


Farklı Para Politikası Stratejileri Altında Sermaye Hareketleri İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki**

The Relationship Between Capital Movements and Exchange Rate Under Different Monetary Policy Strategies

Hüseyin Güvenoğlu^{1*} 

Özcan Karahan¹ 

¹ Department of Economics, Bandırma Onyedi Eylül University, Balıkesir, Turkey

Received: 13.10.2020

Accepted: 15.12.2020

This article was checked by *intihal.net*

Öz

Uluslararası finansal sermaye hareketlerinin son dönemde büyük boyutlara ulaşmasıyla birlikte döviz kuru seviyelerinde büyük dalgalanmalar yaşanmıştır. Bunun üzerine politika yapıcılar farklı stratejiler altında geliştirdikleri para politikası uygulamaları ile döviz kuru seviyesinde ortaya çıkan istikrarsızlıkları kontrol etmeye çalışmışlardır. Öncelikle sabit kur rejimi altında kur hedeflemeli para politikası stratejisi uygulanmıştır. Daha sonraki süreçte ise esnek kur rejimi altında parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri benimsenmiştir. Çalışmamızın amacı geçmiş dönemde uygulanan bu para politikası stratejilerinin sonuçlarını literatür taraması yöntemiyle karşılaştırmalı olarak incelemektir. Buna göre sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki etkileşim nominal ve reel kur tanımlarına bağlı olarak kısa ve uzun dönem çerçevesinde değerlendirilmiştir. Söz konusu para politikası stratejilerinde kısa vadede sermaye girişleri ile değer kazanan yerli para uzun vadede sermaye çıkışları ile değer kaybetmektedir. Bu da döviz kurunda istikrarın sağlanmasını güçleştirmektedir. Böylece sermaye girişlerinin hızlandığı bir ortamda döviz kuru istikrarını sağlamak için uygulanan alternatif para politikası stratejilerinin hiçbiri başarılı olmamaktadır. Bunun yerine kur istikrarının korunmasında sermaye hareketlerinin yönetilmesini esas alan daha kapsamlı iktisat politikalarına ihtiyaç duyulmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru Hedeflemesi, Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi, Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru.

Abstract

There have been great fluctuations in exchange rate levels with the recent rise in international financial capital movements. Thereupon, policymakers tried to control the instabilities at the exchange rate level with the monetary policy applications based on different strategies. Firstly, the exchange-rate targeted monetary policy strategy was implemented under the fixed exchange rate regime. Later, monetary and inflation targeted monetary policy strategies were adopted under the flexible exchange rate regime. The aim of our study is to comparatively examine the results of these monetary policy strategies implemented in the past, using the literature review method. Accordingly, the interaction between capital movements and the exchange rates has been evaluated in the short and long run, depending on the definitions of nominal and real exchange rates. In these monetary policy strategies, the domestic currency, which gains value with capital inflows in the short term, loses value with capital outflows in the long term. This makes it difficult to stabilize the exchange rate. Thus, in an environment where capital inflows to the country are accelerated, none of the alternative monetary policy strategies implemented to ensure stability in the exchange rate are effective. Instead, more comprehensive economic policies based on the management of capital movements are needed to maintain exchange rate stability.

Keywords: Exchange Rate Targeting, Monetary Targeting, Inflation Targeting, Capital Movements, Exchange Rate.

Güvenoğlu, H. & Karahan, Ö. (2020). "Farklı Para Politikası Stratejileri Altında Sermaye Hareketleri İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki", Journal of Academic Value Studies 6(4) (2020) 391-405 (<http://dx.doi.org/10.29228/jav.46887>).

* E-mail address: hguvenoglu@bandirma.edu.tr (Corresponding author)

** Bu makale Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü için hazırlanmış olan "Türkiye'de Finansal Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru İlişkisi" başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

1. Giriş

Bütün dünyada 1980'li yılların başından itibaren uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde büyük bir artış görülmüştür. Birçok ülke finansal liberalizasyon uygulamaları ile mali piyasalarını yabancı sermaye işlemlerine açmıştır. Finansal sermaye hareketlerinin hacmini artıran bu liberalizasyon uygulamalarının arkasında önemli bir gerekçe bulunmaktadır. Buna göre sermaye hareketlerinin serbest bırakılması sonucu finansal fonlar bol bulunduğu ve bunun için az getiri sağladığı ülkelerden kıt bulunduğu dolayısı ile yüksek getiri elde edebileceği ülkelere yönelecektir. Sermaye hareketlerinin bu şekilde artması ile birlikte hem finansal fonların bol bulunduğu gelişmiş ülkeler hem de finansal fonların kıt bulunduğu gelişmekte olan ülkeler büyük yarar sağlayacaktır. Öyle ki gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar portföy çeşitlendirmesine giderek yatırım risklerini azaltmanın yanında daha yüksek getiri elde edebilecektir. Öte yandan gelişmekte olan ülkeler dışardan sağladıkları fonlar ile kalkınmalarını kolayca finanse ederek fakirlik kısır döngüsünü kırma imkânına kavuşacaklardır (World Bank, 1997: 23).

Günümüze kadar gelişen süreçte uluslararası sermaye hareketleri yukarıda ifade edilen faydaların bir kısmını sağlamalarına rağmen aynı zamanda çok sayıda soruna yol açmıştır. Öyle ki ülkelere yönelik sermaye giriş ve çıkışları birçok temel ekonomik göstergede ciddi dalgalanmalara neden olmuştur. Nitekim söz konusu dalgalanmalara ilişkin Calvo vd. (1993 ve 1996), Edwards (1998), Çeviş ve Kadılar (2001), Kalkan (2002), İnsel ve Sungur (2003), Demir ve Sever (2009), Togan ve Berument (2011), Aslan vd. (2014), Apaydın ve Şahin (2017), Başaran (2018), Apaydın (2019) önemli tespitlerde bulunmuştur. Bu süreçte bir takım ülkeler sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlamakta güçlük çekerken diğer bir takım ülkeler ise ciddi ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Bunun sonucunda sermaye hareketlerinin temel makroekonomik göstergeler ile etkileşimi üzerine önemli bir literatür oluşmuştur. İlgili literatür incelediğinde sermaye hareketlerinin başta döviz kuru, fiyatlar genel seviyesi ve ekonomik büyüme olmak üzere bir çok makroekonomik gösterge ile etkileşim halinde olduğu belirlenmektedir. Literatürde Agenor vd. (1997), Balkan vd. (2002), Berument ve Dincer (2004), Apak vd. (2006), Keskin (2008), Direkçi ve Kaygusuz (2013), Waqas vd. (2015), Tiryaki (2017) yürüttüğü çalışmalarda söz konusu etkileşimlere dikkat çekilmiştir.

Sermaye hareketlerinin özellikle döviz kuru ile etkileşimi ekonomiler için büyük önem taşımaktadır. Çünkü farklı finansal piyasalardaki yatırım olanaklarını değerlendirmek üzere sermayenin ülkeler arasında hareket etmesi ile birlikte döviz piyasalarında arz ve talep koşulları büyük oranda değişmiştir. Daha önceki süreçte sadece uluslararası ticaretin gerekleri doğrultusunda belirlenen yerli ve yabancı para arz ve talebi günümüzde büyük oranda uluslararası finansal yatırımların ihtiyaçları doğrultusunda belirlenmektedir. Bir başka ifade ile yüksek getiri sağlama amacı çerçevesinde bütün dünya üzerinde kolaylıkla hareket eden finansal sermaye döviz piyasalarındaki arz ve talep koşullarını dolayısı ile kur seviyesini etkileyen temel bir dinamik haline gelmiştir. Her hangi bir ülke yüksek finansal getiri sunduğunda hemen bu ülkeye yönelik sermaye girişleri artmakta bunun üzerine de döviz piyasalarında yerli para değerlenmektedir. Bunun yanında yeterli getirinin sunulmadığı durumlarda veya yerli paranın değer kaybedeceğine ilişkin beklentilerin artması ile yabancı sermaye derhal ülkeyi terk ederek döviz piyasalarında kurların artması dolayısı ile ülke parasının değer kaybetmesine neden olmaktadır.

Böylece sermaye hareketlerinin döviz piyasalarında döviz kuru üzerinde önemli bir belirleyici unsur olması neticesinde döviz kuru seviyelerinde istikrarsızlıklar yaşanmaya başlamıştır. Başka bir ifade ile finansal fonların ülkeler arasında kolaylıkla yer değiştirmesi döviz piyasalarında arz ve talep koşullarını hızla değiştirerek, uygulanan döviz kuru sisteminden bağımsız olarak, kur seviyesinde ciddi dalgalanmaya yol açmıştır (Wagner, 2000: 195). Bu sorunun çözümü için bazı iktisatçılar sermaye hareketlerinin sınırlanması gerektiğine ilişkin görüşler ileri sürmüş ancak genel bir kabul görmemiştir. Bunu yerine sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda kur seviyesinde yaşanan dalgalanmaların azaltılması için para politikasının etkin bir biçimde kullanılması tercih edilmiştir. Bu çerçevede döviz kuru seviyesinde istikrarın sağlanması için farklı kur sistemleri altında bir takım para politikası stratejilerinin geliştirildiği görülmektedir. Uygulamalar incelendiğinde uzunca bir dönem sabit kur sistemi çerçevesinde kur hedeflemeli para politikası stratejisi hayata geçirilmiş daha sonra kurlar serbest dalgalanmaya bırakılarak, parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri uygulanmıştır. Bu çerçevede 1995-1998 döneminde Meksika'da, 1985-1989 döneminde ve 2000 yılında Türkiye'de, 1975-1982 döneminde Kanada'da, 1976-1987 döneminde İngiltere'de parasal hedeflemeli para politikası stratejisi benimsenmiştir. 1959-1962 ve 1979-1982 döneminde Şili'de, 1994-1988 döneminde Brezilya'da, 2000-2001 döneminde Türkiye'de, 1987-1992 döneminde İngiltere'de, 1873-1992 döneminde (1914-1922 ve 1931-1933 dönemleri hariç) İsveç'te ve 1985-1991 döneminde ise İsrail'de döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisi yürütülmüştür. Son olarak 1990'lı yıllarla birlikte ise dünya ülkelerinde genel olarak enflasyon hedeflemeli para politikası

stratejisinin uygulandığı görülmektedir. Bu bağlamda 1990'da Yeni Zellanda'da, 1991'de Şili ve Kanada'da, 1992'de İngiltere ve İsrail'de, 1993'te İsveç ve Finlandiya'da, 1994'te Avustralya ve İspanya'da, 1999'da Meksika ve Brezilya'da, 2002'de ise Türkiye'de enflasyon hedeflemeli para politikası uygulamasına geçilmiştir (Alparslan ve Ataman-Erdönmez, 2000; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001; Tuna, 2007). Böylece, farklı para politikası stratejileri altında sermaye hareketlerinin kurlar üzerinde yarattığı etkiyi analiz etmek için dünya ekonomisinde önemli bir tecrübe birikimi oluşmuştur.

Çalışmamızın amacı, yukarıda sözü edilen tecrübe birikiminden hareketle sermaye hareketleri ile kur seviyesi arasındaki etkileşimi farklı para politikası stratejileri altında karşılaştırmalı olarak incelemektir. Bu çerçevede çalışmanın ilk bölümünde uygulanan para politikası stratejilerine ilişkin genel bilgiler verilmiştir. İkinci bölümde sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı döviz kuru hedeflemeli strateji altında sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki etkileşim incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise serbest döviz kuru sistemi altında uygulanan parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri bağlamında sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişki ortaya konmuştur. Sonuç bölümünde sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda kur seviyesinde istikrar sağlamak amacı ile uygulanan farklı para politikası stratejilerinin etkinliğine ilişkin çıkarımlarda bulunulmuştur. Böylece sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kurundaki dalgalanmaları önleyecek iktisat politikalarına ilişkin önemli tespitlere ulaşılmıştır.

2. Para Politikası Stratejileri

Merkez Bankasının para politikası uygulamalarında başarılı olması ülke ekonomisinin sağlıklı bir biçimde işlemesi için çok önemlidir. Para politikalarında başarı ise ancak belirlenen hedefler ve bu hedeflere ulaşmak için kullanılan araçların etkin bir biçimde seçilmesi ile sağlanabilir. Merkez bankaları amaç ve araç setini belirli bir strateji çerçevesinde tasarlar. Böylece merkez bankaları açısından para politikası stratejisinin seçimi para politikası uygulamalarını başarılı bir biçimde yerine getirmek açısından temel bir unsurdur. Öte yandan etkin stratejinin belirlenmesinde birçok faktörün göz önünde bulundurulması gerekliliği merkez bankalarının strateji seçim sürecini oldukça güçleştirmektedir. Çünkü merkez bankaları stratejilerini belirlerken hem ülkenin kendi içindeki dinamikleri hem de dünyadaki konjonktürel gelişmelere yön veren birçok faktörü göz önünde bulundurmak zorundadır (Çevik ve Yıldırım, 2018: 31).

Her ülkenin sahip olduğu farklı ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel yapılar merkez bankalarının para politikası stratejisini belirleyen iç dinamiklerdir. Merkez bankaları için ülke içindeki dinamiklerin göz önüne alınması başarılı para politikası stratejilerinin tasarlanması için hayati öneme sahiptir (İğdeli ve Sever, 2016: 117). Öte yandan ülkelerin para politikası stratejilerinin belirlenmesinde dış ekonomik gelişmeler de önemli bir rol oynamaktadır. Örneğin 1929 yılında yaşanan Büyük Kriz ile birlikte bütün dünyada para politikası stratejisinde önemli dönüşüm yaşanmıştır. Bu tarihe kadar para politikası stratejileri temel olarak Klasik İktisatçıların görüşleri çerçevesinde oluşturulurken bu tarihten sonra Keynesyen İktisatçıların getirdikleri toplam talebin geliştirilmesine dayalı yeni ekonomik modele göre belirlenmiştir. Ancak söz konusu bakış açısı ile geliştirilen strateji 1970'li yıllarda yükselen enflasyon oranları, Bretton Woods sisteminin çöküşü ve yaşanan petrol krizi nedeni ile tekrar önemli bir dönüşüme uğramıştır. Bu süreçte para politikası stratejileri daha çok paranın reel ekonomi ile ilişkisinin zayıf olduğunu varsayan Monetarist yaklaşıma uygun bir şekilde tasarlanmıştır.

Yukarıda belirtildiği şekilde Merkez Bankalarının uygulayacakları para politikası stratejisi açısından bütün zaman ve mekânlar için geçerli genel bir çerçeve oluşturmak mümkün değildir. Ancak, tarihi süreçte yaşanan bazı tecrübeler sonucunda, günümüzde uygulanan para politikası stratejileri tarafından genel kabul gören bazı ilkeleri belirlemek mümkündür. Bu çerçevede günümüzde uygulanan para politikası stratejileri hem seçilen hedef hem de kullanılan araçların uygulanması tekniği anlamında benzerlik göstermektedir. İlk olarak günümüzde uygulanan para politikası stratejilerinde fiyat istikrarı temel hedef olarak benimsenmektedir. İkinci olarak politika araçlarının kullanımında "çıpa" tekniği yaygın olarak kullanılmaktadır. Günümüzde fiyat istikrarının temel amaç olarak seçilmesinde yakın süreçte yüksek enflasyon oranlarına bağlı olarak yaşanan ekonomik sorunların politika yapımcılar için temel gündem maddesi haline dönüşmesi büyük rol oynamıştır (Üzar ve Başoğlu, 2017: 124). Öte yandan etkin para politikası uygulamaları için ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmek amacı ile "çıpa" tekniğini uygulamak seçilen stratejilerin önemli bir parçası haline gelmiştir. Bu teknik çerçevesinde seçilen bazı değişkenler ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde referans alacakları temel bir gösterge haline dönüşmektedir. Böylece belirsizliğin istikrar bozucu etkisi ortadan kaldırıldığı gibi merkez bankasının politika amaçlarına göre ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmesi mümkün olmaktadır (Doğan ve Akbakay, 2016: 631). Bu açıdan çıpa uygulaması enflasyonist beklentilerin kontrol altına alınarak fiyat istikrarı amacına ulaşmak konusunda politika stratejisinin çok önemli bir parçası haline gelmiştir. Öyle ki para

politikası stratejileri seçilen çıpanın niteliğine göre tanımlanmıştır. Buna göre merkez bankası stratejileri “kur hedeflemeli para politikası stratejisi”, “parasal hedeflemeli para politikası stratejisi” ve “enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisi” olarak isimlendirilmiştir. Çalışmanın bundan sonraki kısmında söz konusu stratejiler genel hatları ile açıklanacaktır.

2.1. Parasal Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi

Parasal hedeflemeli politika stratejisinde, önce Klasikler daha sonra ise Monetarist İktisatçıların varsaydığı şekilde, parasal büyüklüklere odaklı bir bakış açısı ile fiyat istikrarı hedefine ulaşılmaya çalışılmaktadır. Bu doğrultuda merkez bankaları para arzı yönetimi ile toplam talebi ve dolayısıyla fiyat düzeyini kontrol etmeye çalışmaktadır. Böylece parasal hedefleme stratejisinde para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasında toplam talep üzerinden kurulan güçlü bir ilişkinin mevcut olduğu varsayılmaktadır (Akbakay, 2016: 78). Öte yandan merkez bankası parasal hedefleme stratejisi ile merkez bankası parası, parasal taban, rezerv para ve merkez bankası bilanço büyüklüğü gibi değişkenler arasından bir tanesini seçip söz konusu değişkene yönelik hedef bir büyüklük belirleyerek ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmek açısından bir “çıpa” oluşturur. Bu şekilde söz konusu çıpa çerçevesinde beklentilerin yönlendirilmesi ile fiyat istikrarına ilişkin üçer aylık ya da yıllık dönemlerdeki hedeflere ulaşmaya çalışır (Kalaycı, 2002: 275). Merkez bankası söz konusu parasal göstergeler arasında “çıpa” oluşturmak için seçim yaparken üç kriteri dikkate almak zorundadır. Birincisi çıpa olarak belirlenecek parasal büyüklük ekonomik faaliyetleri etkileme gücüne sahip olmalıdır. Çıpa olarak belirlenen parasal büyüklük ile özellikle fiyat istikrarı arasında uzun dönemli, güvenilir ve istikrarlı bir ilişki olmalıdır. İkinci olarak ise merkez bankası çıpa olarak seçtiği parasal büyüklüğü para politikası araçları ile kolaylıkla etkileyebilme gücüne sahip olmalıdır. Başka bir ifade ile çıpa olarak belirlenen değişkenler merkez bankasının tam kontrolü altında olmalıdır (Keyder, 2002: 240). Üçüncü olarak çıpa olarak seçilen parasal büyüklüklere yönelik hedefler kamuoyuna önceden açıkça ilan edilmelidir. Bu şekilde merkez bankaları belirlemiş oldukları parasal hedefleri kamuoyuna ilan ederek şeffaflık sağlamaları yanında kendilerini taahhüt altına sokarlar. Böylece parasal büyüklüklerde meydana gelebilecek sapmalarla ilgili olarak para otoritesinin sorumluluğunu kabul etmesi hesap verme mekanizmasının da sağlıklı bir biçimde işlemesini sağlar (Mishkin ve Savastano, 2000: 21).

Parasal hedefleme stratejisi, yukarıda belirlenen ilkeler çerçevesinde, 1970’li yılların ortalarından itibaren başta Almanya, İsviçre, Amerika, Kanada ve İngiltere olmak üzere birçok ülkede uygulanmıştır. Bu dönemde enflasyon oranlarında yaşanan hızlı artışlar tüm dünya ekonomilerini olumsuz etkilemiş dolayısı ile para otoriteleri enflasyonla mücadeleyi öne çıkarmıştır. Ayrıca, Bretton Woods sisteminin çökmesi ve sabit döviz kuru sisteminin terk edilmesi neticesinde yeni bir para politikası stratejisine büyük bir ihtiyaç duyulmuştur. Bütün bu gelişmeler Monetarist İktisatçıların savunduğu görüşleri öne çıkararak parasal büyüme kuralına dayanan parasal hedeflemeli para politikası stratejisinin popüler olmasını sağlamıştır. Bu çerçevede para politikasının temel işlevi fiyat istikrarı hedefi çerçevesinde para arzındaki artışı reel büyüme oranıyla tutarlı bir şekilde ayarlamak şeklinde belirlenmiştir (Bofinger, 2001: 249). Parasal hedefleme stratejisinin uygulama süreci incelendiğinde söz konusu stratejinin bazı önemli avantajlara sahip olduğu görülmektedir. Öncelikle bu stratejide para otoriteleri ülkenin mevcut yapısını göz önünde bulundurarak bağımsız bir para politikası uygulayabilme yetkisini koruyabilmektedir. Böylece merkez bankaları yaşanan ekonomik şoklar karşısında bağımsız bir para politikası uygulayabilmektedir. Bunun yanında nominal çıpa olarak belirlenen parasal büyüklüklere ilişkin verilere hızlı bir şekilde ulaşılması ve söz konusu büyüklüklerin takibinin kolay olması politikalarının sonucuna ilişkin sinyallerin daha kolay verilmesine imkân vermektedir. Bu durum bir yandan para otoritesinin uygulamalarında etkinliği artırarak zaman tutarsızlığı sorununun azaltılmasına katkı sağlar. Diğer yandan ise ekonomik birimlerce izlenmeyi kolaylaştırarak merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık özelliklerini güçlendirip para politikasına olan güven duygusunu yükseltir (Mishkin, 2014: 248).

Parasal hedefleme stratejisi belirli bir dönem başarı ile uygulanmasına rağmen yaşanan birtakım gelişmeler bu süreci olumsuz şekilde etkilemiştir. Buna göre dünya ekonomilerinde finansal serbestleşme sürecinin hızla yayılması sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin artması yanında, finansal piyasalarda yeni mali enstrümanlar kullanılmaya başlanmıştır. Bu gelişme sonucunda merkez bankalarının sahip oldukları araçlarla ekonomideki likiditeyi ve finansal piyasaları kontrol etme gücü azalmıştır. Ayrıca finansal piyasalarda meydana gelen değişimler standart bir para tanımının yapılmasını güçleştirmiştir. Bunun yanında yaşanan değişimler neticesinde birçok ülkede paranın dolaşım hızındaki istikrar kaybolmuştur (Eroğlu, 2007: 3). Bütün bunlar para talebini istikrarsızlaştırarak para arzında meydana gelen değişimlerden bağımsız olarak fiyatlar genel düzeyi üzerinde dalgalanmalar yaratabilmesine imkân vermiştir. Bu durumda parasal hedefler para politikasının durumuna ilişkin sinyalleri doğru bir şekilde iletmezken enflasyonun

kontrolü zorlaşmıştır. Böylece parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması parasal büyüklüklerin nominal çıpa olarak kullanılma özelliğinin ortadan kalkmasına yol açmıştır (Karahan ve Gencür, 2019: 383). Öte yandan, parasal büyüklük kontrolünün merkez bankası tarafından yapılamaması şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinin sağlanamamasını ve dolayısıyla beklentilerin yönetilmesini güçleştirmiştir. Bu durum da parasal hedefleme stratejisinin işlemlerini engellemiş ve başarısız olmasına neden olmuştur (Yiğitbaş, 2009: 212).

2.2. Döviz Kuru Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi

Döviz kuru para politikası stratejisinde döviz kuru nominal çıpa olarak belirlenerek kur seviyesinde sağlanan istikrar üzerinden enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Böylece döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde sabit döviz kuru sistemi uygulamaya konmaktadır. Buna göre döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol etmek için bir ülkenin milli parasını diğer bir ülkenin parasına endekslemesi şeklinde uygulanan para politikası stratejisidir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 293-294). Döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisini uygulayacak ülke parasını endeksleyeceği ülkeyi seçerken bazı ilkelere göre hareket etmelidir. Öncelikle ulusal para birimi dünyada güçlü ve güvenilir bir yabancı para birimine endekslenmelidir. Ayrıca ulusal para biriminin ülkenin dış ticaretteki en büyük partneri olan ülkenin para birimine göre ayarlanması daha uygun olur. Son olarak çıpa olarak seçilen para birimine sahip olan ülkenin uygulayacağı politikaların istikrarlı bir biçimde hayata geçirileceğine güven duyulmalıdır. Çünkü çıpa olarak seçilmiş ülkenin kredibilitésinden yararlanmak için ulusal para birim başka bir ülkenin para birimine endekslenmektedir (Quispe-Angoli, 2001: 3). Döviz kuru hedeflemesinde ülkenin para birimi başka bir ülkenin para birimine endekslenirken çok değişik teknikler kullanılabilir. Bazı uygulamalarda ulusal para çıpa ülke para birimine tam olarak endekslenirken diğer bazı uygulamalarda ise ulusal paranın değerinde belirli dönemlerde değişiklikler yapılmasına imkân tanıyan esneklikler bulunmaktadır (Büyükkakın ve Eraslan, 2004: 19). Uluslararası Para Fonu kur ayarlamalarını beş başlık altında sınıflandırmaktadır. Bunlar; ülke parasının tek bir yabancı paraya endekslenmesi, ülke parasının yabancı para sepetine endekslenmesi, ülke parasının sınırlı dalgalanması, ülke parasının gözetimli dalgalanması ve son olarak ülke parasının sınırsız dalgalanması şeklinde uygulanan sistemlerdir (Quirk, 1996: 44).

Böylece döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinde döviz kurunun katı bir biçimde sabit bir düzeyde tutulması zorunlu bir kural değildir. Döviz kuru rejimi yumuşak yani ayarlanabilir bir sistem içinde de uygulanabilmektedir. Genel bir ifade ile döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejileri katı döviz kuru rejimi veya yumuşak döviz kuru rejimi şeklinde uygulanabilmektedir. Katı döviz kuru rejiminin para kurulu ve tam dolarizasyon olmak üzere iki tür uygulaması bulunmaktadır. Para kurulu uygulamasında yerli para %100 döviz karşılığında basılır ve uygulamanın yapıldığı ülkelerde para basma yetkisine sahip olan resmi otorite ulusal para ile yabancı para arasındaki değişimi sabit orana endeksler. Tam dolarizasyon uygulamasında ise bir ülkede ulusal para yabancı bir para ile ikame edilmektedir. Yumuşak döviz kuru rejimlerinin seçimi durumunda da farklı uygulamalar hayata geçirilebilmektedir. Bunlar; yönlendirilmiş sabit aralık, yönlendirilmiş sabit parite, dar bir bantta dalgalanan ve sabit parite uygulamaları şeklinde sınıflandırılabilir (Akbakay, 2016: 61-62). Küresel finansal piyasalarla zayıf ilişkisi olan, uluslararası ticaretle önemli rol oynamayan, finansal piyasaları gelişmemiş ve derinleşmemiş, parasal disiplinin sağlanamadığı, kredibilite düzeyinin düşük olduğu gelişmekte olan ülkelerde yumuşak döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejilerinin uygulanması önerilmektedir (Calvo ve Mishkin, 2003: 99).

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin sağladığı bazı önemli avantajları bulunmaktadır. İlk olarak kurlarda meydana gelen dalgalanmaların yarattığı belirsizlik ve bu durumun ekonomilerde yarattığı maliyetler kur hedeflemeli para politikası stratejinin uygulanması ile ortadan kalkmaktadır. Böylece kur dalgalanmalarının fiyat ve ücretler üzerinden oluşturduğu enflasyonist baskıları önlenmektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 76). İkinci olarak kur seviyesinde istikrar sağlanması dış ticaret hacminin genişlemesini sağlayarak ekonomilere olumlu yönde katkı sağlar. Çünkü sabit döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisi, uluslararası ticaretle hem işlem maliyetlerinin hem de belirsizliklerin azalmasına yol açarak ekonomileri daha çok dış ticaret yapmaya teşvik etmektedir (Petursson, 2000: 36-37). Ayrıca sabit bir döviz kuru rejimi uygulaması ekonomilerin dış ticaret ilişkilerinin gelişmesini ve ekonomiler arasında ticari entegrasyonların kurulmasında özendirici bir rol oynamaktadır. Bu durum ülkeler arasında başta ekonomik olmak üzere ilişkilerin birçok yönde gelişmesine katkı sağlar (Calvo ve Mishkin, 2003: 110). Döviz kuru hedeflemesi bir ülkedeki para politikasında kredibilitésinin ve disiplinin sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Özellikle para politikasının kredibilitésinin sağlanamadığı gelişmekte olan ekonomilerde döviz kuru hedeflemesi stratejisinin uygulanması ile çıpa ülkesinin sahip olduğu kredibilite ithal edilmiş ve böylece para politikasında kredibilite sağlanmış olmaktadır (Valesco, 2000: 3).

Döviz kuru hedeflemesinin yukarıda belirtilen avantajları yanında yarattığı bazı olumsuzluklar söz konusu stratejinin uygulanmasında ciddi sorunlara yol açmış ve terk edilmesine neden olmuştur. Öncelikle döviz kuru hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ekonomilerde merkez bankası para politikaları üzerindeki bağımsızlığını kaybetmektedir. Böylece döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkelerde meydana gelen bir şok karşısında para politikasını kullanabilme yeteneği ortadan kalkar (Mishkin, 1998: 4). Öte yandan ulusal paranın endekslediği ülkeden aktarılan şoklara karşı ekonomi aşırı duyarlı hale gelir. Buna göre ulusal ekonomi paranın endekslediği yabancı ülkede meydana gelen şokların olumsuz etkilerini aynı şekilde yaşar (Mishkin, 2014: 243-244). Ayrıca döviz kuru hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulanması ile birlikte zaman içinde ulusal paralar değer kazanmaktadır. Bu durum dış ticaret yapısını da olumsuz etkileyerek özellikle ticarete konu olmayan mallara yönelik iç talebi artırır. Bunun sonucunda ticarete konu olmayan mal ve hizmet fiyatlarının göreceli artışı ile birlikte fiyatlar genel seviyesinde istikrar bozulmaktadır (Teletar, 2000: 478). Bunun yanında değerlendirilen yerli paranın cari işlemler dengesinde meydana getirdiği sorunlar ekonomilerde ciddi krizlerin yaşanmasına neden olabilmektedir. Son olarak döviz kuru hedeflemesinin uygulandığı ülkeler globalleşen finansal piyasalarda spekülasyon ataklarına ve bunların yarattığı sorunlarla daha çok karşı karşıya kalmaktadır. Bu ataklar sonunda merkez bankasının devalüasyon uygulamasına gitmesi ile birlikte, borçların geri ödenememesine bağlı olarak, ciddi finansal krizler yaşanmaktadır (Calvo ve Mishkin, 2003: 105).

2.3. Enflasyon Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi

Enflasyon hedeflemesi, resmi otoriteler tarafından belirli bir dönem için gelecek enflasyon temel alınarak bir hedef veya bant aralığı şeklinde belirlenen oranlarına ulaşmak için uygulanan para politikası stratejisidir. Bu çerçevede söz konusu oranların kamuoyuna duyurulması ile merkez bankası bizzat enflasyon oranını çıpa olarak belirlemektedir (Engin, 2011: 48). Enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinde para otoriteleri belirlemiş oldukları enflasyon hedeflerine ulaşmak için para politikası aracı olarak faiz oranlarını kullanarak Taylor kuralı çerçevesinde ayarlamalar yapmaktadırlar. Buna göre gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyon ile doğal üretim düzeyinden sapması halinde faiz oranları bir düzenleyici mekanizma olarak kullanılmaktadır (Ataç, 2011: 31). Bu stratejide geniş bir iletişim mekanizması ile sağlanan şeffaflığın ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmek açısından büyük önem taşıdığına inanılmaktadır. Merkez bankaları bu şekilde aynı zamanda hedeflere ulaşmak açısından denetlenebilir bir taahhütte bulunarak hesap verme yükümlülüğünü de yerine getirmiş olur (Bernanke vd., 1999: 4).

Enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisi çerçevesinde enflasyon hedefi belirlenirken bazı teknik hususlar öne çıkmaktadır. Birinci olarak enflasyon hedefinin tanımlanmasında beklentileri kontrol altına alıp enflasyonist beklentileri önleyerek ekonomik birimlerin karar alma sürecini olumsuz etkilemesini engellemelidir. Buna göre iyi bir enflasyon hedefi merkez bankasının orta vadede düşük bir enflasyon oranını taahhüt ettiğinin sinyalini vermesi ve bu sinyalin kamuoyunun geneli tarafından kolay bir şekilde anlaşılması gerekmektedir. İkinci olarak amacına uygun bir şekilde tasarlanmış enflasyon hedefinin merkez bankasının hesap verebilirlik ilkesi için bir ölçüt oluşturması gerekmektedir. Diğer yandan iyi bir enflasyon hedefi anlaşılır, gözlemlenebilir, zamanında ve sık sık yayınlanan bir endeks üzerinden tanımlanmalı ve büyük oranlarda revize edilmemelidir. Üçüncü olarak enflasyon hedefi ile ilgili açıklama, merkez bankasının nihai amacı olan fiyat istikrarını sağlama hedefi ile tutarlı bir şekilde, hangi zaman ufkunda gerçekleştirileceğine ilişkin bilgileri de içermelidir (Heenan vd., 2006: 17).

Enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için ekonomide bazı ön koşullar sağlanmış olması gerekmektedir. Bu önkoşullar genel olarak merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması, ülkede mali baskınlığın olmaması ve güçlü bir mali sisteme sahip olunması gibi unsurlar çerçevesinde belirlenebilir. Merkez bankalarının kullandıkları araç açısından bağımsız olması stratejinin başarıya ulaşmasında birinci ön koşuldur. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan çok sayıda ülkede merkez bankaları amaç bağımsızlığına sahip değildir. Hükümetler de para politikası amaçlarının belirlenmesinde söz sahibidir. Bu kapsamda fiyat istikrarına yönelik kurumsal taahhüt hükümet tarafından yapılırken fiyat istikrarının takip edilmesi merkez bankasına yasal yükümlülük olarak verilmiştir. Merkez bankası belirlenen hedefe ulaşırken istediği para politikası aracını serbest bir şekilde kullanabilmesi anlamında araç bağımsızlığına sahiptir. Merkez bankaları araç bağımsızlığı ile uygulayacakları politikalara yönelik kendi belirledikleri enstrümanları kullanabilme imkânı bulurlar (Doğan ve Akbakay, 2016: 635). Enflasyon hedeflemeli para politikasının başarıya ulaşmasını etkileyen diğer bir ön koşul ekonomide mali baskınlığın olmaması koşuludur. Mali baskınlık, maliye politikalarının uygulanan para politikaları üzerinde kısıtlayıcı veya yönlendirici etkiler göstermesi olarak ifade edilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için ekonomide mali baskınlığın olmaması durumu devletin senyör gelirlinin yüksek olmamasını, finansal piyasaların devlet borçlarını karşılayacak

düzeyde derinlikte olduğunu, kamu borçlarının ve açıklarının finansman yöntemlerinin monetizasyon olgusunu gündeme getirmeyecek şekilde olduğunu göstermektedir (Masson vd., 1997: 8). Enflasyon hedeflemeli para politikasının başarıya ulaşmasını etkileyen diğer ön koşul güçlü bir finansal sisteme sahip olunmasıdır. Ekonomik sistem içerisinde finansal sistem çöktüğünde veya istikrarsız bir yapıya dönüştüğünde özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikası aktarım mekanizmasını bozmasının yanında enflasyonist dinamikleri de harekete geçirmektedir (Fraga vd., 2003: 25-26).

Enflasyon hedeflemeli para politikası uygulaması sürecinde diğer para politikası stratejileri ile karşılaştırıldığında bazı önemli avantajlar sağlar. Enflasyon hedefinin kolay izlenebilir olması enflasyonist beklentiler bakımından etkili bir çipa görevi üstlenmesine imkân verir. Ayrıca bu durum uygulanan politikaların başarısının kolay bir şekilde ölçülebilmesine de imkân sağlamaktadır (Durmuş, 2018: 187). Ayrıca enflasyon hedeflemesinde diğer stratejilerden farklı olarak fiyat istikrarı amacına ulaşmak için doğrudan fiyatlardaki değişimler yani enflasyon oranlarındaki değişimler hedef olarak seçilmektedir. Böylece nihai hedefe ulaşmak için belirlenen ara hedefin ya da çıpanın fiyat istikrarı ile arasındaki ilişkinin gücüne ilişkin ortaya çıkabilecek sorunlar burada yaşanmaz (Güney ve Ceylan, 2014: 144). Enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer bir avantajı ise para otoritelerinin zaman tutarsızlığı tuzağına düşmesini engellemesidir. Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması ile nihai hedeflerini fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlemişler ve tüm politikalarını bu doğrultuda uygulamışlardır. Böylelikle merkez bankaları üretim, istihdam ve dış rekabet gücünü artırmaya yönelik hedeflerden uzak durarak sadece enflasyonu kontrol altına almaya yönelik uygulamalara odaklanma imkânı bulmuştur (Mishkin, 2014: 289). Enflasyon hedeflemesi rejiminin bir diğer avantajı, rejimin talep ve arz şoklarına karşı esneklik özelliğine sahip olmasıdır. Böylece merkez bankaları toplam harcamalarda yaşanacak dalgalanmalara karşı enflasyonist beklentilerde bir bozulma olmadan para politikası uygulamalarını gerektiği yönde kolaylıkla düzenleyebilir. Resmi enflasyon hedefinin dayandığı fiyat endeksi mal ve enerji fiyatları, dış ticaret hadleri şokları ve dolaylı vergi değişimleri gibi arz şoklarının etkilerini dışlayabilme özelliğine sahiptir (Mishkin, 2000: 105-106).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin yukarıda belirtilen avantajlarının yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Her şeyden önce para otoritelerinin enflasyonu kontrol etmesi döviz kuru ve parasal büyüklükleri kontrol etmesine göre daha zordur. Çünkü para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisi gecikmeli bir şekilde uzun vadede görülmektedir. Bu durum özellikle yüksek enflasyon yaşayıp düşük enflasyon hedefi belirleyen gelişmekte olan ülkelerde önemli sorunlara neden olabilmektedir. Çünkü bu ülkelerde para otoritelerinin hedeften sapmaların gerekçelerini açıklaması ve para politikasına karşı kamuoyunun güvenilirliğini kazanması oldukça güç olacaktır (Mishkin, 2000: 106-107). Öte yandan enflasyon hedeflemeli rejimin uygulandığı ülkelerde hükümetler bilinçsizce maliye politikasını uygulayarak bütçenin açık vermesine neden olabilmektedirler. Bu da ekonomide mali baskınlığı artırarak enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin başarıya ulaşmasını engelleyebilmektedir (Şanlı, 2006: 42). Bir başka dezavantaj, enflasyon hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulanabilmesi için ekonomide esnek döviz kuru rejiminin uygulanıyor olmasının gerekliliğidir. Fakat esnek döviz kuru rejiminin uygulandığı gelişmekte olan ülkelerde sıcak paranın ülkeden ani çıkışı yerli paranın değer kaybetmesine, döviz kurlarında dalgalanmaya, finans piyasalarında istikrarsızlığa ve faiz oranlarında dalgalanmanın artmasına yol açarak dışsal baskınlığa neden olabilir. Dışsal baskınlığın artması ise enflasyon hedeflemesi rejiminin başarı ile uygulanmasını güçleştirir (Yiğitbaş, 2009: 216). Burada kurlardaki aşırı dalgalanmalar özellikle fiyatlar genel seviyesi üzerinde önemli enflasyonist baskılara yol açmaktadır. Bu sorun dolarizasyon seviyesi yüksek gelişmekte olan ülke ekonomilerinde daha şiddetli bir biçimde yaşanmıştır (Mishkin, 2000: 107).

3. Döviz Kuru Hedeflemeli Stratejide Sermaye Hareketleri İle Döviz Kuru İlişkisi

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda eğer sabit döviz kuru sistemi tercih edilirse bu takdirde merkez bankası kur hedeflemeli para politikası stratejisini benimsemektedir. Buna göre para politikası uygulamalarının da tamamı sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde yaratacağı dalgalanmaları yok etmek üzere dizayn edilir. Çünkü sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda sermaye giriş ve çıkışları çeşitli yönlerde döviz kuru değeri üzerinde değişim baskısı yaratacaktır. Bu süreçte merkez bankası ise söz konusu baskının yok edilmesi için para politikası uygulamalarını belirlemek zorunda kalacaktır. Buna göre kur hedeflemeli para politikası stratejisi altında merkez bankasının para politikası uygulamaları üzerindeki kontrolü tamamen ortadan kalkmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2015; 295-296). Böylece döviz kuru hedeflemeli strateji altında merkez bankasının genişlemeci veya daraltıcı para politikası tercihi tamamı ile sermaye hareketleri tarafından belirlenmektedir. Ülkeye yönelik yoğun sermaye girişinin olduğu

durumda yerli para değeri artacak ve kurlarda aşağıya doğru bir baskı oluşacaktır. Merkez bankası bu baskı karşısında kur seviyesini korumak üzere piyasada yerli parayı bollaştırıp yabancı paraları kısıtlamak üzere genişlemeci para politikası uygulamak zorunda kalacaktır. Öte yandan ülkeden sermaye çıkışının hızlandığı durumda yerli para değer kaybedip kurlar üzerinde artış yönünde baskı oluşturmaktadır. Bu durumda ise merkez bankası kur seviyesini korumak için piyasada yerli parayı kısıtlamak ve yabancı paraları bollaştırmak üzere daraltıcı para politikası uygulayacaktır. Görüldüğü üzere sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda kur hedeflemeli para politikası rejimi altında, sermaye hareketlerinin kur üzerinde yaratacağı değişim baskısını yok etmek için, merkez bankası bazen daraltıcı ve bazen de genişlemeci para politikası uygulanmak zorunda kalmaktadır.

Böylece sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bir ortamda kur hedeflemeli para politikası stratejisinin seçilmesi iki önemli sonuç doğurmaktadır. İlk olarak para politikası uygulamalarının tamamı ile sermaye hareketlerinin kur seviyesi üzerinde yarattığı baskı yönlendirilmektedir. İkinci olarak sermaye hareketleri ile kur seviyesi arasındaki etkileşim tamamen ortadan kalkmaktadır. Öyle ki sermaye hareketlerinin kur üzerinde oluşturacağı belirli yöndeki etkiler merkez bankasının uygulayacağı daraltıcı ve genişlemeci para politikaları ile bertaraf edilmektedir. Ancak bu noktada nominal ve reel kur tanımları arasında ayırım yaparak gerçekleştirilecek analiz daha sağlıklı sonuçlar verecektir. Çünkü merkez bankası kur hedeflemeli para politikası stratejisi altında yalnızca nominal kurları kontrol altında tutabilir. Ancak nominal kur yanında iki ülke arasındaki fiyat değişimi farklılığını hesaba katan reel kur değerini merkez bankasının etkilemesi mümkün değildir. Örneğin ülkeye yönelik artan sermaye girişleri bir yandan döviz piyasasında nominal kurlar üzerinde aşağıya doğru baskı oluştururken diğer yandan ülke içinde yarattığı ek likidite ile toplam talebi artırıp iç fiyat seviyesinin yükselmesine yol açabilir. Bu durumda merkez bankası her ne kadar sermaye girişlerinin nominal kur seviyesi üzerindeki etkisini genişlemeci para politikası ile bertaraf etse dahi sermaye girişlerinin mal piyasasında talep artırıcı dolayısı ile fiyatları yükseltici etkisini ortadan kaldıramaz. Bunun için sermaye girişlerinin mal piyasasında fiyatları artırıcı etkisi, nominal kur seviyesinin merkez bankası tarafından korunduğu bir ortamda, reel kur seviyesi üzerine etki yaratabilmektedir (Ffrench-Davis vd., 1995: 124).

Yukarıdaki açıklamalardan görüleceği gibi kur hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulanması durumunda sermaye hareketlerinin nominal kur üzerinde her hangi bir etkisi olmazken reel kur değerini değiştirebilmektedir. Sermaye girişlerinin nominal ve reel kur üzerinde yarattığı bu farklı etkiler bir süre sonra kur hedeflemeli para politikasının uygulanmasını tehdit etmeye başlar. Çünkü sermaye girişlerinin mal piyasasında iç fiyat seviyesini yükseltmesi sonucu yerli paranın yabancı paralara göre satın alma gücünü kaybetmesi durumunda merkez bankasının nominal kur seviyesini sürekli olarak koruyabilmesi imkansızdır. Yerli paranın yabancı paralara karşı satın alma gücünü kaybetmesine rağmen döviz piyasasında nominal kurların sabit tutulması bir süre sonra yerli paranın reel olarak değerlendirilmesine yol açar (Athukorala, 2003: 613-614). Bu durum ise ekonomik birimlerin devalüasyon beklentilerini artırarak ülkeden sermaye çıkışlarını tetikleyerek merkez bankasının nominal kur seviyesinin sabit bir oranda tutmasını güçleştirir. Sonunda sınırlı rezerve sahip olan merkez bankası nominal kur seviyesini koruyamayarak devalüasyon yapmak zorunda kalır. Böylece kısa dönemde sermaye hareketleri ile nominal kur arasındaki etkileşim merkez bankası politikaları ile ortadan kaldırılabilmek uzun vadede bu etkileşimi engellemek mümkün değildir. Kısa vadede sermaye girişleri karşısında merkez bankasının nominal kurları sabit tutabilmesine rağmen uzun vadede reel ve nominal kur arasındaki makasın açılması devalüasyon beklentilerini artırarak sermaye çıkışlarına yol açmaktadır. Sermaye çıkışları ile birlikte merkez bankası kısa dönemde nominal kurları korumaya çalışsa da rezervlerindeki kısıt nedeni ile uzun vadede nominal kur seviyesinin yükselmesine mani olamaz. Dolayısı ile kur hedeflemeli para politikası stratejisinde kısa dönemde sermaye hareketlerinin nominal kur seviyesi üzerinde bir etkisi olmazken uzun vadede nominal kur seviyesini artırıcı etki yarattığı ileri sürülebilir (Corden, 1994: 8).

Sermaye girişlerinin reel kur üzerinden yarattığı etki ile merkez bankasını devalüasyona zorlaması ile nominal kurların artarak ülke parasının değerini düşürmesi ekonomilerde çok büyük krizlere yol açmaktadır. Latin Amerika ve Güney Doğu Asya'daki gelişmekte olan ülkelerde sabit kura dayalı para politikası uygulamalarının merkez bankalarının gerçekleştirdiği devalüasyonlarla kesilmesi ile yaşanan ekonomik krizler literatürde sıkça işlenen bir konu olmuştur (Aspe, 1993; Ito, 2000; Edwards, 2001). Morande (1988), Şili'de 1977-1981 dönemi için reel döviz kuru, yabancı sermaye girişi, faiz oranı arbitrajı ve ticaret hadleri arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Analiz sonucunda sermaye girişlerinin reel döviz kurunu düşürdüğünü buna bağlı olarak da ulusal paranın reel olarak değerlendirildiğini tespit etmiştir. Bu bağlamda ticarete konu olan yerli malların uluslararası ticarete rekabet gücünün bozulabileceğini ifade etmiştir. Calvo vd. (1993) ve (1996) yıllarındaki çalışmalarında 1990'lı yıllarla birlikte hızla yayılan uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte

olan Latin Amerika ve Asya ülkelerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında sermaye hareketlerinin reel döviz kurlarını değerlendirdiğine vurgu yapmışlardır. Sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişki çerçevesinde Latin Amerika ve Asya'da yaşanan döviz krizlerine dikkat çekmişlerdir. Edwards (1998), sermaye girişlerindeki artışın reel döviz kurunu düşürerek yerli parayı değerlendirdiğini bunun da ihracatta azalışa ithalatta ise artışa yol açarak cari açığı artıracığına işaret etmiştir. Sermaye girişlerinin ekonomilerin rekabet gücünü etkileyebileceğini ve ekonomileri finansal krizlere sürükleyebileceğini ifade etmiştir. Bu durumu da 1990'lı yıllarda yaşanan Latin Amerika ve Asya krizleri ile ilişkilendirmiştir. Hutchison ve Noy (2002), 24 gelişmekte olan ülkede 1975-1997 dönemi için sermaye girişlerindeki ani duruşun çıktı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analiz sonucunda sermaye girişlerindeki ani durmanın çıktı üzerinde olumsuz etkilerinin olduğunu gözlemlemişlerdir. Fratzscher ve Bussiere (2004), 45 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede 1980-2002 dönemi için finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonucunda ülkelerin sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden hemen sonra sermaye akımlarına bağlı olarak kısa vadede büyüme eğilimine girdiklerini tespit etmişlerdir. Fakat bu büyümenin kısa vadeli bir yatırım patlamasından kaynaklandığı gözlemlemişlerdir. Sermaye girişlerinin kısa vadede büyüme üzerindeki olumlu etkisinin orta ve uzun vadede tersine döndüğünü saptamışlardır. Cardarelli vd. (2010), 8'i gelişmiş ve 44'ü gelişmekte olan 52 ülkede 1985-2007 dönemi için özel sermaye girişlerindeki dalgalanmaların makroekonomik etkilerini ve bunlara verilen politik tepkileri analiz etmişlerdir. Sermaye girişlerinin reel döviz kurunu değerlendirerek cari açığı ve ekonomik büyümeyi etkilediğini tespit etmişlerdir. Sermaye girişlerinin ilk başlarda ekonomik büyümeyi arttırdığını gözlemlemişlerdir. Fakat ilerleyen dönemlerde ekonomik büyümenin azaldığını gözlemlemişlerdir. Karahan ve Çolak (2011), Türkiye'de 1992-2010 dönemi için finansal sermaye girişlerinin ekonomik büyüme ve döviz kurları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analiz sonucunda finansal sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi tetiklediği ve reel döviz kurunu düşürerek ulusal parayı değerlendirdiği bulgusuna ulaşmışlardır. Sermaye girişlerinin ulusal parayı değerlendirmesine bağlı olarak ithalat üzerinden cari açık sorununun yaşanmasını önleyecek politikalar yürütülmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Apaydın ve Şahin (2017), Türkiye'de 1992-2007 dönemi için kısa vadeli sermaye akımlarının iktisadi dalgalanmalar üzerindeki etkisini ortaya koymaya çalışmışlardır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru üzerinden ekonominin reel kesiminde önemli dalgalanmalara neden olduğunu tespit etmişlerdir.

Öyle ki merkez bankasının yaptığı devalüasyon ile nominal kur seviyesinin yüksek seviyelere ulaşması sonucu önemli miktarda dış borcu olan gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları için bu borç yükünün çevrilebilirliği zorlaşmaktadır. Dolayısı ile özellikle gelişmekte olan ülkelerde borçların ödenememesine bağlı olarak bankacılık krizlerinin yaşandığı görülmektedir. Öte yandan daha çok ithal girdi ile üretimini gerçekleştiren gelişmekte olan ülkeler için yükselen kur seviyesi nedeni ile üretim girdisi temin etmek dolayısı ile üretim yapmak da zorlaşmaktadır. Böylece nominal kurlardaki yükselişler üretim sürecini sınırlandırarak aynı zamanda ciddi reel sektör krizlerine yol açabilmektedir. Kısaca kur hedeflemeli para politikası stratejisi altında sermaye hareketleri ile kur arasındaki ilişki, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, ekonomileri krize sürükleyen olumsuz etkiler yaratabilmektedir.

4. Parasal ve Enflasyon Hedeflemeli Stratejide Sermaye Hareketleri İle Döviz Kuru İlişkisi

Serbest döviz kuru sisteminin uygulanması durumunda sermaye hareketlerindeki değişimler karşısında merkez bankası para politikası uygulamalarını istediği gibi belirleyebilir. Bu stratejide merkez bankaları temel hedefleri olan fiyat istikrarı ile kur seviyesi arasındaki ilişkinin zayıf olduğu varsayımını kabul etmektedir. Başka bir ifade ile kur serbest dalgalanmaya bırakılarak yaşanacak kur değişimlerine rağmen fiyat istikrarının sağlanabileceği kabul edilmektedir. Burada merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamak amacı ile piyasadaki likiditeyi yönetirken, çıpa olarak seçilen ekonomik olguya bağlı olarak, iki temel strateji izleyebilir. Fiyat istikrarı amacı ile piyasadaki likiditeyi kontrol etmek için çeşitli parasal büyüklükler çıpa olarak seçilirse "Parasal Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi", hedef enflasyon oranları seçilirse ise "Enflasyon Hedeflemeli Para Politikası Stratejisi" hayata geçirilmiş olur.

Görüldüğü üzere parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri iki noktada birbirine benzemektedir. İlk olarak her iki stratejinin uygulanmasında da temel hedef fiyat istikrarını sağlamaktır. İkinci olarak her iki strateji de kurların dalgalanmaya bırakıldığı serbest döviz kuru sistemi altında uygulanmaktadır. Bununla birlikte aralarındaki fark sadece çıpa olarak seçilen ekonomik göstergeden kaynaklanmaktadır. Parasal hedeflemeli strateji altında çeşitli para arzi tanımları ile ortaya konan parasal büyüklükler çıpa olarak belirlenmektedir. Burada merkez bankası çeşitli parasal büyüklükleri hedefe alarak likiditeyi kontrol edip fiyat istikrarı amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Enflasyon hedeflemeli stratejide ise doğrudan doğruya fiyat seviyesindeki artışlar çıpa olarak ifade edilmektedir. Bu stratejide merkez bankası hedef enflasyon oranı çerçevesinde belirlediği politika faiz oranları yolu ile likiditeyi kontrol altına almaktadır. Böylece

her iki stratejide farklı yöntemlerle likidite kontrol altına alınmaya çalışılsa da temel amaç serbest döviz kuru sistemi altında fiyat istikrarını sağlamaktır (Orhan ve Erdoğan, 2015; 288).

Fiyat istikrarına ulaşmak için farklı çözümlerine sahip olsalar dahi, serbest döviz kuru sistemi altında fiyat istikrarına ulaşmayı hedeflemeleri nedeni ile her iki strateji de sermaye hareketlerinin kur seviyesi üzerinde yarattığı etkiler benzer özellikler gösterecektir. Bunun için sermaye hareketlerinin kur üzerindeki etkisini analiz ederken parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri birlikte ele alınabilir. Örneğin her iki stratejide de ülkeye yönelik bir sermaye girişi olması durumunda kur seviyesinin düşmesine bağlı olarak yerli para değer kazanır. Böylece her iki stratejide de serbest döviz kuru sistemi uygulandığından yabancı sermaye girişi kurlar üzerinde azaltıcı bir etki yapabilmektedir. Merkez bankası söz konusu sermaye girişlerinin kurlar üzerinde yarattığı etkilere hiçbir biçimde müdahale etmez. Buna göre parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejilerinin uygulandığı ekonomilerde sermaye girişlerinin arttığı durumlarda kur seviyelerinde düşüş sermaye çıkışlarının arttığı durumlarda ise kur seviyelerinde yükseliş beklenebilir.

Ancak parasal ve enflasyonist para politikası stratejilerinde sermaye hareketlerinin kur seviyesi üzerindeki etkisi incelenirken daha dinamik bir bakış açısı ile söz konusu etkileri kısa ve uzun dönem çerçevesinde ele almak daha doğru olacaktır. Öyle ki ülkeye sermaye girişinin artması durumunda kurlarda yaşanan düşüşler kısa dönemde yaşanırken uzun vadede kur seviyesi üzerinde farklı etkiler oluşabilmektedir. Çünkü kısa dönemde sermaye girişleri ile yerli paranın değerlendirilmesi ihracatı pahalı hale getirirken ithalatı ucuzlatmaktadır. Böylece kısa dönemde sermaye girişine bağlı olarak yaşanan kurlardaki düşüş ihracatı azaltırken ithalat miktarını artırıcı bir etki yaratabilmektedir. Bunun sonucunda cari açığın genişlemesi ekonomik birimlerin deflasyonist beklentilerini artırarak ülkeden sermaye çıkışına dolayısıyla da kurlarda yükselişe neden olabilmektedir. Böylece ülkeye yönelik sermaye girişi, her ne kadar kısa dönemde kurları düşürse de, uzun vadede sermaye çıkışına yol açan dinamikleri harekete geçirerek kurlarda yükselişe neden olmaktadır.

Yukarıda ortaya konduğu şekilde parasal ve enflasyonist hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulandığı ekonomilerde sermaye girişine bağlı olarak kısa dönemde kurun düşmesi ile genişleyen cari açığın uzun vadede yerli paranın değerlendirilmesine yol açması durumu literatürde geniş bir biçimde ortaya konmuştur. Combes vd. (2010), 42 gelişmekte olan ülkede 1980-2006 dönemi için sermaye girişlerinin ve ekonomide uygulanan döviz kuru rejiminin döviz kuru üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda sermaye girişlerinin reel efektif döviz kurunun değerlendirilmesine yol açtığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca ekonomide esnek döviz kuru rejiminin uygulanmasının sermaye girişlerinin reel efektif döviz kuru üzerindeki değer artışını azaltabileceğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır. Ibarra (2011), Meksika'da 1988-2008 dönemi için farklı türdeki sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analiz sonucunda portföy yatırımlarının ve doğrudan yabancı yatırımların reel döviz kurunu değerlendirdiğini tespit etmiştir. Özellikle doğrudan yabancı yatırımların cari açığın önemli bir bileşeni olduğu durumda reel döviz kuru üzerinde değer arttırıcı etki oluşturacağını belirtmişlerdir. Jongwanich ve Kohpaiboon (2013), gelişmekte olan Asya ülkelerinde 2000-2009 döneminde sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analiz sonucunda reel döviz kuru üzerinde sermaye akımlarının önemli bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Portföy yatırımlarının doğrudan yabancı yatırımlara göre döviz kuru üzerindeki etkisinin daha fazla olduğunu saptamışlardır. Ayrıca analiz sonucunda sermaye çıkışlarının sermaye girişlerine göre döviz kurları üzerinde daha fazla oynaklığa yol açtığı bulgusuna ulaşmışlardır. Globan (2014), Hırvatistan ve AB'ye yeni üye olmuş diğer ülkelerin durumlarını göz önünde bulundurarak küçük bir entegre ekonomiye yönelik yüksek sermaye girişlerinin makroekonomik ve mali sonuçlarını değerlendirmiştir. Bu doğrultuda 1990 ile 2000 yılları arasında yaşanan krizlerden önce Hırvatistan ve aynı yapıya sahip benzer AB üyesi ülkelere yönelik yoğun bir şekilde sermaye girişi olduğunu belirtmiştir. Söz konusu bu sermaye girişlerinin ilk dönemlerde ekonomide büyümeye yol açtığını fakat bir süre sonra sermaye akımlarının ekonomilerde reel döviz kurlarını arttırdığını, enflasyonu aşırı yükselttiğini, cari açıkları genişlettiğini ve borç yükünü arttırdığını saptamışlardır. Benazic ve Kersan-Skabic (2016), Hırvatistan'da 1998-2013 dönemi için döviz giriş ve çıkışlarının döviz kuru seviyesi üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda döviz giriş ve çıkışlarının döviz kuru seviyesi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğuna ilişkin bulgular elde etmişlerdir. Urbanovsky (2017), Çek Cumhuriyeti'nde 1995-2015 dönemi için döviz kuru, cari hesap ve ödemeler dengesi finans hesabı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Analiz sonucunda sermaye girişlerindeki aşırı artışın cari açığı arttıracığını bu durumda cari açığın sürdürülebilirliğini tehlikeye sokacağını belirtmiştir.

Söz konusu literatür sadece sermaye girişlerinin kısa ve uzun dönemde kurları farklı yönlerde nasıl dalgalandırdığını ortaya koymamış aynı zamanda bu süreç sonunda ekonomilerin karşılaştığı büyük sorunları da açıkça belirlemiştir. Öyle ki, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yaşanan ekonomik krizlerin temel dinamiği olarak sermaye

hareketleri ile kur seviyesi arasındaki kısa ve uzun dönemde yaşanan etkileşimler gösterilmiştir. Bu çerçevede spekülatif sermaye girişleri “sıcak para” olarak nitelenirken kısa dönemde yerli parayı değerlendirerek ekonomik büyüme ile birlikte cari işlemler hesabında yarattığı genişleme “ekonominin ısınması” şeklinde tasvir edilmiştir. Uzun dönemde ise genişleyen cari açığın yol açtığı deflasyonist beklentilerin hızlı “sermaye kaçışını” tetikleyerek ekonominin hem finansal hem de reel kesiminde büyük tahribatlara nasıl yol açtığı belirlenmiştir.

Portföy yatırımı niteliğindeki sermaye hareketleri ülkeler arası faiz farkından arbitraj karı elde etme yönünde de gerçekleşmektedir. Düşük faizli para biriminden borçlanarak finanse edilen kaynakla yüksek faizli para birimine yatırım yapmak anlamına gelen “carry trade” 1990’lı yılların ortalarından itibaren önemli bir strateji halinde kendini göstermektedir (İlhan, 2019: 190). Uluslararası kurumsal yatırımcı grubunda yer alan ve yüksek risk iştahı ile başta gelen hedge fonların işlemleri oldukça önemli hacimlere ulaşmıştır.

Üstelik literatürde bir kısım çalışma parasal ve enflasyonist hedeflemeli para politikası stratejisinin uygulandığı ekonomilerde sermaye hareketleri ile kur arasında krizlere yol açan etkileşimin “sistemik bir risk” niteliği taşıdığını ileri sürmüştür (Calvo vd., 1993; Agenor, 1998; Lartey, 2008). Bu bakış açısına göre serbest sermaye hareketleri rejimi altında her iki para politikası stratejisinin uygulanması süresince söz konusu sorunların yaşanması kaçınılmazdır. Başka bir ifade ile serbest döviz kuru sistemi altında uygulanacak para politikası stratejileri otomatik olarak sermaye hareketleri ile kur arasında olumsuz bir etkileşim yaratarak krizlere yol açacak bir özellik taşımaktadır. Bu durum fiyat istikrarı temel amacına sahip merkez bankasının anti enflasyonist bir para politikası uygulaması süreci çerçevesinde ortaya konabilir. Buna göre piyasadaki likiditenin dolayısı ile enflasyonist talep baskısının sınırlanması için hem parasal ve hem de enflasyonist para politikası stratejisi altında piyasa faiz oranlarının yükseltilmesi esastır. Parasal ve enflasyon hedeflemeli stratejilerde, sırası ile parasal büyüklükler ve politika faiz oranı değiştirilerek piyasa faiz oranı yükseltilmeye çalışılır. Burada likiditenin kontrol edilmesi için ister parasal büyüklükler kullanılsın isterse politika faizi kullanılsın sonuçta amaç piyasa faiz oranını artırarak toplam talebi kısıtlamaktır. Böylece piyasa faiz oranı her iki stratejide farklı kanallardan etkilense de, piyasa faiz oranında yaratılan değişimin tetiklediği sermaye hareketlerinin kur seviyesi üzerinde yarattığı etkiler benzer özellikler göstermektedir. Yükselen piyasa faiz oranları ülkeye önemli miktarda sermaye girmesine dolayısı ile kısa dönem kurların düşerek yerli paranın değerlenmesine neden olacaktır. Merkez bankaları piyasa faiz oranlarını artırıcı uygulamaları ile sermaye girişlerini harekete geçirmelerine rağmen söz konusu sermaye girişlerinin kurlar üzerinde yarattığı etkilere hiçbir biçimde müdahale etmez. Bunun sonucunda değerlendirilen yerli paranın uzun vadede cari açığı genişleterek deflasyonist beklentileri artırması dolayısı ile de sermaye kaçışına bağlı olarak ekonomik krize yol açması kaçınılmaz olmaktadır.

5. Sonuç

Ülkelere yönelik sermaye giriş ve çıkışlarının kur seviyelerini etkilediği literatürdeki çalışmalarda ortaya konulmuştur. Bunun üzerine kur seviyesinde yaşanan istikrarsızlıklar çeşitli stratejiler çerçevesinde geliştirilen para politikası uygulamaları ile giderilmeye çalışılmıştır. Bu çalışmada söz konusu uygulamalardan elde edilen sonuçlar karşılaştırmalı bir biçimde değerlendirmeye tabii tutulmuştur. Başka bir ifade ile sermaye hareketleri ile kur arasındaki etkileşim farklı para politikası stratejileri altında incelenmiştir. İlk olarak sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı kur hedeflemeli para politikası stratejisi altında sermaye hareketleri ile kur ilişkisi, daha sonra serbest döviz kuru sisteminin uygulandığı parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri altında sermaye hareketlerinin kur seviyesi üzerine etkisi incelenmiştir. Ayrıca sermaye hareketlerinin yarattığı etkilere ilişkin yapılan değerlendirmeler nominal ve reel kur tanımlarına bağlı olarak kısa ve uzun dönem çerçevesinde gerçekleştirilmiştir.

Elde edilen bulgular kur hedeflemeli para politikası stratejisi altında sermaye girişlerinin nominal kur seviyesi üzerinde kısa dönemde etki yaratmamasına rağmen uzun vadede, merkez bankasını devalüasyona zorlayarak, nominal kur seviyesinin artmasına yani yerli paranın değer kaybetmesine yol açtığını göstermektedir. Burada uzun dönemde söz konusu etkinin doğmasında sermaye girişlerinin reel kur seviyesinde yarattığı dalgalanmanın devalüasyon beklentilerini artırarak sermaye çıkışlarını tetiklemesi büyük rol oynamaktadır. Öte yandan parasal ve enflasyon hedeflemeli para politikası stratejileri altında sermaye girişleri nominal kur seviyesi üzerinde kısa dönemde azaltıcı uzun dönemde ise artırıcı yönde etki yapmaktadır. Kısa dönemde sermaye girişlerine bağlı olarak yerli paranın değerlendirilmesi cari dengeyi olumsuz etkileyerek uzun dönemde piyasada yerli paranın değer kaybedeceğine ilişkin olumsuz beklentileri beslemektedir. Bunun sonucunda sermaye çıkışlarının hızlanması ile birlikte artan nominal kur seviyesi yerli paranın büyük oranda değer kaybetmesine neden olmaktadır. Böylece bütün para politikası stratejilerinde sermaye girişleri uzun dönemde nominal kur seviyesini artırarak yerli paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır. Politika çıkarımı açısından

bu bulgu kur istikrarının sağlanması için farklı para politikası stratejileri çerçevesinde alınan önlemlerin çok ötesine giderek sermaye hareketlerinin yönetilmesine ilişkin daha kapsamlı iktisat politikalarına ihtiyaç olduğunu göstermektedir.

Kaynakça

- Agenor, P.R.; McDermott, C.J. & Ucer, E.M. (1997). Fiscal Imbalances, Capital Inflows, and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey. IMF Working Paper, 97(1):1-20.
- Agenor, P.R. (1998). Capital Inflows, External Shocks, and the Real Exchange Rate. Journal of International Money and Finance, 17(5):713-740.
- Akbakay, Z. (2016). "Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği", Doktora Tezi, Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Diyarbakır.
- Alparslan, M. & Ataman-Erdönmez, P. (2000). Enflasyon Hedeflemesi. Bankacılar Dergisi, 35:14-41.
- Apak, S.; Uçak, A. & Uzunoğlu, S. (2006). "Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Konferansı, 11-13 Eylül 2006, UEK-TEK, Ankara.
- Apaydın, Ş. (2019). Türkiye'de Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Asimetrik Etkileri. Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi, 4(1):1-16.
- Apaydın, Ş. & Şahin, H. (2017). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Bir Uzun Dönem Kısıtlı SVAR Modeli. Politik Ekonomik Kuram, 1(1):22-72.
- Aslan, N.; Terzi, N. & Siampan, E. (2014). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 5(10):15-32.
- Aspe, P. (1993). Economic Transformation the Mexican Way. MIT Press, Cambridge and London.
- Ataç, Ş. (2011). "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Döviz Kuru Geçişkenliği: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Athukorola, P. & Rajapatgrana, S. (2003). Capital Inflows and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America. The World Economy, 26(4):613-637.
- Balkan, E.; Biçer, F.G. & Yeldan, A.E. (2002). "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy", ERC/METU VI International Conference on Economics, 11-14 Eylül 2002, Ankara.
- Başaran, İ. (2018). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. Politik Ekonomik Kuram, 2(1):124-141.
- Benazic, M. & Kersan-Skabic, I. (2016). The Determinant of Exchange Rate in Croatia. Eastern Journal of European Studies, 7(1):125-150.
- Berenson, B.S.; Laubach, T.; Mishkin F.S. & Posen, A. (1999). Inflation Targeting: Lessons from International Experience. Princeton University Press, New Jersey.
- Berument, H. & Dincer, N.N. (2004). Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets? The Turkish Experience. Emerging Markets Finance & Trade, 40(4):20-32.
- Bofinger, P. (2001). Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments. Oxford University Press, Oxford.
- Büyükakın, T. & Eraslan, C. (2004). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2:18-37.
- Calvo, G.A.; Leiderman, L. & Reinhart, C.M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. IMF Working Paper, 40(1):108-151.
- Calvo, G.A.; Leiderman, L. & Reinhart, C.M (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's. Journal of Economic Perspectives, 10:123-139.

Calvo, G.A. & Mishkin, F.S. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(4):99-118.

Cardarelli, R.; Elekdag, S. & Kose, M.A. (2010). Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses. *Economic Systems*, 34(4):333-356.

Combes, J.L.; Kinda, T. & Plane, P. (2010). Capital Flows And Their Impact On The Real Effective Exchange Rate. *CERDI, Etudes et Documents*, 32:1-38.

Corden, W.M. (1994). *Economic Policy, Exchange Rates and the International System*. Oxford University Press, Oxford.

Çevik, E.İ. & Yıldırım, D.Ç. (2018). Para Politikası Tercihleri İle İşsizlik Oranları Arasındaki İlişki. *Ege Akademik Bakış*, 18(1):31-46.

Çeviş, İ. & Kadılar, C. (2001). The Analysis of the Short-term Capital Movements by Using the VAR Model: The Case of Turkey. *The Pakistan Development Review*, 40(3): 187-201.

Demir, M. & Sever, E. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(29):214-239.

Direkçi, T.B. & Kaygusuz, S. (2013). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(9):28-42.

Doğan, B.B. & Akbakay, Z. (2016). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ile Fiyat İstikrarının Sağlanması. *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 6(3):629-642.

Durmuş, H. (2018). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi: Örtük Enflasyon ve Açık Enflasyon Dönemleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11:181-201.

Edwards, S. (1988). The Determination of Equilibrium Real Exchange Rate. *Ucla Working Paper*, No:508.

Edwards, S. (2001). Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. *NBER Working Paper Series*, No:8529.

Engin, M.B. (2011). Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 2:45-53.

Eroğlu, İ. (2007). Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2:1-28.

Fraga, A.; Goldfajn I. & Minella, A. (2003). Inflation Targeting in Emerging Market Economies. *NBER Working Paper Series*, No:10019.

Ffrench-Davis, R.; Agosin, M. & Uthoff, A. (1995). “Capital Movements, Export Strategy, and Macroeconomic Stability in Chile” (Ed. French-Davis, R. & Griffith-Jones, S.), *Coping with Capital Surges*, pp. 99–145, Lynne Rienner Publisher, Canada.

Fratzcher, M. & Bussiere, M. (2004). Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, LongRun Pain? *ECB Working Paper*, No:348.

Globan, T. (2014). The Prizes and Pitfalls of Large Capital Inflows in a Small Integrated Economy: Case of Croatia. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 5(39):235-243.

Güney, P.Ö. & Ceylan, İ.M. (2014). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Deneyimi. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(1):143-164.

Heenan, G.; Peter, M. & Roger, R. (2006). Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications. *IMF Working Paper*, WP/06/27.

Hutchison, M.M. & Noy, I. (2006). Sudden Stop and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 79:225-248.

Ibarra, A.C. (2011). Capital Flows and Real Exchange Rate Appreciation in Mexico. *World Development*, 39(12):2080-2090.

Ito, T. (2000). "Capital Flows in Asia" (Ed. Edwards Sebastian), *Capital Flows and the Emerging Economies*, pp. 255-298, The University of Chicago Press, Chicago.

İğdeli, A. & Sever, E. (2016). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Bir Analiz. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 17(36):116-137.

İlhan B. (2019). Carry Trade 2000'li Yıllarda Türkiye İçin Mümkün Mü? *Akademik Hassasiyetler*, 6(11): 189-204.

İnsel, A. & Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 8:1-29.

Jongwanich, J. & Kohpaiboon, A. (2013). Capital Flows and Real Exchange Rates in Emerging Asian Countries, *Journal of Asian Economics*, 24:138-146.

Kalkan, M. (2002). Capital Flows and Exchange Rates in Turkey: The Effects of Liberalization and Stabilization. Department of Economics, American University. Erişim Tarihi:06.05.2020, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.7447&rep=rep1&type=pdf>

Kalaycı, Ş. (2002). Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(2):271-284.

Karahan, Ö. ve Çolak, O. (2011). "Financial Capital Inflows and Exchange Rate Instability: The Case of Turkey", 13 th International Conference on Finance and Banking, 12-13 Ekim 2011, Czech Republic.

Karahan, Ö. & Gencür, S. (2019). Döviz Kuru Geçişkenliği ve Merkez Bankası Politikaları. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, EUREFE'19 Özel Sayısı, 381-387.

Keskin, N. (2008). "Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği", Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Keyder, N. (2002). Para, Teori-Politika-Uygulama. Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım, Ankara.

Lartey, E.K.K. (2008). Capital Inflows, Dutch Disease Effects and Monetary Policy in A Small Open Economy. *Review of International Economics*, 16(5):971-989.

Masson, P.R.; Savastano, M.A. & Saharma, S. (1997). The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. *IMF Working Paper*, WP/97/130.

Mishkin, F.S. (1998). International Experiences of Different Monetary Policy Regimes, IIES Seminar Paper, No:648.

Mishkin, F.S. (2000). Inflation Targeting in Emerging-Market Countries. *The American Economic Review*, 90(2):105-109.

Mishkin, F.S. & Schmidt-Hebbel, K. (2001). On Decade of Inflation Targeting in the World:What Do We Know and What Do We Need To Know?. *NBER Working Paper No:8397*.

Mishkin, F.S. (2014). "Para Politikası Stratejisi" (Çev. Ed.; Ömer Faruk Çolak ve Alparslan Zengin), 1. Basım, Efil Yayınevi, Ankara.

Mishkin, F.S. & Savastano, M.A (2000). Monetary Policy Strategies for Latin America. *NBER Working Paper Series*, 7617.

Morande, F.G. (1988). Domestic Currency Appreciation and Foreign Capital Inflows: What comes First? (Chile, 1977 - 82). *Journal of International Money and Finance*, 7(4): 447-466.

Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4):73-96.

Orhan, O.Z. ve Erdoğan, S. (2015). Para Politikası. 2. Baskı, Umuttepe Yayınları, Kocaeli.

Pétursson, T.G. (2000). Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy? *Monetary Bulletin*, (1):36-45.

Quirk, P.J. (1996). Exchange Rate Regimes as Inflation Anchors. Finance & Development, 33(1):42-45.

Quispe-Angoli, M. (2001). Monetary Policy Alternatives for Latin America. Fedefal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, Third Quarter, 1-11.

Şanlı, B. (2006). Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. Sosyal Bilimler Dergisi, 16:37-56.

Telatar, E. (2000). İstikrar Programlarında Nominal Çapa Seçimi ve Uygulama Sonuçları. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 18(2):459-487.

Tiryaki, H.N. (2017). "OECD ve G-20 Ülkelerinde Sermaye Hareketleriyle Seçilmiş İktisadi Değerşkenler Arasındaki İlişkilerin Panel Veri Analizi", Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Togan, S. & Berument, H. (2011). Cari İlemler Dengesi, Sermaye Hareketleri ve Krediler. Bankacılar Dergisi, 78:1-21.

Tuna, K. (2007). Enflasyon Hedeflemesi ve Ülke Deneyimleri. Sosyal Bilimler Dergisi, 1:223-250.

Urbanovsky, T. (2017). The Connection Between the Exchange Rate and the Balance of Payments Accounts in the Czech Republic: An Econometric Approach. Financial Assets and Investing, 8(1):58-71.

Üzar, U. & Başıoğlu, A. (2017). Merkez Bankacılığı ve Yeni Arayışlar: Nominal GSYH Hedeflemesi ve Kalkınmacı Merkez Bankacılığı Tartışmaları. KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi, 13:123-145.

Velasco, A. (2000). Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?. G-24 Discussion Paper, 5:5-17.

Wagner, H. (2000). Which Exchange Rate Regime in an Era of High Capital Mobility. North American Journal of Economics and Finance, 11:191-203.

Waqas, Y.; Hashmi, S.H. & Nazir, M.I. (2015). Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility: A case of South Asian Countries. Future Business Journal, 1:65-74.

World Bank. (1997). Private Capital Flows to Developing Countries, A World Bank Policy Research Report. Oxford University Press, Oxford.

Yiğitbaş, Ş.B. (2009). Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 16(1):208-225.