bir döviz kuru rejimi belirlemektedir. Temel olarak döviz kuru rejimleri sabit ve dalgalı olmak üzere iki ayrı sistem tarafından belirlenmektedir. Ancak uygulama da bu sitemler arasında yer alan birçok rejimin ortaya çıktığı görülmektedir. Para politikası stratejisi ile kur geçişkenliği arasında ilişki kurarken diğer önemli bir unsur izlenen para politikası çerçevesinde ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmek için seçilen çapa (anchor) uygulaması olmaktadır. Buna göre ekonomik birimlerin beklentileri seçilen bir ara amaç çerçevesinde yönlendirilmeye çalışılmaktadır. Başka bir ifade ile para politikası stratejilerinin her biri belirli bir göstergesi ekonomik birimlerin beklentileri yönlendireceği bir çapa olarak seçmektedir (Paya, 2013: 192). Eğer bir para politikası uygulamasında belirli bir çapa seçilmemiş ya da etkin bir biçimde kullanılmamışsa başarı elde etmesi mümkün değildir. Para politikası çerçevesinde seçilen çapa uygulamasının niteliği aynı zamanda döviz kuru geçişkenliğinin derecesini de etkilemektedir. Merkez bankalarının para programlarında genellikle para hacmi, döviz kuru seviyesi ve enflasyon oranını çapa olarak seçmektedir.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde çeşitli unsurlara bağlı olarak belirlenen para politikası uygulamaları ile kur geçişkenliği süreci arasında önemli bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Böylece, Merkez Bankası politika stratejileri ile kur geçişkenliği süreci arasındaki etkileşimi analiz etmek literatürde önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir. Buradan hareketle çalışmamızda çeşitli stratejiler çerçevesinde hayata geçirilen para politikası uygulamaları ile döviz kuru geçişkenliği süreci arasındaki etkileşim analiz edilecektir.

Makalenin geri kalanı aşağıdaki gibi düzenlenmiştir. İkinci kısımda para hacmini hedefleyen para politikası stratejisi ile kur geçişkenliği süreci arasındaki etkileşim incelenecektir. Üçüncü kısımda döviz kuru hedeflemeli para politikası ile kur geçişkenliği süreci arasında ilişkiler ele alınacaktır. Dördüncü kısımda ise enflasyon hedeflemeli para politikası uygulamalarının kur geçişkenliği süreci üzerinde yarattığı etkiler araştırılacaktır. Çalışmanın sonuç kısmında döviz kuru geçişkenliği süreci ile çeşitli para politikası uygulamaları arasındaki etkileşimi ortaya koyan kapsamlı bir analitik çerçeveye ulaşılmıştır. Buna bağlı olarak kur geçişkenliği sürecinde özellikle gelişmekte olan ekonomilerin kırılma noktalarını azaltacak bir para politikası çerçevesi oluşturulmuştur.

2. Para Hacmini Hedefleyen Politikalar

Merkez bankaları fiyat istikrarına kavuşmak için parasal büyüklükleri kontrol etmeyi tercih ettiklerinde uygulanan politikalar para hacmini hedefleyen politika stratejisi olarak nitelenmektedir. Bu şekilde uygulanacak para politikası stratejisi parasal büyüklüklerle fiyatlar genel seviyesi arasında sıkı bir ilişki olduğunu varsaymaktadır. Merkez bankaları bu çerçevede çeşitli para arzı tanımlarını kullanarak ara hedefler belirlemektedir. Para hacmini hedefleyen para politikası stratejisi teorik dayanak olarak Klasik İktisat Okulunun ve onun devamı olan Monetarist yaklaşımın görüşlerini esas almaktadır. Bilindiği gibi Klasik İktisat Yaklaşımında enflasyon her zaman parasal bir olgu olarak görülmektedir. Çünkü bu yaklaşımda paranın temel işlevi mal ve hizmet satın almak için kullanılmasıdır. Bu nedenle para arzındaki artışlar doğrudan doğruya mal piyasasında talep baskısı yarattığından enflasyona yol açmaktadır. Öyle ki, Klasik İktisat Okulu "Paranın Miktar Teoremi" çerçevesinde para arzındaki artış oranının aynı derecede fiyatlara yansıtacağını iddia etmektedir. Öte yandan Monetarist okul bu yaklaşımı esas itibarı ile kabul etmekle birlikte enflasyondaki artış oranı ile para arzındaki artış oranının aynı seviyede gerçekleşeceğini kabul etmez. Ancak, para arzındaki artışların enflasyona yansıma derecesi konusunda fikir ayrılığı olsa da her iki yaklaşımın tezleri enflasyonun önlenmesine karşı uygulanan para arzı hedeflemeli istikrar programının temel ilkelerini oluşturmaktadır (Paya, 2013: 199).

Para arzı hedeflemeli politikalar günümüzde destek sağlayan diğer bir yaklaşım Rasyonel Beklentiler Hipotezidir. Klasik Okul'un günümüzdeki temsilcisi olarak

kabul edebileceğimiz bu yaklaşım esas itibarı ile devletin bütün müdahalelerinin dolayısı ile iktisat politikalarının etkisiz olduğunu savunur. Çünkü rasyonel beklentilere sahip bireyler politika uygulamalarına karşı geliştirecekleri tepkilerle politikaların hedeflenen etkilerini ortadan kaldırmaktadır. Üstelik merkez bankaları önceden haber vermeden çok politikalar uygulamasalar dahi reel ekonomi üzerinde hiçbir etki yaratamamaktadır. Örneğin, merkez bankasının genişlemeci para politikası uygulamaları para miktarı üzerinde dalgalanmalar yaratarak fiyat beklentilerini bozmakta dolayısı ile enflasyonu beslemektedir. Bu yüzden merkez bankalarının cari şoklara cevap veren aktif bir politika yerine sabit parasal büyüme stratejisini benimseyerek pasif bir strateji izlemesi gerekmektedir. Bunun yerine merkez bankasının aktif bir para politikası izlediği durumlarda piyasadaki para miktarında yarattığı dalgalanma sonucunda belirsizlik artacak böylece fiyatlar gene seviyesi yükselecektir (Mishkin, 2000: 350-351).

Yukarıda belirlendiği şekilde Klasik İktisat Okulu ve onun devamı olan bütün yaklaşımlarda fiyat istikrarının sağlanması için merkez bankasının piyasadaki para miktarını istikrarlı bir hale getirmesi esastır. Böylece para hacmini hedefleyen politikalar merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine ulaşması için parasal göstergeleri çapa olarak seçmesini etkin bir yöntem olarak kabul etmektedir. Buna göre para arzını kontrol altına almak ve ekonomideki likidite hacminde istikrar sağlamak için merkez bankası rezerv para ya da parasal taban göstergelerini operasyonel hedef olarak belirleyebilir. Bu strateji çerçevesinde para miktarı ile fiyatlar arasındaki ilişkiyi güçlendirmek açısından para talebinin sadece işlem güdüsü ile yapılması gerekmektedir. Böylece, para talebinin istikrarlı bir değişken olarak modele katıldığı görülmektedir. Bunun yanında para arzı ise merkez bankası politikaları ile belirlenen dışsal bir değişken olarak ele alınmaktadır (Akbaş, 2007: 190). Para hacminde istikrarın sağlanması için merkez bankası sabit bir oranda para arzını belirlemelidir. Bu sabit oranı belirlerken reel ekonomide yaşanan değişimleri esas alarak para hacmini bu değişimlere göre belirlemelidir. Görüldüğü gibi Klasik Okul ve onun çağdaş temsilcileri olan yaklaşımlar için enflasyonu kontrol altında tutmanın tek yolu ekonomideki para hacmini kontrol altında tutmaktan geçmektedir. Bunun için de para hacmini temsil eden, rezerv para ve parasal taban gibi, çeşitli parasal göstergeler operasyonel hedef ya da çapa olarak kabul edilmektedir (Pehlivan, 2015: 11).

Öte yandan para politikasının diğer önemli ayağı olan kur rejimi ile ilgili olarak para hacmini hedefleyen politikalar serbest kur rejimini tercih etmektedir. Bu çerçevede kur seviyesindeki değişimlerin fiyatlara yansımalarına ilişkin bir öngörü yapılmaktadır. Bunun için kur seviyesinin serbestçe piyasada dalgalanmasına imkân veren serbest kur rejimi benimsenmiştir. Ancak 1980'li yıllarla birlikte finansal serbestleşmenin ve buna bağlı olarak uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmesi ile birlikte parasal hedeflemeyi esas alan para politikası uygulamaları önemini

ytirmeye başlamıştır. Çünkü finansal globalizasyon süreci ile birlikte fon arzının genişlemesi ve finansal piyasalardaki yatırım araçlarının çeşitlenmesi merkez bankalarının ülke içindeki likiditeyi kontrol etme imkânlarını oldukça sınırlandırmıştır. Başka bir ifade ile merkez bankasının elindeki mevcut araçlar piyasadaki para arzını kontrol etmek için yetersiz kalmıştır (Durmuş, 2018: 184). Böylece para arzını kontrol etmeyi operasyonel amaç olarak belirleyen ve bu çerçevede kurları serbest dalgalanmaya bırakarak parasal göstergeleri çapa olarak seçen politika stratejilerinin kullanılması güçleşmiştir.

Ekonomide yaşanan yeni gelişmelere paralel olarak para hacmini hedefleyen politikalar çerçevesinde fiyatları kontrol etmeyi güçleştiren bir diğer unsur da para ve kredi büyüklükleri ile enflasyon arasındaki ilişkinin gittikçe azalmasıdır. Özellikle ekonominin para talebi tarafında yaşanan yeni gelişmeler parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkiyi zayıflatmıştır. Para talebi özellikle finansal piyasalardaki dalgalanmalara bağlı olarak oldukça istikrarsızlaşmıştır. Bunun sonucunda para talebindeki değişimler para arzındaki değişimlerden bağımsız bir biçimde fiyatlar üzerinde dalgalanma yaratmaya başlamıştır (Engin, 2011: 48). Böylece parasal büyüklükler üzerinde hedef belirlemek enflasyonu kontrol etmek için yetersiz kalmıştır. Bu bağlamda uluslararası finansal ilişkilerin hızla geliştiği bir ortamda paranın dış değeri yani kurlar tamamen ülken dışındaki dinamiklerin etkisi altına girmiştir. Üstelik dış dinamiklerle dalgalanmaya başlayan kurlar özellikle gelişmekte olan ülkelerde yerli paranın iç değerini yani fiyatlar genel seviyesini etkilemeye başlamıştır. Böylece, sadece işlem güdüsü ile paranın talep edildiğini varsayan ve böylece çeşitli parasal göstergeleri kontrol ederek paranın iç değerini kontrol etmeyi amaçlayan merkez bankası uygulamaları, özellikle gelişmekte olan ülkelerde kur geçişkenliği sürecinin güçlü bir biçimde işlemesine yol açmış ve terk edilmek zorunda kalmıştır (Büyükkayın ve Eraslan, 2004: 23).

3. Döviz Kuru Hedeflemeli Politikalar

Döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde yerel para birimi başka ülkenin para birimine belirli bir değişim oranı ile sabitlenmektedir. Bu tür sistemlerde sabit bir kur oranı önceden ilan edilerek kurlarda yaşanacak dalgalanmaların önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Böylece, başta fiyatlar genel seviyesi olmak üzere kur değişimlerinden kaynaklanacak riskler ekonomik birimler için azaltılmaya çalışılmaktadır. Başka bir ifade ile sabit bir kur seviyesi çapa olarak seçilmektedir. Dolayısı ile döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde enflasyon seviyesi ile döviz kuru seviyesi arasında sıkı bir ilişkinin olduğu öngörülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunu kontrol altına almayı hedefleyen politikalar çerçevesinde sabit kur rejimleri uygulanmaya başlanmış ve bu yolla fiyat istikrarının sağlanması hedeflenmiştir. Buna göre döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde kur seviyesinin çapa olarak seçilmesi

otomatik olarak sabit döviz kuru sisteminin tercih edilmesini gerektirmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 293-294).

Uygulamaya bakıldığında döviz kuru hedeflemeli rejimlerde kur seviyesi merkez bankası hedefleri çerçevesinde korunduğu sürece kur geçişkenliği olgusu önemini yitirmiştir. Ancak bu politikanın uygulama sürecinde ortaya çıkan riskler bir süre sonra merkez bankalarının sabit kur rejimini koruyamaz hale getirerek önemli krizlerin çıkmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda da sabit kur rejiminin çökmesine bağlı olarak kurlarda görülen dalgalanmalar fiyat seviyelerine yansiyarak önemli istikrarsızlıklara yol açmıştır. Bu şekilde kur geçişkenliğinin krizlere yol açacak şekilde şiddetli bir biçimde yaşandığı görülmüştür (Calvo ve Mishkin, 2003: 1005). Sabit kur rejiminin bu şekilde krizlerle sonuçlanmasına yol açan riskler aşağıdaki belirtildiği şekilde iki noktada toplanabilir.

İlk olarak sabit kur rejimi altında belirli bir kur seviyesinin çapa olarak belirlenmesi ile para otoritesi parasal düzenlemeleri kur hedefi ile tutarlı bir biçimde yapmayı taahhüt etmektedir. Buna göre döviz kuru hedeflemeli para politikası uygulamasında yerli para miktarı ülkeye giren yabancı para miktarı ile sınırlandırılmıştır. Böylece ev sahibi ülke parasal gelişme imkanlarını yabancı sermaye girişlerine bağlayarak para politikası uygulamalarına ilişkin kredibilitiyi diğer parası güçlü ülkelerin kredibilitesi ile sağlamaya çalışmaktadır. Öte yandan, merkez bankasının sabit kur rejimi çerçevesinde para miktarı üzerinde değişiklik yaratacak politika uygulama imkanını yitirmesi "İmkansız Üçleme" olgusu ile de ortaya konabilir. Buna göre uluslararası sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda kur seviyesi çapa olarak seçildiğinde merkez bankaları para politikaları üzerindeki kontrolünü tamamen kaybetmektedir. Böylece Merkez Bankalarının döviz kuru hedeflemeli istikrar programı çerçevesinde para politikaları üzerinde kontrolünü kaybetmesi ekonomiyi dış şoklara karşı çok daha fazla kırılgan hale getirmektedir (Erdoğan, 2005: 37). Bunun sonucunda bu sistemi uygulayan ülkelerin çok ciddi spekülasyon ataklarına maruz kalarak finansal krizlerle karşılaştıkları görülmüştür. Spekülasyon atakları bir süre sonra merkez bankasının önceden ilan ettiği kur seviyesinin korumasını güçleştirerek devalüasyona gitmesine neden olmaktadır. Çünkü özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarında spekülasyon ataklarına karşı kullanılacak rezervler oldukça kısıtlıdır. Böylece kısa dönemde yerli para değerinde yaşanan büyük kayıplar ekonomide büyük daralmalara dolayısı ile fiyat istikrarsızlıklarına yol açmaktadır (Yapraklı, 2007: 14).

İkinci olarak döviz kuru hedeflemeli programların uygulaması ile birlikte yerli paraların aşırı değerlendirilmesi sonucunda oluşan cari işlemler hesabındaki açıklara bağlı olarak önemli krizler yaşanabilmektedir. Aslında cari işlemler hesabında oluşan açıklar büyük sorunlara yol açmadan kur seviyesinde oluşan değişimlerle otomatik olarak çözülebilir. Ancak sabit kur rejimlerinde kur sabitlendiğinden bu otomatik düzeltme mekanizması

işlememektedir. Çünkü cari açık durumunda yerli paranın değer kaybetmesi dolayısı ile kurların artması gerekirken sabit kur rejimi gereği merkez bankası buna izin vermez. Bu durumda ya rezervlerini kullanarak piyasaya döviz sürer ya da faizleri artırarak ülkeye yabancı sermaye girmesine çalışır. Bunun sonucunda yerli para aşırı değerlendirilerek cari açığın daha da büyümesine neden olur. Öte yandan, yüksek cari açık verildiği durumlarda faiz oranlarını artırarak yerli para değerini korumaya çalışmak da ülkenin borçlanma faiz yükünü ağırlaştırmaktadır. Böylece döviz kuru hedeflemeli rejimler sadece dış şoklara karşı kırılganlığı artırmamış aynı zamanda yurt içinde finansal kırılganlığa yol açacak sorunlara neden olmuştur (Kara ve Orak, 2008: 4).

Tarihi süreç içerisinde döviz kuru hedeflemeli rejimler yaşanan finansal krizler neticesinde kur geçişkenliğinin en şiddetli yaşandığı rejimler olarak tanımlanmıştır. Bu noktada özellikle kur hedeflemeli para programları çerçevesinde tercih edilen sabit kur rejiminin yarattığı risklerin büyük rol oynadığı görülmektedir. Buradan hareketle literatürde yapılan araştırmalarda sabit kur rejiminin aksine serbest kur rejiminin döviz kuru geçişkenliğini zayıflattığı belirlenmektedir. Buna göre beklentilerin kur tarafından yönlendirilmediği durumlarda kurdaki değişimlerin fiyatları etkileme süreci daha zayıf işlemektedir (Coricelli, vd., 2006). Döviz kurlarının hedef olarak seçildiği programlar çerçevesinde ise döviz kuru ile fiyatlar arasında, sabit kur seviyesinin korunamadığı kriz durumlarında, daha güçlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmaktadır. Çünkü kurun çapa olarak seçildiği bu rejimlerde herhangi bir şok karşısında hem kur hem de fiyatlara ilişkin beklentiler çok ani ve şiddetli bir biçimde bozulmaktadır. Böylece kur ve fiyat seviyeleri birbirini besleyecek şekilde birlikte artmaya başlamaktadır. Öyle ki beklentileri yönetmek için seçilen kur çapasındaki dalgalanmalar beklentileri daha olumsuz etkileyerek kur ve fiyat ilişkisini olumsuz yönde daha çok güçlendirmektedir.

Coricelli, vd. (2004) Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan ve Slovenya'da VAR modeli çerçevesinde para politikasında seçilen hedeflerle kur geçişkenlik derecesi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışma bulguları döviz kurlarını kontrol etmeyi amaçlayan politikaları izleyen Macaristan ve Slovenya'da döviz kuru geçişkenliğinin hem büyüklük hem de hız olarak daha yüksek seviyede gerçekleştiğini belirlemişlerdir. Bunun yanında kur hedeflemeli istikrar politikasının uygulanmadığı Polonya ve Çek Cumhuriyeti'nde geçiş etkisinin düşük olduğu belirlenmiştir. Böylece, para politikaları çerçevesinde tercih edilen kur rejimlerinin kur geçişkenliğini etkilediği ortaya konmuştur. Barhoumi (2006) yirmi dört tane gelişmekte olan ülkenin 1980-2003 dönemi verilerini kullanarak kur değişimlerinin ithal fiyatlara geçiş etkisini analiz etmiştir. Durağan olmayan panel veri yöntemi uygulanarak ihracatçı maliyetleri, rakip ürünlerin fiyatları ve talep koşulları değişken olarak kullanılmıştır. Sonuçlar analiz edilen dönemde kur geçişkenliğinin derecesinin aynı olmadığını tespit etmiştir. Bunun nedenini de söz konusu ülkelerde uygulanan farklı

döviz kuru ve enflasyon rejimleri ile gümrük tarifelerine bağlamıştır. Özellikle sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde ise döviz kuru geçişkenliğinin esnek kur rejimi uygulayan ülkelere oranla daha yüksek seviyede gerçekleştiği belirlenmiştir.

Yukarıda belirlendiği şekilde döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde sabit kur rejimi merkez bankası tarafından korunduğu sürece kur geçişkenliğinin etkisi azaltılabilmektedir. Ancak bu para politikası stratejisinin uygulanma sürecinde artan riskler bir süre sonra sabit döviz kuru rejiminin korunmasını güçleştirerek önce kur seviyesinde daha sonrada fiyatlarda önemli dalgalanmalara yol açmaktadır. Başka bir ifade ile şiddetli bir kur geçişkenliği sürecinin çok kısa bir zamanda yaşanmasına neden olabilmektedir. Çünkü merkez bankasının kur seviyesini koruyamadığı durumlarda kurlarda oluşabilecek dalgalanmalar ekonomik birimlerin fiyat beklentilerini aşırı derece bozmaktadır. Böylece, kur hedeflemeli rejimler, aslında kurları çapa olarak belirlemesine rağmen, bu tercih aksine uygulamada kur geçişkenliği sürecinin çok hızlı ve şiddetli bir biçimde yaşanmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda döviz kuru hedeflemesi rejimi 1990'lı yıllarla birlikte hızla anlamını kaybetmiştir (Yiğitbaş, 2009: 210).

4. Enflasyon Hedeflemeli Politikalar

Döviz kuru hedeflemeli program çerçevesinde fiyat istikrarını sağlamaya çalışan politikalar uzunca bir süre çok çeşitli ülkelerde uygulanmıştır. Ancak bir süre sonra sabit kur rejiminde yaşanan sorunlar nedeniyle birçok ülke yeni bir para politikası arayışına girmiş ve böylece enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisine geçilmiştir (Çevik ve Yıldırım, 2018: 32). Enflasyon hedeflemeli rejim döviz kuru hedeflemeli rejimin aksine ekonomik birimlerin ülke içindeki gelişmelere odaklanmalarına ve dolayısı ile iç şoklara tepki vermesine daha çok imkân sağlamıştır. Enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinde belirli bir enflasyon oranı çapa olarak seçilirken kur sistemi olarak ise serbest döviz kuru rejimi tercih edilmektedir (Mankiw, 2009: 399).

Enflasyon hedeflemeli istikrar programı ilk olarak Yeni Zelanda da uygulanmış daha sonra ise birçok ülke tarafından benimsenmiştir. Enflasyon hedeflemeli rejimde uzun zaman için düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı ara hedef olarak seçilir. Böylece hedef enflasyon oranı ekonomide fiyat istikrarının izlenmesi ve kontrol altına alınması için çapa görevini yerine getirir. Enflasyon hedeflemeli istikrar programında hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak için faiz oranları politika aracı olarak kullanılmaktadır. Enflasyon hedeflemeli istikrar programı uygulamalarında, Taylor kuralı çerçevesinde, merkez bankalarının faiz oranlarını önemli bir araç olarak kullanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Buna göre gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyondan ve üretimin doğal üretim seviyesinden sapması durumunda faiz oranları bir düzenleyici unsur olarak kullanılmaktadır (Ataç, 2011: 31).

Bu rejim altında kurlar ise serbest dalgalanmaya bırakılmaktadır. Ekonomi politikaları açısından fiyat istikrarı ile sürekli büyüme iki temel amaçtır. Böylece kurların fiyatlara etkisi göz ardı edilirken faizler yolu ile kontrol edilmeye çalışılan toplam talebin fiyatlar üzerinde sahip olduğu etkinin daha önemli olduğu kabul edilmektedir. Başka bir ifade ile faizler dışsal bağımsız bir değişken olarak ele alınırken kurlar içsel dolayısı ile bağımlı bir değişken olarak değerlendirilmektedir. Buna göre yurt içi faiz oranlarının yönetilmesine bağlı olarak yurt dışı faiz arasındaki farka göre gerçekleşen sermaye hareketlerinin kur seviyesini serbestçe belirlemesinde bir sorun yoktur (Arslaner, 2009; 33). Böylece enflasyon hedeflemeli rejimde faizler temel araç olarak ele alınırken döviz kurları ikinci plana atılmaktadır. Bu çerçevede esnek döviz kuru rejiminin tercih edilmesi ile birlikte kurdaki dalgalanmaların fiyatlar üzerinde yaratacağı etki göz ardı edilmektedir. Enflasyon hedeflemeli para programı çerçevesinde enflasyon beklentileri sürekli olarak aşağıya çekilirken kurların piyasada belirlenmesi sürecinde kur ve fiyatlar arasındaki ilişkinin gittikçe zayıflayacağı beklenmektedir. Buna göre merkez bankası enflasyon bekleyişlerini kendisi yönlendirerek enflasyon ile kur arasındaki ilişkiyi zayıflatmaya çalışmaktadır. Böylece enflasyon hedeflemeli rejim altında esnek kur rejiminin kur geçişkenliğini azaltması beklenmektedir (Coricelli vd., 2006: 19-20).

Uygulamaya bakıldığında ise enflasyon hedeflemeli para politikasının geçerli olduğu ülkelerde serbest kur rejiminin tercih edilmesinden bir süre sonra kurlarda büyük ölçekte dalgalanmaların yaşandığı gözlemlenmiştir. Buna bağlı olarak da enflasyon hedeflemeli rejim altında çok çeşitli sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu bağlamda özellikle kur değişimlerinin fiyatlara yansımaya sürecini ifade eden kur geçişkenliği olgusunun önem kazanmaya başladığı belirlenmiştir. Başka bir ifade ile kur ile enflasyon seviyesi arasında sıkı bir ilişki ortaya çıkmıştır. Böylece, Enflasyon hedeflemeli rejimlerin başlangıç dönemlerinde yaşanan başarılar nedeni ile kur ve enflasyon ilişkisi beklendiği gibi zayıflamıştır. Fakat daha sonraki dönemlerde yaşanan şoklar, özellikle yüksek ve istikrarsız bir enflasyon geçmiş olan ülkelerde kur dalgalanmalarının dikkate alınması zorunluluğunu doğurmuştur. Böylece özellikle gelişmekte olan ülkelerde kur dalgalanmalarına enflasyon hedeflemeli rejim altında farklı tepkiler vermeye başlanmıştır.

Sonuç olarak, bir süre sonra gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemeli rejim altında dahi, para politikası uygulamaları kur dalgalanmalarına daha duyarlı olmaya başlamıştır. Başka bir ifade ile döviz kuru geçişkenliği sürecinin dinamikleri enflasyon hedeflemeli rejim altında uygulanan para politikalar için önem arz etmeye başlamıştır. Çünkü dalgalı kur rejimi özellikle gelişmekte olan ülkelere fiyat istikrarını bozan çok önemli etkilere sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde üretim yapısı dış girdi ithalatına aşırı bir biçimde bağlıdır. Bu durum üretim yapısını ve dolayısı ile maliyetlerini kur hareketlerine aşırı duyarlı hale getirmektedir (Erdoğan ve Yıldırım, 2008: 105). Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde yerli paranın işlevlerini tam

olarak yerine getirmemesi sonucu yaşanan para ikamesi olgusu da ülkedeki fiyat hareketlerini kur etkisi altına sokan önemli bir değişken olmaktadır. Böylece gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hareketleri enflasyonist beklentileri dolayısı ile enflasyon üzerinde oldukça belirleyici olmaktadır (Erdoğan, 2011: 14).

Enflasyon hedeflemeli para politikası uygulamalarının kısa ve uzun dönemde kur geçişkenliği süreci üzerine yarattığı birbirine zıt etkiler literatürdeki ampirik çalışmalar tarafından da belirlenmiştir. Ho ve McCauley (2003) on iki tane yeni gelişen ekonomi ile altına tane gelişmiş ülkede uygulanan enflasyon hedeflemeli istikrar programı tecrübesini karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Bu çerçevede öncelikle kurlardaki değişimlerin enflasyon hedeflemeli politikaların uygulanması sürecinde yarattığı etkiler analiz edilmiştir. Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerin kısa dönemde ekonominin yapısal ve tarihsel olarak yaşadığı sorunlar nedeni ile döviz kuru dalgalanmalarına karşı daha kırılğan oldukları tespit edilmiştir. Uzun dönemde ise enflasyon hedeflemeli rejim uygulamalarında sağlanan kısmi başarılarla artan politika kredibilitesi neticesinde kurlardan kaynaklanan sorunların azaldığı görülmüştür. Ancak yapısal ve tarihsel kaynaklı sorunların yarattığı zayıflık nedeni ile gelişmekte olan ülkelerin kurlardaki dalgalanmalara karşı duyarlılıkları azalmakla birlikte önemli oranda ortadan kalkmamıştır. Böylece enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması açısından büyük güçlükler yaratmıştır. Aynı şekilde Ball (1999), Obstfeld ve Rogoff (1995) ve Svenson (2000) yaptıkları çalışmalarda enflasyon hedeflemeli rejim altında kur geçişkenliği sürecini analiz etmiş ve benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Buna göre enflasyon hedeflemeli para politikası altında kurların serbest bırakılması, başlangıçta fiyat istikrarının sağlanması ile birlikte kur geçişkenliği sürecini zayıflatmıştır. Ancak, daha sonra çeşitli biçimlerde kur seviyesinde yaşanan dalgalanmalar enflasyon hedeflemesi programının hedeflerini zayıflatacak şekilde sonuçlar doğurmaya başlamıştır. Böylece, son dönemlerde sadece gelişmekte olan ekonomilerde değil ama aynı zamanda gelişmiş ülkelerde de kurlar fiyat seviyesini etkileyen bir değişken olarak öne çıkmış dolayısı ile kur geçişkenliği olgusu yeniden önemli bir olgu olarak belirmiştir.

5. Sonuç ve Öneriler

Günümüzde döviz kurundaki değişimler ekonomik sürecin en önemli dinamiklerinden biri haline gelmiştir. Özellikle kur değişimlerinin fiyatlar üzerine yarattığı etkiyi belirleyen “kur geçişkenliği” olgusu ekonomide tartışılan en önemli konuların başında gelmektedir. Böylece, kur geçişkenliği olgusu temel hedefi fiyat istikrarı olan merkez bankalarının uyguladıkları para politika başarısı için önem kazanmıştır. Bunun üzerine merkez bankalarının uyguladığı politika stratejileri içinde önemli bir yet tutmaya başlamıştır. Bu aşamada Merkez Bankaları seçtikleri politika stratejisi çerçevesinde yapacağı uygulamalar ile kur geçişkenliği sürecini zayıflatmayı önemli bir hedef olarak belirlemek zorunda kalmıştır. Buna bağlı olarak da kur geçişkenliği

olgusu ile para politikası uygulamaları arasındaki ilişkiler önemli araştırma konusu olmaya başlamıştır.

Buradan hareketle çalışmamız kapsamında merkez bankası tarafından uygulanan para politikası stratejileri ile döviz kuru geçişkenliği arasındaki etkileşim analiz edilmiştir. Para politikası stratejileri seçilen çapa ve tercih edilen döviz kuru sistemine göre üç alt başlıkta ele alınmıştır. Bu çerçevede parasal, döviz kuru ve enflasyon hedeflemeli para politikalarının kur geçişkenliği süreci ile etkileşimi analiz edilmiştir. Böylece söz konusu para politikalarının seçtikleri döviz kuru rejimi ve çapa uygulamalarına göre kur geçişkenliğini zayıflatarak fiyat istikrarını sağlama konusundaki etkinliği incelenmiştir. Yaptığımız analizler sonucunda günümüze kadar merkez bankaları tarafından uygulanan bu para politikası stratejileri içinde hiçbirinin, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, kur geçişkenliği sürecini zayıflatma dolayısı ile fiyata istikrarını sağlamada konusunda nihai bir başarı sağlayamadığı tespit edilmiştir. Parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejilerinde kurlar serbest dalgalanmaya bırakıldığından, kur değişimlerinin zaman içinde fiyatlara yansımaya etkisinin arttığı belirlenmektedir. Öte yandan kur hedeflemeli para politikası stratejisinde, her ne kadar sabit kur sistemi altında kurlar tam bir kontrol altına alınsa dahi, kurların korunmadığı dönemlerde kur geçişkenliğinin çok şiddetli biçimde yaşandığı görülmüştür.

Böylece, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sadece para politikası uygulamaları ile kurlarda dolayısı ile fiyat seviyesinde istikrar sağlanmanın oldukça zor olduğu görülmektedir. Bu nedenle kur geçişkenliği sürecini azaltarak fiyat istikrarını sağlamak için sadece Merkez bankasına misyon yüklenmesi geçersiz bir yaklaşımdır. Başka bir ifade ile kur geçişkenliği sürecini zayıflatarak fiyat istikrarını sağlamak tek başına merkez bankasının başarabileceği bir hedef değildir. Para politikaları dışında, ancak çeşitli yapısal politikaların uygulanması sonucu gelişmekte olan ülkelerin dışa bağımlılığı dolayısı ile dış şoklara karşı kırılğanlığı azaltılırsa, bu ülkelerdeki kur geçişkenliği süreci zayıflatılabilir.

Kaynakça

- Arslaner, F. (2009). *Türkiye’de para politikası stratejisi seçimi ve döviz kuru geçişkenliği*. Doktora Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi.
- Ataç, Ş. (2011). *Enflasyon hedeflemesi stratejisinde döviz kuru geçişkenliği: Türkiye örneği*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Maltepe Üniversitesi.
- Ball, L. (1999). Efficient rules for monetary policy. *International Finance*, 2(1), 63-83.
- Barhoumi, K. (2006). Differences in long run exchange rate pass-through into import prices in developing countries: an empirical investigation. *Economic Modelling*, 23(6), 926-951.

- Büyükakın, T., & Erarslan, C. (2004). Enflasyon hedeflemesi ve Türkiye’de uygulanabilirliğinin değerlendirilmesi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2, 18-37.
- Calco, A. G. & Mishkin, S. F. (2003). The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), 99-118.
- Coricelli, F., Egert, B., & MacDonald, R. (2006). Monetary transmission mechanism in central and eastern Europe: gliding on a wind of change. *BOFIT Discussion Paper*, No: 8/2006.
- Coricelli, F., Jazbec, B. & Masten, I. (2004). Exchange rate policy and inflation in acceding countries: the role of pass-through”, *William Davidson Institute Working Paper*, No: 674.
- Çevik, E. İ. & Yıldırım, D. Ç. (2018). Para politikası tercihleri ile işsizlik oranları arasındaki ilişki. *Ege Akademik Bakış*, 18 (1), 31-45.
- Engin, M. B. (2011). Bir para politikası aracı olarak enflasyon hedeflemesi, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 45-53.
- Erdoğan, S. & Yıldırım, D. Ç. (2008). Türkiye’de döviz kuru kanalının işleyişi: VAR modeli ile bir analiz. *İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 39, 95-108.
- Erdoğan, S. (2005). Alternatif para politikası stratejileri üzerine karşılaştırmalı bir değerlendirme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (1), 34-54.
- Erdoğan, S. (2011). *Para politikası aktarım kanalları*, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Eroğlu, İ. (2007). Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi ve Türkiye deneyimi. *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2, 1-28.
- Ho, C.& Mccouley R. N. (2003). Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging economies. *BIS Working Papers*, No: 130.
- Kara, Hakan A. & Orak, Musa. (2008). Enflasyon hedeflemesi. İçinde: Ekonomik Tartışmalar Konferansı. 22-31, İstanbul: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- Levy Y. & Sturzenegger, F. (2000). Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words”, *CIF Working Paper*, No: 02/2000.
- Mankiw, N. G. (2009). *Makroekonomi*, (Çeviri Editörleri: İlyas Işıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz). Ankara: Efil Yayınevi.
- Mishkin, F. S. (2000). *Para teorisi- politikası*, (Çeviri Editörü: Ömer Faruk Çolak). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K.S. (1995). The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73-96.
- Orhan, Z. O. & Erdoğan, S. (2015). *Para Politikası*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları
- Paya, M. M. (2013). *Para teorisi ve para politikası*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Pehlivan, Nazan (2015). *Alternatif para politikası stratejilerinin karşılaştırılması ve Türkiye’nin enflasyon hedeflemesi deneyimi*, Yüksek Lisans Tezi. Kırklareli: Kırklareli Üniversitesi.
- Svensson, L. E. O. (2000). Open-economy inflation targeting, *Journal of International Economics*, 50(1), 155-183.
- Yapraklı, S. (2007). *Döviz kuru rejimleri ve merkez bankacılığı Türkiye üzerine uygulamalar*, Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Yiğitbaş, Ş. B. (2009). Gelişen piyasa ekonomilerinde alternatif para politikası stratejileri, Türkiye ekonomisi açısından bir değerlendirme. *Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 16 (1), 207-225.