

DÖVİZ KURU REJİMLERİ, KRİZLER VE ARAYIŞLAR

Ayten Ayşen Kaya*

Mehmet Güçlü**

ABSTRACT

The crisis experienced in 1990s have caused the claim that “intermediate exchange rate regimes” are prone to crisis and are not sustainable. According to this claim, the mentioned exchange rate regimes have an important role in these crises. After these crises, a search for the best exchange rate regime for developing countries has begun and discussions in this context have taken place between economists. The fact that the countries that have experienced crisis have chosen “independent floating exchange rate regime” after crisis has not ended these discussions but have fueled them. The recent discussions have forced some economists to create alternative exchange rate regimes (such as BBC regime or Managed Floating Plus) against available exchange rate regimes. This paper aims to determine the relationship between intermediate exchange rate regimes and financial crises and declare the discussions related exchange rate regimes and alternative regimes after the crises.

1. GİRİŞ

1990’lı yıllar gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin art arda yaşandığı yıllar olmuştur. Aynı yıllar aşağıda adlarını sıraladığımız ülkelerle birlikte pek çok ülkede kiriz yaşanmış olmasıyla birlikte, aşağıda adı geçen ülkelerin ortak özellikleri kriz öncesi “ara kur rejimleri” uygulamış olmalarıdır. Söz konusu ülkeleri; Meksika (1994’te), Asya ülkeleri(1997’de), Rusya (1998’de), Brezilya (1999’da) ve Türkiye (Kasım 2000 ve bahar 2001’de) olarak sıralayabiliriz. Bu ülkelerde yaşanan krizlerde bir çok iktisatçı tarafından, tek sorumlu olmasa da, uygulanan kur rejimlerinin önemli bir rolünün bulunduğu ifade edilmiştir (Bkz. Edwards, 1997; Osakwe ve Schembri, 1998; Mishkin, 1999; Fischer, 2001). Daha açık bir deyimle, krizlerin doğmasında ve/veya derinleşmesinde en önemli faktörlerden biri

* Doç. Dr., İktisat Bölümü, Ege Üniversitesi, İzmir

** Arş. Gör., İktisat Bölümü, Ege Üniversitesi, İzmir

olarak, yukarıda adı geçen ülkelerde uygulanan kur rejimleri gösterilmiştir. Finans sektöründe başlayan bu krizlerin yaşandığı söz konusu ülkelerde, kriz öncesi uygulanan kur rejiminin genelde sürünen parite (crawling peg) veya sürünen bant sistemi (crawling band) gibi ara rejimler olması (Bkz. Tablo 1), bu kur rejimlerinin krizlere eğilimli ve sürdürülemez olduğu yönündeki tartışmaları başlatmıştır¹.

Söz konusu ülkeler kriz sonrasında ara rejimleri terk ederek, dalgalı kur rejimlerini tercih etmişlerdir (Bkz. Tablo 1). Dalgalı kur rejimlerinin tercih edilmiş olması da, kur rejimi tercihi tartışmalarını bitirmemiş, aksine daha da arttırmış ve iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları ortaya çıkmasına neden olmuştur. Örneğin, Fischer (2001), IMF üyesi ülkelerin 1990-1999 döneminde kur rejimleri tercihindeki değişimleri gözlemleyerek, "iki kutup" hipotezini ortaya atmıştır. Bu hipoteze göre, son dönemde ara döviz kuru rejimleri ortadan kalkmakta ve ülkeler giderek uç döviz kuru rejimlerine (dalgalı kur ve katı sabit kur rejimlerine) yönelmektedirler.

Tablo 1: Kriz Öncesi ve Kriz Sonrası Uygulanan Kur Rejimleri

Ülke	Kriz Öncesi Uygulanan Kur Rejimi	Kriz Sonrası Uygulanan Kur Rejimi *
Meksika	Sürünen Parite	Bağımsız Dalgalanma (Aralık 1994)
Tayland	Ulusal para fiili olarak dolara (resmi olarak bir para sepetine) sabitlenmiştir	Bağımsız Dalgalanma (Temmuz 1997)
Malezya	Ulusal para fiili olarak (resmi olarak bir para sepetine sabitlenmiştir) +/-1'lik bir dalgalama marjı ile dolara sabitlenmiştir.	Bağımsız Dalgalanma (Temmuz 1997), Diğer geleneksel sabit kur Rejimi (Eylül 1998).
Endonezya	Sürünen Parite (fiili olarak)	Bağımsız Dalgalanma (Ağustos 1997)
Rusya	Önceden İlan Edilen Sürünen Bant Rejimi	Yönetimli Dalgalanma (Eylül 1998)
Brezilya	Sürünen Parite	Bağımsız Dalgalanma (Ocak 1999)
Türkiye	Sürünen Parite	Bağımsız Dalgalanma (Şubat 2001)

Kaynak: Berg ve diğerleri, 2003: 20-5; Dabrowski, 2002; 38.

¹ Bu çalışmada kur rejimleri sınıflamasında IMF'nin 1999'dan bu yana uyguladığı yeni sınıflama dikkate alınmıştır. Buna göre, kur rejimleri en katı olandan en esnek olana doğru şu şekilde sıralanmaktadır (IMF, 2003: 117-120): (1) Ayrı Bir Yasal (Ulusal) Paranın Olmadığı Sabit Kur Rejimleri (Dolarizasyon ve Parasal Birlik), (2) Para Kurulu, (3) Diğer Geleneksel Sabit Kur Rejimleri, (4) Yatay Bantlar İçinde Dalgalandıran Sabit Kur Rejimi, (5) Sürünen Parite, (6) Sürünen Bantlar İçinde Değişken Kur Rejimi, (7) Kur Değişmelerinin Önceden Belirlenmemiş Olduğu Yönetimli Dalgalanma ve (8) Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi. Kur rejimlerinin ana grupları da Fischer (2001)'e göre oluşturulmuştur. Buna göre, yukarıdaki 1 ve 2 nolu uygulamalar **katı sabit kur rejimleri**; 3, 4, 5, 6 nolu uygulamalar **gevşek sabit kur rejimleri** (soft pegs) veya **ara rejimler** (intermediate regimes); 7 ve 8 nolu uygulamalar da **dalgalı kur rejimleri** şeklinde gruplandırılmıştır.

* Parantez içindeki rakamlar ilgili kur sisteminin uygulanmaya başlandığı tarihi göstermektedir.

Diğer taraftan, Calvo ve Reinhart (2000), bu görüşe tam olarak karşı çıkmamakla beraber, özellikle GOÜ'ler açısından böyle bir düşüncenin geçerliliğinin tartışmalı olduğunu iddia etmektedirler. Adı geçen iktisatçılara göre, ülkeler resmi olarak (de jure) dalgalı kur rejimlerini uyguladıklarını söyleseler bile "*dalgalanma korkusu*"ndan dolayı fiili olarak (de facto) ulusal paralarının yabancı ülke paraları karşısında dalgalanmasına izin vermemekte ve döviz piyasalarına müdahale etmektedirler. Başka bir ifadeyle, bu ülkeler resmen dalgalı kur uyguladıklarını ilan etseler bile, fiili olarak bir ara rejim uyguluyabilmektedirler. Bu görüşlerin dışında, Hanke ve Schuler (2001), tüm gelişmekte olan ülkelerin benzer özellikler taşıdığını varsayarak, bu ülkelerin neredeyse tamamı için "*para kurulunu*" önermişlerdir. Berg ve Borensztein (2000) de, aynı düşünceden hareketle, söz konusu ülkelere "*dolarizasyonu*" tavsiye etmişlerdir. Frankel (1999) ve Kenen (2001)'na göre ise, gelişmekte olan ülkeler birbirinden farklı özellikler taşımaktadırlar. Bu nedenle adı geçen iktisatçılar, *tüm ülkeler için geçerli olabilecek veya her zaman geçerli olabilecek tek bir kur rejiminin olamayacağını* ifade etmektedirler. Tüm bu kur rejimi tartışmaları, Williamson ve Goldstein gibi bazı iktisatçıları da varolan kur rejimlerine yenilerini ekleme çabasına sokmuştur. Daha sonra bu görüşlere daha ayrıntılı bir şekilde yer verilecektir.

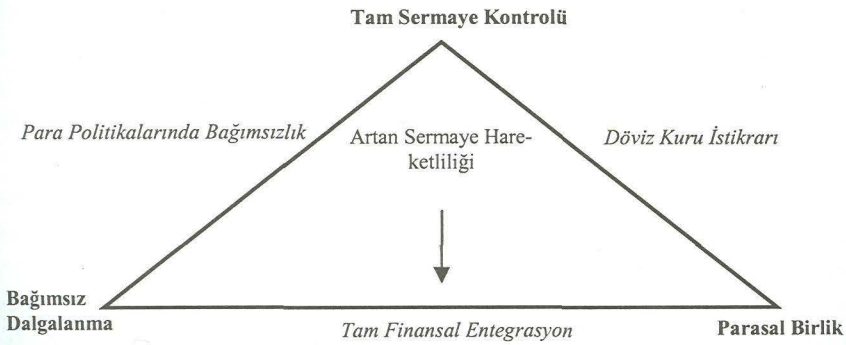
2. KUR REJİMİ TERCİHİNİN BELİRLEYİCİLERİ

Yukarıda ara döviz kuru rejimlerinin krizlere eğilimli ve sürdürülemez olduğu iddialarına yer verilmiştir. Bu bölümde ise bu kur rejimlerinin tercih edilmesinin altında yatan temel nedenlerin neler olduğu belirlenmeye çalışılacaktır. Kur rejimi tercihinin belirleyen iki temel unsurdan bahsedilebilir. Bunlardan ilki, ekonominin büyüklüğü, dışa açıklık derecesi, ekonomik ve finansal gelişmişlik derecesi gibi her ülke için farklı olabilecek öznel koşullardır. İkincisi de, Frankel (1999) tarafından ortaya atılan ve tüm ülkeler için geçerli olduğu iddia edilen "*imkansız üçleme*" (impossible trinity) hipotezidir.

Bir ülkenin öznel koşullarına göre, tercih edilecek kur rejiminin esneklik derecesi değişiklik göstermektedir. Örneğin, bir ekonominin büyüklüğü, finansal gelişmişlik derecesi, ihrac ürünlerinin çeşitliliği, yurtiçi ve yurtdışı enflasyon arasındaki fark arttıkça dalgalı kur rejimleri yönündeki tercih daha ağır basmaktadır. Aksi durumda ise sabit kur rejimlerine doğru bir yönelim olmaktadır (World Economic Outlook, 1997; 83).

Ancak, Frankel (1999)'e göre, bu öznel koşullar ne olursa olsun bütün ülkelerin göz önünde bulundurmaları zorunda oldukları "İmkansız üçleme" hipotezi vardır. İmkansız üçleme hipotezine göre, bir ülkede kur istikrarı, para politikalarında bağımsızlık ve uluslararası finans piyasalarıyla bütünleşme şeklinde üçlü bir amacın aynı anda bulunması mümkün değildir. Bu amaçların en az birinden vazgeçilmelidir. İmkansız üçleme hipotezini temsil eden Şekil 1'in her bir köşesi yukarıda sayılan hedeflerin en fazla ikisini bir araya getirebilmekte ve hedeflerden birinden vazgeçilmesini zorunlu kılmaktadır.

Şekil 1: İmkansız Üçleme



Kaynak: Frankel, 1999: 8.

Örneğin, bağımsız dalgalı kur rejiminin (independent floating) olduğu köşenin tercih edildiği bir ekonomide para politikalarında bağımsızlık ve uluslararası finans piyasaları ile bütünleşme hedeflerine ulaşılırken, kur istikrarı hedefinden vazgeçilmektedir. Benzer şekilde, tam sermaye kontrolünün olduğu köşenin tercih edilmesi halinde de uluslararası finans piyasaları ile bütünleşme hedefinden uzaklaşmak pahasına, para politikalarında bağımsızlık ve döviz kuru istikrarı hedeflerine eşanlı ulaşılabilir. Ancak, unutulmamalıdır ki, son dönemde artan sermaye hareketliliği ülkeleri tam finansal entegrasyona doğru zorlamaktadır. Dolayısıyla uluslararası finans piyasalarıyla bütünleşme derecesi artan ülkelerin, kur stabilizasyonundan veya parasal bağımsızlıktan vazgeçmesi zorunlu hale gelmektedir.

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler imkansız üçleme hipotezi içerisinde değerlendirilirse bu ülkelerin yaşadıkları krizler daha iyi anlaşılabilir. Krizlerin yaşandığı 1990'lı yıllara bakıldığında söz konusu ülkelerin bir çoğunda ortak olan iki unsur dikkati çekmektedir. Birincisi, yeterli düzenlemelerden ve denetimlerden yoksun bir şekilde gerçekleştirilmiş finansal serbestlik; ikincisi de kur rejimi tercihinin ara rejimler lehinde yapılmış olmasıdır. Yukarıda anlatıldığı gibi, yüksek düzeyde sermaye hareketliliğinin olduğu bu ekonomilerde aynı anda döviz kuru istikrarının da hedeflenmesi, söz konusu ekonomilerde para otoritesinin bağımsız bir para politikası izleme olanağını ortadan kaldırmıştır. Artan sermaye hareketliliği altında döviz kurunu sabit tutmak zorlaşmış ve ekonomi spekülatif saldırılara daha açık hale gelmiştir. Dolayısıyla, kurun sabit tutulmasının zorlaştığı ve ekonominin kırılganlığının arttığı bu tür ekonomilerde bağımsız bir para politikasının izlenememesi de, söz konusu ülkelerde krizlerin yaşanmasını veya derinleşmesini engelleyememiştir.

Yukarıda sayılan olumsuzluklara rağmen söz konusu ülkelerin neden bu kur rejimlerini tercih ettiği sorusunun cevabı, ara rejimlerin sahip olduğu bazı avantajlarla açıklanabilir. Ara kur rejimlerinin, (i) nominal çapa özelliğinin bulunması ve fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olması (ii) kur riskini ve belirsizliğini azaltması (iii) mali disiplin ve güvenilirlik etkisinin bulunması, bu tür kur rejimlerinin tercih edilmesindeki en önemli unsurlar olarak sıralanabilir.

Bunların dışında ara kur tercihinin altında yatan bir diğer önemli neden ise, GOÜ'lerin yabancı sermaye yatırımlarını (özellikle portföy yatırımları şeklindeki) çekmek düşüncesidir. Çünkü, yabancı sermayeyi çekmenin en önemli iki ön koşulundan biri finansal serbestliğin bulunması; diğeri de kur istikrarının sağlanmış olmasıdır. Yabancı sermaye bir ülkeye rahatça giriş-çıkış yapabildiği sürece gelmek isteyecektir; ki denetimsiz ve düzensiz bir finansal serbestleştirme böyle bir imkanı fazlasıyla sağlamaktadır. Aynı zamanda özellikle portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen bir yabancı sermayenin en çok endişe ettiği şey, ülkeden çıkış yapmadan önce gerçekleşebilecek yüksek bir devalüasyondan zarara uğramaktır. Kurun değişmeyeceği taahhüdü ise, bu riski ortadan kaldırmaktadır. Böyle bir ortamda yabancı sermaye herhangi bir kur riski olmaksızın ülkeye rahatlıkla girebilmekte ve ev sahibi ülke de yurt dışından daha ucuz borçlanma imkanı kavuşmaktadır.

Yukarıdaki düşünceden hareketle ara döviz kuru rejimlerini tercih etmiş olan ülkeler (Meksika, Asya Ülkeleri², Rusya, Brezilya, Türkiye gibi ara rejim tercihi

² Asya ülkeleri ifadesi ile Tayland, Endonezya, Malezya, Kore ve Filipinler kastedilmiştir.

yapmış ülkelerde) 1990'lı yıllara gelindiğinde artan finansal serbestlik karşısında, kurun değişmesini önlemekte zorlanmaya başlamışlardır. Bu yöndeki ısrarları da (yerel paranın aşırı değerlenmesine, cari açığın artmasına vb. gibi olumsuzluklara yol açarak) finansal krizlerin yaşanmasını kaçınılmaz hale getirmiştir. Yaşanan krizler sonrasında ülkelerin kur rejimi tercihinde 1990'ların başına göre önemli değişimler olmuştur. Bu dönemde ara rejimlerden uç döviz kuru rejimlerine doğru bir yönelim gerçekleşmiştir. Fischer (2001) tarafından "iki kutup" hipotezi olarak adlandırılan bu durum aşağıdaki tabloda özetlenmiştir³.

Tablo 2: 1991 ve 2003 Yıllarında Döviz Kuru Rejimleri Tercihinin IMF Üyesi Ülkelerde Dağılımı (%)

	Katı Sabit Kur Rejimleri		Ara Rejimler		Dalgalı Kur Rejimleri	
Yıl	1991	2003	1991	2003	1991	2003
Yüzde (%)	16	25,7	61	30,5	23	43,8

Kaynak: Fischer, 2001:33; IMF, 2003: 117-120

Tablo 2'ye göre 1991 yılında IMF üyesi ülkelerin % 16'sı katı sabit kur rejimlerini, % 61'i ara rejimleri, % 23'ü dalgalı kur rejimlerini uygulamakta iken, 2003 yılına gelindiğinde ara rejimlerden uç rejimlere doğru bir kaçışın olduğu gözlemlenmektedir. 2003 yılında ara rejimlerin oranı % 30,5'e düşmüş, katı sabit kur ve dalgalı kur rejimlerinin oranı da sırasıyla % 25,7 ve % 43,8'e çıkmıştır. Katı sabit kur rejimindeki artışın ise, Avrupa ülkelerinin Avrupa Para Birliğine dahil olmalarından kaynaklandığı belirtilmelidir.

3. ARA REJİMLER VE KRİZ İLİŞKİSİ

Yukarıda da anlatıldığı gibi ara rejimlerin tercih edilmesindeki en önemli unsurların başında, fiyat istikrarını sağlamak ve yabancı sermayeyi çekebilmek için ileriye yönelik bir kur garantisi yaratma düşüncesi gelmektedir. 1990 sonrası sabit kur rejimlerini uygulayan ülke örnekleri incelendiğinde kurun sabitlenmesinin ardından, kısa vadede yukarıda bahsedilen iki amaca ulaşılabilirdi; ancak belli bir dönem sonunda kurun istikrar sağlayıcı rolü tersine dönerek, istikrar bozucu bir hal

³ Tabloda verilen rakamlar ülkelerin resmen uyguladıklarını ilan ettikleri kur rejimleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.

aldığı gözlemlenmiştir. Bunun sonucunda bir finansal kriz oluşması veya varolan krizin daha da derinleşmesi söz konusu olmuştur⁴.

Son 10 yılda yaşanan krizler dikkate alındığında, bu krizlerin oluşmasında ve/veya derinleşmesinde ara rejimlerin oynadığı roller şu şekilde sıralanabilir:

- i. Sabit kûr rejiminin uygulanması ile birlikte ulusal paranın aşırı değerlenmesi gündeme gelmektedir. Aşırı değerli kur nedeniyle dış ticaret açığı artmakta ve cari işlemler dengesinde önemli bozulmalar görülmektedir.
- ii. Kurun sabit tutulacağı yönündeki taahhüt, yurtiçindeki ekonomik aktörlere (aynı zamanda yurt dışındaki aktörlere de) örtük bir güvence sağlayarak, yurt dışından aşırı (özellikle kısa vadeli) borçlanmayı (sermaye girişini) teşvik etmekte ve ekonomide bir risk oluşturmaktadır (Fischer, 2001: 7; Mishkin, 1999: 19; Osakwe ve Schembri, 1998: 35-6).
- iii. Cari açığın finansmanı genellikle kısa vadeli dış borçlanma ile yapılmaktadır. Bu şekildeki bir finansman, kısa vadeli borç yükünden kaynaklanan riski daha da artırmaktadır.
- iv. Sabit kur taahhüdü kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girişini teşvik etmekte; fakat, ileriki bir dönemde ulusal paranın devalüe edileceği korkusu bu türden fonların kitleler halinde ülkeyi terk etmesine yol açmakta ve ülkede bir krizi tetikleyebilmekte veya derinleştirebilmektedir.
- v. Spekülatif saldırı durumlarında merkez bankalarının kuru sabit tutmada ısrarlı davranmaları (rezervlerde büyük oranlı kayıplara neden olacak kadar) ekonomide büyük zararlara yol açarak, krizi daha da derinleştirebilmektedir. Aynı zamanda merkez bankaları, ulusal paraya gelen satış baskısını azaltmak için faiz oranlarını yükseltmektedir. Bu durumda da bankacılık sisteminde büyük zararlar oluşmaktadır (Osakwe ve Schembri, 1998; 28-29).

Ülkenin diğer sorunları (yapısal, politik, ekonomik vb.) yanında kısa vadeli borçlardaki (aşırı) artışın ve cari açığın sürdürülemez olduğunun piyasalar tarafından algılanması kur üzerinde bir devalüasyon baskısı oluşturmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye ulusal paranın olası bir devalüasyonundan zarara uğramamak için kitleler halinde ülkeyi terk etmeye başlamakta ve böylece piyasalarda ulusal paraya

⁴ Krizin tek sorumlusu tabii ki uygulanan kur rejimi değildir. Ülkenin diğer makro ekonomik, yapısal ve politik sorunları da krizin oluşmasında önemli bir yere sahiptirler. Ancak, burada çalışmanın kapsamı gereği diğer sorunlardan bahsedilmeden sadece krizlerle kur rejimi ilişkisine dikkat çekilmeye çalışılacaktır.

yönelik yoğun bir satış baskısı meydana gelmektedir. Ev sahibi ülkenin artan döviz talebini karşılayacak dış rezerve sahip olmaması veya IMF gibi kuruluşlardan yeterli finansman sağlayamaması bir döviz krizine yol açmaktadır. Döviz piyasasında başlayan panik, finans piyasalarına olan güveni sarsarak, yatırımcıların bankadaki mevduatlarını geri çekmeleri ve ellerindeki menkul değerleri satmaya başlamaları ile banka veya borsa krizine dönüşebilmektedir. Bununla beraber, aynı baskıların kendi ülkelerinde de yaşanacağı endişesi duyan diğer ülkelerdeki yatırımcılarda benzer davranış içine girince kriz başka ülkelere de yayılmış olmaktadır (Seyidoğlu, 1999; 585-6).

Kısacası, 1990'ların krizlerinin ortak özellikleri ara döviz kuru rejimleri, hızlı finansal serbestleşme, büyük oranlı sermaye girişleri (özellikle kısa vadeli), yerel paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi, cari işlemler dengesinin bozulması, kısa vadeli dış borçlardaki aşırı artış, zayıf bankacılık sistemi, uluslararası sermaye piyasalarında ortaya çıkan spekülasyon ve bunu takip eden sürü psikolojisi olarak sıralanabilir (Bustelo, 2000: 230; Feldstein, 2002: 4). Bunlara yurtiçi finans piyasalarındaki yetersiz düzenleme ve denetimleri de eklemek mümkündür.

4. GOÜ'LERDE ÇEŞİTLİ KUR REJİMLERİNİN UYGULANMA ZORLUKLARI ve YENİ ARAYIŞLAR

Yukarıda anlatılan nedenlerle ara rejimler gelişmekte olan ülkeler için iyi bir alternatif olmaktan çıkmış ve ülkeler diğer alternatif kur rejimlerine yönelmişlerdir. Ancak, ara rejimler dışındaki diğer alternatif kur rejimlerinin de gelişmekte olan ülkeler için ne kadar uygun birer alternatif olduğu da tartışmalı bir konu haline gelmiştir. Bu kur rejimlerinin de özellikle GOÜ'lerde uygulanmalarında bazı zorluklar bulunmaktadır. Kur rejimlerinin uygulanmasındaki bu zorluklar aşağıda genel hatlarıyla anlatılmıştır.

4.1 Kur Rejimlerinin Uygulanma Zorlukları

4.1.1 Dalgalı Kur Rejimleri

Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi: Bu kur rejimi kriz sonrası hemen hemen tüm ülkelerin tercih ettiği bir kur rejimi olmuştur. Bunun birkaç nedeni bulunmaktadır. İlki, çöken bir kur sisteminin yerine kısa sürede aynısını ya da benzerini koymaya çalışmanın, yeterli "inandırıcılığa ve kredibiliteye" sahip olmayacağı düşüncesidir. Diğer nedenler de, bağımsız dalgalı kur rejiminin kurun aşırı değerlendirilmesini engelleyeceği, cari açığın kapanmasına yardımcı olacağı, para politikasına bağımsızlık kazandıracığı şeklindeki beklentiler olarak sıralanabilir.

Buna karşın, ABD ve Japonya gibi gelişmiş ülke ekonomilerinde uygulanan bağımsız dalgalı kur rejiminin bu ülkelerde uygulandığı şekli ile gelişmekte olan ülkelerde uygulanması çok mümkün görünmemektedir. Yapılan çalışmalar göstermektedir ki, resmen bağımsız dalgalı kur rejimini uyguladığı söyleyen bir çok ülke, aslında fiili olarak yönetimli dalgalanma veya bir ara rejim uygulamaktadır (Bkz. Calvo ve Reinhart, 2000; Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2002, Bofinger ve Timo, 2001). Çünkü, gelişmekte olan ülkeler çeşitli nedenlerle döviz kurunun dalgalanmasından korkmaktadırlar. Calvo ve Reinhart (2000) dalgalanma korkusunun nedenlerini de şu şekilde açıklamaktadırlar :

- (i) GOÜ'lerin bir çoğunda güvenilirlik sorunu (lack of credibility) bulunmaktadır. Güvenirlilik sorununun bulunduğu bir ekonomide para otoritesinin piyasalar üzerinde bir etkisi kalmamakta, beklentiler piyasaları yönlendirmekte, faizlerde ve ülkenin kredi notunda dalgalanmalar görülmekte, dolarizasyon sorunu artmakta ve merkez bankasının son borç mercii fonksiyonu sınırlanmaktadır.
- (ii) Dalgalı kur rejimlerinde döviz ve faiz arasında güvenilirlik eksikliğinden kaynaklanan pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu durumda ülkeler, kur stabilizasyonu mu yoksa faiz stabilizasyonu mu? sorusuna cevapları, kur stabilizasyonu lehinde olmaktadır. Çünkü, kur stabilizasyonu, ekonomi için sade ve basit bir nominal çapa fonksiyonu görmektedir.
- (iii) GOÜ'lerde bir çok iktisadi ajanın önemli ölçüde yabancı para cinsinden borçlanmış olmasından (dolarizasyon sorunu) ve bu ülkelerde kur riskini karşılayacak piyasaların bulunmamasından dolayı, ekonomi, kur dalgalanmalarından olumsuz yönde etkilenmektedir. (iv)GOÜ'lerde ulusal paranın büyük bir devalüasyonu resesyona neden olabilmektedir.
- (v) GOÜ'lerde kur hareketleri enflasyonu gelişmiş ülkelere oranla daha fazla etkilemektedir.

Dolayısıyla, ülkeler her ne kadar resmi olarak kurun dalgalandığını iddia etselerde yukarıda sayılan nedenlerle aslında kurun dalgalanmasına müdahale etmekte ve fiili olarak aslında dalgalı kur sistemini uygulamamaktadırlar (Calvo ve Reinhart, 2000; Bofinger ve Wollmershauser 2001; Reinhart ve Rogoff, 2002).

4.1.2 Katı Sabit Kur Rejimleri

Tablo 2'den de hatırlanacağı gibi 1990'lı yıllarda kur rejimleri tercihinde en çok payını artıran ikinci kur rejimi grubu, katı sabit kur rejimleri grubu (para kurulu, dolarizasyon ve parasal birlik) oluşturmuştur. Fakat, GOÜ'ler açısından bu kur

rejimlerinin de bağımsız dalgalı kur rejimi gibi çeşitli uygulanma zorlukları bulunmaktadır.

- i) *Para Kurulu:* 1990 yıllarının başında Arjantin ekonomisine istikrarın sağlanmasına yaptığı olumlu katkı neticesinde bazı iktisatçılar tarafından Türkiye’nde dahil olduğu bir çok gelişmekte olan ülkeye önerilmiştir (Bkz. Hanke ve Suchler, 2001). Ancak, Arjantin’in 2001 yılında yaşadığı kriz bu rejime olan güveni büyük ölçüde sarsmıştır. Bunun dışında zaten para kurulu rejimi, son borç merciinin olmaması, ulusal para biriminin aşırı değerlendirilmesine yol açması ve senyoraj gelirinde azalmaya neden olmasından dolayı eleştirilmektedir. Bu nedenlerle para kurulu, GOÜ’lerin önünde tercih edilecek önemli bir seçenek gibi görünmemektedir.
- ii) *Dolarizasyon:* Dolarizasyon, bir ülkenin başka bir ülke parasını kendi ulusal parası olarak kabul etmesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle, dolarizasyon’un kabul edilmesinde politik ve ulusal zorluklar bulunmaktadır. Çünkü, bir ülkenin ulusal parası ile bağımsızlığı arasında önemli bir bağ olduğu düşünülmektedir. Böyle bir rejimin kabul edilmesiyle bir anlamda ulusal bağımsızlıktan da vazgeçileceği düşünülmektedir. Uygulamaya geçilmesi toplumsal bir uzlaşmayı gerekli kılmaktadır. Dolarizasyon uygulamasına geçiş iki taraflı bir anlaşma (ulusal parasını terk edecek ülke ile parası yasal para olarak kabul edilecek ülke arasında varılacak bir anlaşma) veya tek taraflı bir karar ile gerçekleştirilebilmektedir. Tek taraflı bir kararın uygulamaya geçilmesi halinde iki önemli sakınca bulunmaktadır. Bunlar, merkez bankasının son borç mercii fonksiyonunun ve senyoraj gelirinin tamamen kaybedilmesidir. Senyoraj gelirinin kaybı ile bütçe açıklarının artması gibi sorun ortaya çıkmaktadır. Çünkü, gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda senyoraj geliri önemli rakamlara ulaşmıştır. Bununla beraber, dolarizasyon büyük ülkeler için uygun görülmemekte ve genelde uygulayıcıları Panama, Micronesia ve Marshall Adaları gibi çok küçük ülkelerdir.
- iii) *Parasal Birlik:* Parasal birliğin teorik çerçevesi “optimal para sahası” düşüncesine dayanmaktadır (Birinci, 2001; 5). Optimal para sahası, ülkelerin bireysel kur politikalarından vazgeçerek, ortak bir para kullanımından fayda elde etme durumunu ifade etmektedir. Optimum para sahası’nın başarılı olabilmesi için başlıca dört kriter bulunmaktadır (Kang ve Wang, 2002; 24-7): i) Birlik içindeki ülkeler arasında yüksek düzeyde dış ticaret ilişkisi bulunmalıdır, ii) ülkelerin dışa açıklık oranlarının yüksek olması gerekmektedir, iii) ülkeler arasında faktör (özellikle emek) mobilitesi bu-

lunmalıdır ve iv) ülkelerin makro politikaları (hedefleri) birbirine yakın olmalıdır. Bunlara ek olarak başarı için bir başka önemli koşul da saha içindeki ülkelerde fiyatların yukarı ve aşağı esnek olması gerekmektedir. Yukarıda sayılan kriterler dikkate alındığında bir ülkenin parasal birlik uygulaması öncesinde yerine getirmek zorunda olduğu bazı koşullar bulunmaktadır. Bunun yanında parasal birliğin, ortak bir merkez bankası tarafından çıkarılan parayı kullanan ülkelerin oluşturduğu döviz kuru politikaları koordinasyonu olduğu düşünüldüğünde de, ülkenin tek başına alabileceği bir kararla uygulayamayacağı görülmektedir. Bu nedenle, parasal birlik bir çok ülke için uygulanabilir bir alternatif değildir.

4.2 Alternatif Kur Rejimi Önerileri

Kur rejimi üzerine yapılan tüm bu tartışmalar, bazı iktisatçıları da (özellikle gelişmekte olan ülkeler için) mevcut kur rejimlerine yeni alternatifler ekleme çabasına sokmuştur. Burada sadece iki yeni kur rejimi önerisine yer verilecektir. Bunlardan ilki, Williamson (2000) tarafından önerilen BBC (band, basket, crawl) rejimidir. İkincisi de, Goldstein tarafından önerilen “yönetimli dalgalanma artı” rejimidir.

4.2.1 Williamson’un Önerisi: BBC Rejimi

BBC rejimi, kur bandı uygulaması (band), para sepeti uygulaması (basket) ve merkezi kurdaki küçük oranlı değişimler (crawl)’in birleştirilmesiyle oluşturulan bir kur rejimidir. BBC rejiminin her üç unsurunun çeşitli avantajları bulunmaktadır. Williamson (2000)’e göre merkezi bir kur etrafında dalgalanan +/- % 15 gibi belirlenen bir *kur bandının* (band) avantajlarından ilki, ekonomik büyüklüklerdeki değişikliklerin paralelinde kurun ayarlanmasına izin vermesidir. İkincisi, devre karşıtı politikaların uygulanabilmesi için para politikasına belirli oranda bağımsızlık sağlamasıdır. Üçüncüsü ise, güçlü fakat geçici sermaye akımlarıyla mücadele imkanı vermesidir. Bir çok iktisatçı tarafından çeşitlenmiş ihracat yapısına sahip ülkelere, ulusal paralarını tek bir yabancı ülke parasına sabitlemek yerine bir para sepetine sabitlemesi tavsiye edilir. BBC rejiminin *para sepeti* (basket) özelliği, çeşitlendirilmiş ihracat yapısı bulunan ülkelere böyle bir imkanı vermektedir. Yurtiçi enflasyonun ticaret ortağı olunan ülkenin enflasyonunun üzerinde seyretmesi halinde reel kurun değerlenmesi sorununun BBC rejiminin merkezi *kurda küçük oranlarda değişime* (crawl) imkan vermesiyle ortadan kaldırılabileceği iddia edilmektedir.

Kıscacası Williamson, BBC rejim kurallarını içeren merkezi parite etrafında +/- 15 aralığında dalgalanma gösteren ve gevşek bant sınırlarına (soft margins) sahip bir tür sürünen bant rejimini önermektedir. Bu uygulamada merkezi kur önceden ilan edilecek ve böylece beklentilere yön verilmesi de mümkün olacaktır. Kurdaki değişimler ekonomik büyüklüklerin paralelinde gerçekleşecektir. En önemli ve diğer bant uygulamalarından farklı özelliği, eğer gerekli ise geçici olarak nominal kur, bant sınırları dışına çıkılabilir. Böylelikle bir ara rejim uygulaması olan BBC rejimi spekülâtif saldırılara daha az karşı karşıya kalacaktır. Özetle, Williamson, BBC adlı kur rejimiyle, sabit ve esnek kur rejimlerinin avantajlarını birleştirdiğini ve aynı zamanda spekülâtif saldırılara açık oldukları iddia edilen ara rejimlerin bu sorununu da büyük ölçüde ortadan kaldırdığını iddia etmektedir.

4.2.2 Goldstein'in Önerisi: Yönetimli Dalgalanma Artı

Goldstein (2002) tarafından "yönetimli dalgalanma artı" olarak adlandırılan yeni kur rejimi önerisi üç unsurun bir araya gelmesinden oluşmaktadır: (i) Yönetimli dalgalanma, (ii) enflasyon hedeflemesi ve (iii) varlık-yükümlülük uyumsuzluğunu (currency mismatch) azaltmak için alınacak tedbirler. "Artı" terimi, (ii) ve (iii) nolu özelliklerin bileşimini ifade etmektedir. Bu kur rejiminin *geleneksel yönetimli dalgalanma* özelliği sayesinde para otoritesi, kurun uzun dönemli trendini etkilemeksizin aşırı dalgalanmaları gidermek için müdahale şansı elde etmiş olmaktadır. Dolayısıyla, para otoritesi belirli oranda bağımsızlığa kavuşmaktadır.

Buna karşın, yönetimli dalgalanma uygulanmasında önceden ilan edilmiş bir döviz kuru hedefi bulunmaması, bu uygulamayı bir nominal çapadan yoksun bırakmaktadır. *Enflasyon hedeflemesinin* bu kur rejimi içerisinde nominal çapa görevi görmesi beklenmektedir. Böylelikle, özel sektör beklentilerini enflasyon hedeflemesi yönlendirecektir. Goldstein'e göre, enflasyon hedeflemesinin diğer nominal çapalarla karşılaştırıldığında bir çok avantajı bulunmaktadır ve bu nedenle nominal çapa olarak seçilmiştir.

Bu kur rejiminin üçüncü özelliği ise, varlık-yükümlülük uyumsuzluğunu ortadan kaldırmak için tedbirlerin alınmasını önermesidir. Yüksek düzeyde bir varlık-yükümlülük uyumsuzluğunun bulunduğu ülkelerde yaşanan krizler sonrası üretimde ve büyüme oranlarında yüksek düzeyde düşüşler yaşanmaktadır. Varlık-yükümlülük uyumsuzluğu, bir ülkede önemli kriz göstergelerinden biridir. Goldstein (2002)'e göre, varlık-yükümlülük uyumsuzluğunu azaltmak için alınabilecek bazı tedbirler bulunmaktadır. Bu tedbirler şunlar olabilir: (i) Piyasa aktörlerinin kur riskini daha iyi görebilmeleri ve algılayabilmeleri için sürekli olarak varlık-yükümlülük uyumsuzluğu göstergeleri yayınlanabilir (ii) Bankaların net açık pozis-

yonlarının sınırlayan yasal şartlar getirilebilir (iii) Kur riskine karşı koruma mekanizmalarının geliştirilebilir ve (iv) hükümetin yabancı para cinsinden borçlanması yasaklanması gibi radikal önlemler alınabilir.

Goldstein, bu üç özelliğin bir birini daha da fazla güçlendirdiğini iddia etmektedir. Eğer varlık-yükümlülük uyumsuzluğu kontrol altına alınırsa, dalgalanma korkusu azalacak ve enflasyon hedeflemesinin etkinliği artacaktır. Aynı şekilde, yükselen piyasa ekonomileri düşük enflasyon hedeflerini tutturmakta başarılı olurlarsa, bu durumda da yurt dışından kredi verenler yerel para cinsinden ve daha uzun vadeli borç vermekte istekli olacaklardır. Dolayısıyla varlık-yükümlülük uyumsuzluğu azalacaktır. Aynı zamanda yönetimli dalgalanma artı rejiminde önceden ilan edilmiş bir kur taahhüdünün olmayışı, bu kur rejimini büyük ve ani sermaye akımlarıyla başa çıkmakta daha esnek kılacağı da iddia edilmektedir. Goldstein, yukarıda anlatılan avantajlarından dolayı yönetimli dalgalanma artı rejiminin yükselen piyasa ekonomileri için en iyi kur rejimi olacağını iddia etmektedir.

5. SONUÇ

Yukarıda anlatılanlar dikkate alındığında özellikle 1990'larda yoğunlaşan kur rejimi tartışmalarından çıkarılan sonuçlar şu şekilde özetlenebilir: (i) Gelişmekte olan ülkeler Bretton Woods'un yıkılışından bu yana en iyi kur rejimi arayışı içindedirler. Bretton Woods'un hemen sonrasında sabit kur tercihi ağırlıklı iken, son dönemde yaşanan krizlerin ardından bağımsız dalgalı kur yönündeki tercihte önemli artışlar meydana gelmesinin, kur rejimi tartışmalarını bitirdiği düşünülmelidir. Çünkü, bağımsız dalgalı kur tercihinin karşısında olan görüşler de oldukça fazladır; (ii) Bazı iktisatçılara göre, aslında GOÜ'lerin birçoğu dalgalanmadan korkmaktadırlar ve kurun serbestçe dalgalanmasını arzu etmemektedirler. Bu nedenle, resmen ilan edilen ile fiilen uygulanan kur rejimi arasındaki fark bulunmaktadır. Bu bağlamda, kur rejimleri değerlendirilirken bu ikisi arasında ayırım iyi yapılmalıdır (iii) Gelişmekte olan ülkelerin birbirinden farklı özellikleri bulunduğu düşünülürse, Frankel'in söylediği gibi, tüm ülkeler (özellikle gelişmekte olan ülkeler) için her zaman geçerli olabilecek tek bir kur rejiminin bulunması ve formüle edilmesi oldukça zor görünmektedir. Bu nedenle, kur rejimi arayışının ve tercihinin ülkenin özelliklerinin dikkate alınarak yapılması daha uygun olacaktır ve (vi) Unutulmamalıdır ki, kur rejimi tercihi ne olursa olsun bu kur rejimlerini destekleyecek uygun makro politikalar uygulanmadığı sürece, söz konusu kur rejiminin krizlere karşı dayanıklı ve sürdürülebilir olması da mümkün olmamaktadır.

KAYNAKÇA

- Berg, Andrew and Eduardo Borensztein (2000), "The Dollarization Debate", *Finance and Development*, March.
- Berg, Andrew, Christopher J. Jarvis, Mark R. Stone and Alessandro Zanello (2003), "Re-establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience", *IMF Working Paper*, No: WP/03/76
- Birinci, Y. (2001), *Euron'un Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri*, İstanbul, Alfa Yayınları.
- Bofinger, Peter and Timo Wollmershaeuser (2001), "Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order", *CPER Discussion Paper*, No:3064.
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (2000), "Fear of Floating", *NBER Working Paper*, No: 7993.
- Dabrowski, M. (Der.) (2002), "Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons", *CASE Reports*, No: 51.
- Edwards, Sebastian (1997), "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?" *NBER Working Paper*, No: 6334
- Feldstein, Martin (2002), "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", *NBER Working Paper*, No: 8837.
- Fischer, Stanley (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf> (10 Eylül 2002).
- Frankel, Jeffrey A. (1999), "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times", *NBER Working Paper*, No: 7338.
- Goldstein, Morris (2002), *Managed Floating Plus*, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Hanke, Steve H. ve Kurt Schuler (2001), *Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Para Kurulları El Kitabı*, Çev: Bekir Berat Özipek ve Metin Toprak, Ankara: Liberte Yayınları.
- IMF (1997), *World Economic Outlook*, October, Washington, D.C.

- IMF (2003), Annual Report, Washington DC.
- Kang, S. and Y. Wang (2002), "An Overview of Currency Union: Theory and Practice", *Korea Institute for International Economic Policy Discussion Paper*, No: 02-05.
- Kenen, Peter B. (2001), *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Levy-Yeyati, Eduarda and Federico Sturzenegger (2002), "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", <http://www.utdt.edu/~fsturzen/DW2002.pdf>
- Mishkin, Frederic S., "Lessons from the Asian Crisis", *NBER Working Paper*, No: 7102.
- Osakwe, Patric and Lawrence Schembri (1998), "Currency Crises and Fixed Exchange Rates in the 1990s: A Review" *Bank of Canada Review*, Autumn 1998, pp:23-37.
- Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff (2002), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *NBER Working Paper*, No: 8963.
- Seyidoğlu, Halil (1999), *Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama*, Geliştirilmiş 13. Basım, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Williamson, John (2000), *Exchange Rate Regimes for EMs: Reviving the Intermediate Option*, Washington, D.C.: Institute for International Economics.