

# ENFLASYONU ÖNLEMEDE DÖVİZ KURU REJİMLERİ\*

*Çeviren: Hüseyin ŞEN*

Kapsamlı bir ekonomik programın oluşturulmasında sabit döviz kuru rejiminin (*anchor-çapa*) mi ya da esnek döviz kuru rejiminin mi kabul edileceği konusunda karar alıcılar sık sık zor bir tercihle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bir para politikası göstergesi olarak döviz kuru marjları (alt ve üst sınırları) içindeki kısa dönem esnekliğin kullanılabilirliğinden ve orta vadeli bir sabit kur ayarlamalarının kaçınılmazlığından dolayı, geçmişteki ülke deneyimleri sabit döviz kuru rejimi ile esnek döviz kuru rejimi arasındaki ayırımın güçleştiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, ülkelerarası karşılaştırmalara ilişkin ampirik çalışmalar, döviz kuru rejiminin makro-ekonomik performans, özellikle enflasyon üzerindeki etkileri konusunda ilginç sonuçlar ortaya koymaktadır. Uygulamada istikrarlı bir döviz kuru rejimi, genelde döviz kuru rejiminin özel bir biçimi olmaktan daha çok diğer politika tercihlerinin yan ürünü olarak ortaya çıkmaktadır.

Sabit döviz kuru rejimi, hem marjlar içindeki kısa dönem esneklikten yararlanıyor, hem de daha uzun döneme ilişkin ayarlama olanağı sağlıyorsa, sabit döviz kuru ile esnek kur arasındaki fark büyük ölçüde beklenti konusu olacaktır. Ancak, sabit döviz kurunun beklenen etkisi, sadece bu rejimin kabul edilmesine bağlı olmayıp; aynı zamanda, para ve döviz kuru kararlarının birden fazla kurum tarafından bağımsız gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğine bağlıdır. Bu yüzden, döviz kurunun beklenen etkisi, kurumsal düzenlemelere bağlı olarak ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir.

## **Ülke Deneyimleri:**

---

\* Peter J. QUIRK, 'Exchange Rate Regimes as Inflation Anchors', Finance & Development, Vol:33, No:1, March 1996, pp. 42-45. (Bu makale *Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi, Ekim 2000, sayısında yayınlanmıştır.*)

1980'lerde yaşanan borç krizinden çıkarılacak ders şudur: Gerçekçi olmayan döviz kurları kısa dönemde bile ciddi ekonomik sonuçlarına katlanılmaksızın sürdürülemez. Gerek borç krizinden önce gerekse borç krizinin ilk aşamalarında pek çok ülkede resmi döviz kurları, piyasa düzeyi dikkate alınmaksızın sabitlenmiş; yapısal uyum programları kademeli olarak uygulanırken döviz işlemleri üzerindeki kontrollerin döviz kurlarına destek olacağı ve enflasyonu istikrara kavuşturmaya yardım edeceği varsayılmıştır. Ancak, kontroller istenilen sonucu vermemiş ve bu durum bir taraftan paralel döviz piyasalarının (*karaborsa*) doğmasına neden olurken, diğer taraftan da döviz kurunun değerlenmesine yol açmıştır. Döviz kurunun değerlenmesi ise ulusal paradan kaçışa ve vergi sistemlerinin çökmesine zemin hazırlamıştır. Bunun yanında bir çok ülke kendisini kısırlık döngüsü içinde bulmuştur. Vergi tahsilatındaki kötüleşme ve dolayısıyla maliye politikası, daha büyük makro-ekonomik dengesizlik ile sonuçlanmıştır. Vadesi gelen yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli dövizin yetersiz olması, dış ödemelerin gecikmesine, ülke kredibilitesinin kaybolmasına, ödemeler bilançosunun kötüleşmesine ve gerçekçi olmayan döviz kurunun ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Öte yandan, geniş kapsamlı devalüasyonlara yol açan ertelenmiş kur ayarlamalarının etkin olmadığı görülmeye başlanmıştır. Bir çok gözlemci, ya sabit döviz kuru rejimi içinde ya da sürekli dalgalanma yoluyla döviz kurlarının sık sık ama küçük oranlı artışlar yoluyla ayarlanması gerektiği düşüncesindedir. IMF gibi kuruluşlar tarafından da belirtildiği gibi, sabit ile dalgalı kurlar arasındaki ayrımın karmaşık olması, üye ülkelerin döviz kuru politikalarının sınıflandırılmasını gerektirmektedir (Bkz. Kutu 1).

#### **Kutu 1: Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması**

*1982'de uygulamaya konulan IMF Sistemi'nin esas aldığı döviz kuru sınıflandırmasına göre döviz kuru rejimleri, beş gruba ayrılmaktadır: Bunlar, ülke parasının tek bir yabancı paraya bağlanması, ülke parasının yabancı para sepetine bağlanması, sınırlı dalgalanma (Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması-ERM ve yarı-peg uygulayan ülkeler), gözetimli dalgalanma ve sınırsız dalgalanmadır. Bununla beraber, uluslararası parasal sistem tamamen sabitlenmedikçe ülkelerin sabit döviz kuruna sahip oldukları söylenemez. Ayrıca, döviz kuru politikası planlandığı gibi gerçekleştirilse bile, dünyadaki döviz kuru rejimlerini sabit ve dalgalı döviz kuru rejimleri şeklinde iki gruba ayırmayı güçleştiren nüanslar da mevcuttur. Döviz kuru rejimleri, pek çok nedenden dolayı basit bir sınıflandırmayı güçleştirmektedir.*

*Merkez bankası, döviz kurlarına belirli bir esneklik sağlamak suretiyle kontrol altında tutabilir. Merkez bankası, enflasyon farklılığı, ödemeler bilançosu ya da piyasada tahmin edilen arz ve talep koşulları gibi belirli göstergeleri baz alarak döviz kurlarını günlük veya haftalık olarak ayarlamaktadır. Ancak, böyle bir durumda döviz kurlarının piyasa tarafından belirlendiği ya da serbestçe dalgalandığı düşünülemez.*

*Avrupa Para Sistemi üyesi ülkelerin paraları, marjlar içinde en azından prensipte birbirlerine karşı sabit, ancak, diğer bütün ülke paralarına karşı esneklerdir (Alman Markına bağlanan Estonya Kronu gibi Avrupa Para Sistemi'ne bağlanan para birimleri hariç)*

*Reel sabitleme, nominal değişmeyi ifade etmektedir. Öyleyse, enflasyona endeksli bir peg, sabit döviz kurunun ya da döviz kurunun esnek olarak yöneltildiği bir gösterge düzenlemesinin bir versiyonu olarak nitelendirilebilir mi?*

*Ne kadarlık bir döviz kuru piyasası müdahalesi, sınırsızca dalgalanan döviz kuru kategorisiyle uyumludur?*

Bunun yanında, genel olarak şu an inanıldığı gibi, eğer döviz kontrolleri etkin değilse, sabit döviz kuru rejimleri para ve maliye politikaları tarafından mutlaka faal hale getirilmelidir. Eğer hem dalgalı döviz kuru, hem de sabit döviz kuru aynı iç politikalarla destekleniyorsa, istikrarlı bir dalgalı döviz kuru ile istikrarlı sabit döviz kuru arasında ne kadar fark vardır? Kısaca, çok az.

### **Kredibilite:**

Sabit döviz kuru ile dalgalı döviz kuru arasındaki en önemli farkın sabit döviz kurunun beklenen etkisi olduğu sık sık ileri sürülmektedir. Hükümetler, sabit döviz kuru rejimini benimsemekle iki taahhütte bulunmaktadır: Birincisi, emisyon ve kamu finansmanı arasındaki bağlantıyı sona erdirecek finansal politikalar; diğeri ise, sabit döviz kurudur. Merkez bankasının para politikasından, hükümetlerin de döviz kuru politikasından sorumlu olduğu ülkelerde söz konusu taahhütler iki bağımsız resmi organ tarafından gerçekleştirilmektedir. Eğer söz konusu ayırım politika tutarlılığını sağlayıcı faktör olarak görülürse, bu durum kredibilitayı artırabilir. Bununla beraber, özellikle gelişmekte olan çok sayıdaki ülkede merkez bankaları bağımsızlıktan yoksundur. Ayrıca, mali açıklar az ya da çok otomatik olarak monetize edilmektedir. Göstermelik de olsa bağımsız parasal otoritelere sahip olan ülkelerde bile performans hedefleri ya önceden tasarlanmış sözleşmelerle veya hükümetle

yakın koordinasyon halinde hazırlanmaktadır. Dolayısıyla, kredibilitenin gerçekte bir para politikası taahhüdü yanında döviz kuru taahhüdü tarafından artırılıp artırılmayacağı değerlendirilirken, kurumsal yapının dikkate alınması gerekmektedir.

Her iki döviz kuru rejiminin performansı, uygulama yönünden de incelenebilir. 1980'ler ile 1990'ların başlarındaki hızlı finansal yeniliklerin bir sonucu olarak kredi ve parasal büyüklükler, para politikası göstergesi olma özelliklerini kısmen kaybetmişlerdir. Bu durum, özellikle sanayileşmiş ülkeler için bir realitedir. Benzer süreç, gelişmekte olan ülkeler için de başlamıştır. Bu süreçte ara hedefler ve para politikası göstergesi olarak finansal varlıkların fiyatları daha büyük bir rol oynamaya başlamıştır. Ancak, enflasyon hissedilir bir düzeye ulaştıktan sonra reel faiz oranları doğrudan gözlemlenememekte ve dolayısıyla faiz oranlarını yorumlamak güçleşmektedir. Finansal aktiflerin getiri eğrileri veya vadeli işlemlere uygulanan faiz oranları bu konuda daha fazla bilgi verebilir ancak bu sadece derin finansal piyasalara sahip olan ülkeler için geçerli olabilir. Marjlar içinde bile olsa eğer esneklik olanağı sağlanırsa, döviz kuru bu esneklik sayesinde parasal durumdaki kısa dönem değişmelerin temel göstergesi işlevini yerine getirebilir.

Alternatif olarak, sabit döviz kurunu sürdürmek için döviz piyasalarına yapılacak müdahalenin dozu kısa dönemde para politikasının bir göstergesi olarak öngörülebilir. Ancak, bu yaklaşımın birçok dezavantajı mevcuttur. Birincisi, uluslararası rezervlerdeki hareketlenmeler, yalnızca aşırı talebin bir işareti olarak yorumlanamaz. Bu hareketlenmeler, yalnızca piyasa baskılarını değil; aynı zamanda döviz varlığındaki düzenli ya da yarı düzenli dalgalanmaları da yansıtabilir. Bu tip dalgalanmaları ortadan kaldırmak için parasal otoriteler döviz akışındaki sezonluk ve diğer durumlar konusundaki piyasa durumunu değerlendirebilmeye gereksinim duyacaklardır. İkincisi, sadece piyasa aktörlerinin kamu otoritelerinin yaptığı müdahalenin geçici olduğunu bilmedikleri ölçüde piyasa, müdahaleyi etkin olarak algılayabilir. Kamu otoriteleri, yaptıkları müdahale konusunda piyasanın ne gibi reaksiyon gösterdiğini anlamaya gereksinim duyacaklardır. Çünkü, müdahale, piyasanın doğrudan reaksiyonu olarak değil; piyasaya karşı otoritelerin, piyasanın da otoritelere karşı bir reaksiyonu şeklindedir. Üçüncüsü, çoğu gelişmekte olan ülkede uluslararası rezervler genelde resmi işlemlerde kullanılmaktadır. Fakat, uluslar arası rezervler resmi işlemlerin dışında da - döviz alım ve satımı, döviz kurlarını etkilemek, rezervleri artırmak veya kamu iktisadi

teşebbüslerinin ihtiyaçlarını karşılamak için- kullanmaktadırlar. Eğer bu işlemler, piyasaya değil de kamu kesimine yönelirse, kamu otoriteleri için müdahaleyi aşırı döviz talebinin bir göstergesi olarak kullanılmak güç olacaktır.

### **Oynaklık:**

Dalgalı döviz kuru rejiminin uygulanması halinde döviz kurlarında meydana gelebilecek büyük değişkenlik, sabit döviz kuru lehine sık sık dile getirilen diğer bir argümandır. Ancak, bu durum sabit döviz kuru rejiminin dalgalı döviz kuru rejimine göre üstünlüğünü göstermez. Değişkenlik her zaman kötü değildir; çoğu kez arzulanan ayarlamaları ifade eder. Ayrıca, performansı karşılaştırılan belli bir döviz kuru rejimi kötü bir biçimde icra edilmiş de olabilir. Başarısızlıklar, belli bir döviz kuru rejiminin yaratılışında var olan niteliklerden daha ziyade kötü uygulamalara bağlanabilir.

### **Ampirik Bulgular:**

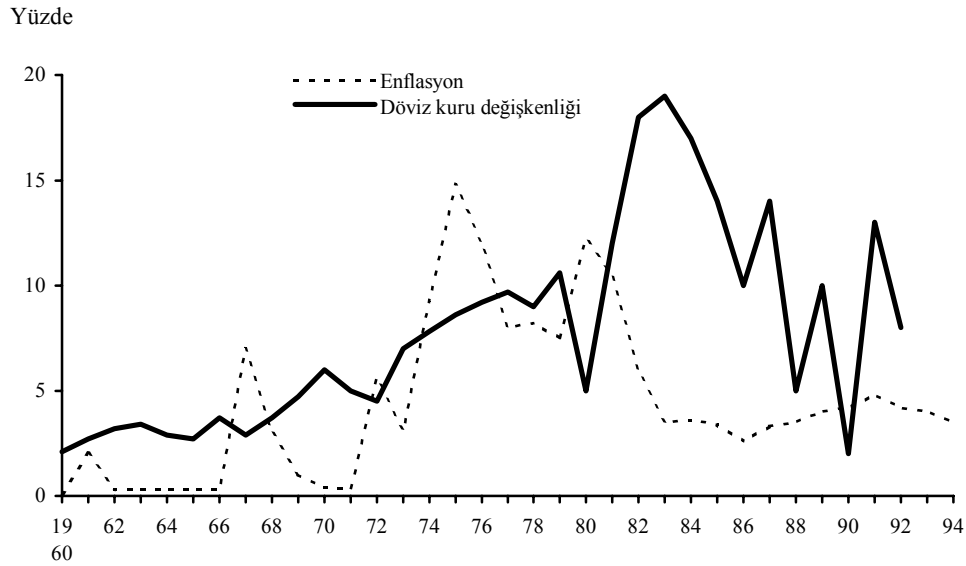
Bu belirsizlikler, sabit ve dalgalı döviz kuru rejimlerinin enflasyon performansı üzerinde meydana getirdiği etkilerinin ölçülmesini ve karşılaştırılmasını daha da güçleştirmektedir. Aşağıda özetlenen değişik çalışma ve yaklaşımlar, sabit ve esnek döviz kuru rejimlerinin etkisi konusunda kesin sonuçlar ortaya koymamaktadır.

### ***Değişkenlik ve Enflasyon:***

Grafik 1’de görüldüğü gibi, sanayileşmiş ülkelerde döviz kurları değişkenliğini genelde yükselen enflasyon izlemiştir. Örneğin, sanayileşmiş ülkelerde döviz kurlarının ortalama değişkenliği, İngiliz Sterlini’nin devalüe edilmesi ve 1967’deki döviz kuru ayarlamaları sonucu hızla yükselmiştir. Bununla beraber, ortalama enflasyon, söz konusu tarihten önce de yükselmekteydi. 1960’ların başlarında % 2 dolaylarında olan ortalama enflasyon oranı 1960’ların ortalarına kadar % 3’e çıkmıştır. Ancak, enflasyon 1970 yılına kadar yükselmeye devam ederken, sürpriz bir biçimde döviz kuru değişkenliği düşmüştür. Benzer şekilde, bir gecikmeden sonra 1975-76’da enflasyondaki düşme, döviz kuru değişkenliğindeki azalmadan kaynaklanmıştır. Buna karşın, 1978’den 1980’lere kadar yükselen enflasyon, 1979’dan 1982’ye kadar ki dönemdeki hızlı döviz kuru ayarlamalarından kaynaklanmıştır. Genel olarak, 1980’ler boyunca yıllık bazda ölçülen döviz kuru değişkenliği sanayileşmiş ülkelerde hızlı bir şekilde düşmüş ve 1991’de de 1972’deki seviyesine inmiştir. 1986-90 döneminde

yavaş yavaş yükselen enflasyonun döviz kuru değişkenliğine neden olduğu görülmektedir. Ancak, bu durum, 1992-93 dönemine kadar sürmemiştir.

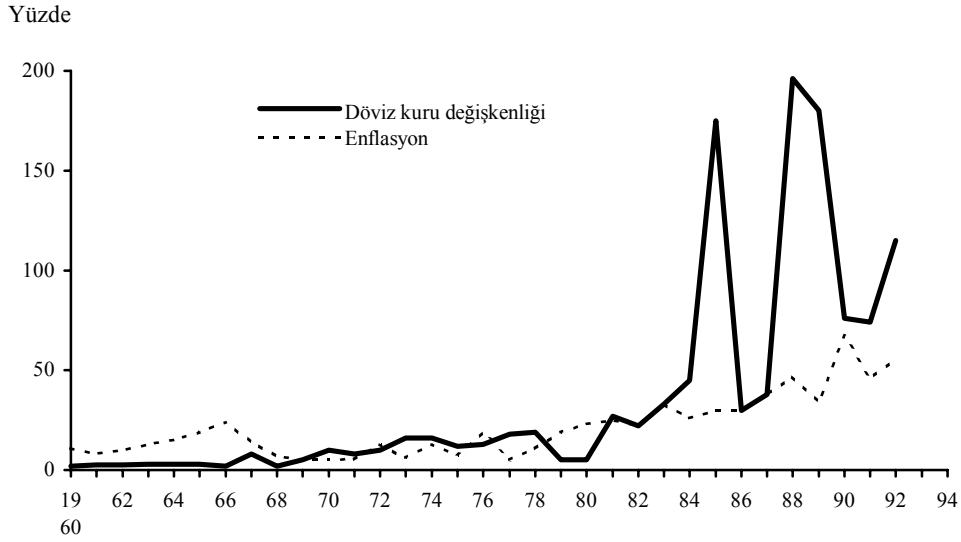
**Grafik-1:** Sanayileşmiş Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ile Enflasyon Arasındaki İlişki



*Kaynak:* IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook, Çeşitli Sayılar

Gelişmekte olan ülkelerde durum daha da basittir (Bkz. Grafik 2). Sabit döviz kuru rejimlerinin yaygın uygulama alanı bulması ve ertelenmiş döviz kuru ayarlamaları nedeniyle 1960'lar ile 1980'lerin başlarındaki dönemlerin büyük bir kısmında döviz kuru değişkenliği enflasyondan daha düşüktü. Enflasyon yavaş yavaş yükseliş trendini sürdürmesine karşın, döviz kuru değişkenliği 1984'ten bu tarafa hızlı bir yükseliş trendi sergilemiştir. Bu yüzden, 1980'lerin büyük ölçekli döviz kuru ayarlamalarına karşı enflasyonun pek fazla duyarlı olduğu görülmemektedir. Bunun nedenleri, muhtemelen piyasa kaynaklı devalüasyonların ve çok sayıda gelişmekte olan ülkede döviz kuru rejimi değişikliklerinin ortaya koyduğu dışa yansımaya eşitsizliklerde bulunabilir.

**Grafik-2:** Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Değişkenliği ile Enflasyon Arasındaki İlişki



Kaynak: IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook, Çeşitli Sayılar

Genel olarak, seriler her iki ülke grubu için döviz kuru değişkenliğinin enflasyonu gecikmeli olarak takip ettiğini göstermekte ve döviz kuru rejimlerinin enflasyona neden olmadığını ima etmektedir.

### **Çapa Politikaları:**

Güçlü bir para birimine karşı kademeli olarak yapılan devalüasyonlar, sabit döviz kuru politikasının karmaşık olmayan örnekleridir. Fajgenbaum ve Quirk (1991) tarafından yapılan bir çalışma, 1960-1990 yılları arasında kademeli devalüasyona başvuran Latin Amerika ve Karayipler'deki 15 gelişmekte olan ülkede orta dönemli enflasyon ve ödemeler bilançosundaki değişimleri incelemiştir. Söz konusu çalışma, genel olarak çapa politikalarının en azından 1990'a kadar başarılı olmadığı ve kronik ödemeler bilançosu problemleri pahasına enflasyon performansının arttığı sonucuna ulaşmıştır.

Yapılan toplam 28 kademeli devalüasyonun sadece 5'i diğer ekonomik programlarla birleşerek dış açıkları düşürmeyi ve fiyatları istikrarlı kılmayı başarmıştır. Bu ülkelerin dördünde –Bolivya (1972-78), Ekvator (1961-67), Peru (1967-70), ve Trinidad ve Tobago (1989-90) – devalüasyon zamanlarında enflasyon oranları halihazırda düşüktü. Ayrıca, devalüasyon sonrasında Ekvator haricindeki ülkelerin tamamı, enflasyonda hızlı yükselmeye karşı karşıya kalmışlardır. Bu durum, büyümeyi engelleyen deflasyonist para ve maliye politikalarının uygulanmasını gerektirmiştir. Diğer durumlarda, ülkeler enflasyonu

düşürmüşler ancak bu ülkelerin başarıları kronik ödemeler bilançosu güçlükleri veya sürdürülemez ekonomik politikalar tarafından zayıflatılmıştır. 3'ü Arjantin tarafından yapılan toplam 11 kademeli devalüasyon, ne enflasyon ne de ödemeler bilançosu hedeflerine ulaşabilmiştir.

Yukarıdaki çalışmada incelenen ülkelerin çoğunun orta vadede devalüasyonu sürdürmek için gerekli destekleyici politikalardan yoksun kaldığı görülmektedir. Devalüasyon döneminde düşük enflasyona sahip olan ülkelerde sabit döviz kuru rejiminin başarısı, böyle rejimlerin istikrarın daha sonraki bir aşamasında, enflasyon geniş ölçüde tatmin edici seviyelere düşürüldükten sonra yararlı olabileceğini ima etmektedir.

Bununla beraber, burada bir uyarı yapmak yerinde olur: Yukarıda bahsedilen çalışma, kademeli olarak yapılan devalüasyonların tamamen sona ermediği bir dönemi kapsamaktadır (Birçok ülkede oldukça büyük bir paralel piyasa varlığını sürdürmektedir). Ayrıca, söz konusu çalışma çeşitli ülkelerin para kurulu deneyimlerinden önceki dönemi kapsamaktadır.

#### **Para Kurulu:**

Para kurulu tipi düzenlemelerle desteklenen sabit döviz kuru rejimi, 1992'de Arjantin, 1993'de Estonya, 1994'lerin başında da Litvanya tarafından uygulamaya konulmuştur. Sermaye girişlerinin meydana getirdiği ödemeler bilançosundaki hızlı değişmeyi sterilize etmekten para kurulu düzenlemesiyle korunan Estonya, enflasyonda cüzi bir yükseliş tecrübesi yaşamış ancak bu daha sonra kontrol altına alınmıştır. Litvanya'nın para kurulu uygulamasına geçmesini piyasa döviz kurunun değerlendirilmesi ve önceki geleneksel merkez bankacılığı düzenlemelerine göre başarının erken işaretleri takip etmiştir. Arjantin ise, para kurulu uygulamasını başarı ile sürdürmüş ve bu başarıya düşük oranlı enflasyon eşlik etmiştir.

#### **Dalgalı Döviz Kurları:**

1980'lerden 1990'ların başına kadar ki dönemde dalgalı döviz kuru rejimi konusunda gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri üzerine bir çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar, piyasa tarafından belirlenen esnek döviz kuru sistemi üzerinde yoğunlaşmakta; ancak, merkez bankasının belli göstergelere göre belirlediği kontrollü dalgalanmaları içermemektedir.



(Bununla birlikte, döviz kurlarını bağımsız olarak dalgalanmaya bırakan bazı ülkeler, döviz kuru kontrollerini sürdürmüşler ve sterilize edilmiş müdahaleye başvurmuşlardır).

Fajgenbaum ve Quirck (1991) tarafından yapılan yukarıdaki çalışma, sınırsız dalgalanmayı benimseyen Bolivya, Dominik Cumhuriyeti, El Salvador, Jamaika, Paraguay, Uruguay ve Venezüella gibi ülkeleri de kapsamaktadır. Dominik Cumhuriyeti hariç, diğer ülkeler uyguladıkları istikrar programları ile belirgin bir başarı sağlamışlar ve böylece hem enflasyon, hem de ödemeler bilançosu performanslarını yükseltmişlerdir. Ancak, aynı başarıyı Venezüella sürdürememiştir.

Corden (1993) tarafından yapılan *Exchange Rate Policies for Developing Countries (Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Döviz Kuru Politikaları)* isimli bir çalışma, döviz kuru rejimi değişikliğinin yaşandığı iki dönem arasında 10 ülkede ortalama enflasyon oranlarını incelemiştir. Üç ülkede, ikinci dönemde ortalama enflasyonun belirgin bir biçimde daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum, dalgalı döviz kuru rejimine geçişle birlikte ortaya çıkan disiplinsizliği ortaya koymaktadır. Ayrıca, söz konusu çalışma, esnek döviz kuru rejimine geçişle birlikte ülkelerin çoğunun dış ticaret üzerindeki kısıtlamaları hafifletme eğiliminde olduğuna dikkat çekmektedir. Liberalleşme, ithalatın absorp edilmesi için extra bir fırsat sunmuş ve enflasyon performansının artmasına yardım etmiş olabilir.

Çok sayıda ülkenin ödemeler bilançosu problemlerini çözünceye kadar dalgalı döviz kuru rejimini sürdürdüğü görülmektedir. Bu ülkeler sonra da dalgalı döviz kurundan tam sabit döviz kuruna (*a pegged exchange rate*) geçmişlerdir. Ancak, bu geçiş, uluslararası rezervlerin kabul edilebilir seviyeye ulaşmasından sonra gerçekleşmiştir.

Guyana, Nijerya, Filipinler, Güney Afrika, Uruguay, Venezüella ve Zaire gibi ülkeler, dalgalı döviz kuru rejimini uygulamaya koyarlarken rekabet güçlerini artırmak için döviz kurlarının reel efektif düşüş sürecini sürdürmüşlerdir (Bkz. Quirk,1994). Bunun istisnaları, Brezilya, Peru, El Salvador, Guatemala ve Paraguay'dır. Brezilya ve Peru'da enflasyon hızla yükselmekteydi. El Salvador ve Guatemala'da serbest dalgalanma sonrasındaki bir ya da iki yıl içinde döviz kurlarındaki küçük değerlenmeler ekonomik politikaların gücünü yansıtmaktadır. Komşu ülkelerin para birimlerinin büyük ölçüde değer yitirmesi sonucu

Paraguay'da reel efektif kur değeri kazanmıştır. Bolivya'nın dalgalı döviz kuru uygulamasına geçmesi, rekabetteki kötüleşmeyi tersine çevirmiştir. Büyüme performansı sürpriz bir gelişme göstermiş ve döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması sonrasında 11 ülkenin 6'sında GSYİH daha hızlı artmıştır. Sonuçlar enflasyon için de aynıdır. Döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması sonrasında enflasyon, ülkelerin yarısında düşmüş; buna karşın yalnızca Nijerya'da hızlanmıştır.

### **Karma Politikalar:**

Döviz kuru rejimlerinin performansını tam olarak değerlendirmeyi zorlaştıran bir neden, ülkelerin istikrar programlarını uygulamaları esnasında sık sık bir döviz kuru rejiminden diğerine geçiş yapmalarıdır. Çapa (*anchor*) politikalarına sahip olan ülkeler olarak tanımlanan Arjantin, Mısır, Honduras, Meksika ve Trinidad ve Tobago gibi çok sayıdaki gelişmekte olan ülke, evvela dalgalı ya da karma döviz kuru rejimini kabul etmişlerdir.

Döviz kuru sabitlemesinin benimsenmesi, para birimlerinin değerini yükseltmeleri için aşırı baskı altında bulunan ülkeler için gerçekte daha düşük değil daha yüksek enflasyon anlamına gelmektedir. Örneğin, borçların yeniden yapılandırıldığı ve Körfez Savaşı sonrasında alınan dış yardım sayesinde aşırı sermaye girişinin yaşandığı Mısır, döviz kurunun yükselmesini engellemiştir. Bu ülkenin uyguladığı sıkı para politikası faiz oranlarını yükseltmiş ve sermaye girişlerinin sürmesinden dolayı enflasyon yükselmeye devam etmiştir. Mısır, başlangıçta dalgalı döviz kuru uygulamasına geçmiş ve 1991'de de döviz kurunu birleştirmiş; piyasa kaynaklı döviz kuru ayarlamasına geçmiş ve bunu sonraki dönemlerde döviz kurlarında istikrar takip etmiştir.

Uyguladığı döviz kuru politikaları, döviz kuru rejiminin değerlendirilmesini güçleştiren bir diğer ülke de Meksika'dır. Hızlı döviz kuru ayarlamaları sonrasında bu ülkenin para birimi Pesonun değerinin düşmesi, 1980'lerin sonlarında aşağı yukarı sabit bir oranda istikrara kavuşmuştur. Bu dönemde döviz kuru hareketlerinin öngörülebilirliği bazılarınca enflasyon için tavan olarak görülmüştür. Bununla beraber, sabit sürünen kur, dalgalı kur kadar optimale yakın olarak görülmemiş olabilir. Dalgalı kur rejimi, sürekli bir enflasyon beklentisi yaratmaksızın döviz kurlarını hızla denge düzeyine götürecektir.

### **Döviz Kuru Rejiminin Seçimi:**

Gelişmekte olan ülkelere yönelik oldukça yüksek miktardaki sermaye girişleri ile kendini gösteren günümüz ekonomik koşullarında, döviz kuru politikası, güçlü ödemeler dengesine sahip olan ülkeler için bile önemlidir. Bu koşullarda döviz kurunun güçlü bir ülke parasına bağlanması ile düşük oranlı enflasyon arasında varıldığı düşünülen geleneksel bağın kırıldığı doğrudur. Piyasa kaynaklı döviz kuru değerlenmesine imkan sağlayan yeteri kadar esnek bir döviz kuru rejimi, enflasyonun düşürülmesine katkı sağlayabilir.

Kapsamlı bir ekonomik program bağlamında dalgalı bir döviz kuru seçimi, karar alıcılara bir talep yönetim programının iç tutarsızlıklarını uzlaştırma olanağı sağlayacaktır –Döviz kuru ayarlamaları, emniyet supabı işlevi görebilir—. Ancak, bu perspektiften bakıldığında dalgalı döviz kurunun uygulanması, peşinen başarısızlığın kabulü olarak görülebilir. Bu durum, programın planlanan enflasyon düzeyindeki aşırı talebi bertaraf etmede yeteri kadar sıkı olmadığını ifade etmektedir. Alternatif olarak, dalgalı bir döviz kurunun benimsenmesi, hızlı yapısal ve kurumsal değişim döneminde, diğer göstergelerin değerlendirilmesinin çok zor olduğunun bir işareti şeklinde de yorumlanabilir. Sabit döviz kurunun benimsenmesi de para ve kredi büyüklüklerine yönelik program hedefleri hususundaki belirsizliğe bağlı olduğunun ve dolayısıyla diğer nominal çapa ihtiyacının işareti olarak görülebilir.

İstikrarlı bir döviz kuru, hem sabit hem de esnek döviz kuru rejiminin ortak amacıdır. Bununla beraber, tam sabit döviz kuru rejiminin uygulanması ile kısa-dönem arz-talep baskılarını sezinleme yeteneği kaybedilebilir. Fiyatların hızla değiştiği ya da finansal piyasaların sığ olduğu durumlarda olduğu gibi eğer reel faiz oranlarını değerlendirmek zor ise, bu durum para politikasının işlemlerini karmaşık hale getirebilir. Sorunu tamamen çözmemesine karşın, sabit döviz kuruna yakın döviz kuru marjlarının kabul edilmesi faydalı olabilir. Döviz kurunun marja eşit ya da yakın olması, ki bu durum daha sıklıkla dar marjlarda olmaktadır, yoğun olarak döviz kuru piyasasına müdahale ile sonuçlanmakta ve döviz kurları ile faiz oranlarından gelecek işaretleri karıştırmaya meyilli olmaktadır. Sanayileşmiş ülkeler (örneğin, Avrupa Para Sistemi'nin Döviz Kuru Mekanizması (ERM)), kısa-dönemde esnekliği sağlamak için marjlar kullanabilir. Sabit döviz kurunu benimseyen gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmı, marj uygulamasına başvurmamakta ve dolayısıyla

döviz piyasalarında kısa dönemli değişmeler yoluyla parasal koşulların değerlendirilebilmesi olanağından mahrum kalmaktadırlar. Henüz istikrarın başlangıç aşamasında yer alan çok sayıdaki ülke için dalgalı döviz kuru kaçınılmaz olabilir. Bununla beraber, marjlar içinde enflasyon kontrol altına alınsa bile, piyasa tarafından belirlenen döviz kurunun sürekli uygulanması büyük değer ifade edebilir.

**Kaynakça:**

Corden, M. W. (1993), '*Exchange Rate Policies for Developing Countries*', Economic Journal, Vol:103, January 1993.

Fajgenbaum, J. and Quirk, P. J. (1991), '*Experiences in Western Hemishpere Developing Countries with Exchange Rate Anchors*', (Unpublished; Washington: International Monetary Fund).

Quirk, P. J. (1994), '*Recent Experience with Floating Exchange Rates in Developing Countries*', in Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, ed. by Richard C. Barth and Chorng-Huey Wong, (Washington: International Monetary Fund).