

# DIŞA AÇIK BİR EKONOMİDE POLİTİKA KISITI VE WALRAS YASASI

Yard. Doç. Dr. Aydan KANSU\*  
Doç. Dr. Cem Mehmet BAYDUR\*\*  
Prof. Dr. Kaya ARDIÇ\*\*\*

## Özet

*Bu makalede üçlem (trilemma) kısıtının, yaratmış olduğu tercihlerin birbirini nasıl etkilediği Walras Yasası çerçevesinde değerlendirilecektir. Trilemma kısıtına göre ekonomik otorite bazı kararları kendi amaçları doğrultusunda alabilirken bazılarını da katlanmak zorundadır veya bütün amaçlarını belirleme de serbest değildir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide ekonomik otorite kendi amaçları doğrultusunda faiz politikasını belirler. Dışa açık ekonomide politika üçleminin yaşanmaması için sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda bağımsız para politikası uygulanması tercih ediliyorsa kur dalgalanmaya bırakılmalıdır. Esnek kur ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide iç politika yapıcısının kendi amaçları doğrultusunda izlediği faiz politikası kurun denge değerini belirler. Üçlem, Walras Yasası'na göre değerlendirilebilir. Walras Yasası'na göre piyasalar birbiriyle bağımlıdır. Dolayısıyla politika üçleminin yarattığı tercihlerde birbirleriyle bağımlıdır. İç ekonomik amacın belirlendiği bir ekonomide dış aleme ilişkin miktar ve fiyatlar da dolaylı olarak belirlenecektir. Dolayısıyla üçleme bir kısıt olarak bakmak yerine bu çalışmada bir iç politik bir tercih olarak bakılmaktadır. Ekonomi otoritesinin yaptığı tercihten sonra oluşan iç politikanın diğer politikalar üzerindeki baskınlığı, hem teorik olarak hem de Türkiye ekonomisininin 2002-2007 yılları arasındaki ampirik durumuna bakılarak gösterilmeye çalışılacaktır.*

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye hareketleri, para politikası, kur sistemi

---

\* İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Teorisi Anabilim Dalı.

\*\* Muğla Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, Kötekli Kampüsü.

\*\*\* İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Teorisi Anabilim Dalı.

### Abstract

*This article presents a framework according to Walras law to assess how trilemma constraint and the choices it leads to affect each other. If monetary policy is preferred in an open economy, the exchange rate should flow freely in order to avoid policy trilemma. While floating exchange rate and free flow of capital is current in an economy, the equilibrium value of the exchange rate is determined by the interest rate policy that is followed by the domestic policy maker. We may assess trilemma according to Walras Law. According to Walras Law, markets are tied to each other. Meanwhile, choices that policy trilemma leads to are connected to each other. In an economy determined by domestic economic objective, foreign prices and quantities are also determined indirectly. Instead of referring trilemma as a constraint, this work demonstrates trilemma as a domestic political choice. This article also demonstrates theoretically how the preference of the economic authority leads to a domestic policy that dominates other policies and examines the empirical conditions of Turkish economy between the years 2002-2007.*

*Key Words: Capital flows, monetary policy, exchange rate regime*

### I. Giriş

“Olanaksız üçlü”(impossible trinity),” kutsal olmayan üçlü” (unholy trinity) ya da Robert Mundell’in ileri sürdüğü bir konu olduğu için “Mundell bağdaşmazlık üçgeni” para politikasının uygulama koşullarını belirlemektedir. Buna göre sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda para politikası ya dış hedef ya da iç hedef için kullanılabilir, ikisi için aynı anda uygulanamaz (Roux, 2004:406), (Krugman, 1988: 1-16) (Krugman, 1998, 712-713). Üçlemin\* (trilemma) daha ayrıntılı incelenmesi çalışma için yararlı olacaktır. Dışa açık bir ekonomide sabit kur sistemi, sermaye hareketleri serbestliği ve bağımsız para politikası aynı anda tercih edilemez. Ancak üç tercihten ikisi bağımsız seçilebilir. Politika yapıcı para politikasının bağımsızlığını kullanmaktan vazgeçerse sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda sabit kur sistemini uygulayabilir. İkinci tercih, politika yapıcı kur sistemini dalgalanmaya bıraktığında, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda faizi kontrol edebilir. Üçüncü tercih olarak sermaye kontrolü uygulandığında sabit kur sistemi ve bağımsız para politikası uygulayabilir (Obstfeld, Shambaugh, Taylor, 2004: 1-4). Makalede, dışa açık bir ekonomide sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı ve faiz politikasının politika yapıcı tarafından belirlendiği bir

ortamda, piyasada belirlenmesi gereken kurun faizle yönetildiği gösterilecektir. Merkez bankasının faiz tercihinin bağı olarak oluşan kur süreci Walras Yasası ile açıklanmaktadır. Walras Yasasına göre piyasalar birbiriyle bağımlıdır. Dolayısıyla politika üçleminin yarattığı tercihler de birbirleriyle bağımlıdır. Bu makalede üçlem kısıtının, yarattığı tercihlerin birbirini nasıl etkilediği Walras Yasası çerçevesinde değerlendirilmeye çalışılacaktır.

## II. Üçlem ve Walras Yasası

Sermaye hareketlerini serbest bırakan ve faiz tercihinin yapan bir politik otorite aynı zamanda, kuru da seçilen faiz politikası doğrultusunda örtük olarak belirlemiş olmaktadır. Bu tür bir çıkarım yapılabilmesinin arkasında Walras Yasası bulunmaktadır. Walras Yasasına göre piyasalar birbirleriyle bağımlıdır (Yeager, Rabın, 1997:1-15). Ekonomi politikaları belli araçları kullanarak piyasaları bir amaca göre şekillendirme işi olarak tanımlanırsa, herhangi bir piyasayı şekillendiren amaç diğer piyasaları da etkileyecektir. Dolayısıyla amaçlar da birbirlerine bağımlıdır. Politikaların piyasaları etkileme sürecine Walras açısından bakıldığında amaçlarda Walrasgil anlamda birbirine bağımlıdır denilebilir.

Üçlem kısıtını Walras Yasası ile eleştirirken temel hareket noktası sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıdır. Üçlem kısıtına bu açıdan bakıldığında, iç hedef ya da dış hedef birbirine bağılanmaktadır. Açık bir ekonomide para politikası ya iç hedef; faiz ya da dış hedef; döviz kuru için kullanılabilir. Bu iki fiyatta birbirleriyle bağılantılıdır. Ancak sermaye hareketleri serbest bırakıldığında, enflasyonda faiz ve kur politikasına bağı olarak belirlenmektedir. Walrasgil bir çerçeveden üçleme bakıldığında sermaye hareketlerinin serbest olduğu sürece, çok önemli bir adımı oluşturan kur sistemi seçiminin pek önemi kalmamaktadır; ülkenin kendi ekonomik politikalarını kendi oluşturma özgürlüğü, alacağı ekonomik kararların etkinliği, mali sistem ile ilgili kararlar kısacası faiz politikasına göre oluşmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi temel makro ekonomik fiyatları asli fonksiyonlarından uzaklaştırıldığı ve ekonomi politikaları üzerinde önemli bir kısıtlama meydana getirdiği de bilinen bir durumdur(Yağcı, 2000:2-4).

Politika yapıcı üç amaçtan ikisini belirlediğinde üçüncüsü de belirlenmektedir. Dışa açık bir ekonomide sermaye hareketleri serbest bırakıldığı faiz politikası da iç politika amaçlara göre belirlendiğinden kur ve sermaye hareketleri politika yapıcının amacına göre şekillenecektir. Bunu göstermek için amaçlar ile ortaya konan üçlem, piyasaları fonksiyonel olarak tanımlayarak birbirine bağlamak gerekmektedir. Bunu basit bir modelleme ile göstermeye çalışalım. Denklemlerdeki üzeri kısa çizgi ile işaretlenmiş değişkenler sistemin uzun dönem denge değerlerini ifade etmektedir.  $e$  döviz kurunu,  $NCI$  net sermaye girişini,  $i_D$  yurtiçi faizleri,  $i_F$  yurtdışı faizini,  $P_t$  ülke içi enflasyonu,  $P^{TARGET}$  hedeflenen enflasyonu ve  $y_t$  gelir artış hızını ve  $y^{TARGET}$  hedeflenen gelir artış hızını göstermektedir.  $u$  stokastik hata terimidir. Ortalaması sıfır varyansı sabit kısacası normal dağılıma tabi hata terimidir. Üçlemi, üç denklem ile ifade edebiliriz. Aşağıdaki ilk iki denklem kur sistemi tercihi ile sermaye hareketlerini serbestliğini ifade etmektedir. (Döviz kuru, bir birim ulusal para ile değiştirilebilen yabancı para miktarı şeklinde tanımlanmıştır.)

$$e = \bar{e} - a_1 NCI - a_2 (i_D - i_F) + u_1 \quad (1)$$

$$NCI = \overline{NCI} + b_1 (i_D - i_F) + u_2 \quad (2)$$

$$i_D - i_F + \bar{r} + c_1 (P_t - P_t^{TARGET}) - c_2 (y_t - y_t^{TARGET}) + u_3 \quad (3)$$

Yukarıdaki üçüncü denklem politika değişkeni olarak alınsın. Hükümet enflasyon ve çıktı hedefine göre dış alem faizlerinden farklı bir faiz politikası izlediği varsayılınsın (3) nolu denklem bu kısıtlar altında yeniden düzenlenirse, bir faiz fark denklemi elde edilir.

$$i_D - i_F + \bar{r} + c_1 (P_t - P_t^{TARGET}) - c_2 (y_t - y_t^{TARGET}) + u_3 \quad (4)$$

Walras Yasası kabul edildiğinde başka bir deyişle (4) nolu politika denklemi belirlendiğinde sistemin diğer iki denklemi de belirlenmiştir. Gerek

(2) nolu denklem gerekse (1) nolu denklem faiz politikasına göre şekillenecektir. Aşağıdaki (5) ve (6) nolu denklemler bunu göstermektedir.

$$e = \bar{e} + a_1 \overline{NCI} + b_1 (i_D - i_F) + u_2 - a_2 (i_D - i_F) + u_1 \quad (5)$$

$$NCI = \overline{NCI} + b_1 (i_D - i_F) + u_2 \quad (6)$$

Walras Yasasına göre piyasa ve amaçlar birbirine bağlı olduğuna göre, gerek kur gerekse sermaye girişi iç ekonomik amaç, bağımsız para politikasına (faiz politikasına) göre şekillenecektir. (5) ve (6) nolu denklemlerdeki faiz farkları hükümetin iç amaçları ile ikame edilirse bütün sürecin iç karara (faiz politikasına) bağlı olduğu gösterilebilir.

$$e = \bar{e} - a_1 \overline{NCI} - (a_1 b_1 + a_2) \bar{r} + c_1 (P_t - P_t^{TARGET}) - c_2 (y_t - y_t^{TARGET}) - (b_1 + a_2) u_3 - a_1 u_2 + u_1 \quad (7)$$

$$NCI = \overline{NCI} + b_1 (\bar{r} + c_1 (P_t - P_t^{TARGET}) - c_2 (y_t - y_t^{TARGET})) + b_1 u_3 + u_2 \quad (8)$$

$$i_D - i_F = \bar{r} + c_1 (P_t - P_t^{TARGET}) - c_2 (y_t - y_t^{TARGET}) + u_3 \quad (9)$$

(9) denklemin ifade ettiği iç politika amacına göre belirlenen faiz paritesindeki farklılık, (8) ve (7) nolu denklemlerin de cari değerlerini belirlemektedir. Buradan üçlemin yarattığı sonuca göre üç amaçtan biri, özellikle iç politika amacı belirlendiğinde, Walras Yasasına göre diğer iki amacın da iç politik amacına uygun gerçekleşeceği söylenebilir. Üçleme göre politika yapıcı esnek kur sistemini tercih ettiğinde sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda faizi kontrol edebilir. Kur tamamen politikacının kontrolünün dışındadır. Dolayısıyla politika yapıcı, üç amaçtan sadece ikisini belirlemektedir. Buradaki modele göre ise esnek kur ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide, faizi kendi iç amaçları doğrultusunda seçen bir politikacı kur ve sermaye hareketlerini de kontrol etmektedir. Piyasa ve amaçlar birbirinden bağımsız olmadığı için faizi kontrol eden hem sermaye hareketlerini

hem de döviz kurunu kontrol eder. Yüksek faiz politikası ile kendi iç amaçlarını düzenleyen bir politika yapıcı kurum değerlenmesine ve sermaye girişine de neden olacaktır. Tam tersine, gevşek bir politika izlemek isteyen bir iktidar da sermaye çıkışı olduğunda ulusal para da değer kaybedecektir. Dışa açık bir ekonomide iç politika temeldir. İç politikanın yönüne göre kur ve sermaye hareketleri şekillenecektir.

Üçlem ve Walras Yasası dışa açık bir ekonomide para politikasının etkilerini karşılıklı bağımlılıktan dolayı farklılaştırmaktadır. Daha önce sermaye hareketlerinin ve döviz kurunun bağımsız para politikası kararlarıyla şekillendiği belirtilmişti. Şimdi tersine döviz kurundaki değişmelerin para politikasının bağımsız kullanımını nasıl sınırlandığını irdeleyelim. Para politikasını sınırlandıran buna benzer bir başka durum da cari döviz kuruyla gelecekte (beklenen) döviz kuru arasındaki dinamik ilişkidir. Bu dinamik ilişki şunu vurgular: para politikasının döviz kuru üzerindeki etkileri ve diğer değişkenler üzerindeki etkisinin böylece gelecekteki politikalar hakkındaki beklentileri etkilemesidir. Bu beklentiler sırasıyla geçmiş ve bugün uygulanan para politikasından etkilenecektir ve bu dinamik ilişki para politikasının yönetimini etkileyecektir. Hükümet için belirli herhangi bir politika etkilerinin halkın düşüncelerini nasıl etkilediği ve gelecek politikaların uygulanması hakkındaki düşüncelerin etkilerinin farklı olması, para politikası aracını uygulama olanağını daha da sınırlandıracaktır. Özetle, ekonominin dışa açık olması para politikası sınırlandırmasını da beraberinde getiriyor. Bu sınırlandırma şunlardan etkileniyor: 1-para politikasının araçlarını sınırlandırması (sabit kur sistemi altında nominal para arzı gibi) veya 2- para politikasının hedefleri etkileme konusundaki yeteneğinin azalması (reel büyüme düzeyi gibi) veya potansiyel olarak beklentilerin istenmeyen etkileri için para politikası kullanımının takdire dayalı (discretionary) bir durum almasına neden olması (Frenkel,1983: 49).

Üçlem eleştirilirken esnek kur sistemi örneklendi. Sabit kur sisteminde de yukarıda tanımladığımız teorik çerçevenin geçerli olduğu gösterilebilir. Döviz kuru sistemi para politikasının kullanımını etkilerken, sabit kur sisteminde para politikasıyla ilgili müdahalelerin krize neden olması üçlem itirazımızın temelini oluşturmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda sabit kur uygulandığında bağımsız para politikası uygulama olanağı ortadan kalkar

denilse de krizi engellemek için para otoritesi faiz düzeyine müdahale edebilmektedir. Kurun sabitlenmesi kaynak dağılımı ve Walras Yasası açısından bakıldığında da, para otoritesi tarafından belirlenen sabit kur ya gereğinden fazla değerlenir ya da gereğinden daha az değerlidir (Akyüz, 1977:130-136, 1980:1-29). Doğru bir denge kuru belirlense bile zamanla sabit kur piyasanın değişim ihtiyaçlarını karşılayamadığından denge fiyatı olma özelliğini kaybeder. Dolayısıyla sabit kur bir denge fiyatı olmadığından bu kur için istenecek faiz bu dengesizliğin getireceği riski de içerecektir. Sabit kur seçimi böylece piyasadaki denge faizi de denge vasfından uzaklaşarak, krizlere zemin hazırlayacaktır. Sermaye hareketleri serbest olduğunda kur sisteminin sabit olarak belirleme tercihi piyasa denge faizinden farklı bir faizi belirlemektedir. Dolayısıyla üçlemin iddia ettiği gibi sabit kur sisteminde faiz piyasada belirlenir, fakat kur sisteminin hatalı veya denge dışı olarak belirlenmesine göre faiz düzeyi belirlenmektedir, kısacası kur ve faiz birbirinden bağımsız değildir. Sabit kur sisteminde de Walras Yasası geçerlidir. Bundan dolayı da sermaye hareketlerinin serbest olduğu sürece bütün ülkelerde sabit kur sistemleri krizlere yol açmıştır. Bu tür tercihi uygulayan pek çok ülkede 1994 Meksika, 1997 Doğu Asya, 1998 Rusya ve 1999 Brezilya, 2001 Türkiye krizleri yaşanmıştır.

Sermaye hareketlerinin kontrolü, bağımsız para politikası ve sabit kur tercihini yapan ülkeler diğer ülkelerde yaşanan krizlerin bulaşıcılığından korunmuş olurlar. Hindistan ve Çin bu ülkelerdendir. 1990'larda Hindistan hızlı büyüdü ve ekonomik reform konusunda iyi gelişmeler sağladı. Bu on yıllık süreçte olanaksız üçlü yaşanmaması için şu tercih yapıldı: Yarı sabit kur sistemi ve sermaye kontrolü uygulandı. Politika yapıcı bağımsız para politikası uygulayarak döviz kuru hedeflemesi imkanını sağladı ve Doğu Asya krizinin bulaşıcılığını önledi (Joshi,2003). Çin de aynı tercihte bulunduğu için 1997 Doğu Asya krizinin bulaşıcılığından etkilenmedi. Dolayısıyla üçlem, sermaye hareketleri serbest olduğu sürece tercih aşamasında bağımsız olunsa bile tercihten sonra değişkenlerin birbirlerini etkilemesi nedeniyle Walras Yasası açısından geçersizdir. Bu geçersizliğin para politikası uygulamaları üzerine etkilerine bakmak makale açısından yararlı olacaktır.

### III. Üçlem ve Para Politikası Uygulamaları

Üçlem ve para politikası arasındaki ilişki merkez bankalarının amaçları açısından da ele alınabilir. Merkez bankalarının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Enflasyonla mücadelede uygulanan para politikası stratejilerinden birisi de enflasyon hedeflemesidir. Fiyat istikrarı, enflasyon beklentilerinde de istikrarı gerektirdiğinden merkez bankaları para politikası uygulaması ve hedefleri hakkında taahhütte bulunup sorumluluk almaktadırlar. Bu sorumluluk ve taahhütlere çapa denilmektedir. Enflasyon hedeflemesi döviz kuru, parasal büyüklükler, GSMH gibi değişik çapalar bulunmaktadır. Bütün çapaların ortak yönü ara düzey hedef olmaları ve amaçları da beklentileri kontrol etmektir. Çapaların özellikle de enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için merkez bankalarının güvenilir/kredibil olmasına para politikasının başarısı açısından olmazsa olmaz bir koşul olarak bakılmaktadır. Merkez bankalarının güvenilirliği de başta bankanın bağımsızlığı, şeffaflığı ve hesap verebilirliği gibi koşullara bağlanmaktadır. Bu koşullar, genel olarak modern para politikasının başarı koşullarını oluştursa bile sermaye hareketlerinin serbest olduğu, girişimden ziyade spekülatif balonların egemen olduğu bir dünyada para politikasının yapısını ve işlevini önemli ölçüde değiştirmektedir.

Bağımsızlık ve şeffaflığa dayalı bir merkez bankasının izleyeceği kurala dayalı politikaların temel amacı takdire dayalı politikaların getirdiği enflasyonist beklenti eğilimini ortadan kaldırmaktır (Kansu, 2007: 59-71). Takdire dayalı politika uygulamaları ve onun özel bir çeşidi olan kandırma politikası, özel birimler açısından bir belirsizlik yaratması, nedeniyle günümüzde para politikasında aranan özelliklerden biri olabilir. Bu açıdan enflasyon hedeflemesine bakıldığında en temel para politikası aracı olan faiz politikasını yakından incelemek gerekmektedir. Merkez bankası faiz politikasını enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefi arasındaki göreceli ilişkiye göre belirler. Merkez bankası faiz politikasını açıkladığında, Walras Yasası uyarınca sermaye hareketlerinin yönü ve türü de belirlenmiş olmaktadır. Örneğin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) gibi yüksek reel faiz politikası ile fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankası yabancı ve kısa/uzun vadeli sermaye hareketlerini ülkeye çekerek, esnek kur sistemi altında kurların değerlendirilmesine izin vermek zorundadır. Bu tür politika uygulaması piyasa aktörleri ve merkez bankasını birbirine bağladığında merkez bankasının politika değiştirme

olanaklarını düzeltici sürecini engellemektedir. Dolayısıyla faizi kontrol eden merkez bankası üç amaçtan diğer ikisini de kontrol etmekte, hatta başlangıç faiz politikasının esiri bile olabilmektedir. Bu nedenle para politikası ampirik dünyasına bakıldığında üçlem nedeniyle iki bağımsız tercih yapıldığında tercihten sonraki aşamada birbirine bağıllık devam etmekte ve Walras Yasası çalışmaktadır. Bağımsız tercih yapılsa bile tercihler sonuçta birbirini etkilemektedir.

Yukarıda, sabit kur sisteminde Walras Yasası ile üçlem arasındaki ilişkiyi teorik bölümde incelediğimizde nasıl krizle sonlandığını görmüştük. Bugün dünyada bir çok ülke esnek kur sistemini ve bağımsız para politikasının uygulamakta, enflasyon hedeflemesini tercih etmektedir. Para politikası ve enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından kur sistemi ve koşulları çok önemlidir. Bu noktada vurgulanması gereken sorunları farklı niteliklere sahip ekonomiler için, tek bir kur sistemi tanımlamanın imkânsız olduğudur. Koşullardaki farklılık ve değişmelerin kur tercihlerini etkilediği rahatlıkla söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi açısından 1- kur stabilitesi gerekli mi? 2- enflasyon hedeflemesi açısından bazı koşullarda Merkez Bankası kurlara müdahale etmeli mi? Bu sorulara kesin bir yanıt vermek mümkün değildir. Serbest kur sistemi enflasyon hedeflemesi için en uygun kur sistemi olsa da teorik düzlemde sabit ve yönetimli dalgalı kur sistemi ile enflasyon hedeflemesi yapan ülkeler vardır. Örneğin İsrail Merkez Bankası enflasyonla mücadelesini bant içinde dalgalanan döviz kuru ile yapmıştır. İsrail parasının bant içinde değerlendirilmesine izin verirken, Meksika Merkez Bankası esnek kur sistemini sabit kur sistemine göre daha az maliyetli bulmaktadır. Kurun değerlendirilmesi ve bunun yarattığı maliyetler enflasyon hedeflemesine ciddi zararlar verebilmektedir. Enflasyon hedeflemesi yapılmasına rağmen kura sürekli şekilde müdahale edilmiştir. Özetle enflasyonla, enflasyon hedeflemesi stratejisi altında mücadele eden birçok merkez bankası, üçlemin tam tersine, hem faizi hem de kurları kontrol etmişlerdir. (Truman, 2003, 95-119). Farklı ülke deneyimleri de esnek kur sistemi ile izlenen faiz politikası arasında güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu ülke deneyimlerinin ortak yönü esnek kur sisteminde para politikasının bağımsız kullanımını sınırlandıracağı düşüncesidir (Calvo, Reinhard,1999: 112-115), (Frankel, 2007). Bu tür bir politika uygulanmasının sonuçları incelenmeye değerdir.

Bretton Woods sisteminin yıkılmasında sonra gelişmekte olan ülkeler finansal küreselleşme sürecinin döviz kuruyla ilişkili problemler yaratması nedeniyle finansal küreselleşmeden tam olarak yararlanamadılar. Bu problemlerin çoğu yurtiçi ve uluslar arası finansal piyasaların mükemmel olmamasından kaynaklandı. Gelişmekte olan ülkeler farklı döviz kuru sistemi tercih edip, sınırlı derecede yarar sağlamanın yanı sıra, krizlerle de karşılaştılar. Ancak esnek kur sistemini uygulasalar bile bağımsız para politika uygulama olanağı sınırlı kalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin küresel sermaye piyasalarından yararlanabilmeleri için “kutsal üçlü” (holy trinity) içeriğine sahip olmaları gerekiyor: sağlam uluslararası para, esnek kur ve sağlam kurumlar (Das, 2004:21). Ancak bu kurumlar ve para ne kadar sağlam olursa olsun ekonomi konjüktürü farklı para ve kur politikalarını beraberinde getirmektedir. Son dönemde ABD ve İngiltere’de kredi piyasasında yaşanan krizle düşük faiz politikasını ve paralarının değer kaybetme süreçlerini de beraberinde getirmiştir. Üçlem açısından dünyaya bakıldığında faiz politikası başat bir politika olarak rol oynamaktadır. Dolayısıyla bugün para ve kur, kısacası faiz politikasının başarısı üzerinde literatürde odaklanılmasının sebebi de faizin bir çok değişkeni ve hedefi etkilemesidir. Fiyat istikrarı konusunda eğer para otoritesi yeterli kredibiliteye sahip değilse, faiz politikası etkili olmayabilir. Gelişmekte olan bir ülke finansal ve parasal kurumlarını geliştirip kredibilite sağlar ve toplumu fiyat istikrarı sağlama konusunda inandırırorsa, o zaman para politikası ekonomide istikrar sağlamak için kullanılabilir. Makroekonomik başarı sağlanmışsa örneğin kurumlar sağlamsa o zaman hangi kur sisteminin uygulandığı o kadar ön plana çıkmaz. (Calvo ve Mishkin, 2003: 106-108). Makalenin sonraki bölümünde Türkiye’de uygulanan politika tercihleri ve bunun yarattığı sonuçlar üçlem açısından incelenecektir.

#### **IV. Esnek Kur Sistemi, Sermaye Hareketleri Serbestliği ve Bağımsız Para Politikası: Türkiye’de 2002-2007 Döneminde Üçleme Bir Bakış**

1980’li yılların sonunda Türkiye finansal serbestleşme sürecini tamamlamıştır. 1990’lı yıllarda finansal serbestleşme ve getirdiği para ikamesi bir taraftan kamunun borçlanma olanaklarını daraltarak faizleri yukarı itmiş, diğer taraftan da devalüasyon olacağı beklentisi yaratarak kamu borçlanma

kağıtlarının satılabilmesi için daha yüksek faizlerin oluşmasına yol açmıştır. Bu da faiz düzeyinin döviz piyasası ile bağlanması sonucunu doğurmuştur. Bunun yanında Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi döviz kurları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi koparmış; yüksek reel faizler kur beklentilerini telafi edebildiği sürece ülkeye önemli miktarda sermaye çekerek enflasyon, döviz kuru ve faiz arasında sıkı bir ilişki yaratarak borcun ve enflasyonun kontrolünü giderek zorlaştırmıştır. Ocak 2000’de döviz kurunun çapa olarak kullanıldığı fiyat istikrarı amaçlayan bir program IMF ile beraber yapılmış ve uygulamaya konmuştur. IMF ile yapılan programın temel özelliği; üç yıllık süre sonunda enflasyonu tek haneli rakama indirmektir. İktisadi birimlerin kredibilitelerini kazanıp enflasyon beklentilerini hedefler doğrultusunda değiştirmek içinde kur çapasına dayanan bir istikrar programı düzenlenmiştir. Kur politikası sadece enflasyon hedefine göre şekillendirilmiş bir yarı sabit kur sistemi 2000 yılında uygulanmaya başlanmıştır. TCMB’nin sadece döviz karşılığında para yaratabileceği bir program düzenlenmiştir. 2000 yılının başında program uygulanmaya başlar başlamaz beklentiler hızla iyileşmiş, Türkiye ekonomisinde aşırı bir iyimserlik havası oluşmuştur. Önemli ölçüde faizler düşmüş TL değerlenmiştir. Sabit kur hızla denge düzeyinden uzaklaştığından ödemeler dengesi bozulmuş ve beklentiler 2000 yılının ilk altı ayından sonra hızla bozulmuştur. Bu koşullarda devalüasyon beklentisi kuvvetlenmiş faizler önemli ölçüde artmıştır. Teorik bölümde de vurgulandığı üzere yanlış sabit kur ve buna bağlı gelişen yükselen faizler Türkiye’de Şubat 2001’de kurun dalgalanmaya bırakılmasına neden olmuştur. Bu krizden sonra işleyen süreç üçlem açısından şu şekilde yorumlanabilir: TCMB enflasyonu düşürmek için 2000-2001 döneminin tersine para politikasını bağımsız kullanmayı tercih etmiş ve kur sistemi dalgalanmaya bırakılmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile TCMB 2002-2005 örtük ve 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi içinde faiz silahını kullanarak hedeflediği fiyat istikrarını gerçekleştirmeye çalışmıştır. Kurun serbest olması da gerek şoklar gerekse ödemeler dengesizliği gibi problemler karşısında TCMB’yi rahatlatan temel dayanak olarak kabul edilmiştir. 2002-2007 döneminde TCMB yüksek faiz politikası izlemiştir. TCMB’nin bu tür bir faiz politikası izlemesinin temel nedeni, reel faizlerin düşmesi durumunda, toplulaştırılmış talebin yani

enflasyonun artacağından korkmasıdır. Bu çerçevede 2002 yılında % 29,7 olan enflasyon 2007’de % 8.4’e kadar düşürülmüştür.

**Tablo 1: Ödemeler Dengesinin Finansmanı**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Cari İşlemler Dengesi/GSMH</b>	-0.007	-0.031	-0.048	-0.062	-0.075	-0.075
<b>Finans Hesabı/GSMH</b>	0.006	0.028	0.055	0.12	0.107	0.12
<b>Enflasyon</b>	29,7	18.4	9,3	7,7	9.6	8.4
<b>TERK</b>	125.4	140.6	143.2	171.4	160.1	173.3
<b>Kamu İç Borç Reel Faizleri</b>	20.5	16.45	10.66	9.02	13.1	8.87
<b>ON Faizler</b>	49.5	36	21	14	26	18

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) ve [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

2002-2007 yılları arasında izlenen faiz politikasının hem kur hem de ödemeler dengesi üzerinde ciddi etkileri olmuştur. Yüksek faiz ve tablodan da görüldüğü gibi artan dış kaynak girişi YTL’yi değerli hale getirmiştir. 2001 yılında 1.69 YTL olan Dolar’ın 2008 Haziranında 1.25 YTL’ye kadar düştüğü dikkate alındığında dolar cinsinden hesaplanan reel faizin önemli ölçüde yüksek olduğu da görülmektedir. Artan ödemeler dengesizliğine karşın esnek kur sistemi dengeye getirecek şekilde çalışmamıştır. İç politik enflasyondaki istikrar amacına uygun olarak belirlenen yüksek reel faiz, reel kurun değerlendirilmesine nominal kurun da düşük bir düzeyde kalmasına neden olmuştur ki; bu aynı zamanda politika yapıcının tercihidir. Üçlem açısından kura bakıldığında ekonomi politikasının tercihlerine göre kurun şekillendiği rahatlıkla söylenebilir. Bu sürecin arkasında Walras Yasası bulunmaktadır. Kur değerlendirildiğinde hem yabancı girdiler ucuzlamakta dolayısıyla enflasyon düşmekte hem de artan reel faiz ve Tablo 1’de de görüldüğü üzere cari açığın üzerinde bir sermaye girişi (bkz finans hesabı) büyümeyi finanse etmektedir. Bu nedenle sermaye hareketlerinin serbest, para politikasında bağımsız olmak isteyen bir politika yapıcı kuru da etkilemiş olmaktadır. İç politik seçim dış dünya ile bağlantıyı ifade eden kurun miktarını (sermaye girişini) ve fiyatını

(kur düzeyini) belirlemektedir. Bu etkilemenin en iyi yansıdığı durumlardan biri de 2006 Mayıs'ında piyasada yaşanan dalgalanmadır. Ekonomide dengesizlikler ve şokların ortaya çıktığı durumlarda esnek kur sistemi olduğundan kur dalgalanacak ve politika yapıcının bunu etkileme imkanının olmaması gerekir. Ancak, ekonomi pratiğinde böyle olmamaktadır. Türkiye ekonomisinde Mayıs 2006'da kur her ne kadar piyasaya bırakılsa da faiz politikasının kontrolünde kalmaktadır. Türkiye ekonomisi ile ilgili beklentilerin 2006 Mayıs ayında olumsuzlaşması ile yaşanan kaynak çıkışı YTL'nin ciddi ölçüde ( % 30 ) değer kaybetmesine neden olmuştur. Söz konusu değer kaybı yabancı girdi kullanımının yüksek olduğu bir ekonomide enflasyon ve beklentilerin de artmasına neden olmuştur. Enflasyon beklentileri yıl sonu hedefi olan % 5'in çok üzerine çıkarak % 10'lara ulaşmıştır (TCMB, 2006). Artan enflasyon ve bozulan enflasyon beklentileri sonucunda TCMB %13'lere kadar düşmüş olan gecelik (O/N) faizleri % 26'ya kadar yükselterek, reel faizleri arttırmıştır. TCMB sadece faizleri yükseltmekle kalmamış, dış kaynağın getirisini yükseltebilmek için bir başka deyişle dış kaynak girişini garantiye alabilmek için döviz satmış ve piyasadan depo ihaleleriyle YTL çekmiştir. Bütün bu çabaların sonucunda ulusal para değer kaybetmiştir. Dolayısıyla (3) no'lu denklemdeki iç politika amaçlardan biri olan enflasyona göre dizayn edilen faiz oranı, sermaye hareketlerine yön vermektedir ki bu durumda da tercihler bağımsız da bağımlı da olsa birbirini etkilemektedir. 2008 yılında da TCMB piyasalardaki geçici dalgalanmalara enflasyondaki orta vadeli düşüşü tehdit etmediği sürece, politika faizleri aracılığıyla tepki vermeyeceğini belirtmekte ve de enflasyonu arttıracak durumlar söz konusu olduğunda sıkı para politikası uygulamaktan kaçınılmayacağını vurgulamaktadır (Yılmaz,2008:68). Bu beyan doğrultusunda faizler tekrar arttırılmıştır. Sonuçta faizlerin artmasıyla birlikte örtülü olarak TCMB sermaye hareketlerini ve böylece kuru da kontrol etmiş olmaktadır.

### Sonuç

Çok basit olarak anlatılmak istenirse dışa açık bir ekonomide, iç politika amaçlarına uygun olarak para politikasını kullanma isteği, dış fiyatların bu isteğe göre ayarlanmasını gerektirir. *Bu tür bir ayarlanmanın arkasında ise piyasaların ve o piyasalar üzerinde gerçekleştirilen amaçların birbiriyle*

*bağımlı olması yatar.* Buna iktisatta Walras Yasası denilmektedir. Bu açıdan dünyadaki ve Türkiye'deki para politikası uygulamalarına bakıldığında merkez bankalarının faiz politikalarının kuru da tayin ettiği görülmektedir. Dolayısıyla politika yapıcı iç ve dış amaçtan birini tercih ettiğinde diğerini de kontrol altına almaktadır. Piyasalar ve politikalar Walras Yasası gereğince birbirine bağlı olduğu sürece herhangi iki amacın belirlenmesi diğer amacı da belirleyecektir. Para otoritesi bir amaç seçtiğinde diğer ekonomik amaçları da doğrudan olmasa bile dolaylı olarak etkiler veya belirler. Herhangi bir ekonomik tercih daha başlangıçta sonucu belirlemektedir.

#### Notlar

- \* Üçlem (trilemma) kavramı "hiç biri uygun olmayan ya da kabul edilemez görünen üç seçenek arasında yapılan bir seçim" olarak tanımlanmaktadır. (1) Mantıksal olarak iki eşdeğer biçimde ele alınabilir: Ya işimize yaramayan üç seçenek arasından birini seçmek zorunda olmak, ya da uygun ve işimize yarayabilecek üç seçenektan salt ikisinin aynı zamanda olanaklı olması ve seçilebilmesi. Bu terim kendisinden çok daha eski olan ikilem (dilemma) kavramından türetilmiştir ki ,bu da bilindiği gibi, güç ya da uygun olmayan iki seçenek arasında yapılması zorunlu bir seçim anlamına gelmektedir. Üçlem kavramının kökeni Antik Yunan'a ve ünlü filozof Epikür'e dek uzanmaktadır. Bu terimi Din Felsefesi ve Tanrı düşüncesiyle ilgili olarak kullanan Epikür'ün felsefe tarihindeki ünlü üçlemi şöyledir:
- 1- Eğer Tanrı istediği halde kötülüğü önleyemiyorsa kadiri mutlak (omni potent) değildir.
  - 2- Eğer Tanrı kötülüğü önleme gücüne sahip fakat bunu istemiyorsa iyi bir Tanrı değildir.
  - 3- Eğer Tanrı kötülüğü önleme gücüne ve isteğine sahipse niçin kötülük vardır? (Wikipedia).

#### KAYNAKLAR

- Akyüz Yılmaz, 1980, *Makronun Mikro Temelleri*, Yurt Yayınları, ss. 1-29.
- Akyüz Yılmaz, 1977, *Sermaye Bölüşüm Büyüme*, Ankara Üniversitesi Yayını.
- Calvo A. Guillermo, Carmen Reinhard, (1999), "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dolarization", *Finans and Development*. pp. 112-115.
- Calvo, Guillermo, Frederic S. Mishkin (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging market Countries" *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 4, Fall, pp. 99-118.
- Das, Dilip K. (2004), *Financial Globalization and the Emerging Market Economies*, Routledge, USA.

- Frankel, Jeffrey, (2007), "On The Renminbi: The Choice Between Adjustment Under a Fixed Exchange Rate and Adjustment Under a Flexible Rate", *NBER Working Paper* 11274, [www.nber.org/papers/w11274](http://www.nber.org/papers/w11274). pp: 1-33.
- Frenkel, Jacob A. (1983), "Monetary Policy: Domestic Targets and International Constraints" *AEA Papers and Proceedings* Vol. 72, No. 2, pp. 48-53.
- Joshi, Vijay (2003), "India and the Impossible Trinity" <http://www.blackwell-synergy.com/doi/pdf/10.1111/1467-9701.00537>, pp. 1-29.
- Kansu, Aydan (2007), "Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi", Cilt: 8, Sayı: 1, Doğu Üniversitesi Dergisi, ss. 59-71.
- Krugman, Paul. (1988) "Target Zones and Exchange Rat Dynamics", <http://www.nber.org/W2481>.
- Krugman, Paul, Maurice Obstfeld (1999), *International Economics Theory and Policy*, 5. Edition, Publisher: Addison Wesley.
- Dominique, Roux (2004), *İktisadın Nobeli*, Çev. M.A. Kılıçbay, İstanbul, Bahçeşehir Üniversitesi.
- Obstfeld, M., J. C. Shambaugh, A. M. Taylor, (2004), "Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility", *NBER Working Paper* 10396, [www.nber.org/papers/w10396](http://www.nber.org/papers/w10396), pp. 1-40.
- TCMB (2006), *Enflasyon Raporu III*, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Truman, M. Edwin, (2003), *Inflation Targeting*, Institute for International Economics Press, Washington.
- Wikipedia, <http://www.wikipedia.org/>
- Yağcı, Fahrettin, April 2000, "Choice of Exchange Rate Regimes For Developing Countries", *World Bank Africa Region Working Paper* Number 16, pp. 2-6.
- Yeager, Leland B., Alan A. Rabin, (1997) "Monetary aspects of Walras's law and the stock-flow problem", *Atlantic Economic Review*, Vol:25, Number: 1. pp. 1-15.