

Kutu 2.1

Gelişmekte Olan Ülkelerde Kur Geçişkenliği

Döviz kuru, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, enflasyonun önemli belirleyicilerinden biridir. Kurdan fiyatlara geçiş etkisi (kur geçişkenliği) gerek ülkeler arasında gerekse zaman içerisinde farklılık göstermektedir. Bu kutuda, yazında yer alan ilgili çalışmaların sonuçlarından ve ülkelere ilişkin karşılaştırmalı verilerden yola çıkılarak, kur geçişkenliğinin neden farklılaştığı ve para politikası güvenilirliği ile ilişkisi açıklanmaya çalışılmaktadır.¹

Kur geçişkenliğini zaman boyutunda inceleyen çalışmaların vardığı ortak sonuç, geçişkenliğin gelişmiş ülkelerde düşük ve istikrarlı, gelişmekte olan ülkelerde ise daha yüksek ancak azalan bir eğilim izlediği yönündedir. Bu yöndeki çalışmaların en güncellerinden biri olan Jasova vd. (2016), 22 gelişmekte olan ülke için 1994-2015 dönemini kapsayan geçişkenlik katsayılarını hesaplamış ve 2008 krizi sonrası geçişkenliğin, istatistiki olarak anlamlı bir şekilde, önemli oranda düştüğünü göstermiştir. Çalışmaya göre kriz öncesi dönemde ortalama yüzde 20 olan on iki aylık kur geçişkenliği kriz sonrası dönemde yüzde 8,2'ye düşmüştür. Ayrıca, kayan örneklem kullanılarak yapılan analiz, geçişkenliğin özellikle 2000'li yılların ikinci yarısından sonra hızlı bir şekilde düştüğünü göstermektedir. İktisat yazınında bu düşüşün temel nedeni olarak, enflasyon hedeflemesine ve beraberinde düşük enflasyon ortamına geçilmiş olması gösterilmektedir.

Zaman içerisinde değişen geçişkenlik ülkeler arasında da önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Ülkeler arası çalışmalar gelişmekte olan ülkelerde geçişkenliğin gelişmiş ülkelere göre yüksek olduğu yönündedir (Tablo 1).

Tablo 1: Döviz Kuru Geçişkenlik Katsayılarına İlişkin Tahminler

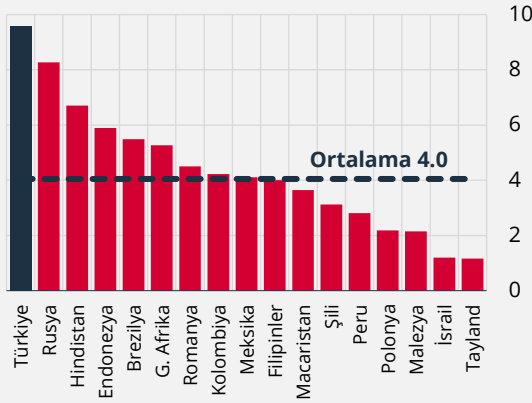
Çalışma	Dönem	Geçişkenlik Katsayısı (12 Aylık Birikimli, %)	
		Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
Lopez-Villavicencio ve Mignon (2017)	1994-2015Q3		7,5
Forbes ve diğerleri (2017)	1990-2015	5	23
Carriere-Swallow ve diğerleri (2016)	2000-2015	10	30
Caselli ve Roitman (2016)	1979-2000		22
Frankel ve diğerleri (2012)	1990-2002	2	34
Razafimahefa (2012)	1985-2008Q2		41
Kohlshoen (2010)	Dalgalı kur dönemleri		24
Ca'Zorzi ve diğerleri (2007)	1975-2004Q1	3,3	24
Choudhri ve Hakura (2006)	1979-2000	20	24
Goldfajn ve Werlang (2000)	1980-1998	19	75

Ekonomi yazınında kurdan enflasyona geçişin farklılık göstermesinin nedeni olarak ülkelere has dinamikler ön plana çıkarılmaktadır. Ampirik bulgular enflasyonun seviyesi ve oynaklığı, kur değişimlerinin büyüklüğü ve kalıcılığı, yabancı para borçluluğu ve yerli tüketimin ithal içeriği gibi unsurların kur geçişkenliğini belirlemede önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre, enflasyonun daha yüksek ve oynak, kur değişimlerinin daha büyük, yabancı para borçluluğun (dolarizasyonun) daha yüksek ve yerli tüketimin içerisinde ithal ürünlerin payının daha fazla olduğu ekonomilerde kur geçişkenliği de yüksek olmaktadır. Yüksek ve oynak enflasyon görülen ekonomilerde üretim maliyetleri sık ve yüksek oranda değişmekte ve fiyatlar daha sık ayarlanmak zorunda kalmaktadır. Bu durum kur değişimlerinin fiyatlara yansıtılmasını kolaylaştırmakta, yüksek oranlı değer kayıplarının etkisi daha büyük olmaktadır. Ayrıca, yabancı para borçluluğunun yüksek olması, kur değişimlerinin bilanço dengelerini değiştirmesine neden olmakta, böylelikle döviz kuru ile üretim maliyetleri arasında doğrudan bir ilişki olmayan firmalar için dahi fiyat ayarlamalarını zorunlu kılabilir. Gerek tüketim gerekse ara malı olarak ithal malların daha fazla kullanıldığı ülkelerde de hem tüketim sepetindeki ithal malların fiyatları hem de yerli üretime konu olan ithal girdi fiyatları kanalıyla fiyatlar kur değişimlerinden daha çok etkilenmektedir.

¹ Yapılan analizlerde, aksi belirtilmediği sürece, döviz kuru olarak BIS'in yayımladığı nominal efektif kur endeksi, fiyat düzeyi olarak ise tüketici fiyat endeksi kullanılmıştır.

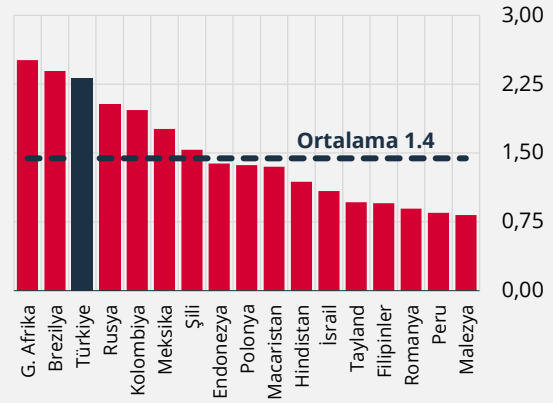
Grafik 1-4, 2004-2020 yılları için, enflasyon düzeyi, kur değişimlerinin boyutu, yabancı para borçluluk oranı ve yerli tüketimin ve ihracatın ithal içeriğini geliştirmekte olan ülkeler özelinde karşılaştırmaktadır. Türkiye, tüketimin ithal bileşeni itibarıyla seçilmiş ülkeler ortalamasına yakın iken enflasyon düzeyi, kur değişimlerinin büyüklüğü ve yabancı para borçluluğunda üst sıralarda yer almaktadır. 2017 yılından itibaren çift hanelerde kalıcı olan enflasyon oranıyla geliştirmekte olan ülkelere bir ayrışma görülürken, özellikle şirketler kesiminin döviz borçluluğu da diğer ülkelere kıyasla yüksek düzeylere ulaşmıştır. Bu göstergeler ülkeler itibarıyla döviz kuru geçişkenliğindeki farklılaşmayı kısmen açıklamakla birlikte, tüketimin ithal bileşeni ve yabancı para borçluluğunun Türkiye'den daha yüksek olduğu pek çok ülkede geçişkenliğin sınırlı olması maliyet/bilanço kanalı dışındaki belirleyicileri gündeme getirmektedir.

Grafik 1: Ortalama Tüketici Enflasyonu
(2004-2020, Yıllık, %)



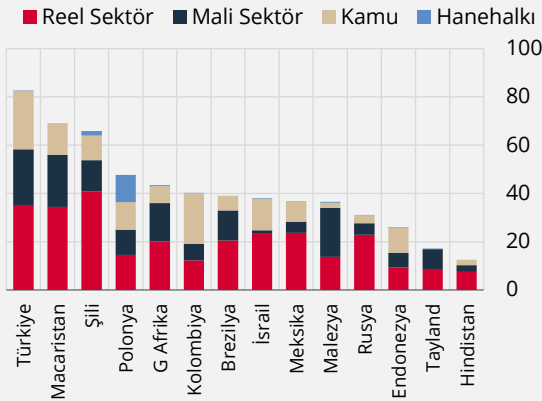
Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2: 2004-2020 Aylık Ortalama Kur Değişimi (% Mutlak Değer)



Kaynak: Bloomberg.

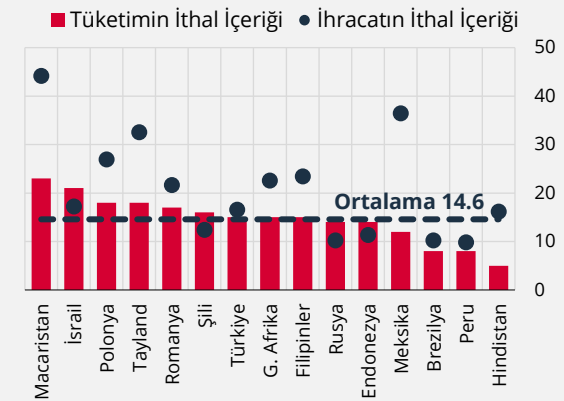
Grafik 3: Yabancı Para Cinsinden Borçların GSYİH İçerisindeki Payı* (%)



Kaynak: IIF.

* 2020 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla.

Grafik 4: Tüketimin ve İhracatın İthal İçeriği* (%)



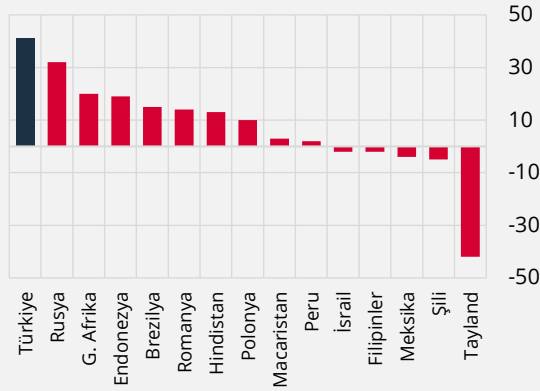
Kaynak: Carriere-Swallow ve diğ. (2016), OECD.

* OECD tarafından yayımlanan tüketimin ithal içeriği verisi 2019 yılına aittir. Kaynakta yer alan çalışmadaki ihracatın ithal içeriği verisi ise 2000-2015 yılları ortalamasını kapsamaktadır.

Tüketim ve üretimde ithal içeriği gibi yapısal unsurlar ayrıldığında geçişkenliği etkileyen tüm bu faktörlerin ortak noktasında para politikası güvenilirliği yer almaktadır. Enflasyona odaklı, öngörülebilir ve güvenilir bir para politikası enflasyon seviyesinin ve oynaklığının düşük olmasını sağlayacağı gibi, kur şoklarının enflasyona yansımalarını da sınırlayacaktır. Carriere-Swallow ve diğerleri (2016) gibi bir çok çalışma enflasyon hedeflemesi ve para politikasının güvenilirliğinin geçişkenliği düşürdüğüne dair

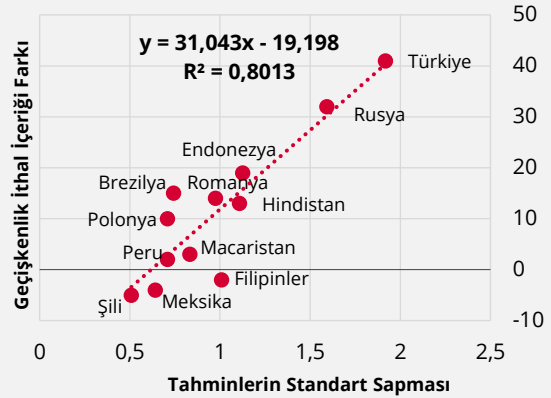
ampirik kanıt sunmaktadır. Yazarlar öncelikle ülkeler için hesaplanan döviz kuru geçişkenliği katsayılarından Grafik 4'te sunulan tüketimin ithal içeriğini çıkararak maliyet unsurlarının ima ettiği ötesindeki geçişkenliği ayırtmışlardır. Buna göre Türkiye'de döviz kuru geçişkenliği tüketimin ithal içeriğinin ima ettiği değerin yüzde 40 daha üzerinde iken, ithal içeriğin yüksek raporlandığı Macaristan, İsrail ve Polonya gibi ülkelerde yapısal geçişkenliğin üzerinde ilave bir döviz kuru etkisi görülmemektedir (Grafik 4 ve Grafik 5). Şirketler kesimi borçluluğunun Türkiye'ye benzer bir düzeyde olduğu Şili'de de döviz kuru geçişkenliği ithal bileşenin ima ettiği düzeylerle sınırlıdır (Grafik 3 ve Grafik 5). Bahsedilen çalışmada ithal bileşenden arındırılan geçişkenlik katsayıları ile para politikası güvenilirliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Para politikası güvenilirliğinin görece yüksek olduğu ülkelerde döviz kuru geçişkenliği ithal ürünlerin payıyla paralel bir seyir izlemekte, düşük olduğu ülkelerde ise ilave geçişkenlik etkisi görülmektedir. Benzer bir analiz için politika güvenilirliğine dair yazında en çok kullanılan değişkenlerden biri olan enflasyon tahminlerine yönelik belirsizlik kullanılabilir. 2010-2020 yılları arası Consensus Economics enflasyon tahminleri kullanılarak gelişmekte olan ülkeler için ortalama tahmin belirsizlikleri hesaplanmıştır.² Buna göre, Şili, Meksika, Peru gibi Latin Amerika ülkeleri ile Polonya ve Macaristan gibi Avrupa ülkelerinde enflasyon tahmin belirsizliği ortalamanın altındadır. Türkiye ve Rusya'da ise bu gösterge nispeten yüksek düzeydedir. Enflasyon tahmin belirsizliği ve ithal içeriğinden arındırılmış geçişkenlik katsayıları arasındaki güçlü ilişki, para politikası güvenilirliğinin artırılması ve enflasyon belirsizliğinin azaltılmasının kur geçişkenliği açısından en az ithal girdi oranının azaltılması kadar önemli olduğuna işaret etmektedir (Grafik 6).

Grafik 5: Geçişkenlik Katsayısı ile Tüketimin İthal İçeriği Arasındaki Fark (% Puan)



Kaynak: Carriere-Swallow ve diğ. (2016).

Grafik 6: Geçişkenlik ile Tahminlerin Standart Sapması Arasındaki İlişki



Kaynak: Carriere-Swallow ve diğ. (2016), Consensus Economics, TCMB.

Kaynakça

Carriere-Swallow, Y., Gruss, B., Magud, N., ve Valencia, F. (2016). Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through. IMF Working Papers, Working Paper, No. 16/240.

Caselli, F., ve Roitman, A. (2016). Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets. IMF Working Papers, Working Paper, No. 16/1.

Ca'zozzi, M., Hahn, E., ve Sanchez, M. (2007). Exchange Rate Pass-through in Emerging Markets. Avrupa Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 739.

Choudhri, E., ve Hakura, D., (2006). Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter? Journal of International Money and Finance, 4(25), 614-639.

² 2020 ve 2021 yılları Ocak ayı bültenlerinde aynı takvim yılı ve bir sonraki takvim yılı için Consensus Bülteni'nde yer alan enflasyon tahminlerinin standart sapması toplanarak tahmin belirsizliği hesaplanmıştır.

- Forbes, K., Hjortsoe, ve I., Nenova, T. (2017). Shocks versus Structure: Explaining Differences in Exchange Rate Pass-Through across Countries and Time. Bank of England External MPC Unit Discussion Paper, No. 50.
- Frankel, J., Parsley, D., ve Wei, S. (2012). Slow Passthrough Around the World: A New Import for Developing Countries? Harvard Kennedy School of Government, No. 213/251.
- Goldfajn, I., ve Werlang, S. (2000). The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study. Brezilya Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 5.
- Jasova, M., Moessner, R. ve Takats, E. (2016). Exchange Rate Pass-through: What Has Changed Since the Crisis? BIS Working Papers, No. 583.
- Kolscheen, E. (2010). Emerging Floaters: Pass-throughs and (some) New Commodity Currencies. Journal of International Money and Finance, 8(29), 1580-1595.
- López-Villavicencio, A., ve Mignon, V. (2017). Exchange Rate Pass-through in Emerging Countries: Do the Inflation Environment, Monetary Policy Regime and Central Bank Behavior Matter? Journal of International Money and Finance, C(79), 20-38.
- Mihaljek, D., ve Klau, M. (2008). Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies. Bank for International Settlements, 35, 103-130.
- Razafimahefa, I. (2012). Exchange Rate Pass-Through in Sub-Saharan African Economies and its Determinants. IMF Working Papers, Working Paper, No. 12/141.