

# Ekonomik büyüme ve enflasyon sonuçları bakımından farklı kur rejimleri

Yusuf Bayraktutan

*Kocaeli Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Umuttepe-Kocaeli  
e-posta: ybayraktutan@kocaeli.edu.tr*

Hilmi Özkaya

*Uşak Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü Uşak  
e-posta: ozkayahilmi@hotmail.com*

## Özet

Bu çalışmanın amacı, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını enflasyon ve büyüme bağlamında değerlendirmektir. 1975-2004 dönemi ve 97 ülkeyi kapsayan, resmi sınıflandırma ve panel veri analiz yöntemini benimseyen analizin sonuçlarına göre, en iyi enflasyon performansını sabit kur rejimleri ortaya koymaktadır. Farklı gelir grubuna ait ülkelerde analiz sonuçları değişmekte; gelir seviyesi arttıkça kur rejimleri arasındaki enflasyon performans farklılığı azalmaktadır. Buna karşılık, farklı kur rejimlerinin büyüme performansları önemli derecede farklılık göstermemektedir.

*Anahtar kelimeler:* Döviz kuru rejimleri, enflasyon, büyüme, panel veri.

*JEL kodları:* C23, E31, F31, F33, O57.

## 1. Giriş

XX. yüzyıl sonlarından itibaren sıklaşan ve küresel boyutlarda etkisi görülen döviz krizlerinin, finansal küreselleşme ile birlikte hükümetler ve firmalar yanında bireylerin de yaşamında önemli bir yer edinmeye başlaması, döviz kurlarının belirlenmesi ve kur rejimi tercihi gibi konuları ilgi odağı haline getirmiştir. Farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarının ortaya konmasının, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından çok önemli olduğu açıktır. Bu çalışma, döviz kuru rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerini ampirik olarak saptamayı amaçlamaktadır.

## 2. Döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılması

Literatürde döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılması ile ilgili çeşitli görüşlerden ikisinin ön plana çıktığı görülmektedir. Bunlardan ilki, IMF (1997: 86-87) tarafından düzenlenen geleneksel resmi (de jure) yaklaşım; ikincisi, Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001: 66; 2005: 1603-1635) tarafından ortaya atılan fiili (de facto) yaklaşımdır. Resmi yaklaşım, merkez bankasının kamuoyuna duyurduğu döviz kuru rejimini temel alırken, fiili yaklaşım döviz kurunun gözlenen hareketlerini esas almaktadır.

### 2.1. Resmi yaklaşım

IMF sınıflandırması olarak ifade edilen ve kur rejimlerini, üye ülkelerin IMF'e ilettikleri resmi beyana göre sınıflandıran bu yaklaşım, ampirik çalışmalarda, kur rejimlerini, sabitlenmiş, sınırlı esneklik kazandırılmış ve daha esnek/serbest dalgalı olmak üzere üç ana kategoriye ayırmaktadır (Bubula vd., 2002: 6; Bordo, 2004: 12-13). IMF (2006) saptamasına göre, ülkelerin % 52'si sabit, % 34'ü ara ve % 14'ü dalgalı veya esnek kur rejimlerini sürdürmektedir. Sabit kur rejimlerinin oransal olarak yarısından fazla olması dikkat çekicidir.

Sabit kur rejimleri, kendi içinde dolarizasyon, para kurulu ve diğer geleneksel sabit kur düzenlemeleri biçiminde üç kısımda ele alınmaktadır. Dolarizasyonu benimseyen ülke, parasal bağımsızlığına son vermekte ve başka bir ülkenin para birimini kullanmaktadır. Euro'ya geçen AB ülkeleri bu rejime dahil edilmektedir. Para kurulunu uygulayan ülke, parasının seçilecek olan yabancı bir parayla sabit kurdan değişimini öngörmekte ve bu rejimde merkez bankası, ülke parasını yabancı para girişi karşılığı basmaktadır.

Sınırlı esnek kur veya ara kur rejimleri olarak anılan ikinci grup, yönetimli dalgalı kur rejimi (managed floating), sürünen çapa (crawling peg), sürünen şerit (crawling band) ve yatay şerit içinde çapalanmış kur olmak üzere dörde ayrılmaktadır. Yönetimli dalgalı kur rejiminde döviz kurları arz ve talep koşullarına bırakılmakta; fakat enflasyon, ödemeler bilançosu, uluslararası rezervler gibi makroekonomik değişkenlerde ortaya çıkan istikrarsızlık durumlarında, merkez bankası kurlara müdahale edebilmektedir. Bu rejimde merkez bankasının belli bir döviz kuru hedefi yoktur. Önceden açıklanmış kurallara bağlı olarak yapılmayan bu müdahaleler, ülke ekonomisinin hareket alanını genişletmektedir. Ayrıca, bu şekilde yönlendirilebilen kurlarla, serbest dalgalı kur rejiminin yol açtığı birtakım risk ve belirsizlikler azaltılabilmektedir. Sürünen çapada, merkezi kur adı verilen bir parite tespit edilir ve piyasada kurların bu parite kuru etrafında küçük oranlarda dalgalanmasına izin verilir. Kurların önceden ilan edilmesine imkan tanıyan bu rejimde, enflasyon gibi seçilmiş ekonomik göstergelere bağlı olarak kurda ayarlamalar yapılabilmektedir. Sürünen şerit rejiminde, ülke parasının değeri, merkezi kur etrafında en az +/- % 1'le sınırlandırılmış limitler içinde dalgalanmaktadır. Merkezi oran, seçilmiş

ekonomik göstergeler çerçevesinde periyodik olarak ayarlanmaktadır. Yatay şerit içinde çapalanmış kur rejiminde ise, sürünen çapada olduğu gibi, ülke parasının değeri resmi veya fiili sabit merkezi kur etrafındaki dalgalanma marjı en az +/- % 1'le sınırlandırılmakta; ancak bu rejimde, merkezi kurda ekonomik göstergelere göre herhangi bir ayarlama yapılmamaktadır. Bu kur rejimi, Avrupa Para Sistemi'nin (EMS) döviz kuru mekanizmasına dahil ülkelerin kur ayarlamaları ile ilgili düzenlemelerini kapsamaktadır.

Dalgalı veya esnek kur rejimlerinde ise, döviz kurlarına herhangi bir devlet müdahalesi söz konusu olmamakta; döviz kurları piyasada arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Bu rejimlerde kural olarak para politikası, kur politikasından bağımsız çalışmaktadır (IMF, 2006: 144-146).

Resmi yaklaşımın başlıca avantajları olarak, daha kapsamlı olması, sık sık güncellenebilmesi, uzun dönemi kapsamaması, vb hususlar üzerinde durulurken, gerçekte uygulanan kur rejimiyle kamuoyuna duyurulan rejimin farklı olması halinde, kur rejiminin yanlış kategorize edilmesi, bu yaklaşımın olumsuz yanını oluşturmaktadır (Bubula vd, 2002: 6-7; Genberg vd, 2004: 1-15).

## 2.2. Fiili yaklaşım

Fiili yaklaşım, döviz kuru rejimini belirlemek için nominal döviz kurunun gözlenen davranışını kullanmaktadır (Ghosh vd, 2003: 42; Poirson, 2001: 6-8). Bu yaklaşım, döviz kuru davranışıyla ilgili olarak, üç değişkeni esas almaktadır (Levy-Yeyati vd, 2001: 66). Bunlar,

1. Döviz kuru değişkenliği: Yıl boyunca nominal döviz kurundaki mutlak aylık yüzde değişimlerin ortalaması olarak ölçülmektedir.

2. Döviz kuru değişimlerdeki oynaklık: Döviz kurunda ortaya çıkan aylık yüzde değişimlerin standart sapması şeklinde ölçülmektedir.

**Tablo 1**  
Fiili Yaklaşımına Göre Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması

Döviz Kuru Rejimleri	Ortalama Döviz Kurundaki % Değişim	Döviz Kurundaki % Değişimin Standart Sapması	Rezervlerin Değişkenliği
Tanımsız	Düşük	Düşük	Düşük
Dalgalı	Yüksek	Yüksek	Düşük
Kirli Dalgalanma	Yüksek	Yüksek	Yüksek
Sürünen Parite	Yüksek	Düşük	Yüksek
Sabit	Düşük	Düşük	Yüksek

*Kaynak:* Levy-Yeyati vd, 2005: 1611.

3. Rezervlerin değişkenliği: Önceki aydaki parasal tabana göre uluslararası rezervlerde meydana gelen mutlak aylık değişimin ortalaması biçiminde ölçülmektedir.

LYS sınıflaması<sup>1</sup> olarak ifade edilen bu yaklaşımda, üç değişkenin, Tablo-1’de belirtilen davranışına göre, bir ülkenin hangi kur rejimini uyguladığı belirlenebilmektedir. Şöyle ki, bir ülkede dalgalı kur rejimi uygulanmışsa, aylık döviz kuru değişimlerinin oynaklığı yüksek olmaktadır. Diğer yandan, sabit kur rejiminde nominal döviz kurundaki değişimin düşük olmasına rağmen rezervlerdeki hareketlilik yüksek olmaktadır. Başka bir ifadeyle, rezerv hareketliliği ile ülkenin uygulamış olduğu kur rejimi arasında sıkı bir ilişki vardır. Rezervlerde önemli bir hareketliliğin olması sabit kur rejiminin uygulandığı anlamını taşıırken, rezerv hareketliliğinin düşük olması, dalgalı kur rejiminin uygulandığını ifade etmektedir.

Fiili yaklaşımın bazı dezavantajları vardır. Bunlardan en önemlisi, söz konusu yaklaşımın, doğasında geriye dönük olmasıdır. Resmi sınıflandırma, prensip olarak gelecek politika hedefleri hakkında bilgi naklederken, gözlenmiş faaliyetler ister istemez geçmişe ait olmaktadır (Ghosh vd, 2003: 42-44). Ayrıca fiili sınıflandırmanın birçok kavramsal zorluklar ve uygulama sorunlarıyla mücadele etme zorunluluğu vardır. Fiili ölçümlerin en önemli unsuru, nominal döviz kurunun istikrarı, ya şokların olmadığını ya da şokları dengeleyici aktif politikanın uygulandığını göstermektedir. Genel olarak, ülkelerin ekonomik yapılarının ve karşı karşıya kaldıkları şokların farklılığı nedeniyle, gözlenen kur hareketlerinden, uygulanmakta olan esas döviz kuru rejimini anlamak zordur. Örneğin, dalgalı kur rejimini benimseyen ve ihracatının çeşitliliği az olan, küçük, dışa açık bir ülkede, aynı kur rejimini benimseyen ve ihracatının çeşitliliği çok olan büyük ülkeye nazaran daha yüksek kur dalgalanmasının görülmesi beklenmektedir. Fiili ölçümler göreceli olduğu için, büyük ülke hatalı biçimde sabitlenmiş kur rejimi kategorisine dahil edilebilirken, küçük ülke doğru olarak dalgalı kur rejimi şeklinde sınıflandırılabilir.

İlke olarak, bir ülkede uygulanan kur rejiminin belirlenmesi, ülke özelliklerinin dikkate alınması, kur müdahaleleri ve faiz oranı hareketlerinin de facto sınıflamaya dahil edilmesi yoluyla yapılabilmektedir (Calvo vd, 2000: 5-15). Öte yandan, kur rejimine yönelik amaç ve faaliyetler farklılaşabilmekte; dolayısıyla, döviz rezervlerine yönelik veride, istatistik ve realite birbirinden farklı olabilmektedir. Vadeli işlem piyasalarının, swapların, vb enstrümanların merkez bankaları tarafından kullanımı yaygınlaştıkça, toplam rezervler daha az aydınlatıcı olmaktadır. Ayrıca, merkez bankası rezervlerindeki hareketler, özellikle düşük gelirli ülkelerde, başka birçok faktör tarafından etkilenmektedir. Bunlar arasında, dış borçların geri ödenmesi, petrol ve uçak ithalatı gibi büyük satın alımlar, vb sayılabilmektedir. Amaca yönelik kur müdahalesiyle ilgisi olmamasına rağmen, bunlar rezervlerde büyük ve ciddi hareketlere yol açabilmektedirler.

Daha temel belirleme sorunu, açık bir kur hedefini karşılamak üzere girişilen müdahale ile başka politika hedeflerine yönelik müdahale

<sup>1</sup> LYS sınıflaması, adını, E. Levy-Yeyati ve F. Sturzenegger adlı yazarların soyadlarının baş harflerinden almaktadır.

arasındaki farkla ilgili olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi bu duruma örnek gösterilebilmektedir. Döviz kurunun iç piyasadaki fiyatları önemli ölçüde etkilediği küçük açık bir ekonomide, enflasyon hedeflemesi, kur istikrarı üzerine nominal şoklar halinde önemli yük getirmekte (Deverux, 2000; Obsfeld vd, 2000: 117-154; Svensson, 2000: 155-183) ve böylece düşük kur esnekliği ortaya çıkarmaktadır. Ancak, aynı yapı, reel şok esnasında önemli kur ayarlamasını zorunlu kılabilir. Reel ve nominal şokların ortaya çıkış sıklığına bağlı olarak fiili kur sistemi, sabit veya esnek olarak sınıflandırılabilir. Ayrıca, bu şokların ortaya çıkış sıklığı zamana ve ülkeye göre değiştiğinden, temeldeki politika rejimi aynı kalsa bile, fiili sınıflandırma kuralının sonucu da değişebilmektedir (Ghosh vd, 2003: 42-44).

Bu çalışmada, ampirik analiz için döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılmasında, olumsuz yanları daha az olduğundan, resmi yaklaşım benimsenmiştir.

### 3. Farklı kur rejimlerinin makroekonomik etkileri

1997 Güneydoğu Asya krizi sonrası genişleyen literatür, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performansını, özellikle enflasyon ve büyümeyi nasıl etkileyeceğini saptamanın, kur rejimleriyle diğer makroekonomik değişkenler arasında farklı biçimlerdeki karşılıklı etkileşim nedeniyle, bir hayli zor olduğunu göstermektedir (Ghosh vd, 1996: 1-13). Nitekim, incelediğimiz ampirik çalışmalar, döviz kuru rejimleri ve makroekonomik performans arasındaki ilişkileri açık biçimde ortaya koyamamışlardır.

#### 3.1. Kur rejimlerinin enflasyona etkisi

Döviz kuru, öncelikle dış ticaret fiyatları ve beklentiler yoluyla enflasyonu etkilemektedir. Özellikle bütçe disiplini bağlamında sıkı maliye politikası ve yüksek kronik enflasyon nedeniyle de sıkı para politikası uygulayan ve geleceğe dönük beklentilerin de uygulanan bu politikaların başarısına endekslendiği ülkelerde enflasyonun tekrar yukarı yönelmesi istenmemektedir (Ho vd, 2003: 4; Taban 2004: 133). Bu noktada, benimsenen kur rejimi büyük önem taşımaktadır.

Sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine nispeten daha az enflasyonist olduğu kabul edilmektedir. 1990'lardan itibaren kronik enflasyon yaşayan ülkelerde uygulanan programlarda döviz kuru veya para arzının nominal çıpa olarak kullanıldığı, döviz kuruna dayalı programların yaygın olduğu görülmekte (Telatar, 2000: 459-487); sabit kur rejimleriyle düşük enflasyon arasındaki yakın ilişki, güven ve disiplin unsurlarına bağlanmaktadır (Ghosh, vd. 1996: 1-13). Sabit kur rejimleri, açık bir taahhüdü içerdiği için, bu kur rejimini terk etmenin siyasi maliyeti daha yüksek olmaktadır (Romer, 1993: 869-903). Ayrıca, bazı araştırmalar (Bleaney, 2001: 387-401) dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelerde, sabit

rejimli ülkelere nispeten enflasyonun daha inatçı bir özellik sergilediğini ve para politikasının enflasyonu daha besleyici olduğunu göstermektedir.

Sabit kur rejimlerinin uygulanması, ulusal paraya daha çok güveni telkin ederek ve daha fazla politika disiplini sağlayarak enflasyonu düşürebilmektedir (Ghosh vd, 1996: 1-13). Özellikle dolara endekslemelerde bu durum yaygındır (Levy-Yeyati, 2001: 68). Güvenilir bir çıpa, devalüasyon beklentilerini sınırlandırarak enflasyon ataletini azaltmaya yardımcı olabilmektedir.

Enflasyona ilişkin olarak, parasal genişlemenin, enflasyonun ardında temel itici güç olduğu ya da başka faktörlerin neden olduğu enflasyonda belirleyici bir rol oynadığı hususunda bir genel kabul oluşmuştur. Bununla birlikte, nominal döviz kuru esnekliğinin enflasyon üzerine etkisi daha belirsizdir. Nominal döviz kurunun değer kaybetmesinin tüketici fiyatlarında geçici artışlarla ilişkili olduğunu ampirik araştırmalar doğrulamaktadır (Klau, 1998: 9-11). Ghosh vd (1996: 1-13), ortalama enflasyon oranının sabit kur rejimini tercih eden ülkelerde, dalgalı kur rejimli ülkelere oranla daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Aghevli vd (1991: 1-13) de benzer sonuçları elde etmiştir. Ancak, belirtmek gerekir ki, sabit kur rejimlerini benimseyen ülkeler, uygun olmayan mali politikalar sonucu yüksek enflasyon deneyimi yaşamışlardır. Bu durumun aksine, dalgalı kur rejimli birçok ülke, tutarlı mali politikalarla daha düşük enflasyon oranı sağlamışlardır. Benzer biçimde, Siklos (1996), sabit kur rejimlerinin güvenilir olmaması nedeniyle, bu rejimi uygulayan ülkelerin ortalamadan daha yüksek enflasyon deneyimi yaşadıklarını ifade etmektedir. Neticede, Quirk'in (1994) gözlemlediği gibi, sabit kur rejimlerindeki ayarlamalar hesaba katıldığı zaman, alternatif kur rejimleri arasındaki farklılık azalmaktadır. Ayrıca, enflasyon, döviz kuru istikrarı sağlandığında, diğer politika tercihlerinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Öte yandan, 1980'lerin ortalarından beri, birçok gelişmekte olan ülke, dış ticaret hadleri şoklarına maruz kalmakta; bu nedenle, dış rekabette bozulmadan kaçınmak için daha esnek kur rejimlerini benimsemektedir. Fakat Kamin'in (1997) Meksika örneğinde gösterdiği gibi, ulusal paranın reel değer kaybı, güçlü enflasyonist etki oluşturmaktadır. Calvo, Reinhart ve Vegh (1994), Brezilya, Şili ve Kolombiya vakalarında, düşük değerli döviz kurlarının daha yüksek tüketici fiyatı enflasyonu ile ilişkili olduğunu ortaya koyarak benzer sonuçlara ulaşmıştır. Özetle, hem nominal döviz kurunda, hem de reel efektif döviz kurunda ortaya çıkan değişmelerin enflasyon oranıyla ilişkili olduğu görülmektedir.



### 3.2. Kur rejimlerinin büyümeye etkisi

Döviz kuru rejimlerine ilişkin literatür, tercih edilen kur rejimlerinin ülke ekonomisinin büyümesini dolaylı ve dolaysız olarak etkileyebileceğini öne sürmektedir. Dolaysız olması, ekonomideki şokları ayarlamasını; dolaylı olması ise, yatırım, ticaret ve finansal sektörlerdeki gelişimi etkilemesini ifade etmektedir.

Tercih edilen kur rejimi, bir ekonomideki şokları azaltabilir veya artırabilir. Bu etkinin yönü, seçilen kur rejiminin büyüme regresyonuna kontrol değişkeni olarak dahil edilmesi suretiyle kanıtlanabilmektedir. Sabit ve dalgalı kur rejimlerinde, uzun dönem denge aynı olsa bile, dengeye ulaşma süreci kur rejimlerine bağlı olarak değişmektedir (Bailliu vd, 2002: 4-5). Bununla birlikte, Broda (2004: 31-58), 1973-1996 dönemi ve 75 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmasında, negatif ticaret hadleri şokuna karşı kur rejimlerinin tepkilerinin önemli ölçüde farklılaştığını ortaya koymaktadır. Buna göre, anılan şoka karşı tepkide, sabit kur rejimlerini benimseyen ülkelerde, fiyatlardaki düşme sayesinde reel döviz kuru yavaşça değer kaybederken, reel gelirden büyük ve önemli oranda azalma meydana gelmektedir. Dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelerde, nispeten daha az reel gelir azalması ve reel kurda büyük (ve ani) değer kayıpları meydana gelmektedir.

Dalgalı kur rejimleri, ekonomik şokları daha kolay düzenleyebilmesi veya döviz kuru hareketlerinin ekonomik şokları emici rol oynaması nedeniyle, büyümeyi daha fazla teşvik ettiği düşünülmektedir. Aynı zamanda, dalgalı kur rejimleri, bağımsız para politikasının uygulanmasını sağlamaktadır. Bu rejimler şokları daha sorunsuz düzenlediğinden, ekonominin tam kapasiteye yakın çalıştığı varsayımıyla, büyümenin daha yüksek olacağı beklenmektedir. Öte yandan, konjonktürel dalgalanmaların azalması, ekonominin uzun dönem büyüme oranını olumlu etkiler. Mesela Barlevy'nin (2006) geliştirdiği modele göre, konjonktürel dalgalanmaların azalması, ortalama yatırım seviyesini yükselterek ve yatırımların oynaklığını azaltarak büyümeyi arttırmaktadır. Kneller ve Young (2001: 534-552), 1961-1997 dönemi ve 24 OECD ülkesini kapsayan çalışmalarında, üretim değişkenliği ile uzun dönem üretim artışı arasında ters yönlü ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır.

Döviz kuru rejimleri, ekonomik büyümeyi, yatırım, uluslararası ticarete açıklık, sermaye hareketleri ve finansal sektör gelişimi gibi, başka faktörler üzerinden de etkilemektedir. Aizenmann (1994: 407-434) gibi bazı araştırmacılar tarafından, döviz kuru değişkenliği, reel faiz oranları ve politikalarda belirsizliği azaltması nedeniyle, sabit kur rejiminin uygulandığı ülkelerde, yatırımın artma eğilimli olduğu savunulmaktadır. Öte yandan, sabit kur rejimleri, önemli düzenleyici mekanizmaları elimine ederek korumacı baskıları şiddetlendirebilmekte; mevcut sermaye stokunun etkinliğini azaltabilmekte ve bunun sonucunda yatırımların etkin dağılımını saptırabilmektedir. Bundan başka, Bohm'un (2001) öne sürdüğü gibi, kur



rejimlerinin türüne bakmaksızın, para oynaklığının yatırıma yönelik harcama düzeyine etkisi az olabilmektedir. Dolayısıyla, kur rejimleri ve yatırıma ilişkin ampirik literatürün karışık sonuçlar doğurması şaşırtıcı değildir (Goldberg, 1993: 575-588; Lafrance vd, 2000). Bununla birlikte, IMF verilerine göre, sabit kur rejimlerini sürdüren ülkelerde daha çok yatırım yapılmaktadır. Ancak, verimlilik dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelere nazaran daha yavaş artmakta; sonuçta, sabit kur rejimli ülkelerde, kişi başına gelir artışı daha yavaş gerçekleşmektedir (Ghosh vd, 1996: 1-13).

Ekonominin uluslararası piyasalara açıklık düzeyi de ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Endojen büyüme literatürü, uluslararası ticarete daha açık ekonomilerin daha hızlı büyüme eğilimli olmaları düşüncesine paralel olarak, ekonomik büyüme ile uluslararası ticarete açıklık arasında pozitif bir ilişki kurmaktadır. Zira bu ülkeler, teknolojik gelişmelere daha kolay sahip olabilmekte ve daha büyük piyasa avantajını elde etmektedirler (Edwards, 1993). Bununla birlikte, uluslararası ticarete açıklık düzeyinin ticarete konu olmayan sektörler için pozitif dolaylı etkileri olabilmektedir. Böylece, döviz kuru rejimlerinin türü, uluslararası ticaretin hacmini etkilemekte ve bu durum büyüme üzerinde dolaylı bir etki olarak düşünülebilmektedir.

İlgili literatür, uluslararası ticaretin döviz kuru rejimleri tarafından etkilendiğini ileri sürmekte; fakat hangi kur rejiminin uluslararası ticareti daha çok teşvik ettiğini açıkça öngörememektedir. Sabit kur rejimlerinde, döviz kurunun oynaklığı ve belirsizliğin daha düşük olması nedeniyle, uluslararası ticaret hacminin daha yüksek olması gerektiği ifade edilmektedir (Klein vd. 2004: 2-10). Döviz kuru oynaklığının ekonomide riskleri arttırdığı ve planlamayı kaygılandırdığı için ticarete zararlı olacağı düşüncesi, mantıken cazip gelmekteyken, firmalara, korunma enstrümanlarına erişim, esnek faturalama düzenlemeleri gibi kolaylıklar sağlandığı zaman, anılan etki net olmamaktadır. Bu yüzden, genellikle ampirik araştırmaların, belirlenen döviz kuru değişikliği ile ticaret düzeyi arasında ilişkinin olmadığını göstermesi ya da karmaşık sonuçlar vermesi şaşırtıcı değildir (Cote, 1994). Öte yandan, dalgalı kur rejimlerinin sürekli dengesizlik koşullarını oluşturma ihtimali az olduğu için, ihracat artışını destekleyici olduğunu gösteren bazı kanıtlar vardır (Nilsson vd, 2000: 331-349).

Büyüme literatüründe uluslararası ticaret ile büyüme arasındaki ilişki çok dikkat çekse de, aynı zamanda uluslararası sermaye hareketlerine açıklık büyümenin önemli bir lokomotifi olabilmektedir. Bailliu (2000) tarafından belirtildiği gibi, uluslararası sermaye hareketleri, yurtiçi yatırım oranını artırarak, yatırımlarla pozitif ilişkili dolaylı etkileri yönlendirerek veya yurtiçi finansal araçları arttırarak, büyümeyi teşvik edebilmektedir. Böylece, eğer tercih edilen döviz kuru rejimi, uluslararası sermaye hareketinin kompozisyonunu veya hacmini etkilemekteyse, ekonomik büyümeyi dolaylı biçimde etkileyebilmektedir.

Kur rejiminin büyüme etkisi, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyine de bağlıdır. Dalgalı kur rejimleri, genellikle artan nominal döviz kuru oynaklığıyla ilişkili olmaktadır: finansal sektör, döviz kuru şoklarını absorbe edemezse ve uygun korunma (hedging) araçlarını sağlayamazsa, reel ekonomiye zararlı etkilerinin olması büyük ihtimaldir. Dolayısıyla, bir ekonominin dalgalı kur rejiminden istifade edebilmesi için, makul seviyede gelişmiş finansal sisteme sahip olması gerekir. Birçok gelişmekte olan ülkede, sermaye piyasaları sığ olduğu için dalgalı kur rejiminin sürdürülmesinin zor olacağı düşünülmekte; bu ülkeler için döviz kurunu sabitleme kazanımlarının gelişmiş ülkelere daha fazla olacağı belirtilmektedir. Bununla birlikte, az gelişmiş finansal sektör ve sabit kur rejimi kombinasyonu, banka kriziyle sonuçlanabileceğinden sorun oluşturabilmektedir. Chang ve Velasco'nun (2000: 71-75) öne sürdüğü gibi, katı sabitleme, az ihtimalle ödemeler dengesi krizlerine, daha çok ihtimalle banka krizlerine neden olmaktadır.

Gelişmiş finansal sektöre sahip olmak, dalgalı kur rejimi için gerek şart iken, kur rejiminin türüne bakılmaksızın, sağlıklı ve iyi gelişmiş bir finansal sektör, ekonomik büyüme için önemlidir. Levine (1997: 688-726) tarafından yapılan araştırma, mevcut finansal sistemin gelişmişlik düzeyinin sermaye birikimine etkileri yoluyla büyümeyi nasıl beslediğini göstermekte; tasarrufları mobilize etmek, sermayeyi tahsis etmek ve risk yönetimini kolaylaştırmak gibi uygulama kabiliyetlerinin önemini ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, ampirik kanıtlar (Levine vd, 2000: 31-77), iyi işleyen bir finansal sistemin ekonomik büyümeye katkıda bulunduğu görüşünü desteklemektedir.

#### 4. Araştırmanın yöntemi ve verileri

Konuya ilişkin ampirik çalışmalar ve sonuçlarını karşılaştırmalı olarak yansıtmak için oluşturulan Tablo-2'ye bakıldığında, genelde, sabit kur rejimlerinin enflasyonda daha etkili olduğu; büyüme bağlamında ise, bir genelleme yapılamayacak biçimde farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir.

Bu çalışma bağlamında, Bretton-Woods Sistemi'nin terk edilmesi sonrası ile verilerin temin edilebildiği en yakın zamanı içeren 1975-2004 döneminde, sabit, ara ve dalgalı kur rejimini uygulayan 97 ülkenin verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Farklı ülkelerde, farklı zamanlarda bazı verilerin eksik olması nedeniyle, dengeli olmayan (unbalanced) panel veri analizi ortaya çıkmıştır. Panel veri analizi için Econometric Views 5.1 paket programından yararlanılmış; makroekonomik değişkenlere ilişkin veriler, IMF'nin "World Economic Outlook" ve "International Financial Statistics Yearbook" yayınları ile Dünya Bankası'nın resmi internet sitesinden alınmıştır.

#### 4.1. Enflasyon modeli

Döviz kuru rejimi ve ekonomik performans kriterlerinin başında yer alan enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla, yıllık tüketici fiyatları enflasyonunu ( $\Pi$ ), bağımlı değişken alan bir model oluşturulmuştur.

Enflasyon modeli şöyledir:

$$\begin{aligned} \Pi = & \beta_0 + \beta_{Peg} Peg + \beta_{Int} Int + \beta_{Mon} \Delta m + \beta_4 \Delta y + \beta_5 Open + \beta_6 CBTurn \\ & + \beta_7 \Delta TofT + \beta_8 GovGDP + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.1)$$

3.1 eşitliğinde yer alan bağımsız değişkenler sırasıyla şöyledir:

1. *Peg*: Sabit kur rejimlerini temsil eden gölge değişkendir.
2. *Int*: Ara kur rejimlerini gösteren gölge değişkendir.
3. *Δm*: Ülkelerin yıllık para arzı artış oranıdır.
4. *Δy*: Ülkelerin yıllık reel GSYİH artış oranıdır.
5. *Open*: Ülkelerin ihracat artışı ithalatlarının GSYİH'ya oranı anlamına gelmekte ve ülkelerin yıllık dışa açıklığını ifade etmektedir.
6. *CBTurn*: Belli bir ülkedeki merkez bankası başkanının 5 yılda ortalama değişim sayısını temsil etmekte ve merkez bankası bağımsızlığına yönelik ters vekil (proxy) olarak kullanılmaktadır.
7. *TofT*: Ülkelerin ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranının artışını gösteren dış ticaret şoklarının yıllık ortalamasını ifade etmektedir.
8. *GovGDP*: GSYİH'nın yüzdesi olarak yıllık kamu dengesini göstermektedir.

Sabit ve ara kur rejimleri gölge değişken (dummy) şeklinde modele dahil edilirken dalgalı kur rejimleri modele ilave edilmemekte; dolayısıyla, sabit ve ara rejimlere ilişkin katsayılar, dalgalı kur rejimlerine nispeten enflasyon farkı biçiminde yorumlanmaktadır.

Kur rejimi dışında enflasyonu etkileyen birçok faktörün varlığı bilinmektedir. Teorik olarak reel GSYİH büyümesinin ( $\Delta y$ ), para talebini arttırarak enflasyonu düşürücü etkide bulunması beklenmektedir. Bu durumun tersine, para arzının hızlı artışının ( $\Delta m$ ), enflasyonist etkiye yol açacağı beklenir. Romer'e (1993: 869-903) göre, bir ekonominin dışa açıklığı ile enflasyonu arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Rogoff (1985: 1169-1190), merkez bankasının (MB) bağımsız olmasının enflasyonu kontrol altına almada etkili olduğunu ifade etmektedir. Bu yüzden, MB başkanının değişim sıklığı, MB'nin bağımsızlığını göstermesi bağlamında, ters vekil olarak enflasyon modeline dahil edilmektedir. MB başkanının değişim sıklığı, MB bağımsızlığı ile ilintilendirilmekte; daha sık MB başkanının değişiminin, daha yüksek enflasyona yol açacağı düşünülmektedir (Ghosh vd, 2003: 76). Teorik yaklaşımlar ve ampirik çalışmalar (Mandadjiev 2004), nispeten bağımsız merkez bankalarının, bağımlı merkez bankalarına göre daha iyi enflasyon performansı ile ilişkili

olduğunu belirtmektedir. Diğer değişkenler, ya doğrudan parasal finanse etme yoluyla ya da toplam talep baskılarına katkıda bulunarak, enflasyonist ticaret haddi şokları ve mali dengeyi temsil etmektedir.

#### 4.2. Büyüme modeli

Büyüme, enflasyona nispeten, kur rejiminin dışında birçok faktöre bağlıdır. 1980'lerden sonra iktisadi büyüme üzerine yapılan ampirik çalışmalar, büyümeyi belirleyici birçok faktörün olduğunu ileri sürmektedir. Bu yüzden, kur rejimlerinin büyüme üzerindeki muhtemel etkilerini araştırmak amacıyla, enflasyonda olduğu gibi, diğer faktörler kontrol edilerek regresyon analizi yapılmaktadır.

Büyüme modeli şudur:

$$\Delta y^{pc} = \beta_0 + \beta_{Peg} Peg + \beta_{Int} Int + \beta_{Inv} InvGDP + \beta_{Open} Open + \beta_5 \Delta ToFT + \beta_6 Sch + \beta_7 TaxGDP + \beta_8 GovGDP + \beta_9 \Delta Pop + \beta_{10} \log(pop) + \varepsilon \quad (3.2)$$

Modelin bağımsız değişkenleri, sırasıyla aşağıda açıklanmaktadır:

1. *Peg*: Sabit kur rejimlerini temsil eden gölge değişkendir.
2. *Int*: Ara kur rejimlerini gösteren gölge değişkendir.
3. *InvGDP*: Belirli bir yılda belli bir ülkenin yatırım miktarının GSYİH'ya oranını göstermektedir.
4. *Open*: Ülkelerin ihracat artışı ithalatlarının GSYİH'ya oranı anlamına gelmekte ve ülkelerin dışa açıklığını ifade etmektedir.
5. *ToFT*: Ülkelerin ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranının artışını gösteren dış ticaret haddinin yıllık ortalamasını ifade etmektedir.
6. *Sch*: Ülkelerin 25 yaş ve üstü toplam nüfusunun ortalama öğretim süresini yansıtmaktadır.
7. *TaxGDP*: Bir ülkenin GSYİH'nın yüzdesi olarak yıllık bütçe gelirini göstermektedir.
8. *ΔPop*: Ülkenin cari yıl nüfus artışını belirtmektedir.
9. *Log(pop)*: Belli bir ülkedeki nüfus miktarının logaritmasını ifade etmektedir.

Enflasyon modelinde olduğu gibi, sabit ve ara kur rejimleri, gölge değişken şeklinde modele dahil edilmekte; dalgalı kur rejimleri modele eklenmemektedir. Dolayısıyla, sabit ve ara rejimlere ilişkin katsayılar, dalgalı kur rejimlerine oranla büyüme farkı biçiminde yorumlanmaktadır. Büyüme modelinde, kur rejiminin büyümeyi dolaysız etkileyip etkilemediği (sabit ve ara rejimlerin katsayılarıyla ölçülür) ve dolaylı olarak (uluslararası ticarete açıklığı ve daha çok yatırımı sağlayarak) büyümeyi teşvik edip etmediği incelenmektedir.

Yatırım artışının büyümeyi hızlandıracağı bilinmektedir ve bu yüzden, yatırım miktarının GSYİH'ye oranı büyüme modeline ilave edilmiştir. Neoklasik düşünceye göre, beşeri sermaye birikimi büyüme için önemlidir ve eğitimsel beceri kazanımının büyümeye katkıda bulunacağı

beklenmektedir (Mandadjiev, 2004). Bunun yanında, rejim gölge değişkenleriyle birlikte dışa açıklık, verginin milli gelire oranı, bütçe dengesinin milli gelire oranı, ticaret haddi değişimi, nüfus artışı ve nüfus büyüklüğü modele dahil edilmektedir. Dış ticaret haddinde bir artışın veya ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranındaki bir yükselmenin, üretim artışına olumlu etkisi olan verimlilik ve faktör kullanımı artışıyla ilişkili olduğu düşünülmektedir. Aynı zamanda, düşük vergi yükü ve bütçe fazlaları büyümeyi teşvik etmektedir. Öte yandan, birçok çalışma (Mandadjiev, 2004; Ghosh vd, 2003: 92), daha çok dışa açıklığın, gerek teknik bilginin transferini hızlandırarak, gerekse etkinliği arttırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunacağını göstermektedir.

Frankel ve Rose (2001) tarafından yapılan bir çalışma, ortak para kullanan ülkeler arasında dışa açıklık oranının daha büyük olduğunu ve bu ülkelerin daha iyi büyüme performansı gösterdiklerini ortaya koymaktadır. Yani, bu çalışma bağlamında, sabitlenmiş kur rejimlerini benimseyen ülkelerin daha açık olduğu ve büyümede daha iyi olabilecekleri düşünülmektedir.

## 5. Araştırmanın bulguları

Oluşturulan modellerin tahmin sonuçları Tablo-3 ve Tablo-4'te sunulmaktadır. Tablo-3, kur rejimlerinin enflasyona ilişkin performans sonuçlarını, gerek analize konu olan tüm ülkeler bağlamında, gerekse bu ülkelerin gelir gruplarına göre sınıflandırılmış haliyle göstermektedir. Bağımsız değişkenlerin katsayı işaretleri beklendiği gibidir ve istatistiki olarak anlamlıdır. Daha açık ekonomiler, kamu dengesi daha iyi olan ülkeler ve merkez bankaları daha bağımsız olan ülkeler, nispeten düşük enflasyon sergilerken, nispi olarak para artışı yüksek olan ve daha düşük GSYİH büyüme oranına sahip ülkelerde daha yüksek enflasyonun ortaya çıktığı görülmektedir. Enflasyonu görece fazla etkileyen faktörler, reel GSYİH artışı ve bütçe dengesidir.

Döviz kuru rejimlerine odaklanıldığında, sabit kur rejimlerini benimseyen ülkelerde enflasyonun, dalgalı kur rejimlerini uygulayan ülkelere göre, yıllık % 12,7 oranında daha düşük olduğu gözlenmektedir. Ara kur rejimlerini uygulayan ülkelerin dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelere göre enflasyon farkı % 6 düzeyindedir. Başka bir ifadeyle, ara kur rejimleri dalgalı kur rejimlerine göre, enflasyon bakımından % 6 düzeyinde daha iyi performans sergilemektedir.

Farklı gelir düzeylerine göre analiz sonuçları farklılaşmaktadır. Yüksek gelirli ülkelerin benimsedikleri farklı kur rejimlerinin enflasyon bakımından performans sonuçları arasında farklılaşma ihmal edilebilir düzeydedir. Başka bir deyişle, ülkelerin gelir düzeyleri arttıkça döviz kuru rejimleri arasındaki enflasyon performans farklılığı azalmaktadır. Bu sonuç, yüksek gelirli ülkelerin, güçlü kurumsal yapılara, gelişmiş finansal piyasalara sahip olması, ekonomilerinin sağlam temellere dayanması, vb.

**Tablo 3**  
Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları

<b>Tüm ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.083	11.086
Sabit Rejimler	-0.127	-3.607
Ara Rejimler	-0.059	-2.299
Para Artışı	0.005	3.545
Reel GSYİH Büyümesi	-0.541	-9.754
Dışa Açıklık	0.040	3.925
MB Başkanı Değişim Süresi	0.170	15.678
Ticaret Hadleri Artışı	-0.170	-6.581
Kamu Dengesi	-0.290	-5.641
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	2025	0.21
<b>Yüksek gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.026	7.672
Sabit Rejimler	-0.024	-6.812
Ara Rejimler	-0.010	-3.095
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	683	0.35
<b>Üst-orta gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.029	2.260
Sabit Rejimler	-0.067	-2.652
Ara Rejimler	-0.073	0.360
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	520	0.85
<b>Alt-orta gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.024	4.338
Sabit Rejimler	-0.076	-7.192
Ara Rejimler	-0.082	-1.341
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	432	0.45
<b>Düşük gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.086	4.998
Sabit Rejimler	-0.098	-2.698
Ara Rejimler	-0.066	-1.089
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	352	0.39

yapısal özelliklerle izah edilebilmekte ve genellikle bu tür yapısal farklılıklar nedeniyle, söz konusu ülkelerde düşük enflasyon sağlanabildiğinden kur rejimleri çok az farklılığa neden olmaktadır.

Analiz sonuçları ışığında kur rejimlerinin enflasyon performans sıralaması, sabit kur rejimleri, ara kur rejimleri ve dalgalı kur rejimleri biçimini almaktadır.

Büyüme modelinin analiz sonuçları Tablo-4'te verilmektedir. Bağımsız değişkenlerin katsayı işaretleri beklendiği gibi ve istatistiki olarak anlamlıdır. Tablo-4'te görüldüğü gibi, dışa daha çok açıklık, ticaret hadlerindeki pozitif gelişme, fiziki ve beşeri sermayeye yatırımın arttırılması, kişi başına GSYİH'nın artışına yol açmaktadır. Bunun yanında, nüfusu büyük olan ülkeler daha hızlı büyüme eğilimine sahiptirler. Öte yandan, nüfus artışı büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Analiz sonuçlarına göre, sabit ve ara kur rejimleri dalgalı rejimlere kıyasla, büyümede de daha iyi performans sergilemektedir. Ancak farklılaşma enflasyondaki kadar büyük değildir. Başka bir ifadeyle, kur rejimlerinin büyüme performansları arasındaki fark ihmal edilebilir seviyededir. Dolayısıyla, farklılaşma ülkeye özgü faktörler nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Ülkelerin gelir seviyelerinin farklı olması bu sonucu değiştirmemektedir.

**Tablo 4**  
Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları

<b>Tüm ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.007	1.768
Sabit Rejimler	0.004	2.526
Ara Rejimler	0.002	1.686
Yatırım Oranı	0.118	9.512
Dışa Açıklık	0.065	10.987
Ticaret hadleri Artışı	0.024	3.409
Ortalama Eğitim Süresi	0.0007	2.265
Vergi Oranı	-0.011	-1.933
Kamu Dengesi	-0.117	-7.612
Nüfus Artışı	-0.704	-10.362
Nüfus Büyüklüğü	0.001	6.520
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	1778	0.23
<b>Yüksek gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.021	2.104
Sabit Rejimler	0.002	0.990
Ara Rejimler	0.006	3.103
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	604	0.35
<b>Üst-orta gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.039	1.790
Sabit Rejimler	0.023	1.704
Ara Rejimler	0.020	2.114
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	354	0.41
<b>Alt-orta gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.021	2.013
Sabit Rejimler	0.004	1.020
Ara Rejimler	0.004	1.001
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	427	0.30
<b>Düşük gelirli ülkeler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t-istatistiği</b>
Sabit	0.059	7.014
Sabit Rejimler	0.010	2.143
Ara Rejimler	0.012	2.485
Gözlem sayısı, R <sup>2</sup>	412	0.28

## 6. Sonuç

Döviz kuru rejimi tercihi, uluslararası iktisat literatüründe uzun zamandır tartışılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin temel nedenleri arasında görülmesi, kur rejimi tartışmalarını

arttırmıştır. Uygun kur rejimi tercihi sorunu, ekonomi teorisyenlerinin yanında, politikacıların, bürokratların ve iş dünyasının yakından ilgilendiği konuların başında gelmektedir. Bu tartışmaların temelinde, kur rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkileri yer almaktadır. İktisat teorisi, kur rejimlerinin, orta vadede dolaysız ve dolaylı biçimde enflasyon ve büyümeyi etkileyebileceğini ifade etmektedir. Dolaysız etki, ekonomik şoklara uyarlanma sürecinden, dolaylı etki ise kur rejimlerinin yatırım, tasarruf, uluslararası ticaret, finansal sektör ve reel sektör üzerindeki etkilerinden kaynaklanmaktadır. Döviz kuru rejimlerinin ekonomi üzerinde etkili olduğu görüşü genel olarak kabul görmüş olmasına rağmen, hangi kur rejiminin daha iyi makroekonomik performans gösterdiği konusunda iktisatçılar arasında görüş birliği yoktur.

Genel olarak sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine oranla daha az enflasyonist olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle, 1990'lı yıllardan sonra kronik enflasyon yaşayan ülkelerde uygulanan istikrar programlarında döviz kuru veya para arzının nominal çıpa olarak kullanıldığı görülmektedir. Bunun yanında, sabit kur rejimleriyle düşük enflasyon arasındaki yakın ilişki, bu rejimlerin sağladığı güven ve disiplin unsurlarına bağlanmaktadır.

Tercih edilen kur rejimleri, ülke ekonomisinin büyümesini dolaysız ve dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Dolaysız etki, ekonomideki şokları düzenleyerek; dolaylı etki, yatırım, ticaret ve finansal sektörlerdeki gelişimi etkileyerek ortaya çıkmaktadır.

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden beri, ülkeler, tam dalgalı rejimden para kurulu ve dolarizasyona uzanan yelpaze içinde farklı kur rejimlerini uygulamaktadırlar. Birçok teorik ve uygulamalı çalışma, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını araştırırken, kurları etkileyen olası faktörlerin çokluğu, rejimlerle enflasyon ve büyüme gibi makroekonomik politika hedefleri arasındaki ilişkinin saptanmasını zorlaştırmaktadır. Yukarıda ayrıntılı biçimde açıklandığı gibi, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını ortaya koymak amacıyla yapılan ampirik çalışmalarda ulaşılan sonuçlar, özel çalışma koşulları dışında, sabit kur rejimlerinin enflasyonda daha etkili olduğunu; büyüme bağlamında ise, bir genelleme yapılamayacak biçimde farklı sonuçlara ulaşıldığını ortaya koymaktadır.

Döviz kuru rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerini ortaya koymak üzere yaptığımız analiz için, 1975-2004 dönemine ilişkin 97 ülke verileri kullanılmış ve panel veri çok değişkenli regresyon analizi yöntemi benimsenmiştir. Analizin sonuçlarına göre, kur rejimlerinin enflasyon performansı bağlamında başarıları sırasıyla, sabit kur rejimleri, ara kur rejimleri ve dalgalı kur rejimleri biçimindedir. Farklı gelir gruplarında analiz sonuçları değişmektedir: ülkelerin gelir seviyesi arttıkça kur rejimleri arasındaki enflasyon performansı farklılığı azalmaktadır. Kanımızca sabit kur rejimlerinin enflasyon kriterinde başarılı sonuçlar vermesi, disiplin ve güven etkileri nedeniyledir. Bu sonuçlar, ilgili literatürle paralellik arz etmektedir.



Resmi sınıflandırmayı temel alan çalışmanın analiz sonuçlarına göre, sabit ve ara kur rejimleri dalgalı rejimlere oranla büyümede de daha iyi performans sergilemektedir. Ancak farklılaşma, enflasyondaki kadar değildir. Diğer bir ifadeyle, döviz kuru rejimlerinin büyüme performansları arasındaki fark göz ardı edilebilir düzeyde çıkmaktadır.

Sonuç olarak, özellikle enflasyon sorunu yaşayan gelişmekte olan ülkelere, politika hedeflerinde güven ve disiplini sağlayabileceği ve enflasyon sorununu çözmede yardımcı olabileceği için sabit kur rejimleri önerilir. Aslında, her ülke ve her zaman için geçerli olan tek bir döviz kuru rejimi yoktur.

### Kaynaklar

- AGHEVLI, BIJAN, B., KHAN, M. S. and MONTIEL, P. J. (1991), "Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues", *IMF Occasional Paper* 78.
- AIZENMAN, J. (1994), "Monetary and Real Shocks, Productive Capacity and Exchange Rate Regimes", *Economica*, 61 (244), 407-34.
- BAILLIU, J. (2000), "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries", *Bank of Canada Working Paper*, No, 2000-15M.
- BAILLIU, J., LAFRANCE, R. and PERRAULT, F. (2000), "Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Emerging Markets", *Bank of Canada Conference Paper*, (Çevrimiçi) <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/bailliu.pdf>, 23.05.2005.
- (2002), "Does Exchange Rate Policy Matter For Growth?", *Bank of Canada Working Paper 2002-17*, 2002.
- BARLEVY, G. (2006), "The Cost of Business Cycles under Endogenous Growth", (Çevrimiçi) <http://www.faculty.econ.northwestern.edu/faculty/barlevy/lucas6.pdf>, 15.05.2006.
- BLEANEY, M. (2001), "Exchange Rate Regimes and Inflation Persistence", *IMF Staff Papers*, Vol. 47, No 3, 2001, 387-401.
- BOHM, H. and FUNKE, M. (2001), "Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter For Investment?", *CESifo Working Paper*, No, 578.
- BORDO, M. D. (2004), "Exchange Rate Regimes for The Twenty-First Century: An Historical Perspective", *Oesterreichische Nationalbank Working Paper*, No: 92, 12-13.
- BRODA, C. (2004), "Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries", *Journal of International Economics*, 63, 2004, 31-58.
- BUBULA, A. and ÖTKER-ROBE, İ. (2002), "The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies", *IMF Working Paper*, 02/155.
- CALVO, G. A., and REINHART, C. M. (2000), "Fear of Floating", *NBER Working Paper Series*, No: 7993.
- CALVO, G. A., REINHART, C. M. and VEGH, C. A. (1994), "Targeting The Real Exchange Rate: Theory and Evidence", *IMF Working Paper*, No: 94/22.
- CHANG, R. and VALESICO, A. (2000), "Exchange Rate Policy For Developing Countries", *The American Economic Review*, 90 (2), 71-75.
- COTE, A. (1994), "Exchange Rate Volatility and Trade: A Survey", *Bank of Canada Working Paper*, No, 1994-5.
- COUDERT, V. and DUBERT, M. (2004), "Does Exchange Regime Explain Differences in Economic Results For Asian Countries?", *CEPR Working Paper*, No: 2004-05.

- DEVEREUX, M. (2000), “A Simple Dynamic General Equilibrium Model of Trade-off Between Fixed and Floating Exchange Rates”, *CEPR Working Paper*, No: 2403.
- DOMAÇ, İ., KYLE P. and YUZEFOVICH, Y. (2001), “Does The Exchange Regime Affect Macroeconomic Performance? Evidence From Transition Economies”, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/discuss/dpaper64.pdf>, 17.06.2005.
- DUBAS, J. M., BYUNG-JOO, L, and NELSON, C. M. (2005), “Effective Exchange Rate Classifications and Growth”, *NBER Working Paper*, No: 11272.
- EDWARDS, S. (1993), “Trade Policy, Exchange Rates and Growth”, *NBER Working Paper*, No: 451.
- (1993a), “Exchange Rates as Nominal Anchors”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 129, No: 1, pp. 1-32.
- (2001), “Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation”, *NBER Working Paper*, No: 8274.
- EDWARDS, S. and MAGENDZO, I. Igal (2004), “Hard Currency Pegs and Economic Performance”, presented at a conference in honor of Guillermo Calvo, at the IMF, April 15-16, 1-27.
- FISCHER, S. (1993), “Role of Macroeconomic Factors in Growth”, *Journal of Monetary Economics*, 32, 485-512.
- FRANKEL, J. and ANDREW, R. (2001), “An Estimate of The Effect of Common Currencies on Trade and Income”, *Kennedy School of Government Faculty Research Working Paper RWP01-013*, Kennedy School of Government, Harvard University.
- GENBERG, H. and SWOBODA, A. K. (2004), “Exchange-Rate Regimes: “Does What Countries Say Matter?””, *HEI Working Paper*, No: 07/2004, <http://hei.unige.ch/sections/cc/pdfs/working-paper/HEIWP07-2004.pdf>, 08.12.2005.
- GHOSH, A. R., Anne-Marie Gulde, and Holger C. Wolf (2003), *Exchange Rate Regimes Choices & Consequences*, London: The MIT Press.
- GHOSH, A. R. et. al. (1996), “Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter For Inflation and Growth?”, *IMF Economic Issues* 2, 1-13.
- GHOSH, A. R., Anne-Marie Gulde, and Jonathan Ostry (1995), “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?”, *IMF Working Paper*, No: 95/121, 1995.
- GOLDBERG, L. (1993), “Exchange Rates and Investment in The United States Industry”, *Review of Economics and Statistics*, 75, 575-88.
- HO, C. and MCCAULEY, R. N. (2003), “Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies”, *BIS Working Papers*, No: 130.
- IMF (1979-2005), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington D.C.:International Monetary Fund.
- (1997-2006), *Annual Report*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- (1997), “Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries”, *World Economic Outlook*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- KAMIN, S. B. (1997), “A Multi-Country Comparison of The Linkages between Inflation and Exchange Rate Competitiveness”, *BIS Working Papers*, No, 45.
- KLAU, M. (1998), “Exchange Rate Regimes and Inflation and Output in Sub-Saharan Countries”, *BIS Working Papers*, No: 53.
- KLEIN, M. W., and SHAMBAUGH, J. C. (2004), “Fixed Exchange Rate and Trade”, *NBER Working Paper*, No: 10696.
- KNELLER, R. and GARRY, Y (2001), “Business Cycle Volatility, Uncertainty and Long-Run Growth”, *The Manchester School*, 69 (5), 534-552.
- LAFRANCE, R. and TESSIER, D. (2000), “Exchange Rate Variability and Investment in Canada”, Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada, Ottawa: Bank of Canada.

- LEVINE, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agendas", *Journal of Economic Literature*, 35 (2), 688-726.
- LEVINE, R., LOAYZA, N. and BECK, T. (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46 (1), 31-77.
- LEVY-YEYATI, E. and STURZENEGGER, F. (2001), "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", *IMF Staff Papers*, 47, 66-67.
- (2005), "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", *European Economic Review*, 49, pp. 1603-1635.
- MANDADJIEV, I. (2004), "Inflation, Growth and Crisis Performance of Hard Pegged Exchange Rate Regimes", <http://titan.iwu.edu/%7econ/uer/articles/ivo-mandadjiev.pdf>, 10.02.2006.
- MONERO, R. (2001), "Pegging and Stabilization Policy in Developing Countries", *FRBSF Economic Review*, 17-29.
- NILSSON, K. and NILSSON, L. (2000), "Exchange Rate Regimes and Export Performance of Developing Countries", *World Economy*, 23 (3), 331-349.
- OBSTFELD, M. and ROGOFF, K. (2000), "New Directions for Stochastic Economy Models", *Journal of International Economics*, (February), 117-154.
- POIRSON, H. (2001), "How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?", *IMF Working Paper*, WP/01/46, 6-8.
- QUIRK, P. J. (1994), "Fixed or Floating Exchange Rate Regimes: Does It Matter For Inflation?", *IMF Working Paper*, No: 94/134.
- ROGOFF, K. S. et. al. (2003), "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", *IMF Working Paper*, WP/03/243.
- ROGOFF, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment To An Intermediate Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1169-1190.
- ROMER, D. (1993), "Openness and Inflation: Theory and Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108 (November), 869-903.
- SIKLOS, P. L. (1996), "The Connection Between Exchange Rate Regimes and Credibility: An International Perspective", *Exchange Rates and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada.
- SVENSSON, L. (2000), "Open-Economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics*, 50, 155-183.
- TABAN, S. (2004), "Döviz Kuru Rejimleri Türkiye’de Bir İstikrar Politikası Aracı Olarak Kullanılabilir mi?", *Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 5, No: 1.
- TELATAR, E. (2000), "İstikrar Programlarında Nominal Çıpa Seçimi ve Uygulama Sonuçları", *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 2, No: 18, 459-487.

## Extended Summary

# Different Exchange Rate Regimes in terms of Inflation and Growth Outcomes

### Abstract

Macroeconomic performance of different exchange rate regimes is expected to be an indicator of choosing exchange rate regimes. This study focuses on this indicator; ie, it aims to evaluate macroeconomic performance of exchange rate regimes considering inflation and growth criteria. According to the empirical results of this study, which uses the data of 97 countries for 1975-2004 period and de jure classification, and which adopts panel data methodology, fixed exchange rate regimes indicate the best inflation performance. The results of the analysis varies in the countries with different income. Accordingly, the more the level of income increases, the less is the difference in inflation performances of Exchange rate regimes. On the other hand, growth performances of exchange rate regimes do not exhibit significant difference.

*Keywords:* Exchange rate regimes, inflation, growth, panel data.

*JEL classification:* C23, E31, F31, F33, O57.

Economic theory states that exchange rate regimes would have direct and indirect influences on inflation and growth. Direct influence results from adjustment process against economic shocks. Indirect influence, on the other hand, arises from the effects of exchange rate regimes on investments, savings, international trade, activities in financial and real sectors. Despite a widely accepted view on the above mentioned influences, it is hard to observe a consensus in macroeconomic performance results of different exchange rate regimes. Fixed rate regime is generally seen as less inflationist relative to floating rates. That's why; exchange rate and money supply were used as nominal anchors in the stabilization programs of high-inflation-economies as of 1990's. Meanwhile, the close relationship between pegged rates and low inflation is tied to reliance and discipline provided by this regime.

Since the collapse of Bretton-Woods System, a range of regimes from freely floating rates to currency boards and dollarization is in practice. Various theoretical and empirical studies try to find out macroeconomic performance results of different regimes. It is, however, hard to determine for sure the relationship between exchange rate regimes and macroeconomic policy targets, such as inflation and growth, since there are many factors involved affecting exchange rates.

In this study, classification of exchange rate regimes is briefly summarized. Then, the theoretical and empirical background on macroeconomic outcomes of different regimes are put forward. Having presented the model and methodology, results of the analysis are interpreted. According to the empirical results of this study, which uses the data of 97 countries for the 1975-2004 period and de jure classification, and which adopts panel data methodology, fixed exchange rate regimes indicate the best inflation performance. The results of the analysis vary in the countries with different income level. Accordingly, the more the level of income increases, the less is the difference in inflation performances of exchange rate regimes. On the other hand, growth performances of exchange rate regimes do not exhibit significant difference.

**Tablo 2**  
**Literatür Özeti**

Araştırmacılar	Dönem/Ülke Sayısı	Sınıflandırma Yaklaşımı	Enflasyon	Büyüme
Edwards (1993)	(1980-1989)/ –	–	Sabit kur rejimi enflasyonda daha etkili	–
Ghosh ve diğerleri (1995)	(1960-1980)/145	Resmi sınıflandırma	Sabit kur rejimi enflasyonda daha etkili	Büyümede önemli farklılık yok
Ghosh ve diğerleri (1996)	(1960-1989)/136	Resmi sınıflandırma	Sabit kur rejimi enflasyonda daha etkili	Büyümede önemli farklılık yok
Bailliu, Lafrance ve Perrault (2000)	(1973-1998)/25	–	–	Uluslararası sermaye hareketlerine açık ülkelerde dalgalı kur rejimleri daha iyi büyüme performansı gösteriyor
Domaç, Peters ve Yuzefovich (2000)	(1991-1998)/22	Resmi sınıflandırma	Sabit kur rejimi daha etkili	Ara kur rejimi daha etkili
Levy-Yeyati ve Stuzenegger (2001)	(1974-1999)/154	Fiili sınıflandırma	Gelişmiş ülkelerde kur rejimlerinin etkisi önemsiz, gelişmekte olan ülkelerde sabit kur rejimi daha etkin	Sabit kur rejimi daha zayıf
Moreno (2001)	(1974-1998)/98	–	Sabit kur rejimi daha etkili	Sabit kur rejimi daha etkili
Edwards (2001)	(1970-1998)/12	–	Dolarizasyonu uygulayanlar daha iyi	Dolarizasyonu uygulayanlar daha düşük
Bailliu Lafrance ve Perrault (2002)	(1973-1998)/60	Resmi sınıflandırma	–	Çıpasız ara ve dalgalı kur rejimleri büyümede zayıf
Rogof ve diğerleri (2003)	(1970-1999)/158	Fiili sınıflandırma	Gelişmekte olan ülkelerde sırasıyla sabit kur rejimi, ara, dalgalı kur rejimi etkili, Yükselen piyasalarda önemli farklılık yok. Gelişmiş ülkelerde kurların esneklik derecesine bağlı olarak enflasyon performansı düşmektedir.	–
Mandadjiev (2004)	(1970-1999)/160	Her iki yaklaşım	Sabit kur rejimi daha iyi	Büyümede farklılık yok
Edwards ve Magendzo (2004)	(1971-1998)/169	–	Dolarizasyon ve parasal birlik diğerlerine göre daha iyi	Dolarizasyon daha düşük parasal birlik daha yüksek
Coudert ve Dobert (2004)	(1990-2001)/10	Fiili sınıflandırma	Sabit kur rejimi daha iyi	Sabit kur rejimi daha kötü
Dubas, Lee ve Mark (2004)	(1960-2002)/180	Her iki yaklaşım	–	En iyi performans, resmi olarak dalgalı iken, fiilen kuru sabitleyen ülkeler

*Kaynak:* Tablo, yapılan literatür incelemesine dayalı olarak yazarlar tarafından oluşturulmuştur.