



**ENFLASYONLA MÜCADELEDE  
PARA KURULU SİSTEMİ**

**İbrahim ÖRNEK**

**DOKTORA TEZİ**

**Danışman: Yrd. Doç. Dr. Jülide YILDIRIM**

**AFYON**

**Mayıs 2001**

101762

ENFLASYONLA MÜCADELEDE PARA KURULU SİSTEMİ

İbrahim ÖRNEK

101762

DOKTORA TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Jülide YILDIRIM

Afyon

Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

2001

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

DOKTORA TEZ ÖZETİ

## ENFLASYONLA MÜCADELEDE PARA KURULU SİSTEMİ

İbrahim ÖRNEK  
İktisat Anabilim Dalı

Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,

Mayıs 2001

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Jülide YILDIRIM

Enflasyonla mücadelede uygulamaya konulan programlardan biri de para kurulu sistemidir. Uygulandığı ülkelerde başarı sağlayan ve IMF tarafından desteklenen bir programdır. Para kurulu sistemi, döviz rezervleri karşılığında sabit bir kur üzerinden talep miktarı kadar para arz eden bir sistemdir. Para kurulu, enflasyonun en önemli nedenlerinden biri olan parasal tabanı para politikası araçlarını kullanarak değiştiremez, çünkü sistemde para politikası araçları kullanılmaz. Parasal taban sadece özel sektör ve bankacılık sisteminin kurula döviz satmasıyla artar ve döviz almasıyla azalır; ayrıca, parasal taban ödemeler bilançosuna bağlı olarak değişir. Para kurulu sisteminde hükümet bütçe açıklarını monetize edemez. Türkiye’de ise para kurulu tartışmaları 1994 yılında yaşanan makroekonomik dengesizlikler nedeniyle gündeme gelmiştir. Merkez Bankasının üzerinde politik baskıların artması neticesinde bankaya olan güven ortamı kaybolmuş ve para ve mali disiplin sağlanamamıştır. Bu nedenle, hükümet 2000 yılında IMF ile Stand-By Anlaşması imzalayarak yarı para kurulu sistemini uygulamaya başlamıştır.

ABSTRACT

## THE COMBAT WITH INFLATION IN CURRENCY BOARD SYSTEM

İbrahim ÖRNEK

Department of Economics

Afyon Kocatepe University Institute of Social Sciences

May 2001

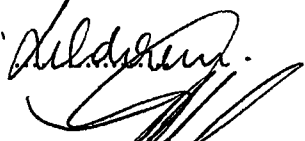



Adviser: Yrd .Doç. Dr. Jülide YILDIRIM

Currency board system is a program to applying which combat of inflation. All of the countries applying of currency board system provided success. Currency board system is a monetary system with issue domestic currency that is exchanged for foreign exchange on demand at a fix exchange rate. Currency board cannot use monetary policy with tools of monetary poicy. The monetary bases increases only when the private and banking sectors sells foreign exchange to the board at a fixed rate to meet its demand for national currency and monetary base changes according to balance of payments. The goverment cannot monetize budget deficit under currency board system. Turkey started to discuss currency board system in 1994. Turkish Central Bank has been lost confidence because of political pressure and monetary and financial dicipline has not been provided. So, Turkey signed the Stand-By Arrangement with IMF in 2000. This arrangement contains semi currency board system.

TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI

İmza

Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Jülide ÖCAL  
Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Şehabettin YİĞİTBAŞI  
Prof. Dr. H. Hüseyin BAYRAKLI  
Yrd. Doç. Dr. İsmail AYDOĞUŞ  
Yrd. Doç. Dr. Hüseyin AKGÖNÜL

  
.....  
  
.....  
  
.....  
  
.....

İktisat Anabilim Dalı doktora öğrencilerinden İbrahim ÖRNEK'in "ENFLASYONLA MÜCADELEDE PARA KURULU SİSTEMİ" başlıklı tezi 08/06/2001 tarihinde yukarıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca İktisat Anabilim Dalında değerlendirilerek kabul edilmiştir.

  
Prof. Dr. H. Hüseyin BAYRAKLI  
Enstitü Müdürü

## ÖZGEÇMİŞ

İbrahim ÖRNEK

İktisat Anabilim Dalı

Doktora

### Eğitim

Yüksek Lisans : 1997 Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Lisans : 1994 Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
(İİBF) İktisat Bölümü

Lise : 1987 Mersin, Sabancı Lisesi

### İş/İstihdam

1995 - Araştırma Görevlisi. Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari  
Bilimler Fakültesi

1999 - Öğretim Görevlisi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve  
İdari Bilimler Fakültesi

### Kişisel Bilgiler

Doğum yeri ve yılı: 10 Nisan 1970 Cinsiyet: Erkek Yabancı Dil: İngilizce

## İÇİNDEKİLER

### Sayfa

ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
TABLolar.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR.....	xiv
<b>GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### PARA KURULU SİSTEMİ

<b>I. PARA KURULU SİSTEMİ NEDİR?.....</b>	<b>4</b>
<b>II. PARA KURULU SİSTEMİNİN TEORİK TEMELLERİ.....</b>	<b>8</b>
A) NAKİT OKULU : MONETERİST BİR YAKLAŞIM.....	10
B) BANKACILIK OKULU: POST KEYNESYEN BİR YAKLAŞIM.....	11
<b>III. PARA KURULU SİSTEMİNİN KURULUŞ AMACI VE</b>	
<b>UYGULAMA ŞARTLARI.....</b>	<b>13</b>
A) PARA SİSTEMİNDE KANUNİ TEMELLERİN OLUŞUMU.....	15
B) PARA KURULU SİSTEMİNDE İSTİKRAR TEMELLERİN OLUŞUMU.....	16
C) PARA KURULU SİSTEMİNE GEÇİŞ AŞAMASI VE REORGANİZASYON.....	18

1. Merkez Bankasının Para Kuruluna Dönüştürülmesi.....	18
2. Merkez Bankasına Paralel Para Kurulunun Oluşumu.....	19
<b>IV. PARA KURULU SİSTEMİNİN ÖZELLİKLERİ.....</b>	<b>21</b>
A) PARA KURULU SİSTEMİNDE REZERV PARA.....	22
B) PARA KURULU SİSTEMİNDE KARŞILIK ORANI.....	24
C) PARA KURULU SİSTEMİNDE TAM KONVERTİBİLİTE.....	25
D) PARA KURULU SİSTEMİNDE SENYORAJ.....	26
E) PARA KURULU SİSTEMİNİN DİĞER ÖZELLİKLERİ.....	28
<b>V. PARA KURULU SİSTEMİNİN İŞLEYİŞİ.....</b>	<b>28</b>
<b>VI. PARA KURULU SİSTEMİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI.....</b>	<b>33</b>
A) PARA KURULU SİSTEMİNİN AVANTAJLARI.....	34
1. Makro Ekonomik Disiplinin Sağlanması.....	34
2. Otomatik Dış Ödeme Bilanço Mekanizmasının Kurulması.....	35
3. Konvertibilite Sağlanarak Ulusal Paraya Olan Güvenin Artması.....	36
B) PARA KURULU SİSTEMİNİN DEZAVANTAJLARI.....	37
1. Ulusal Para Biriminin Aşırı Değerlenmesi.....	37
2. Senyoraj Gelirleri ve Enflasyon Vergilerinin Azalması.....	38
3. Kısa Dönemli Makroekonomik Problemler.....	39
4. Kuruluş Aşamasında Gerekli Döviz Rezervlerinin Oluşturulması.....	41

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA KURULUNDA BANKACILIK SİSTEMİ, MAKROEKONOMİK PERFORMANS VE SİSTEMİK KRİZLER

<b>I. PARA KURULUNDA BANKACILIK SİSTEMİ.....</b>	<b>43</b>
--	-----------



<b>II. PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA POLİTİKASI VE PARA ARZI.....</b>	<b>49</b>
A) ORTODOKS PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZI VE PARA ÇARPANI.....	55
B) MODERN PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZI.....	61
<b>III. PARA KURULU SİSTEMİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANSI.....</b>	<b>64</b>
<b>IV. MERKEZ BANKASI VE PARA KURULU SİSTEMİNİN KARŞILAŞTIRILMASI.....</b>	<b>70</b>
A) MERKEZ BANKALARININ GÖREV VE YETKİLERİ.....	70
B) MERKEZ BANKASININ POLİTİKA ARAÇLARI.....	71
C) MERKEZ BANKASI VE PARA KURULUNUN KARŞILAŞTIRMASI.....	74
<b>V. PARA KURULU SİSTEMİ ALTINDA SİSTEMİK RİSKLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ.....</b>	<b>82</b>
A) PARA KURULUNDA SİSTEMİK FİNANSAL RİSKLER.....	83
B) PARA KURULU SİSTEMİNDE ŞOKLARIN VE SİSTEMİK KRİZ KANALLARININ TANIMLANMASI.....	84
C) PARA KURULU SİSTEMİNDE SİSTEMİK KRİZLERDEN KORUNMA YOLLARI.....	86
1. İdari Tedbirler.....	86
2. Ekonomik Tedbirler.....	87

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### DÜNYADA PARA KURULU DENEYİMLERİ VE TÜRKİYE'DE PARA KURULUNUN UYGULANABİLİRLİĞİ

<b>I. DÜNYA'DA PARA KURULU DENEYİMLERİ.....</b>	<b>89</b>
A) SÖMÜRGEÇİLİK DÖNEMİNDE PARA KURULU UYGULAMALARI.....	89
1. Mauritius Para Kurulu.....	91

2. Batı Afrika Para Kurulu.....	93
3. Sömürgelerin Para Kurulundan Merkez Bankasına Geçiş Sebepleri.....	96
B) GÜNÜMÜZDE UYGULANAN PARA KURULU SİSTEMLERİ.....	101
1. Arjantin Para Kurulu.....	102
2. Baltık Ülkeleri Para Kurulu.....	114
3. Bulgaristan Para Kurulu.....	121
4. Günümüzde Uygulanan Diğer Para Kurulları.....	127
<b>II. PARA KURULU SİSTEMİNİN TÜRKİYE'YE UYGULANABİLİRLİĞİ.....</b>	<b>130</b>
A) TÜRKİYE'NİN TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ.....	130
B) TCMB'NİN BAĞIMSIZLIĞININ DEĞERLENDİRİLMESİ VE BAĞIMSIZLIĞIN ENFLASYONLA İLİŞKİSİ.....	138
1. TCMB'nin Bağımsızlık Yönünden İncelenmesi.....	140
a) TCMB Başkanının Ataması, Görev Süresi ve Görevden Alınması.....	141
b) TCMB'da Para Politikalarının Belirlenmesi.....	141
c) TCMB'nin Amaçları Yönünden Değerlendirilmesi.....	142
d) TCMB'nin Kamu Kesimine Açtığı Krediler Yönünden İncelenmesi.....	143
2. Enflasyon ve Bağımsızlık İlişkisi.....	147
C) TÜRKİYE'DE PARA KURULU SİSTEMİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ.....	149
1. Para Kurulu Sisteminin Türkiye'de ki Enflasyonu Önlemedeki Başarısına Yönelik Ekonometrik Uygulama.....	150
a) Metodoloji.....	151
b) Enflasyon Hipotezleri.....	154
c) Veri Seti ve Durağanlık Testi.....	155
d) Kointegrasyon (Eşbütünleşme) Testi.....	156
e) Hata Düzeltme Mekanizması ve Granger Nedensellik Testi.....	160
2. 2000 Yılı Stand-By Anlaşması Çerçevesinde Zımnî Para Kurulu Uygulaması.....	165

**SONUÇ.....170**

**KAYNAKÇA.....173**



## TABLOLAR LİSTESİ

Tablo.1. Seçilmiş Ülke Paralarının Dünya Döviz Piyasasındaki Payları.....	23
Tablo.2. Seçilmiş Bazı Ülkeler İçin Senyoraj Geliri, Enflasyon ve Bütçe Dengeleri (%).....	27
Tablo.3. Günümüzde Para Kurulu Sistemini Uygulayan Ülkelerin Özellikleri.....	31
Tablo.4. Basitleştirilmiş Para Kurulu Bilançosu.....	33
Tablo.5. Para Kurulu Bilançosu.....	59
Tablo.6. Ticaret Bankalarının Toplu Bilançosu.....	59
Tablo.7. Hane-Halkının Toplu Bilançosu.....	59
Tablo.8. Rezerv Paranın Artması Sonucu Para Kurulunun Bilançosu.....	60
Tablo.9. Rezerv Paranın Artması Sonucu Ticaret Bankalarının Toplu Bilançosu.....	60
Tablo.10. Rezerv Paranın Artması Sonucu Hane-Halkının Toplu Bilançosu.....	60
Tablo.11. Modern Para Kurulu Sisteminin Basitleştirilmiş Bilançosu.....	62
Tablo.12. Modern Para Kurulu Sisteminde Para Arzını Etkileyen Büyüklükler.....	63
Tablo.13. Alternatif Döviz Kuru Rejimlerinin Makroekonomik Performansı (%).....	66
Tablo.14. Para Kurulu Sistemini Uygulayan Ülkelerle Rezerv Ülkelerin Enflasyon Oranlarının Karşılaştırılması (TÜFE %).....	70
Tablo.15. Para kurulu ile Merkez Bankasının Karşılaştırılması.....	75
Tablo.16. Para Kurulu ve Merkez Bankası Sisteminde Yıllık Enflasyon ve Kişi Başına Düşen GSYH Artış Oranı (%).....	81
Tablo.17. Sömürgelerin Bağımsızlık ve Merkez Bankası Kuruluş Tarihleri.....	100
Tablo.18. Arjantin’de Tüketici Fiyat Oranları ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (%) (1981-1990).....	103
Tablo.19. Arjantin Ekonomisinin Makroekonomik Göstergeleri.....	108
Tablo.20. Estonya’nın Bazı Makroekonomik Göstergeleri.....	116

Tablo.21.Litvanya'nın Bazı Makroekonomik Göstergeleri.....	118
Tablo.22. Letonya'nın Bazı Makroekonomik Göstergeleri.....	119
Tablo.23.Bulgaristan'ın Bazı Makroekonomik Göstergeleri.....	125
Tablo.24. Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri.....	132
Tablo.25. Seçilmiş Bazı Ülkelerin Merkez Bankalarının Yasal ve Fiili Bağımsızlık Endeksleri (1980-1989).....	146
Tablo. 26. Değişkenlerin Tanımı.....	156
Tablo.27. Dickey Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Analizi (ADF).....	157
Tablo.28. Çift Yönlü Kointegrasyon Analizi.....	159
Tablo.29. Hata Düzeltme Modelleri ile Granger Nedensellik Testleri.....	161

**ŞEKİLLER LİSTESİ**

Şekil.1. Para Kurulu Sisteminde Seçilmiş Ülkelerin Enflasyon Oranları.....	67
Şekil.2. Para Kurulu İle Merkez Bankasının Basitleştirilmiş Bilançoları.....	78
Şekil.3. ABD’de ve Arjantin’de Enflasyon Oranları (%).....	109
Şekil.4. ABD ve Arjantin’deki Faiz Oranlarının Yakınsaması.....	109
Şekil.5. Estonya, Litvanya ve Letonya’da Enflasyon Oranları (%).....	120
Şekil.6. Estonya, Litvanya ve Letonya’da GSYİH Artış Oranı (%).....	120
Şekil.7. Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme Oranları.....	133
Şekil.8. Türkiye’de Döviz İkamesi (1984-1999).....	137

**Kısaltmalar**

- APK : Arjantin Para Kurulu  
BAPK : Batı Afrika Para Kurulu  
BPK : Bulgaristan Para Kurulu  
CWN : Cukierman – Webb – Neyapti  
DPT : Devlet Planlama Teşkilatı  
DTH : Döviz Tevdiat Hesabı  
ECM : Hata Düzeltme Mekanizması  
GNT : Granger Nedensellik Testi  
GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla  
IMF : Uluslararası Para Fonu  
KH : Kamu Harcamaları  
PKS : Para Kurulu Sistemi  
TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası  
TEFE : Toptan Eşya Fiyat Endeksi  
TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

## GİRİŞ

Yıllardır yüksek enflasyonla mücadele eden Türkiye uyguladığı anti-enflasyonist politikaların tamamında başarısız olmuştur. Yaşanan siyasi ve ekonomik yozlaşma uygulamaya konulan istikrar programlarının başarısını engellemiştir. Hükümetlerin izledikleri popülist politikalar nedeniyle merkez bankasının kaynakları sık sık kullanılmış ve enflasyonun parasal dinamiğini oluşturmuştur. Bu süreç içerisinde enflasyonun en önemli nedeni olan mali disiplinsizlik artmış ve alternatif yeni politika arayışları başlamıştır. 1994 yılında yaşanan ağır ekonomik kriz sonrası yüksek enflasyona sahip ülkelerde başarıyla uygulanan para kurulu sistemi Türkiye’de de gündeme gelmiştir. Sistem öncesi alınan yapısal kararlar nedeniyle ve sistemin uygulanması ile enflasyonun hızını arttıran parasal genişlemelerin kontrol altına alınmasında iyi bir performans sergileyen para kurulu sistemi, yüksek enflasyona sahip gelişmekte olan ülkelere alternatif bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Para kurulunun temel amacı para arzının döviz rezervlerine bağlanarak enflasyonun kontrol altına alınması ve milli paranın güçlü ve güvenilir bir yabancı para birimine bağlanarak ulusal paraya olan güvenin artırılmasıdır. Bu şekilde, hem para arzının kontrol altına alınması hem de ulusal para birimine olan güvenin artırılması amaçlanmıştır. Para kurulu sistemi, aslında yeni bir düşüncenin ürünü değildir. İngiliz mali sistemin gelişimine dayanmaktadır. İlk kez 19.yüzyılın başlarında uygulanan para kurulu sistemi günümüze kadar yaklaşık 70 ülkede uygulanmıştır. Bu süreç içerisinde sistem iki farklı şekilde uygulanmıştır. İlk uygulama sömürgecilik döneminde uygulanan ortodoks anlamda para kurulu sistemidir. Ortodoks para kurulu sistemi para arzını katı kurullarla belirler. Parasal taban, sadece bankaların ve özel sektörün para talebini karşılamak için kurula sabit kurdan sattığı dövizle artar, alınan dövizle azalır. Ortodoks para kurulu sisteminde para politikaları kullanılmaz ve kesinlikle bütçe açıkları monetize edilmez. Diğer uygulama şekli ise, günümüzde uygulanan yarı (modern) para kurulu sistemidir. Yarı (modern) para kurulu sisteminde, günün şartlarına, ülkenin politik, siyasi ve ekonomik yapısına göre, sistemin özünden ayrılmadan, kurulun uygulamalarının esnetildiğini görmekteyiz. Fakat getirilen politika esneklikleri belli kısıtlara dayanmaktadır. Kurul sadece aşırı rezerv karşılığında para politikası araçlarını kullanabilmekte ve sadece bankaların likidite krizlerinde nihai



kreditörlük yapabilmektedir. Uygulamada her iki sisteminde fiyat istikrarını sağlamada başarılı olduğu görülmüştür.

Günümüzde para kurulu sistemini uygulayan, Arjantin, Estonya, Litvanya ve Bulgaristan'da enflasyonla mücadelede başarı sağlanmış ve sisteme, gerekli şartların gerçekleştirilmesi durumunda, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından destek verilmiştir. Fiyat istikrarı sağlanmadan ekonomik gelişmenin istikrarlı bir zemine oturtulamayacağını farkederek Türkiye de enflasyonla mücadelede para kurulu sistemini gündeme getirmiş ve 1998 yılında Uluslararası Para Fonu ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşmasıyla yapısal reformlar alanında, para politikasında ve bütçe uygulamalarında düzenlemeler yapılmış ve 2000 yılında yapılan Stand-By Anlaşmasıyla Uluslararası Para Fonu tarafından desteklenen 3 yıllık (2000-2002) bir enflasyonla mücadele programı başlatılmıştır. Programın genel çerçevesi incelendiğinde yarı (modern) para kurulu sisteminin uygulandığı görülmektedir.

Bu çalışmada amaç, enflasyonla mücadelede merkez bankasına alternatif bir kurum olarak ortaya çıkan para kurulu sisteminin işleyişi ele alınarak, geçmişteki ve günümüzdeki uygulamaları incelenmiş ve Türkiye açısından para kurulu sisteminin fiyat istikrarını sağlamada etkili olup olamayacağı ekonometrik bir uygulamayla araştırılmıştır. Bu doğrultuda tez üç bölümden oluşturulmuştur.

Birinci bölümde, para kurulu sisteminin teorik yapısı ele alınmıştır. Bu çerçevede sistemin tanımı, teorik temelleri, sistemin kuruluş amacı ve uygulama şartları, sisteme geçiş aşamaları, özellikleri, sistemin işleyişi ve sistemin avantaj ve dezavantajları incelenmiştir.

İkinci bölümde, para kurulunda bankacılık sistemi, para politikasının uygulanması, para kurulu sistemin diğer sistemlerle karşılaştırmalı makroekonomik performansı, merkez bankası ve para kurulu sisteminin farklılıkları ve yaşanan sistemik krizler karşısında para kurulu sistemi incelenmiştir.

Üçüncü bölümde, sömürgecilik döneminde ve günümüzde uygulanan para kurulu sistemleri detaylı olarak incelenmiş, para kurulu sistemi Türkiye açısından değerlendirilmiş ve fiyat istikrarını sağlamada merkez bankasına alternatif bir kurum

olup olamayacağı irdelenmiştir. Bu çerçevede, Türkiye'nin temel makroekonomik göstergeleri ve TCMB'nin bağımsızlığı değerlendirilmiş, ayrıca para kurulu sisteminin Türkiye'de enflasyonu önlemede başarılı olup olamayacağını görebilmek amacıyla ekonometrik bir çalışma yapılmıştır. Bu amaçla, ilk olarak metodoloji ve verilerin zaman serisi özellikleri hakkında bilgi verilmiş, ikinci olarak ise "Kointegrasyon (Eşbütünleşik) Testi" ve "Hata Düzeltme Mekanizması (ECM) ve Granger Nedensellik Testi" uygulanarak ampirik sonuçlara ve değerlendirmelere yer verilmiştir.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA KURULU SİSTEMİ

#### I. PARA KURULU SİSTEMİ NEDİR?

Bir çok ülkede uygulanan yanlış ekonomi politikalarının yol açtığı yüksek enflasyon dolayısıyla para otoritelerinin kredibilitésinin kaybolduğu ve kredibilitenin tekrar kazanılmasına ihtiyaç duyulduğu ülkelerde gündeme gelen para kurulu sistemi aslında yeni bir uygulama değildir. Para kurulu sistemi tartişmaları, 19. yüzyılın ilk yarısında, İngiltere sömürgelerinde merkezi para otoritesinin kurulmasına kadar uzanır. Bu tartişmalarda “Para Ekolü” olarak anılan grup, İngiliz Merkez Bankası’na ancak elindeki altın ve gümüş rezervleri kadar banknot basma yetkisi verilmesini önermiştir.<sup>1</sup> Bu uygulamanın amacı İngiliz Merkez Bankası’nın karşılıksız para basma yetkisini kısıtlamaktır.

Para kurulu para sistemi aradan geçen 150 yıl içerisinde yaklaşık 70 ülkede uygulanmıştır. Bu zaman içerisinde, bazı dönemler, bu sistem unutulma noktasına gelmiş, özellikle sömürgeciliğın sona erdiği dönemlerde, hemen hemen uygulamadan kalkmıştır. Fakat 1950’li yıllara geldiğinde para kurulu sistemi tekrar gündeme gelmiş, hatta bu yıl içerisinde yaklaşık elli ülke uygulamıştır. Bugün, yakın zamana kadar İngiltere’nin en büyük sömürgelerinden olan Hong Kong’da (1983) para kurulu sistemi uygulanmaya başlanmış, bunu Arjantin (1991) , Estonya (1992), Bulgaristan (1997) ve birçok küçük ülke izlemiştir.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup>John WILIAMSON, *What Role For Currency Board.Policy Analysis in International Economics Series*, Institute For International Economics, Washington, 1995, s.5

<sup>2</sup>Kurt SCHULER, *Currency Boards, Ph. D. Dissertation*, George Mason University, Virginia, 1992, s.5

Para kurulu, sadece döviz ve döviz cinsi varlıklar karşılığında sabit kur üzerinden piyasaya para arz eden bir kurumdur. Bu sistemde para arzı, döviz ve döviz cinsi varlıklara bağlıdır.<sup>3</sup> Para kurulu sisteminde, yerli paranın sabit kur üzerinden endekslediği paraya “rezerv para” adı verilmektedir. Rezerv paranın uluslararası piyasalarda genel kabul görmüş (tam konvertibl) istikrarlı bir para birimiyle olması gerekir. Yerli para biriminin para birimine endekslediği ülkeye ise “rezerv ülke” adı verilir.

Günümüzde uygulanan para kurulu sistemi ile geçmişte uygulanan para kurulu sistemi arasında farklılıklar gözükmemektedir. Bu farklılık sistemin iki farklı şekilde uygulanmasından kaynaklanmaktadır. Bunlardan ilki ortodoks para kurulu sistemidir. Bu sistem daha çok 1849 yıllarında İngiliz sömürgeleri tarafından uygulanmıştır.<sup>4</sup> Ortodoks para kurulu sistemine göre nihai kreditor (en son ödünç veren kurum) yoktur, ancak parasal tabanı belirleyen (Mo) tek bir para otoritesi vardır, para arzı %100 karşılık oranına göre basılmaktadır; ayrıca, ihtiyari para politikası uygulanmamaktadır.

Bugün uygulanmakta olan para kurulu sistemi ortodoks para kurulu sistemine benzememektedir. Değişen finansal ve ekonomik yapılarla birlikte para kurulunun yapısı da değişmiştir. Özellikle, ortodoks para kurulu sisteminde uygulanan %100 karşılık sistemine esneklikler getirilmiş, sınırlı olsa ihtiyari para politikaları uygulanmıştır. Bu sistemi uygulayan ülkeler kendi iktisadi şartlarına göre para kurulu sistemine bazı esneklikler getirmişlerdir. Günümüzde uygulanan bu tür para kurullarına “esnek para kurulu” veya “modern para kurulu” adı verilmektedir.<sup>5</sup>

Para kurulu sistemi, fiyat istikrarını sağlamaya çalışan küçük ülke ekonomileri için ideal bir parasal düzenleme sağlar. Özellikle, para kurulları herhangi bir politik baskı olmaksızın ekonomide hedeflenen şartların tamamını uygulayabilir.<sup>6</sup> Milli ve rezerv para sabit kur üzerinden serbestce bir değerine çevrilebilir. Para kurulu sistemini incelediğimizde, kesinlikle altın standardı prensibine ve otomatik denkleşme

<sup>3</sup>Economist, “The ABC of A Currency Board”, Vol.345, Issue 8041 (11/01/97), s.80

<sup>4</sup> WILLIAMSON, a.g.e., s.4

<sup>5</sup> Haydar AKYAZI, *Para Kurulu ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:214, Ankara, 1999, s.54-55

<sup>6</sup> Robert MUNDELL, “Currency Area, Common Currencies, and Emu” *American Economic Review*, Vol.87, Issue 2 (May 97), s.214

mekanizmasına benzediğini görmekteyiz. Her iki sistemin amacı para arzını şeffaf ve etkili bir hale getirmek; ayrıca, bu sistemle piyasayı ve sermaye hareketlerini daha güçlü bir disiplin haline getirerek makroekonomik politikaları etkilemektir.

Para kurulu sistemi, para arzını tamamen sınırlamaktadır. Bunu da iki yolla başarmaktadır. Bunlardan ilki, sabit döviz kuru uygulamasıdır. Para kurulu, milli para ile rezerv para arasında değiştirilemez bir sabit parite uygulamaktadır. Böylece, para kurulu, sabit döviz kur rejiminin kurallarını tam olarak uygulayarak ve milli paraya karşı oluşacak riskleri azaltarak güvenilirliğini arttırmaktadır. Bununla birlikte, para kurulu, para arzını artıran kaynakları kısıtlamaktadır. Ortodoks para kurulu sisteminde, yerel para sadece yabancı varlıklar karşılığında basılır. Bu sistemin dinamikleri, para otoritesinin hareketlerinden bağımsız, ödemeler bilançosuna bağlıdır. Özellikle de sermaye akımına bağlıdır. Yurtiçi varlıklar karşılığında kesinlikle yerel para basılmayarak enflasyonun temel kaynağı (direk veya dolaylı olarak bütçe açıklarının monetizasyonu ve merkez bankasının ticari bankalara desteği) ortadan kaldırılır. Böylece olası devalüasyon durumu da elimine edilir.

Para kurulu sisteminde, enflasyonun başlıca nedeni olan merkez bankası ve hükümet arasındaki ilişki kaldırılarak, yeni bir para otoritesi oluşturulmakta ve bu otorite para arzında pasif bir rol oynamaktadır. Ayrıca, klasik merkez bankasının para politikaları uygulamadan kaldırılarak, para politikası ile ilgili geniş ihtiyari kararlar yerine basit kurallar konulmaktadır.<sup>7</sup>

Para kurulu sisteminin uygulanabilmesi için dört temel konu üzerinde karar verilmesi gerekir. Bunlar; i) Belirlenecek olan sabit kur hangi para birimine göre belirlenecektir ii) Rezerv karşılık oranı ne olacaktır iii) Sabit döviz kur düzeyi nasıl belirlenecektir iv) Aktiflerin vade yapısı nasıl düzenlenecektir. Para kurulu sisteminin uygulanabilmesi için bu dört konuya açıklık getirilmesi gerekir.<sup>8</sup>

#### i) Rezerv Para Biriminin Belirlenmesi

<sup>7</sup> Rouman AVRAMOV, "The Role of A Currency Board in Financial Crises: The Case of Bulgaria", *BNB Discussion Papers*, DP/6 /1999, s.5

<sup>8</sup> N. Bülent GÜLTEKİN ve Kamil YILMAZ, *Para Kurulu: Nedir? Ne Zaman Gerekir?*, TESEV, İstanbul, 1996, s.4-8

Rezerv para olarak kabul gören yabancı paranın uluslararası piyasalarda geçerli olan istikrarlı bir para birimi olması gerekir. Diğer önemli husus ise, seçilecek olan paranın ülkenin önemli ticaret ortaklarından birine ait olması gerekir. Sabit döviz kuru ile iki ülke arasındaki ticaret kur değişimlerinden dolayı etkilenmez. Ayrıca kur dalgalanmaları olmadığından ödemeler dengesi olumsuz etkilenmez.

Döviz kuru sadece tek bir ülke parasına göre sabitlenmek zorunda değildir. Döviz kuru, ağırlıklı olarak dış ticaret payları bazında oluşturulacak sepete göre belirlenebilir. Fakat, ülkelerin dış ticaret paylarının zamanla değişmesi sepetin kompozisyonunun sık sık gözden geçirilmesini gerektirecek, bu da uygulamada bazı sorunlar ortaya çıkaracaktır. Bundan dolayı, para kurulu sisteminde uygulanan rezerv para gelişmiş mali piyasalara sahip ve düşük enflasyon oranları ile istikrarlı ekonomiye sahip ülkelerin para birimleridir.

#### ii) Rezerv Karşılık Oranı

Ortodoks para kurulu sisteminde piyasaya arz edilen para karşılığı döviz rezervleri tutulur. Rezervler, seçilen parasal büyüklüğün en az tamamını karşılayacak düzeyde olmalıdır. Ayrıca, bankalara, para kurulunda mevduat munzam karşılığı bulundurma yükümlülüğü getirilebilir. Bundan dolayı, döviz rezervleri karşılığı referans alınacak parasal büyüklük, ticari bankaların kurulda bulundurduğu mevduatın ve emisyon hacminin toplamına eşit bir parasal tabandır.

#### iii) Sabit Döviz Kurunun Belirlenmesi

Para kurulunda sabit döviz kuru kanunla yada anayasa ile ilan edilir. Döviz kurunda yapılacak bir değişiklik ya yeni bir kanunla yada anayasa ile değiştirilmektedir. Bu yüzden sabit döviz kuru belirlenirken iki ülke arasındaki parite, nispi alım güçlerine göre belirlenmektedir. Aksi takdirde kurlarda oluşacak dengesizlik ülkenin dış ödemeler dengesini bozar.

#### iv) Aktiflerin Vade Yapısı

Para kurulu rezervlerin tamamını nakit döviz olarak tutmak zorunda değildir. Döviz talebini karşılayabilecek oranda rezervler nakit olarak tutulur. Bu da tutulacak nakit oranının çok büyük olmadığını gösterir. Net döviz talebi toplam rezervlerinin

küçük bir bölümünü oluşturacağı için, para kurulu rezervlerin tamamını nakit olarak tutması gerekmez. Aksi takdirde, devletin senyoraaj gelirleri rezerv para ülkesine hibe edilmiş olur. Uygulanan para kurulu deneyimleri incelendiğinde, döviz ve döviz cinsli likit rezervler toplam dış varlıkların yüzde 30 ile yüzde 50'sine karşılık gelmektedir.<sup>9</sup>

## II. PARA KURULU SİSTEMİNİN TEORİK TEMELLERİ

Tartışmanın teorik temeli İngiltere mali sisteminin geçirdiği evrime dayanmaktadır. Sistemin teorik dayanağı ise Moneterist yaklaşımdır. İngiltere Merkez Bankası 1694 yılında kurulmuş, bazı bölgelerde banknot çıkarma tekeli verilmişti. Bununla birlikte, İngiliz mali sisteminde özel bankalar giderek yaygınlaşmış ve bankalar kendi banknotlarını ihraç eden kurumlar olduğundan, İngiltere mali sisteminde para benzerleri giderek yaygınlaşmış bu da para arzı mekanizmasını giderek karmaşık hale getirmiştir.<sup>10</sup> Bu dönemde, bankalar kendi aralarında rekabet içindeydiler, banka kendi parasını tedavüle sokarken hediye olarak seyahat çeklerini de yanında vermekteydi. Aynı zamanda, bankalar şimdi olduğu gibi mevduat rekabeti içindeydiler. İngiltere kanunları kesinlikle banka rekabetinin bazı oluşumlarını kısıtlamaktaydı. Özellikle bankalar kendi paralarını basarken hükümete verdikleri borç karşılığında para basabilmekteydi.

İngiliz iktisatçıları, 1707'den 1844 yılına kadar gerekli banka düzenlemelerini tartışmıştır. 1797'de Fransız savaşı boyunca, İngiliz bankaları paralarının ve mevduatlarının altına olan konvertibilitesini askıya almış, 1821 yılına kadarda paranın konvertibilitesi ortadan kaldırılmıştır. Daha sonraki yıllarda tartışmalar, para basım yetkisinin İngiliz Merkez Bankası'nın (Bank of England) tekeline mi yoksa hükümetin tekeline mi verilmesi konusunda olmuştur.

İngiliz iktisatçılarından D. Ricardo, para basma yetkisinin hükümet tekeline verilmesini savunmaktaydı. Ricardo, 1816'da yayınladığı makalelerde tedavüle çıkan paranın altın karşılığında çıkarılması gerektiğini de vurgulamıştı. Ekonomide oluşan dalgalanmalara karşı her özel bankanın hükümette mevduat bulundurması gerektiğini

<sup>9</sup> "J. Anna SCHAWARTZ, *Currency Boards: Their Past, Present, and Possible Future Role* (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, no.39, 1993, s.147" (GÜLTEKİN ve YILMAZ, 1996, s.16'daki alıntı).

<sup>10</sup> Ömer Faruk ÇOLAK ve Selahattin TOĞAY, "Currency Board: Para Arzının Kontrolüne İlişkin Moneterist Bir Yaklaşım," *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, Sayı No:11 (Kasım 1995), s.28

belirtmişti. Ricardo, aynı zamanda, İngiliz bankalarının tekrar ele alınarak revize edilmesini, İngiltere Merkez Bankası'nın (Bank of England) ve diğer özel bankaların para basma yetkisinin ortadan kaldırılması gerektiğini söylemiştir. "İktisadın Politik Prensipleri" adlı eserinde para basma yetkisinin hükümet tekelinde olması gerektiğini ve senyoraj hakkının her ülkenin kendisine ait olduğunu belirtmiştir.

Ricardo'nun 1824'de yayınlanan milli para planında, hükümet tarafından tedavüle çıkarılan paranın planlarının detayları sergilenmiştir. Planlama bazı yönlerden para kuruluna benzemektedir. Ricardo'nun önerdiği milli bankaya göre, bankanın yönetimine hükümet tarafından 5 kişiden oluşan bir komisyon atanmalı ve parlamento haricinde komisyona üye alınmamalıdır. Ayrıca, Ricardo, milli bankanın rezervleri altınlardan oluşmalı ve tedavüle giren paranın altın karşılığında piyasaya sürülmesi gerektiğini belirtmiş ve para basma ve mevduatların birbiriyle ilişkilendirmenin gerekli olmadığını ve iki bölümün ayrılabilceğini ifade etmiştir.

İngiltere'de, İngiltere Merkez Bankası ve diğer bütün bankalar birer özel kurumlardı. İngiltere Merkez Bankası, emisyonla ilgili olarak artan pasiflerinde çoğunlukla devlet tahvillerinden oluşan aktifler bulundurmaktaydı. Bundan dolayı, İngiltere Merkez Bankası, günümüzde gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının ana işlevlerinden biri olan bütçe finansmanı uygulamasının ilk örneğini sergilemekteydi.<sup>11</sup> Ayrıca, İngiltere Merkez Bankası devletin finansörü olmakla birlikte, ticari bankaların bankası olma özelliğini taşımaktaydı. Bankaların bankası olma özelliği İngiltere Merkez Bankası'na büyük bir pazar gücü sağlamakta, kar amacı güden özel bir kuruluş olması dolayısıyla da, bu durumu kendi çıkarı doğrultusunda kullanmaktaydı. Bu durum karşısında, İngiltere Merkez Bankası bankacılık sektöründen büyük tepkiler görmüştür. Ayrıca, İngiliz Banka Sistemi 1825-6, 1836-7 ve 1839 yıllarında finansal krize girmiş ve para basımıyla ilgili prensipler tartışılmış, yeni bir kurumsal yapı arayışları başlamıştır.

---

<sup>11</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.8



Bu dönemde, parasal sorunlar iki farklı okulun ortaya çıkmasına neden olmuştur: Nakit Okulu (Currency School) ve Bankacılık Okulu (Banking School).

#### A) NAKİT OKULU : MONETERİST BİR YAKLAŞIM

Bu finansal kriz içerisinde, bir grup Para Prensibini (Para Ekolünü) savunmuştur, Para Ekolünü savunan bu sisteme Nakit Okulu adı verilmiştir. Nakit Okulu doktrini başlıca iki özelliğe sahiptir. Bunlardan ilki, Nakit Okulu para sistemi olarak sadece altın para ve altın mevduatlarını dikkate almış ve tamamen altın akımına duyarlı olmuştur. Buna rağmen, altın para yerine, altın karşılığında tedavüle sürülen kağıt para kullanılmak istenmiştir. Çünkü kağıt para altın paradan daha kolay tedavüle çıkarılabilmekte ve her yerde verimli kullanılabilen serbest kaynaklardı.

Nakit Okulu doktrinini diğer bir özelliği ise, mevduat ayarlamasından ziyade emisyon ayarlamasına daha önem vermesiydi. Bundan dolayı, Nakit Okulu mensupları İngiltere Bankası aktivitelerinden para basım ve mevduat işlemlerini birbirinden ayırmışlardır. Nakit Okulunun destekçilerinden İngiltere Başbakanı Sir Robert Peel 1844 yılında banka imtiyaz yasasıyla ilgili kanun değişikliği yapmış, İngiltere Bankası'nın yönetimi bu yasayla belirlenmiştir. Yasa özel bankaların para basmasını yasaklıyordu. Para basma hakkı İngiltere Bankası'na bırakılmıştı. Yasa, aynı zamanda, İngiltere Bankası'nı iki bölüme ayırmıştı: Tedavül bölümü ve mevduatları toplayan bankacılık bölümü.

Tedavül bölümüne, sadece altın karşılığı banknot çıkarma yetkisi verilmişti, yani tedavül bölümü %100 altın rezervi bulundurması gerekiyordu. Böylelikle, altın rezervlerinde artış olmadan banknot çıkarma imkansız hale getiriliyordu. Bununla birlikte, her özel bankanın kendi banknotunu çıkarması da yasaklanıyordu. Nakit okulu temsilcilerinden, James Penington İngiltere Bankası'nın her ilave para arzına %100 altın karşılığının olması gerektiğini, fakat paranın tamamının asla bankaya dönmeyeceğini, çünkü piyasada kaçınılmaz bir ticaret gerçeğinin olduğunu söylüyordu. Bu açıklama para kurulu üzerinde çalışma yapan iktisatçılara temel oluşturmuştur. İngiliz bankasının diğer tüm işlemleri ise, bankacılık bölümü tarafından yürütülüyordu. Bankacılık bölümü, para basma dışında bankacılık işlemlerinin tamamını özellikle mevduatların toplanması işlemini gerçekleştiriliyordu.

Nakit Okulu tartışmasının günümüz para teorileri içerisindeki yerine baktığımızda, Moneterist yaklaşım içerisinde olduğunu görürüz. Moneterist iktisatçılar enflasyonun kaynağı olarak para arzını göstermektedir. Para arzının para otoritelerinden bağımsız olarak belirlendiğini, para arzı ve para talebi arasında bir ilginin bulunmadığını savunmuşlardır. Para stoku, parasal gelir veya fiyatlar genel seviyesini kontrol etmeye yönelik politikaların anahtar bir değişkeni durumundadır. Moneteristler, enflasyonun yalnızca para stokunun önemli ölçüde yükselmesini önleyerek düşürülebileceğini ileri sürmüşlerdir.<sup>12</sup> Bu yüzden para arzındaki artışların belirli bir kural çerçevesinde olması gerektiğini savunmuşlardır. Moneterist iktisatçılar, merkez bankalarının kamuyu finanse gibi bir işlev yüklemesine karşı çıkmışlardır. Merkez bankalarının birincil görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu Moneteristlerce genel kabul görmüş bir hedeftir. Ayrıca, moneteristler merkez bankalarının bağımsız olması gerektiği görüşünü getirmişler, bağımsız merkez bankalarının da düşük oranlı enflasyonu beraberinde getirdiğini öne sürmüşlerdir. Para arzının kontrolü için merkez bankasının bağımsızlığının zorunlu olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Moneteristler, fiyat istikrarını amaç edinen merkez bankalarının istikrarlı bankacılığı kendine amaç edinen merkez bankalarına göre daha özerk olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Para arzının kontrolü ile özerk merkez bankası arasında kurulan bu ilişkiler sonrasında merkez bankasının özerk olmadığı ve merkez bankasının kamu kesimini finanse etmekte olduğu ekonomilerde, para arzının kontrol edilmesine yönelik moneterist iktisatçıların bir kısmı para kurulu sistemini ileri sürmüşlerdir.<sup>13</sup>

## B) BANKACILIK OKULU: POST KEYNESYEN BİR YAKLAŞIM

Ulusal para otoritesinin kurulma aşamasında ortaya çıkan tartışmalara katılan iki grup daha vardı: özel bankalara para basma yetkisi verilmesini savunan Özel Bankacılık Okulu ve bugünkü anlamda merkez bankacılığını savunan Bankacılık Okulu. Bu iki okulda Nakit Okulunun doktrinlerini eleştirmiş ve politikalarının tam tersini kullanmışlardır. Bu doktrine göre, özel bankaların kendi paralarını basmaları gerektiğini ve piyasada oto düzenlemenin ancak bu şekilde sağlanacağı görüşünü ileri sürmüşlerdir.

<sup>12</sup> Muhammet AKDİŞ, *Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye*, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No.2, 1996, s.19

<sup>13</sup> Bernard HAYO, "Inflation Culture, Central Bank Independence and Price Stability", *European Journal Of Polical Economy*, Vol.14, No.2 (Mayıs 1998), s.245

Özel Bankacılık Okulu, İngiltere Merkez Bankası'na imtiyaz verilmesini kabul etmiyordu. İngiltere Merkez Bankası'nın para basmada tekel duruma gelmesi birçok problemlere neden olacaktı. Özel Bankacılık Okulu, özel bankaların altın akımında ideal sorumluluk taşıdığını ileri sürmekte; fakat İngiliz Bankası gibi para basma yetkisinin verilmemesini eleştirmektedir. Bu okul, birbiriyle rekabet halinde olan özel bankaların para basmasını savunmakta ve para basımında rekabetçiliğin monopolcülükten daha iyi olduğunu ileri sürmektedir. İngiltere Merkez Bankası'nın para basımında tekel durumunda olması parasal istikrarın bozulmasına neden olacağını, çünkü, İngiltere Merkez Bankası'nın altın rezervlerinden bağımsız genişletici veya daraltıcı politikaların uyguladığını ileri sürmüşlerdir.<sup>14</sup> Ayrıca, İngiltere Bankası'nın para basımında tekel olması bankanın başarısızlığı durumunda para sahiplerini zarara uğratacaktır.

Bankacılık Okuluna göre, Para Ekolünün sadece tedavüle çıkarılan banknotlar üzerinde durmasını ve bankaların pasiflerinde giderek önemli bir yer tutan mevduatı göz ardı etmesi yanlıştı. Bankacılık okulu, İngiltere Bankası'nın kar amacını gütmeyen, hükümetin ve bankaların bankası görevini üstlenen bir kuruma dönüşmesini savunmaktaydı. Bu okul, parasal istikrarın sağlanmasında bankacılık sektörünün toplam aktif ve pasiflerinin kontrolünün önemini vurgulamakta idi. Bankacılık okulu özel bankaların tamamen kontrolsüz bırakılmaları durumunda portföylerindeki kredilerin kalitesine dikkat etmeyeceklerini ileri sürerek, özel bankaların, kar amacı gütmeyen bir merkez bankası tarafından denetlenmesini ve İngiltere Bankası'nın bir merkez bankası gibi çalışmasını savunmakta idi.

Kurama göre, banknotlar altın paraya tam konvertibil olmasa, yani % 100 altın karşılığında ihraç edilmese bile, bankalar sadece ticari hayatın gerçek gereksinmelerini yansıtan ticari senetler karşılığında banknot ihraç ettikleri sürece, para arzının aşırı bir şekilde genişlemesi söz konusu olmayacaktır. Bu durumda kredi talebi para arzını belirleyecek, diğer bir deyişle, para arzı ile fiyatlar arasındaki ilişki fiyatlardan para arzına doğru olacaktır.

Bankacılık Okulundan beklenildiği gibi, emisyon hacminin kontrol altında tutulması parasal sistemde istikrarın sağlanmasına yetmedi. Emisyonun sabit tutulmasına

---

<sup>14</sup> SCHULER, a.g.e., s.5

rağmen bankacılık sektörünün mevduatlarındaki büyüme, parasal büyüklüklerde ciddi bir artışa neden oldu. Para arzının artmasıyla iç talepte meydana gelen canlanma, cari açık hesaplarını kaçınılmaz kıldı, bu da altın rezervlerinin azalmasına neden oldu. 1847 yılında İngiltere Bankası'na açık piyasa işlemleri gerçekleştirme yetkisi verilmesiyle para kurulu sistemi terk edildi. Bugünkü anlamda İngiltere Bankası bir merkez bankası gibi çalışmaya başladı.<sup>15</sup>

Bankacılık Okulu tartışmalarının bugünkü para teorileri içerisindeki yeri Post Keynesyen yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre para arzı içseldir. Yani, para arzı, firmaların, hane halklarının ve bankaların davranışlarının sonucunda belirlenir. Para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki fiyatlardan para arzına doğrudur. Para arzının içselliği durumunda, parasal sektör reel sektörden ve para arzı para talebinden bağımsız olara ele alınamayacaktır. Bu yaklaşımda, merkez bankası, nihai ödünç veren (Lender of Last Resort) bir kurumdur.<sup>16</sup>

### III. PARA KURULU SİSTEMİNİN KURULUŞ AMACI VE UYGULAMA ŞARTLARI

Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, bütçe açıklarının kapatılmasında önemli ölçüde merkez bankası kaynaklarını kullanmaktadır. Merkez bankasının kaynaklarının kullanılması ekonomide enflasyon artışına sebep olur. Enflasyon artışı ise, senyoraj gelirlerinin (karları) ve enflasyon vergisinin oluşumuna neden olur. Hükümetler bu tür kolay gelir kaynaklarını bırakmak istemediklerinden para kurulu sistemine geçmeyi istemeyebilir. Eğer para kurulunun kurulmasıyla ilgili politik kararlılık sağlanırsa son derecede kolay ve kısa bir süre içerisinde para kurulu sistemine geçilir. Nitekim Rusya'da ve Endonezya'da olduğu gibi yaşanan ekonomik problemlerden kurtulmak için ve ülke parasına güvenirliliğin kalmadığı bir durumda para kurulu sistemi kaçınılmaz bir çözüm halini almıştır. Bu durum, siyasilerin para kurulu sistemine karşı direncini kırarak merkez bankası sisteminden para kurulu sistemine geçişi kolaylaştırmıştır.

<sup>15</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.9

<sup>16</sup> ÇOLAK ve TOGAY, a.g.e., s.32

Para kurulunun oluşturulmasında öncelikli olarak yasal düzenlemelerin hükümet onayından geçmesi gerekir. Daha sonra, belirli kurallara bağlı olarak kurulun yöneticileri atanır, merkez bankasının para basma yetkisi para kuruluna devredilir ve kurul için gerekli rezervler hükümet tarafından sağlanır. Para kuruluna geçiş ve uygulama şekli, sistemin nasıl uygulanacağına bağlıdır. Para kurulu uygulaması başlatılırken iki yöntem kullanılmaktadır. Birinci uygulama, merkez bankasının para kuruluna dönüştürülmesidir. İkinci uygulama ise, mevcut merkez bankasının yanı sıra para kurulunun kurulmasıdır. İkinci sistemin birinci sistemden farkı, parasal sistemde her iki kurumunda yer almasıdır.

Para kurulu sistemi, ulusal paraya duyulan güvenin ve ülke parasının değerindeki istikrarın sürdürülmesi yönünden etkili olsa bile, sistem tek başına bu koşulları sağlayamaz. Para kurulu sistemine geçmeden önce bazı önkoşulların sağlanması gerekir. Bir başka ifade ile, para kuruluna geçmeden önce ülkenin makroekonomik politikalarında ve kurumsal yapılarında iyileştirilmeler yapmak gerekir. Sistemin iyi işleyebilmesi için başlangıçtaki makroekonomik dengesizliklerin mümkün derece giderilmesi şarttır. Makroekonomik dengesizliklerin azaltılmasının ilk koşulu, kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılmasıdır. Ülkenin mali durumunun güçlenmesi, para kurulunun kalıcı olacağına olan inancı artırır. Bu güvenin sağlanması rezervlerin artışına katkıda bulunur ve ülke parası üzerinde yapılacak spekülasyonları önler. Bununla birlikte, para kurulu sistemine geçmeden önce, ülkede faaliyet gösteren bankaların güçlendirilmesi gerekir. Aksi takdirde, sistem kurulduktan sonra, bankacılık kesiminde ortaya çıkabilecek bir kriz esnasında, para otoriteleri, bankalara likidite desteği vermek zorunda kalabilir.<sup>17</sup> Para kurulunun kuruluşunda önemli olan diğer koşul, emek ve mal piyasalarında esnekliği sınırlayan öğelerin olabildiğince azaltılmasıdır. Piyasalarda esneklik sağlanmaz ise, talep dalgalanmalarının yaratacağı işsizlik gibi sorunlar, sistemden vazgeçilmesine yönelik baskıları ortaya çıkarabilir. Özet olarak, para kurulu sistemine geçmeden önce, sağlıklı bir mali siyaset izlenmesi, yeterli düzeyde rezerve sahip olunması, sağlam temellere oturmuş bir banka kesiminin oluşturulması ve çalışma yaşamına esneklik getirecek düzenlemelerin yapılması zorunludur.

---

<sup>17</sup> James TOBIN, "Can National Currencies Survive?", *The Annual World Bank Conference on Development Economics* (Nisan 1998), s.5

Para kurulunun kurulması teknik bir konu olduğundan, kurulun kurulmasına karar veren bir ülke IMF ile işbirliğine gitmesi gerekir. Ayrıca, bu konuda uzman kişilerin bulunması gerekir.

#### A) PARA KURULU SİSTEMİNDE KANUNİ TEMELLERİN OLUŞUMU

Para kurulunun kurulmasında ilk aşama politik kararlılığın sağlanmasıdır. Ayrıca, para kurulunun etkin çalışabilmesi için gerekli kanuni temellerin oluşturulması gerekir. Uygulanan para kurulu sistemlerinde, genel olarak, IMF'in öngördüğü kanuni temeller maddeler halinde aşağıda ele alınmıştır;<sup>18</sup>

- i) Para kurulu parasını tamamen konvertibl bir rezerv paraya (ankor para) sabit bir kurdan bağlamalıdır.
- ii) Para kurulu beş yöneticiden oluşan bir kurul tarafından yönetilmelidir. Yöneticilerin ikisi hükümet tarafından, üçü özel bankalar tarafından tayin edilmesi gerekir. Yöneticilerin hiçbiri hükümete bağlı personel olmamalıdır. Para kurulunda karar alınırken, yönetim kurulunun üç üyesi olması şarttır, bu üyelere en az biri hükümet tarafından atanan kişi olmalıdır. Kararlar alınırken yeter çoğunluğun alınması yeterlidir..
- iii) Hükümet tarafından atanan iki yönetici bir ve dört yıl arası göreve atanır, özel banka tarafından atanan üç yönetici ise, iki, üç, ve beş yıl olarak göreve atanır. Yöneticiler, kurula en fazla iki kere atanabilirler.
- iii) Kurul yöneticileri, kurulun personelini işe alır ve işten atabilir, ayrıca personelin maaşını saptar. Yöneticilerin maaşları ise, para kurulu kanunları ile belirlenir.
- iv) Rezerv para (ankor para), istikrarlı bir ekonomiye sahip ülkenin parası olmalı ve para kurulunun parası sabit oranlardan bu paraya bağlanmalıdır.
- v) Para kurulu, tedavüldeki paranın ve mevduatların en az %100 kredi ve yabancı rezervler karşılığında işlem yapması gerekir. Para kurulu döviz rezervleri, rezerv paraya (ankor para) bağlı ödeme araçları veya tahvillerden oluşur. Para kurulu yerel paraya bağlı tahvil ve senetler bulundurmaz.
- vi) Para kurulu bilançosunun özeti her iş günü halka yayınlaması gerekir. İki günden daha fazla bir süre yayınlama ertelenemez. Her üç ayda veya daha kısa periyotlarla yöneticiler tarafından onaylanmış mali raporlar yayınlanmalıdır. Raporlarda, para

<sup>18</sup> Anne Marie GULDE, "The Role of Currency Board In Bulgaria's Stabilization", *IMF Working Papers* (April 99/3), s.12-14

kurulunun elde tuttuğu bonoların piyasa değerleri açıklanmalıdır.

vii) Rezerv ülkenin tüketici fiyat endeksi iki yıldan daha fazla bir süre %5 ile %20 arasında değişir veya altı aydan daha fazla bir süre ile %10 ile %40 arasında değişirse para kurulu 60 gün içerisinde aşağıdaki iki yolu izlemesi gerekir.

-Rezerv ülkedeki tüketici fiyat endeksinin değişim oranı kadar devalüasyon (eğer endeks negatif ise) veya revalüasyon (eğer endeks pozitif ise) yapılır.

-Ya da yeni bir rezerv para seçilir ve para kurulu parası sabit kur üzerinden yabancı yeni bir rezerv paraya (çıpa para) bağlanır.

viii) Eğer para kurulu yeni bir rezerv para seçer ise, iki yıl içerisinde yabancı rezervlerindeki tüm varlıkları yeni rezerv paraya çevirmesi gerekir.

#### B) PARA KURULU SİSTEMİNDE İSTİKRAR TEMELLERİN OLUŞUMU

Para kurulu kurulurken istikrar tedbirlerinin oluşturulması gerekir. İlk olarak, para kurulu sistemine geçişte, politik kararlılığın sağlanması şarttır. Para kurulu sisteminde, tedavül ve bankacılık bölümleri birbirinden ayrılmalıdır. Hükümet değişikliklerinde iktidarlar farklı politikalar izlememelidir. Gerekirse, para kurulu kanunları anayasaya ile korunmalıdır. Para kurulunun istatistikleri (Bilançoda yer alan yükümlülükler ve varlıklar veya tedavül bölümünün bilançosu) halka tüm açıklığıyla yayınlanması gerekir. Merkez bankasının nihai kreditorlük fonksiyonu kaldırıldığından veya azaltıldığından dolayı bankacılık sektörünün gözden geçirilmesi gerekir.<sup>19</sup> Önemli noktalardan biriside, ülkede var olan bir bütçe probleminin ortadan kaldırılması gerekliliğidir. Ayrıca nominal ücretler ve döviz kurları sabitlenirken oluşan tutarsızlıklar, nihai kreditorlüğün olmaması ve sabit döviz kuru altında paranın dolaşım şeklinin açıklığa kavuşturulması gerekir.<sup>20</sup>

Para kurulu sistemi işlerlik kazandırılmadan önce bütçe açıklarının kontrol altına alınması gerekir. Özellikle sistem düşük enflasyon öngördüğünden ülkenin refah düzeyi

<sup>19</sup> Charles ENOC and Anne Marie GULDE, "Are Currency Board A Cure For All Monetary Problems", *IMF Working Paper*, Volume 35, No 4, (December 1998), s.4

<sup>20</sup> Allan MELTZER, "The Benefits and Costs of Currency Boards", *Cato Journal*, Vol 12, No.3 (Winter 1993), s..707

artarken, hükümetin senyoraaj ve enflasyon vergi gelirleri azalacak, bu da bütçe açıklarının daha da artmasına neden olacaktır. Bu yüzden, hükümet borçlarını yurtiçi tasarrufları ve dış alacakları ile finanse etmeli ve bu miktardan fazla borçlanmamalıdır. Eğer bu şartlar (malîyetler) kabul edilirse para kurulu işleyebilir; fakat bütçe açıkları çok yükselirse para kurulu yaşamını sürdüremez.

Para kurulu sisteminde nihai kredite mekanizması çalışmadığından dolayı, bankalarda olası bir likidite sıkışıklığı bankaları zor durumda bırakabilmektedir. Bu durumda, bankalar mevduatlarını bir finansal krizde yerel paraya ve yabancı paraya çevirebilir. Genellikle rezervler mevduatlardan daha az miktardadır, bu durum finansal paniğe neden olabilir. Bu duruma başlıca iki çözüm sunulur. Hükümet borç alımlarını düzenleyebilir veya para kurulu hükümetten döviz ödemelerinin ertelenmesini isteyebilir.

Para kurulu sisteminde sabit kur sistemi, enflasyonun durdurulması, fiyatlar ve ücretler genel seviyesine limit getirilmesi, kur riskini elimine etmesi ve aynı rezerv paranın geçerli olduğu ülkelerden sermaye girişlerini artırması yönünden tercih edildiği gözlenmiştir.<sup>21</sup> Fakat, sabit kur uygulamasında beklentiler, kredibilite eksikliği, yüksek bütçe açıkları, yüksek reel faizler ve yapısal tedbirlerin alınmaması enflasyonun süratle düşürülmesini engelleyebilecek sebeplerdir. Bu durum, ülke para biriminin aşırı değerlenmesine ve cari açığın genişlemesine yol açabileceğine dikkat etmemiz gerekir. Ayrıca, para kurulu sistemine geçerken karşılaşılabilecek diğer bir sorun parasal tabana karşılık gelecek yüksek miktarda dış varlıkların oluşturulması gerekir. Bu durumda, hükümet uluslararası piyasalarda kredibilitesini arttırmalı ve rahat borçlanabilmelidir.<sup>22</sup>

### C) PARA KURULU SİSTEMİNE GEÇİŞ AŞAMASI VE REORGANİZASYON

Para kurulu sistemine geçiş iki farklı uygulama ile yapılır. Bunlardan biri mevcut merkez bankasının para kuruluna dönüştürülmesi, diğer uygulama ise merkez bankasının yanında para kurulu şeklinde yeni bir kurulun kurulmasıdır. Bu modelde merkez bankasının ve para kurulunun piyasaya sürdüğü para birimlerinin rekabeti

<sup>21</sup> Almıla KARASOY, "Para Kurulu Sisteminin Uygulanması", *TCMB Tartışma Tebliği*, No.9622 (Şubat 1997), s.137

<sup>22</sup> A. Riveria BATIZ ve N.R. AMADOU, "Currency Board, Credibility and Macroeconomic Behavior", *IMF Working Papers*, WP/00/97 (Haziran 2000), s.8



incelenmektedir. Burada ilk etapta merkez bankasının para kuruluna geçiş aşaması, ikinci aşamada ise mevcut merkez bankası ve para kurulunun paralel işleyişi incelenecektir.

### **1. Merkez Bankasının Para Kuruluna Dönüştürülmesi**

Merkez bankasının para kuruluna çevirme işlemi basittir. İlk olarak merkez bankasının para basma dışındaki tüm fonksiyonları bakanlıklar ve bankalara dağıtılır. Bağımsız bankacılık yetkisi merkez bankasının bir bölümü olarak oluşturularak ticari bankaları düzenleyebilir ve hükümetin finansal işlemleri üzerine tavsiyeler verebilir. Buna alternatif olarak Maliye Bakanlığı merkez bankasının fonksiyonlarını düzenleme yetkisini alabilir.

İkinci uygulama olarak, rezerv para (ankor para) belirlenerek döviz kuru kısa bir süre belirli bir dalgalanmaya bırakılır. Bu dalgalanma sürecinde döviz kuru piyasa şartlarına göre belirlenir (döviz arz ve talebine göre) ve piyasa şartlarında oluşan kur sabitlenir. Eğer yerli para ile rezerv para arasında belirlenen döviz kuru, ülke parasının aşırı değerlenmesine neden olursa ihracat azalacağından cari işlemler bilançosu olumsuz etkilenir. Ülke parasının rezerv para karşısında düşük değerlenmesi durumunda ise, ithalat azalacağından, buda kalkınma için gereksinim duyulan ara malların ve yabancı malların alımını engelleyecektir. En uygun döviz kuru piyasa şartlarında oluşan arz ve talebe göre belirlenen kur düzeyidir. Bu yüzden döviz kuru sabitlenirken belirli bir süre dalgalanmaya bırakılır, fakat bu dalgalanma 30 günü geçmemelidir.

Döviz kurunda beklenmedik sürprizlere neden olmamak için merkez bankası döviz kurunu sabitlemeden önce halka açık bir şekilde bildirmeli ve merkez bankası bilançosunu ve aktivitelerini günlük raporlar şeklinde açıklamalıdır.

Rezerv para (ankor para) ile sabit bir döviz kuru oluşturulmalıdır. Aynı zamanda, para kurulu parası başlangıç rezervlerinden daha fazla bir miktarda tedavüle sokulmamalıdır. Bu nedenle, para kurulunun mevduatları ve kağıt paraları %100 döviz karşılığı tedavüle sokulmalıdır. Para kuruluna geçiş sürecinde, ticari bankaların merkez bankasının pasifinde bulundurduğu zorunlu karşılıkların belirli bir kısmı, ticari bankaların isteğine bağlı olarak, para kurulu parası veya yabancı rezervlere dönüştürülür, geriye kalan mevduatlar ise enflasyona neden olmaması için iptal edilir. Para kuruluna

geçişte, başlangıç rezervleri parasal taban ile döviz kuruna bağlıdır. Başlangıç rezervleri dolaşımdaki para ile ticari bankaların kurulda bulundurdukları mevduatların toplamının (parasal taban) döviz kuruna bölünmesi ile çıkacak tutar kadar olacaktır. Son aşama olarak ise, merkez bankasının aktif ve pasif kalemlerinin para kuruluna aktarılması ile para kurulu faaliyetlerine başlamış olur.<sup>23</sup>

## 2. Merkez Bankasına Paralel Para Kurulunun Oluşumu

Paralel para kurulu modeli uygulaması için gerekli başlangıç rezervlerin oluşturulması gerekir. Başlangıç rezervlerin hesaplanması çok güç değildir. Bu modelde, başlangıç rezervlerinin halkın kurulacak olan para kurulunu güvenilir bir kurum olarak görmesini sağlayacak kadar olması gerekir. Bunun içinde dolaşımdaki paraların en az %100'üne eşit miktarda başlangıç rezervlerinin olması şarttır.

Para kurulu, tutmak zorunda olduğu net döviz varlıklarının tamamını karşılayamıyorsa, döviz karşılığı devlet gayri menkullerini satabilir veya uluslararası piyasalardan, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlardan kredi alarak sağlayabilir. Para kurulu sisteminde başlangıç rezervlerinin büyüklüğü çok önemli değildir, çünkü, yeni yerli para kendi talebini ayarlar. Merkez bankasının parası ile para kurulu parasını bir rekabet içerisinde ve piyasada belirlenecek döviz kuru çerçevesinde dolaşımına izin verilmesi gerekir. Ayrıca para kurulu parasının yasal ödeme aracı olarak kabul edilmesi gerekir.

Paralel para kuruluna geçiş aşamasında önemli bir konu ise, piyasaya sunulacak para kurulu paralarının iyi hazırlanmış bir plan çerçevesinde nasıl dağıtılacağı konusudur. Bu durumda yapılması gereken yeni paranın her vatandaşa eşit şekilde dağıtılmasıdır. Hanke ve Schuler bu konuyu eski Sovyetler Birliğini örnek vererek açıklamıştır. İlk etapta, her vatandaşa eşit miktarda 15 \$ (Dolar) dağıtılması önerilmiştir. İlk bakışta, 15 \$ çok fazla gözükme de, eski Sovyetler Birliğinde bir işçinin aldığı günlük ücretten yüksek bir miktardı. Para kurulu parası ve rezerv para arasında birebir ilişki olduğu düşünülürse(1\$=1Ruble), hesaplama çok kolay olacaktır.

---

<sup>23</sup> AKYAZI, a.g.e., s.65

Sovyetler Birliğinin nüfusu 275 milyon olduğuna göre, para kurulu parası için %100 rezerv karşılığı olarak 4.1 milyar dolar gerekecektir. Para kurulu %100 rezerv karşılığı para kurulu parası dağıtarak yeni bir parasal sisteme başlaması gerekir. Bu durumda, Sovyetler Birliği para kurulu 4.1 milyar dolara eşit değerde para kurulu parası dağıtır. Eğer bir Amerikan doları 135.33 para kurulu rublesi olsaydı (1\$=135,33 Yeni Ruble), nominal para kurulu parası birebir para kuruluna göre 135.33 kere daha fazla olacaktı.<sup>24</sup>

Para kurulu parasının dağıtım şekli değişik şekillerde olabilir. En kolay metot her vatandaşa veya her haneye eşit miktarda hediye şeklinde dağıtım yapılmasıdır. Geniş bir tabana yayarak yapılan yeni para dağıtımını insanları parasal reformlar ve piyasa ekonomisine geçiş için motive eder.

Döviz kurunun, uygulamada kolaylık olması nedeniyle, bire bir şeklinde sabitlenmesi (1\$=1Ruble), ülke para biriminin aşırı değerlenmesine neden olabilir. Buda, ülke ihracat mallarının fiyatlarını dünya fiyatlarına göre daha pahalı hale getirecek ve cari işlemler açığı artacaktır. Buna karşılık döviz kuru düşük değerlenmiş ise, ithalat mallarının fiyatları yerel para cinsinden artacağından ithalat güçleşecek, ekonomik kalkınma için gerekli olan yatırım malları ithal edilemeyecektir. Bu tür problemleri önlemek için para kurulu sisteminde döviz kurları piyasa arz ve talebe göre belirlenmelidir.

Para kurulu sisteminde, döviz üzerine her türlü kısıtlama kaldırılmalıdır. Para rekabeti sadece para kurulu parası ve merkez bankası parası arasında değil, aynı zamanda, yabancı para ile de yapılmalıdır. İstenilen para biriminin serbestçe elde tutulması ve yönetilmesi ile sağlam bir parasal sistem oluşturulmalıdır.

Para kurulu sisteminin tamamen faydalı bir hale getirilebilmesi için yabancı ticari bankaların serbestçe ülke içerisine girmesine izin verilmesi gerekir. Böylece, ülke içerisinde banka sistemine güven gelir, ayrıca yabancı bankalar finansal problemler hakkında bilgi ve yeni teknikler getirir. Para kurulu sisteminde yabancı banka şubelerinin ülke içerisine serbestçe girmesi, rezerv ülke ile doğal bir ticari bağ kurar. Bununla

---

<sup>24</sup> H. Steve HANKE and Kurt SCHULER, "Currency Boards and Currency Convertibility", *Cato Journal*, Vol.12, No.3 (Winter 93), s.687

birlikte, döviz riskleri ortadan kalkacağından, rezerv ülke daha fazla sermaye transfer ederek ülkenin yatırımlarının daha da artmasına neden olur.

Para kurulu parası merkez bankası parası ile tedavüle girdiği zaman, merkez bankası parası istikrarsız bir para haline dönüştüğünde, ekonomide birçok kişi hesap birimi olarak merkez bankası parasını para kurulu parasına çevirir. Çünkü para kurulu parası merkez bankası parasına göre daha istikrarlı olacaktır.<sup>25</sup>

#### IV. PARA KURULU SİSTEMİNİN ÖZELLİKLERİ

İstikrarlı bir paranın üç farklı fonksiyonu vardır; para, hesap birimi, değişim aracı ve değer tutma aracı olarak kullanılır. Bu fonksiyonları yerine getirmeyen para istikrarlı bir para değildir. Yüksek enflasyona sahip ülkelerde para değer kaybettiğinden paranın fonksiyonlarından olan değer saklama aracı kullanılamaz. Bundan dolayı bu tür para istikrarlı para değildir. Bu nedenle, para, finansal ve reel kaynaklara yönelir. Yine, istikrarlı olmayan para değişim aracı olarak kullanılamaz. Ülkeler istikrarlı olmayan paraları kullanmazlar. İstikrarlı olmayan paralar konvertibil olmaz. Konvertibil paraya sahip olmayan ülkelerin ise dış ticareti ve ekonomik büyümesi olumsuz yönde etkilenir. İstikrarlı olmayan bir para hesap birimi olarak da işlevini gerçekleştirmez. Enflasyon fiyatları bozduğundan hesaplamalar zorlaşır. Hesap birimi olma özelliğini kaybeden para, ekonomik kararlarda, kontrat yapımlarında muhasebe hesaplamalarını imkansız hale getirir.<sup>26</sup>

Gelişmekte olan ülkelerde, para otoriteleri çok fazla finanslama ve yurtiçi harcama yaptıklarından bu ekonomilerde paranın fonksiyonlarını sağlayan güvenilir bir para oluşturulamaz. Bu tür ekonomilerde, hükümet kamu harcamaları için büyük baskı alır (savunma, sağlık, eğitim v.b. harcamalar). Bununla birlikte, hükümet kendi girişimlerini sürdürmek ve yeni girişimlere girmek için sermaye ihtiyacı duyar. Çünkü vergiler ihtiyacı karşılamaz, bu da potansiyel olarak hükümetin büyük açıklar vermesine neden olur.

<sup>25</sup> Karl BRUNNER ve H.Allan MELTZER, "The Uses of Money: Money in Theory of an Exchange Economy", *American Economic Review*, No.61 (Decemder 1971), s.792

<sup>26</sup> Paul WONNACOTT ve Ronald WONNACOT, *Economics* (McGRAW- Hill Book Company, Singapore, 1988), s.228

Para kurulu gelişen ülkelerin parasına istikrar getirir. Para kurulu sisteminde, hükümetten bağımsız para otoritesi kurulur ve muhafazakar para politikası uygulanır. Parasal taban rezerv varlıklara yakın bir miktarda tedavüle sokulur, bu tür bir uygulama enflasyonu düşürür ve yatırımları artırır. Bununla birlikte, bankacılık sisteminde kaydi para ve kredi oluşumunu azaltır. Gelişen ülkelerde para kurulu, para otoritelerine sorumluluk ve finansal kurumlara saygınlık getirir. Bu da istikrarlı bir parayı oluşturur.

Para kurulu uygulayan gelişmekte olan ülkeler para kurulunun sahip olduğu özelliklerden dolayı istikrarlı bir paraya ve ekonomiye sahip olur. Para kurulunun özellikleri ise, rezerv para uygulaması, %100 rezerv karşılık oranı, tam konvertibilite, kurallara bağlı para politikası, nihai kreditorlüğün olmaması, ticari bankaları düzenlememesi, açık (transparan) olması, politik baskılardan korunması, kredibilitenin yüksek olması, faizden senyoraj geliri elde etmesi, enflasyona neden olmaması, yurtiçi hükümet harcamalarını finanse etmemesidir. Para kurulu sisteminin bu özelliklerini belli başlıklar altında inceleyelim.

#### A) PARA KURULU SİSTEMİNDE REZERV PARA

Para kurulu sisteminin güvenilir olması başta milli paranın endekslendiği ülke parasının güvenilir olmasıyla yakından ilgilidir. Bu yüzden rezerv para başlıca uluslararası piyasalarda genel kabul görmüş istikrarlı bir para birimi olmalıdır. Ayrıca rezerv para olarak seçilen paranın üç klasik fonksiyonunu yerine getirmesi sadece ait olduğu ülkede değil, ülke sınırlarının dışında da bu özelliğini sürdürmesi gerekir. Diğer taraftan rezerv ülke birçok finansal imkanları sağlayacak şekilde derin finansal piyasalara sahip olmalı ve ülkenin en önemli ticaret ortağı olmalıdır.<sup>27</sup>

Para kurulu sisteminde, milli para sabit bir kur üzerinden rezerv paraya (ankor para) bağlanır. Seçilen rezerv para uluslararası piyasalarda kabul görmüş istikrarlı bir para olmalıdır. Belirlenen kur süreklilik arz etmelidir, olağanüstü durumlar dışında değiştirilmemelidir. Rezerv paraya (ankor para) karşı devalüasyon yapılmamalıdır.

<sup>27</sup> Charkles ENOC ve Anne-Marie GULDE "Making A Currency Board Operational", *IMF Working Papers*, Sayı.10 (KASIM 1997), ss.5-6

Para kurulu sisteminde sabit döviz kurunun sürekliliği, belli kurallara dayalı olarak güvence altına alınmalıdır. Gerekirse bu kural anayasal düzenlemeyle garanti altına alınır. Bu şekilde bir uygulama sisteme olan güveni artırır. Sabit döviz kuru belirlenirken birebir uygulama şart değildir, başka oranlarda da belirlenebilir.

Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin ağırlıklı olarak kullandığı rezerv para Amerikan Doları ve Alman Markıdır. Günümüzde, sistemi uygulayan ülkelerin önemli bir kısmının ABD Dolarını rezerv para olarak seçtiğini görmekteyiz. Örneğin, Arjantin, Cibuti, Hong Kong, Litvanya, Cayman Adaları ve Bermuda gibi ülkeler ve bölgeler ABD Dolarını rezerv para olarak kullanmaktadır. Ayrıca, Panama ve Liberya ABD Dolarını sanki kendi para birimi gibi kullanmaktadır. Diğer bir ifade ile resmi bir dolarizasyon yapmışlardır. Alman Markı da güçlü ve istikrarlı para birimi olarak rezerv para özelliğini taşır. Fakat, Alman ticaret piyasasına girmenin zorluğu nedeniyle ABD Dolarına göre daha az kullanımı olduğu görülmektedir. Tablo' 1 de görüldüğü gibi ABD Doları dünya gayri safi yabancı döviz piyasasının 1989 yılı nisan ayı itibarı ile %45'ine sahipken, 1992 ve 1995 yıllarında %41'e indiğini görmekteyiz.

Tablo.1. Seçilmiş Ülke Paralarının Dünya Döviz Piyasasındaki Payları

Ülke Paraları	Nisan 1989	Nisan 1992	Nisan 1995
ABD Doları	45.0	41.0	41.5
Alman Markı	13.5	20.0	18.5
Japon Yeni	13.5	11.5	12.0
İngiliz Sterlini	7.5	7.0	5.0
İsveç Frankı	5.0	4.5	3.5
Diğer Paralar	15.5	16.0	19.5

Kaynak: AKYAZI, a.g.e., s.69

Buna karşılık Alman Markının payı aynı yıllarda sırasıyla %13.5, %20 ve %18.5 olmuştur. Diğer ülke paralarının payları ise daha düşük seviyede kalmıştır. Rezerv para olarak diğer paralar arasında Singapur Doları, İngiliz Sterlini ve Danimarka Kronu da mevcuttur. Rezerv para olarak tek bir ülke parası seçilebileceği gibi EURO ve SDR gibi belli bir para sepetine de bağlanabilir. Ancak para sepetinin oluşturulması ülkelerin ticaret paylarına göre oluşturulduğu için sık sık ülke ağırlıklarının hesaplanması gündeme gelebilmektedir. Bu zorunluluk nedeniyle, bu tür paraların rezerv para olarak seçilmesi tercih edilmemektedir.

## B) PARA KURULU SİSTEMİNDE KARŞILIK ORANI

Toplum elinde bulundurduğu yerel parayı rezerv paraya çevirmek istediğinde para kurulunun rezervleri bu talebi karşılayacak miktarda olmalıdır. Para kurulları yükümlülüklerinin (kağıt para, madeni para, mevduat) %100'üne karşılık rezerv tutmak zorundadır. Tutulan karşılık oranları belirli bir kanuna dayandırılır. Birçok para kurulu, tutulan faiz yüklü tahvillerin değer kaybına yönelik koruma sınırı oluşturup, döviz rezervlerini %100'ün üzerinde tutar. Para kurulu sistemi içerisinde ticari bankalar, para kurulu gibi, %100 karşılık bulundurmaya zorunda değildir.<sup>28</sup>

Ortodoks para kurulunun pasifleri sadece emisyon ve öz varlıklardan oluşur. Bundan dolayı, ortodoks para kurulu sisteminde piyasaya sürülen banknotların toplamı karşılığı döviz rezervleri tutulur. Bankacılık sektörünün zayıf olduğu ülkelerde, bankalara kurulda mevduat munzam karşılığı bulundurma yükümlülüğü getirilebilir veya para kurulu bankalararası takas işlemleri yürütebilir. Bu iki durumda da para kurulunun pasiflerine ticari banka mevduatı eklenir. Bu tür durumda, para kurulu tüm yükümlülüğü karşılığında rezerv bulundurması gerektiğinden rezerv büyüklüğü, emisyon ve ticari bankaların kurulda bulundurduğu mevduatın toplamına eşit miktardadır.<sup>29</sup>

Ortodoks para kurulu sistemi uygulayan ülkeler çoğunlukla rezerv karşılık oranını %100 olarak uygulamışlardır. %100'ün altında bir rezerv karşılık oranı uygulanırsa, para kurulu banknot ve madeni paraya karşı olan maksimum talebi çok iyi tahmin etmesi gerekir. Rezerv karşılık oranlarının ne şekilde değerlendirileceği önemli

<sup>28</sup> HANKE ve SCHULER, a.g.e., s.687

<sup>29</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.5

bir konudur. Para kurulunda, senyoraj gelirlerinin sadece faiz gelirlerinden elde edilmesi rezerv paranın nakit olarak tutulması durumunda gelir kaybı oluşacağından para kurulunun alternatif maliyeti yükselecektir. Bu durumu ortadan kaldırmak için karşılık olarak ayrılan rezervlerin nakit olarak değil, gelir getiren alanlara kaydırılması gerekir. Para kurulu, para arzı karşılığında topladıkları rezerv paraları, likit rezervler ve yatırım rezervleri olmak üzere iki farklı şekilde kullanmaktadır. Likit rezervler, iki yıldan daha az vadeye sahip tahvilleri içerir, toplam rezervlerin %30'unu oluşturur. Yatırım rezervleri, daha uzun vadeye sahip tahvilleri içerir, kurulun en önemli kar kaynağını oluşturur.<sup>30</sup>

### C) PARA KURULU SİSTEMİNDE TAM KONVERTİBİLİTE

Para kurulu parası tam konvertibiliteye sahiptir. Kurul parası sabit bir orandan sınırsız olarak rezerv paraya çevrilebilir. Para kurulu parasına sahip olan herkes sabit orandan istediği miktarda rezerv para alabilir veya rezerv paraya sahip herkes sabit orandan para kurulu parası alabilir.

Para kurulu tam konvertibiliteden ziyade uygulanış açısından kısmi konvertibiliteye daha yakındır. Çünkü, para kurulunda tam konvertibiliteden kasıt milli para ve rezerv para arasında geçerli olan bir konvertibilite anlamıdır. Yani milli para diğer dövizlere tam konvertibl değildir. Para kurulu, ticari bankalardaki mevduatları para kurulu parasına çevrilmesini garanti etmez. Bankalar kendi mevduatlarına bir karşılık sistemi oluşturmalarından kendileri sorumludur. Para kurulunda olduğu gibi bankalarda rezerv para bulundurabilmekte, fakat para kurulunda uygulandığı gibi %100 karşılık oranı bulundurulması zorunlu değildir.<sup>31</sup>

Tam konvertibilitenin devamı için %100 karşılık uygulaması çok önemlidir. Böylece yeterli döviz rezervlerinin sağlanması mümkün olmaktadır. Merkez Bankasına sahip ülkelere baktığımızda büyük bir kısmının para birimleri tam konvertibl değildir.

<sup>30</sup> Richard W. KOPCKE, "Currency Boards: One and Future Monetary Regimes?", *Federal Reserve Bank*, Boston (Mayıs/Haziran 1999), s.23

<sup>31</sup> Steve HANKE ve Kurt SCHULER, "Ruble Reform: A Lesson from Keynes", *Cato Journal*, No. 10 (Kış 1991), s.655-656



Merkez Bankasına sahip 158 ülkenin sadece 34'ünün tam konvertibl paraya sahip olduğu göze çarpmaktadır. Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin parası tam konvertibldir.<sup>32</sup>

#### D) PARA KURULU SİSTEMİNDE SENYORAJ

Para kurulu senyoraj gelirini sadece faizden elde edebilir. Para kurulları rezervlerini rezerv paraya endeksli tahvillerden oluşan likit ve yatırım rezervleri şeklinde elde tutar. Para kurulları rezerv paraya dayalı varlıkları elde ettikleri sürece faiz geliri elde etmektedir. Bu gelir kurulların senyoraj geliri olmaktadır.

Karşılıksız para sisteminde, kağıt para basmanın maliyeti ile nominal değeri arasındaki fark olarak tanımlanan senyoraj gelirleri, özellikle enflasyonu yüksek seyir eden ülkelerde, devletin gelir kaynakları arasında yer almaktadır. Yüksek enflasyona sahip ülkelerde senyoraj gelirleri de yüksektir. Fakat para kurulu sisteminde rezerv para karşılığı para arzı belirlendiğinden enflasyon yükselmez, bu da ülkelerin senyoraj gelirlerini ortadan kaldırır. Para kurulları mevcut rezervlerinin tamamını nakit olarak tutarsa, senyoraj geliri rezerv ülkeye akacaktır. Para kurulunun elde ettiği net senyoraj geliri yani elde ettiği kar, rezervler üzerinden elde ettiği faiz gelirden tedavülde bulunan kağıt ve madeni paranın basım masrafları çıkarıldığında elde edilen gelirdir.

Para kurulu sistemini uygulayan ülkeler bunun yerine ikame politika olan dolarizasyon politikasını uygulamış olsaydı, yani başka bir ülkenin para birimini kendi para birimi olarak kullansalardı, senyoraj gelirlerini para birimini kullandıkları ülkeye aktarmış olacaktı. Gelişmekte olan bir ülke için önemli bir gelir kaybı olacaktı. Bu gerçeği gören ülkeler, dolarizasyon politikası yerine para kurulu sistemini tercih ederek, kendi milli paralarını piyasaya sürerek senyoraj gelirlerinin ülke içerisinde kalmasını sağlamışlardır. Seçilmiş bazı ülkelerin senyoraj gelirini ve enflasyon bütçe dengeleriyle olan ilişkisini Tablo 2'de incelediğimizde; gelişmekte olan ülkelerde senyoraj gelirleri sanayileşmiş ülkelere oranla çok daha yüksek olduğunu görmekteyiz. Sanayileşmiş ülkelerde senyorajdan elde edilen gelirin GSYİH'ya oranı %1'in altındadır. Fakat, bu oran gelişmekte olan ülkelerde daha yüksektir. Genel olarak enflasyonu yüksek olan ülkelerde senyoraj gelirleri de yüksektir. Çünkü, bu ülkelerde enflasyondan dolayı parasal taban artışı hızlıdır. Para kurulu sistemini uygulayan Arjantin, Meksika ve

<sup>32</sup> HANKE ve SCHULER, a.g.e, s.691

Endonezya'nın durumunu incelediğimizde, enflasyonun düştüğünü dolayısıyla senyoraj gelirlerinin azaldığını, ayrıca bu ülkelerde, para kurulu sisteminin uygulanmasıyla, bütçe açıklarının düştüğünü görmekteyiz. Türkiye'de ise, senyoraj gelirleri GSYİH'nin %3'ünü oluşturmaktadır, bu da ülkede parasal tabanın nominal GSYİH'ya göre daha hızlı arttığını göstermektedir.

Tablo.2. Seçilmiş Bazı Ülkeler İçin Senyoraj Geliri, Enflasyon ve Bütçe Dengeleri (%)

	Senyoraj <sup>1</sup>		Enflasyon		Bütçe Dengesi <sup>2</sup>	
	1980-199	1992-1997	1980-1991	1992-1997	1980-1991	1992-1997
A.B.D.	0.35	0.32	5.4	2.8	-3.5	-3.3
Almanya	0.48	0.30	2.9	3.5	-2.4	-1.6
Çin	3.54	7.75	6.5	16.1	-1.8	-1.9
Singapur <sup>3</sup>	1.57	1.22	2.9	2.3	5.2	13.1
Arjantin <sup>3</sup>	4.58	0.91	678.5	10.8	-5.2	0.1
Brezilya	4.35	7.46	535.9	1319.6	-0.7	-0.3
Meksika <sup>3</sup>	3.72	0.69	61.7	16.8	-6.8	0.1
Endonezya <sup>3</sup>	0.80	1.00	9.5	8.8	-0.7	-0.3
Türkiye	2.98	3.14	53.3	84.0	-3.3	-4.7

Kaynak: Paul R.Masson, Miguel A. Savastano ve Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targetting in Developing Countries", *IMF Working Paper*, WP/130 (1998), s.36

1. Parasal Tabandaki Yıllık Değişimin Nominal GSYİH'a Oranı
2. Bütçe Açığının GSYİH'ya Oranı
3. Para Kurulu Sistemini Uygulayan Ülkeler

## E) PARA KURULU SİSTEMİNİN DİĞER ÖZELLİKLERİ

Para kurulu sisteminde kurallara dayalı sınırlı para politikası uygulanır. Para kurulunun, döviz kurunu ve rezerv oranlarının değiştirilmesine ve ticari bankalara müdahalesine izin verilmez. Para kurulu sadece ticari bankaların ve halkın talep ettiği miktarda sabit bir orandan rezerv para karşılığı para tedavüle sokar. Kurul para talebi değişmesine karşı pasif bir rol üstlenir. Para arzı sadece piyasa güçleri tarafından belirlenir. Bunun anlamı para arzı mekanizmasının içsel hale gelmesidir. Yani, para kurulu ihtiyari güce sahip değildir. İşleyişi tamamen otomatiktir. Merkez Bankasından farklı olarak, para kurulu ne hükümetin bir finansman aracı olarak kullanılabilir ne de devlet girişimleri için kredi faiz oranları piyasa faiz oranlarının altında verilir, yani bütçe kısıtlamaları vardır. Para kurulu sisteminde, hükümet harcamaları sadece vergilerle veya borçlanmayla finanse edilebilmektedir.

Para kurulunun bir özelliği de açıklık ve yüksek güvenilirliğe sahip olmasıdır. Kurulun işlemleri çok basit ve kolayca anlaşılabilir olması işlemlerin şeffaflığını arttırmaktadır. Ayrıca, para politikasının kurallara dayalı olması, %100 rezerv karşılık oranının olması, politik baskıların olmaması, tam konvertibilitayı sürdürmesi sabit bir orandan rezerv paraya bağlanması kurulun kredibilitasını arttırmıştır.

## V. PARA KURULU SİSTEMİNİN İŞLEYİŞİ

Para kurulunun başlıca hedefi parasal istikrar, düşük enflasyon ve faiz oranı sağlayarak ülkenin kredibilitasını arttırmaktır. Bu kredibilitayı sağlamak için üç şartın sağlanması gerekir. İlk etapta parasal tabanı destekleyen yeterince karşılık rezerv para bulundurulması gerekir. İkinci uygulama, yeterince sınırlandırılmış mali politikaların uygulanması ve üçüncü olarak da oldukça sağlıklı bir finansal sistemin kurulması gerekir.<sup>33</sup> Para kurulu sistemi, dövizin ülkeden çıkışı ve girişine göre otomatik olarak reaksiyon gösteren mekanizmaya sahiptir. Bu otomatik mekanizma para arzının değişmesine yol açar, bu da faiz oranlarını değiştirir. Karşı hareket olarak döviz hareketlenir ve çıktı (output) ve istihdam ayarlamasına neden olur. Aynı zamanda para kurulu bilinçsizce uygulanan politikalarının önünü keser. Bununla birlikte para

<sup>33</sup> Veerathai SANTIPRABHOB, "Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience" *IMF Working Papers*, No.151 (Aralık 1997), s.6

kurulunda merkez bankasının nihai kreditorlük rolü sıkı bir şekilde sınırlandırılmıştır. Para politikasında ihtiyari para politika uygulaması yoktur. Para kurulu sisteminde iktisadi ayarlama ücret ve fiyat aracılığıyla yapılır, fakat bu tür bir iktisadi ayarlama (özellikle işgücü piyasasında) daha yavaş ve daha sancılı olmaktadır.<sup>34</sup>

Para kurulu sistemi oldukça basit bir işleyiş mekanizmasına sahiptir. Para kurulu sisteminde, kurulun bulunduğu merkezde yerli para ile rezerv para değişimi gerçekleştirecek az sayıda çalışanla birlikte toplanan rezerv paraların yatırım rezervleri şeklinde değerlendirilmesi için uluslararası finansal yatırım alanlarında uzman kişilerin çalıştırılması yeterli olmaktadır. Para kurulunun gerek rezerv ülkede gerekse ülkenin çeşitli merkezlerinde şubeleri olabilir. Şubeler sadece rezerv para karşılığı yerel para değiştirme hizmetini yapar. Ticari banka kurulun bir şubesi gibi hareket edebilir. Kurul, döviz işlemlerini ticari bankalarla toplu bir şekilde yapılmasını teşvik eder. Halkın birçoğu elinde bulundurduğu döviz ticari bankalara götürür, fakat para kuruluyla da direk bağlantı yapabilir. Kurul her iki durumda da düşük miktarda (işlemlerin %1/8 i ile %1 arasında) komisyon alır.<sup>35</sup>

Para kurulu üç ile sekiz kişiden oluşan küçük bir yönetim kuruluna sahiptir. Yönetim kurulu ve yönetici oldukça sınırlı yetkilere sahiptir. Merkez Bankasından farklı olarak yöneticiler para politikalarını kullanamazlar. Para kurulu personeli başlıca iki fonksiyonu yerine getirir: Rezerv parayı para kurulu parasına çevirmek ve yüksek getirili rezerv para endeksli tahvillere yatırım yapmak. Aynı zamanda, döviz rezervleri, rezerv ülkenin seçkin bankaların vadeli mevduatlarında veya rezerv ülkenin merkez bankasında da tutulabilir. Para kurulu milli paraya bağlı varlıkları elinde bulundurmaz; çünkü bu tür bir uygulama tipik merkez bankası işlemlerinin işlemesine yol açar. Aksi takdirde para kurulu merkez bankası gibi yerel tahviller karşılığında para basabilir.

Geçmişte birçok para kurulları rezerv para olarak tek bir döviz kullanmışlardır. Yine de bazı kurullar rezerv para olarak altın ve gümüş kullanmayı tercih etmiştir. Fakat fiziksel olarak altın ve gümüş karşılığında piyasaya borç verilmesi iyi bir kalkınma

<sup>34</sup>Anne Marie GULDE, Juha KAHKONEN ve Peter KELLER; "Pros and Cons of Currency Board Arrangements in The Lead-Up to EU Accession and Participation in The Euro Zone", *IMF PDP/00/1*, s.5-6

<sup>35</sup>HANKE ve SCHULER, a.g.e, s.693

yöntemi değildir. Çünkü, altın ve gümüş rezervlerinin faiz getirisi yoktur. Bu tür kurullar elinde dövize endeksli tahvil bulduran kurullara göre daha az getiri sağlar.

Günümüzde 14 ülke para kurulu sistemini uygulamaktadır. Bu modern kurullar ilk sömürge kurullarının bir çok özelliğini günümüz şartlarına intibak ettirerek kendi parasını finansal ve ticari işlemlerde kullanılmasını sağlamak amacıyla kurulmuştur.<sup>36</sup> Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin amacı uzun dönemde kendi paralarının istikrarını sürdürmek olmasına rağmen, bu ülkeleri makroekonomik şartlarına bağlı olarak iki gruba ayırabiliriz.

İlk grup ülkelerden Arjantin (1991), Bulgaristan (1997), Estonya (1992), Hong Kong (1983) ve Litvanya (1994) para kurulunu yaşadıkları ekonomik kriz ve ekonomik istikrar programlarını desteklemek amacıyla kurmuştur. İkinci grup ülkeler ise, Brunei Darussalam (1967), Dijibotu (1949) ve Doğu Karayip Merkez Bankası (ECCB)'na üye ülkeler parasal yönetimi sınırlamak amacıyla para kurulu sistemini uygulamıştır. Para kurulu sistemini uygulayan bu ülkeler son yirmi yıl içerisinde en az bir kere banka krizi yaşamışlardır.

Tablo'3'ü incelediğimizde, para kurulu sistemi uygulayan ülkelerin karşılık sistemi açısından farklılık içerdiğini görmekteyiz. Para kurulu sistemi uygulayan ülkelerden Arjantin, Bosna, Bulgaristan, Dibouti, Estonya, Hong-Kong ve Litvanya minimum karşılık oranı olarak parasal tabanın %100'ünü korurken, bu oran Drinue-Darussalam Sultanlığında minimum %70, Doğu Karayip'te %60 olarak uygulanmıştır. Fakat bu oranlar daha yüksek olarak gerçekleşmektedir. Örneğin Arjantin parasal tabanın (Mo) %139'unu, Bulgaristan %105'ini, Dijibotu %125'ini, Estonya %145'ine karşılık rezerv para bulundurmaktadır. Buradan anlaşılacağı gibi para kurulu ile ilgili uygulamalarda katı kurallar mevcut değildir. Her ülke kendi iktisadi yapısına göre karşılık sistemi uygulamaktadır. Bu durum ülkelerin büyüklüğü, istikrarı ve güvenilirliği ile yakından ilgilidir.

Para kurulu sisteminde karşılık olarak tutulan rezervlerin ne şekilde değerlendirileceği de önemlidir. Çünkü, para kurulu sisteminde senyoraaj gelirleri sadece

<sup>36</sup>E. Carlos ZARAZAGA, "Arjantina, Meksiko, And Currency Boaed: Another Case of Rules Versus Discretion", *Federal Rezerv Bank of Dallas Economic Review*, 4. Basım, (1995) s.14-15

Tablo.3. Para Kurulu Sistemini Uygulayan Ülkelerin Özellikleri

Ülke	Kuruluş Tarihi	Rezerv Para	Rezerv Varlıklar	Minimum Karşılık Oranı	Gerçekleşen Karşılım Oranı	Döviz Mevduatları
Arjantin	1991	U.S. Dolar	2/3 Yabancı Varlıklar ve Altın, 1/3 U.S. Dolara Endeksli Tahviller	Parasal Tabanın %100 (M <sub>0</sub> )	Parasal Tabanın %139 ve M2'nin %27	%53
Brunei- Darussalam	1967	Singapur Doları	Likit Yabancı Varlıklar ve Hisse Senetleri	Merkez Bankası Parasal Yükümlülüğünün %70	Merkez Bankasının Yükümlülüğünün %80	Bilgi Yok
Bosna	1997	Alman Markı	DM endeksli Tahviller	Merkez Bankası Parasal Yükümlülüğünün %100	Parasal Tabanın %100 ve M2'nin %66	%86
Bulgaristan	1997	Alman Markı	Yabancı Varlıklar ve Altın	Parasal Tabanın %100	Parasal Tabanın %105 ve M2'nin %84	%56
Djiboutu	1949	U.S. Dolar	Yabancı Varlıklar	Dolaşımdaki Paranın %100	Parasal Tabanın %125 ve M2'nin %22,5	Bilgi Yok
Estonya	1991	Alman Markı	Yabancı Varlıklar ve Altın	Parasal Tabanın %100 (Merkez Bankasının Sertifikalarını İçermiyor)	Parasal Tabanın %145 ve M2'nin %41	%41
Hong Kong (Çin)	1983	U.S. Dolar	Yabancı Varlıklar	Kağıt ve Madeni Paranın %105	Parasal Tabanın %109 ve M2'nin %7	%44
Litvanya	1994	U.S. Dolar	Yabancı Varlıklar ve Altın	Parasal Tabanın %100 ve Merkez Bankasının Likit Yükümlülüğü	Parasal Tabanın %105 ve M2'nin %63	%61
Doğu Karayib Merkez Bankası: Antigua ve Barbuda, Dominica, Grenada, St. Kitts ve Nevis, St. Lucia, Vincent ve Grenadines	1965	U.S. Dolar	Yabancı Varlıklar ve Altın	Parasal Tabanın %60	Meduatların %82-99 ve Mevduatların %12-20	Bilgi Yok

Kaynak: Atish R. GHOSH, Anne Marie GULDE ve Holger C. WOLF, "Currency Boards: Ultimate Fix?", International Monetary Fund, Working Paper (Ocak 98/8), s.9

faiz gelirlerinden elde edildiğinden, rezerv paranın nakit olarak tutulması senyoraaj geliri kaybına yol açacak ve para kurulunun alternatif maliyeti yükselecektir. Bu yüzden, para kurulu sistemi uygulayan ülkeler biriktirdikleri rezervleri gelir getirici alanlarda kullanmak zorundadır.

Tablo'3'ü incelediğimizde, kurullar, rezerv varlık olarak altın ve dövize endeksli tahvilleri yani likiditesi yüksek varlıkları bulundurduğunu görmekteyiz. Örneğin, Arjantin rezervlerinin 2/3'ünü yabancı varlık ve altın olarak, 1/3'ünü ABD dolarına endeksli tahvillerden oluşturmaktadır. Diğer kurullarda rezervlerini genelde likiditesi yüksek yabancı varlık ve altın olarak tutmaktadır. Bu ülkelerin genellikle rezerv para olarak ABD dolarını tercih ettiğini görmekteyiz. Brunei-Darussalam Singapur Dolarını, Bosna, Estonya ve Bulgaristan ise Alman Markını kullanmaktadır.

Para kurulu sisteminin bilanço yapısını incelediğimizde merkez bankasının bilançosundan farklı olduğunu görürüz. Para kurulu sisteminde parasal taban döviz rezervlerine bağlıdır. Döviz arzındaki artış, ödemeler dengesi fazlası ile özel sektör ve banka sisteminin ulusal para talebine bağlı olduğu için, para kurulunun emisyon üzerinde hiçbir inisiyatifi yoktur.<sup>37</sup>

Para kurulunun bilançosunu basitçe incelediğimizde, bilançonun aktif tarafında sadece dış varlıklar, pasif kısmında ise tedavüle çıkan para (emisyon) ve özvarlıklar bulunduğunu görürüz. Bilanço aktifinde sadece dışvarlıkların bulunması, içvarlık kaleminin olmaması, kurulun kamuya, özel sektöre, bankalara ve hazineye teşvik için kredi verilebilmesi imkanının olmadığını gösterir.

---

<sup>37</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.3

Tablo.4. Basitleştirilmiş Para Kurulu Bilançosu

<b>Aktifler</b>	<b>Pasifler</b>
Dış Varlıklar Likit Rezervler Yatırım Rezervleri Nakit Rezervler	Tedavüle Çıkan Para (Ticari Banka Mevduatı) Özvarlıklar

Kaynak: WILIAMSON, a.g.e. , s.5

Para kurulu, para politikası araçlarıyla para arzını değiştiremez. Parasal taban, ancak, özel kesimin yada bankaların ulusal para ihtiyacını karşılamak için yada ödemeler bilançosunun fazlalık vermesi durumunda arttırılabilir. Para kurulunda, parasal tabanın, dış varlıklardaki dalgalanmalara karşı iç varlıklardaki değişikliklerle kontrolü yani sterilizasyon politikası uygulanamaz. Bilançonun aktifinde yer alan dış varlıklar üç farklı alanda değerlendirir. Bunlar likit rezervler, yatırım rezervleri ve az bir miktarda nakit olarak (%30) tutulur. Bilançonun pasif kısmını incelediğimizde, banka ve kamu mevduatı ile açık piyasa işlemleri gibi kalemleri görmemekteyiz. Bu da para kurullarının ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemlerini yapamaması, reeskont kredilerini verememesi, ticari bankalara zorunlu karşılık oranı uygulayamaması ve likidite oranı gibi yatırımlarla kontrol edememesi anlamına gelir. Fakat bazı para kurulu uygulamalarında mevduat munzam karşılığı tutma zorunluluğu getirilmektedir. Bu durumda, para kurulunun pasifleri arasında, bilançoda parantez içerisinde belirtildiği gibi, ticari banka mevduatı yer alır.

## VI. PARA KURULU SİSTEMİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

Para kurulu sisteminin güçlü ve zayıf yanlarını değişik ekonomik şartlarda etkilerini ve bu sistemde ekonominin iç ve dış şoklara karşı nasıl kontrol edileceğini ayrıntıları ile incelemek gerekmektedir. Kronik enflasyon sorununu çözmekte zorlanan ülkelerde merkez bankasına alternatif olarak önerilen para kurulu sistemi, ekonomiye sağladığı faydalar yanında bazı maliyetleri de beraberinde getirmektedir. Bu fayda ve



maliyetleri ayrıntıları ile inceleyelim<sup>38</sup>

## A) PARA KURULU SİSTEMİNİN AVANTAJLARI

Para kurulu sisteminin gerek teorik yapısı gerekse uygulama sonuçları ile kanıtlanmış birçok üstünlükleri vardır. Bu faydaları başlıca üç başlık altında toplayabiliriz. Bunlar, makroekonomik disiplinin sağlanması, otomatik dış ödemeler dengesi mekanizmasının kurulması, ulusal paraya güvenin sağlanmasıdır. Bu avantajları ayrıntılarıyla inceleyelim.

### 1. Makro Ekonomik Disiplinin Sağlanması

Yüksek enflasyon ve hiperenflasyon yaşayan ülkeleri incelediğimizde, enflasyonun ana sebebinin bütçe açıkları ve bu açıkların finansman yöntemi olduğu görülür. Bağımsız olmayan merkez bankası sistemlerinde, bütçe açıklarının önemli bir kısmının merkez bankası tarafından para yaratılarak finanse edildiği görülmektedir. Bu politikaların oluşturduğu dengesizliklerin maliyeti yüksek enflasyondur. Para ve mali disiplinin sağlanması para kurulu sisteminin devamlılığı için en önemli unsurdur. Sistemde, paranın tam konvertibil olması, ihtiyari para politikasının uygulanmaması, döviz kurunun sabitleştirilmesi ve para arzının sadece yabancı varlıklara karşılık değiştirilmesi gibi düzenlemeler parasal disiplini sağlayan unsurlardır.

Para kurulu sisteminde parasal disiplinin yanında mali disiplininde sağlanması gerekir. Mali disiplinin sağlanabilmesi için merkez bankası kaynaklarının hükümete veya kamu kuruluşlarına kullanılmasının kesinlikle sınırlandırılması gerekir. Böylelikle para kurulu uygulamalarında mali disipline daha fazla önem verilmesi gerekmektedir. Sistem, bütçe açıklarının sürekliliğine ve bunun merkez bankası kaynakları ile karşılanmasına, yani monetizasyona, kesinlikle izin vermemektedir. Mali disiplinin sağlanması ise, para otoritesinin yetkisini hükümetten yani hazineden daha yüksek tutmakla gerçekleşir.

---

<sup>38</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.ge., s.27

Bütçe açıkları kapatılmadan istikrar politikalarının kalıcı bir çözüm üretemeyeceğini kavrayan bir hükümet, para kuruluna geçişle birlikte maliye politikalarında köklü değişikliklere giderek enflasyona neden olan unsurları ortadan kaldıracaktır. Yalnız, para kurulu, hükümetlerin popülist politikalarına direk etkili olamaz ve bundan dolayı oluşacak bütçe açıklarını engelleyemez. Fakat para kurulu sisteminde, mali disiplin sağlandıktan sonra tekrardan sorumsuz politikalara dönmenin ekonomik ve siyasi maliyetinin hükümetler için daha da yüksek olacağı kaçınılmaz bir gerçektir.

Para kurulu sisteminde, bütçenin denk veya fazla verme zorunluluğu yoktur. Yani bazı şartlar altında bütçe açıklarına izin verilebilmektedir. Bu tür bir bütçe açığının ancak merkez bankası kaynakları kullanılmadan, piyasa şartları altında iç ve dış piyasalardan yapılması ve iç piyasadaki borçlanmanın kamu iç borçlanma tahvillerinin doyma sınırını aşmaması durumunda verilebileceği belirtilmiştir. Gelişmekte olan ülkelere baktığımızda, enflasyonun ana nedeni olarak parasal dinamikleri ve buna bağlı olarak bütçe açıklarını ve bütçe açıklarının önemli bir kısmını ise merkez bankasının oluşturduğunu görmekteyiz. Bu nedenle para kurulu sisteminde hükümetin disiplinli maliye politikası izlemesi gerekmektedir.<sup>39</sup>

Sistemin uygulanması ile hükümetler bütçe disiplinine çok önem verecekler. Bundan dolayı da merkez bankası kaynaklarına müracaat edilmeyecek, borçlanma ihtiyacı dış ve iç kaynaklardan piyasa şartları altında yapılacaktır. Böylelikle para kurulu sistemi mali disiplinsizliğin ortadan kaldırılmasında önemli bir rol oynayacaktır.

## **2. Otomatik Dış Ödeme Bilanço Mekanizmasının Kurulması**

Gelişmekte olan ülkelerin önemli sorunlarında birisi de, ödemeler bilançosu açığının süreklilik göstermesi ve belli dönemlerde ortaya çıkan ödemeler bilançosu krizlerinin ülke ekonomisinde oluşturduğu daralmalardır. Bütçe açıkları ve buna bağlı olarak ortaya çıkan enflasyonist süreç, ulusal paranın aşırı değerlenmesine ve bunun sonucunda ödemeler bilançosunun bozulmasına rezervlerin azalmasına neden olur. Para arzının rezerv kaybına paralel olarak azalması gerekir. Eğer merkez bankası sterilizasyon

---

<sup>39</sup> AKYAZI, a.g.e., s.71

politikasına başvurursa iç talepte gereken daralma gerçekleşmez. Bunun neticesinde ödemeler bilançosu açığı kapanmaz ve ekonomi krize girer. Para kurulu sisteminde sterilizasyon politikası uygulanmadığından ödemeler bilançosu açıkları döviz çıkışına bağlı olarak para arzını daraltır. Bu durumda, iç talepte bir daralma görülür ve ödemeler bilançosu açığı ortadan kalkar. Sistemde, sterilizasyon politikası olmadığından ödemeler bilançosunda dengesizlik uzun sürmez.

Ödemeler dengesindeki otomatik uyum mekanizmasının çalışması yerel fiyatların esnekliğine bağlıdır. Hong Kong, Estonya ve Singapur gibi dışa açık küçük ülkelerde dış ticarete konu olan malların GSMH içindeki payı yüksek olduğundan, sabit kur rejimiyle ödemeler bilançosu açıkları daha kolay kapatılır. Türkiye ve Arjantin gibi orta büyüklükte ülkelerde ve nispeten daha az dışa açık ekonomilerde otomatik uyum mekanizması daha yavaş çalışır. Buna rağmen, para kurulu sisteminde ödemeler dengesinin krize girme ihtimali çok zayıftır. Sistemin bilanço üzerindeki diğer olumlu etkisi ise, makroekonomik disiplinle sağlanan ücret, fiyat ve döviz kuru istikrarı sonucunda hem dış ticaret hacminin artmasına, hem de ihracat ve ithalattaki dalgalanmaların azalmasına neden olmuştur. Bu üç büyüklüğün dalgalanmaları asgariye indirilmesi (özellikle döviz kurunun), ihracat ve ithalat fiyatlarını dalgalanmasını azaltacak, bu da piyasada fazla risk alınmadan uzun dönemli dış ticaret bağlantılarının yapılmasını sağlayacaktır. Bu da ülkenin uluslararası piyasalarda rekabet gücünün artmasına yardımcı olacaktır.

### **3. Konvertibilite Sağlanarak Ulusal Paraya Olan Güvenin Artması**

Para kurulu, pasiflerinin tamamının karşılığı olarak rezerv para ve rezerv para cinsinden yabancı varlıklar bulundurmakla ulusal paranın konvertibilitesini garanti altına alır. Konvertibiliteyle ulusal paraya olan güvenin sağlanması ve makroekonomik disiplinin sağlanmasıyla ülkede para ve maliye politikalarına olan güven tekrar sağlanmaktadır. Güven ortamının sağlanması ile mali sistem derinleşerek hükümet uzun vadeli borçlanma imkanı bulur, dolayısıyla iç ve dış piyasalarda ödediği risk primi ve borç faizleri düşer. Türkiye gibi bütçe gelirlerinin büyük bir kısmının faiz ödemelerine giden ülkelerde faiz oranlarında düşüş ve uzun dönemli borçlanma imkanı bütçede önemli bir tasarruf sağlar. Para kurulu sistemini uygulayan Arjantin'de bir yıl vadeli mevduat faiz oranları %150'lerden %20'ye düşmüştür. Faiz ödemeleri GSMH

içerisindeki payı %4,8'lerden %1'lere inmiş, bütçe açıkları -%5.2'lerden %0,1'lere düşmüştür. Benzer gelişmeler para kurulu uygulayan Estonya, Litvanya ve Bulgaristan'da da görülmüştür.<sup>40</sup>

Para kurulu basit bir işleyiş mekanizmasına ve idari açıdan küçük ölçekli bir yapıya sahip olması nedeniyle sistemi daha etkin kılmaktadır. Ayrıca para otoritesi, yapılan işlemlerle ilgili günlük, aylık ve yıllık periyotlarla yayınlar yapması, işlemlerin kamuoyu tarafından daha anlaşılır olmasına neden olur, bu da enflasyonun nedenleri arasında yer alan enflasyonist beklentileri azaltır.

Para kurulu sistemi yapısı gereği uygulamaya koyduğu birçok radikal nitelikteki önlemlerle, tam konvertibilitenin sağlanması, sabit döviz kuru ve bunun getireceği kolaylıklar, dış varlıklara dayalı karşılık sistemi, mali açıkların monetizasyonunun kaldırılması, politik baskıların engellenmesi gibi önlemler ülkede kaybolan parasal ve mali güvenirliliğin yeniden sağlanmasında önemli bir rol oynar.

## B) PARA KURULU SİSTEMİNİN DEZAVANTAJLARI

Para kurulunun ekonomiye katkıları yanında birtakım problemleri de beraberinde getirmektedir. Bu problemlerin bir kısmı yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş aşamasında yaşanan problemler, bir kısmı da para kurulu sisteminin kendi yapısından kaynaklanan problemlerdir. Bu sorunları dört başlık altında inceleyeceğiz: i) Ulusal para biriminin aşırı değerlendirilmesi ii) Senyoraj gelirleri ve enflasyon vergilerinin azalması iii) Kısa dönemli makroekonomik problemler iv) Kuruluş aşamasında gerekli döviz rezervlerinin oluşturulması

### 1. Ulusal Para Biriminin Aşırı Değerlenmesi

Para kurulu sisteminde parasal ve mali disiplin sağlanırken ortaya çıkabilecek en büyük sorun ulusal paranın aşırı değerlendirilmesidir. Aşırı değerlendirme sorunu, para kurulunun yüksek enflasyonlu bir ülkeye sabit döviz kuru esasını getirmesinden kaynaklanır. Sabit kur uygulamasında, ülkeler arasındaki fiyat farklılıklarının yüksek

---

<sup>40</sup> Paul R.MASSON, Miguel A.SAVASTANO ve Sunil SHARMA, "The Scope for Inflation Targetting in Developing Countries", *IMF Working Papers*, WP/130 (1998), s.36

olduğu durumlarda nominal döviz kurları bu farklılıkları yansıtacak seviyede olmayıp bu seviyenin altında veya üstünde olabilir. Eğer nominal döviz kurları, iki ülke arasında fiyat farklılığından daha düşük bir seviyede ise ulusal para aşırı değerlenecek, üzerinde ise eksik değerlenecektir. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi durumunda ihracat azalacağından cari işlemler açığı artabilir.

Sabit döviz kuru uygulamasına rağmen, dış ticarete tabi olmayan malların fiyatları, beklentiler, endeksleme ve yürürlükte olan sözleşmelerle belirlenmiş ücretler, enflasyonun süratle düşmesine engel teşkil eder. Bundan dolayı, sabit döviz kuruna geçilmesiyle birlikte belirtilen unsurlara bağlı olarak enflasyonun rezerv ülkeye yaklaşma süreci uzayabilir. Sabit döviz kuru uygulamasıyla enflasyonun rezerv ülkedeki düzeylere çekilmesi arasında geçen sürenin uzunluğu ve ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi, yerli ürünlerin iç ve dış piyasalardaki rekabet gücünü azaltacak, buda cari işlemler açığının daha da artmasına neden olacaktır. Enflasyon düşüşü ne kadar yavaş gerçekleşirse, aşırı değerlenme sorunu da o kadar büyük problem oluşturacaktır.

Para kurulu sisteminde aşırı değerlenmeye karşı bazı çözüm önerileri getirilmiştir. İlk çözüm olarak, Williamson (1995) para kurulu sistemi uygulanmaya başlanırken yüksek oranlarda devalüasyon yapılarak (maksimum devalüasyon) başlanması gerektiğini öne sürmüştür. Maksimum devalüasyonla başlangıçta düşük değerlemeye neden olan ulusal para daha sonra enflasyon artışı nedeniyle gerçek değerine ulaşacaktır. İkinci çözüm önerisi Osband ve Villaneuva (1993) tarafından yapılmıştır. Bu öneriye göre, döviz kurunun para kurulu sistemine geçer geçmez sabitlenmesi yerine, yapılacak olan devalüasyonun belli bir takvim içerisinde zamana yayarak halka duyurulması ve bu zaman dilimi sonunda sabit kura geçilmesi önerilmiştir. Aşırı değerlenme sorunu, Arjantin gibi bütçe açıklarını başarıyla kontrol altına almış bir ülkede dahi krize yol açabilecek kadar ciddi bir sorun olabilmektedir.<sup>41</sup>

## **2. Senyoraj Gelirleri ve Enflasyon Vergilerinin Azalması**

Merkez bankası artan para talebini karşılamak için para basar. Karşılıksız (fiat) para döneminde, devlet bu işleminden kazançlı çıkar. Kağıt para basmanın maliyeti

---

<sup>41</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.33

nominal değerine göre çok düşüktür. Para kurulu sisteminde, devlet para basma tekelinden kazandığı senyoraj gelirini kaybedebilir. Çünkü, para kurulu rezervlerini bir başka ülkenin parası cinsinden tutarak özel kesimden aldığı senyoraj gelirlerinin bir kısmını veya tamamını rezerv para ülkesinin merkez bankasına hibe etmiş olur. Bu durum bütçe problemini de beraberinde getirir. Senyoraj ve enflasyon vergilerinin azalması bütçe açığının artmasına neden olur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon vergisi ve senyoraj gelirleri küçümsenemeyecek bir gelir kaynağıdır. Örneğin Türkiye’de senyoraj gelirleri 1992-1997 döneminde GSMH içerisindeki ortalama payı %3.14 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Aynı şekilde, 1980-1991 aralığında Arjantin’de ve Brezilya’da %4.5 seviyesinde gerçekleşmiştir.<sup>42</sup> Para kurulu sistemine geçişle birlikte zaman içinde para arzının ve bununla beraber enflasyon oranının giderek düşmesi senyoraj ve enflasyon vergisi gelirlerindeki kaybı artıracaktır. Senyoraj gelirlerindeki kaybın her yıl gerçekleştiği düşünülürse uzun vadede gelir kaybı büyük rakamlara ulaşacaktır.

Para kurulu rezervlerinin büyük bir bölümünü nakit olarak değil de, likiditesi yüksek ve güvenilir aktiflere yatırarak faiz geliri elde edebilir. Böylelikle, senyoraj ve enflasyon vergisi gelirlerindeki kayıp telafi edilebilir. Fakat, yatırım gelirlerinin vazgeçilen senyoraj gelirlerinden az olma ihtimali yüksektir. Hükümete ve para kuruluna güven ortamı oluşuncaya kadar rezervlerin büyük bir kısmı rezerv para olarak tutulması gerekebilir. Bu yüzden, para kurulu sistemine geçiş döneminde rezervlerin tamamı nakit olarak tutulabilir.

### 3. Kısa Dönemli Makroekonomik Problemler

Konjonktür dalgalanmalarına karşı etkin olan para politikaları, para kurulu sisteminde tamamen veya kısmen devre dışı bırakılır. Bu yüzden, para kurulu sisteminde hükümetin gerektiğinde doğrudan mali piyasalara müdahale etme imkanı sınırlıdır. Konjonktürel dalgalanmaların kontrolü bütçe politikaları ile yapılmaya çalışılır. Fakat hükümet harcamaları, yatırım teşvikleri ve vergiler gibi bütçe politika araçları bütçede değişiklikler gerektirdiğinden, para politikaları kadar hızlı devreye sokulamaz. Ayrıca, bütçe politika araçları mali sistemi para politikası araçlarına göre daha gecikmeli

<sup>42</sup> MASSON, SAVASTANO ve SHARMA, a.g.e., s.36

etkiler.<sup>43</sup> Diğer taraftan, para kurulu uygulamasıyla, ülkedeki mali sistem şoklara karşı çok hassas hale gelmektedir. Kurul hükümetin mali piyasalara müdahalesini sınırlandırdığından yerel faiz oranlarının rezerv ülkenin faiz oranları etkisi alanına girdiğinde ortaya çıkabilecek spekülâtif hareketler engellenemez. Para kurulunda nihai kreditorlük olmadığından, mali sistemde meydana gelebilecek likidite sıkışıklığını giderebilecek bir kurum da yoktur. Merkez bankasının asli görevlerinden biri nihai kreditorlüktür. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde mali sistem yeterince güçlü olmadığından dolayı piyasalar sürekli fonlanmalıdır. Para kurulu sisteminde nihai kreditorlüğün olmaması veya katı bir şekilde sınırlandırılması mali sistemin iç dış şoklara karşı müdafaasız kalmasına sebep olur. Ayrıca , banka mevduatlarının para kurulu parasına çevrilmesi garanti altına alınmadığından ortaya çıkabilecek bir parasal kriz kısa zamanda mali krize dönüşebilir.<sup>44</sup>

Para kurulu, ortaya çıkacak mali panikleri önlemede kısmi para politikalarını dolaylı olarak kullanabilir. Hükümet bütçe fazlası vererek oluşturacağı döviz rezervlerini bu amaca yönelik kullanabilir. Hükümet bir mali krizde döviz rezervlerini para kuruluna satarak piyasada para arzını arttırma yoluna gidebilir. Hükümet bu rezervleri acil durumlarda kullanabileceği gibi en son ödünç veren kurum özelliğini taşıyarak para talebindeki ani artışları da karşılayabilir. Fakat, bir mali kriz esnasında hükümetin sınırlı döviz rezervleri ile girişeceği bu kısmi para politikasının etkisi merkez bankası sisteminden çok daha sınırlıdır ve zor biriktirilen döviz rezervlerini kolayca tüketmesine yol açabilir. İç ve dış konjonktürel dalgalanmalara karşı para politikasının, nihai kreditorlüğün ve faiz oranlarının kullanılmaması mali krizlere zamarında ve etkin bir şekilde müdahale edilmesini önler. Bu durumunda, krizin derinleşmesi ve reel ekonominin olumsuz yönde etkilenmesi önlenemez. Aynı şekilde, dış şoklardan dolayı ülkeye kısa vadede yüksek miktarda sermaye girişi olması halinde, ülke tam istihdama yakın bir seviyede ise, bu genişleme ülkede enflasyon artışına neden olacaktır. Eğer kısa vadede ülkeden yüksek miktarda sermaye çıkışı olduğunda ekonomide durgunluk başlayacaktır. Para kurulu, ekonominin genişleme veya durgunluk dönemlerinde sterilizasyon politikasını kullanamaması makroekonomik hedefleri olumsuz

<sup>43</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.35

<sup>44</sup> Nouriel ROUBINI, "The Case Against Currency Boards: Debundng 10 Myths About The Benefits Of Currency Boards", *Stern of Business*, Newyork University (Şubat 1998), s.6.

etkileyecektir. Bu gelişmeler, para kurulu sisteminde parasal krizin kısa bir sürede mali krize neden olabileceğini göstermektedir.

#### **4. Kuruluş Aşamasında Gerekli Döviz Rezervlerinin Oluşturulması**

Para kuruluna geçişte en önemli sorunların başında döviz rezervlerinin para tabanını karşılayacak düzeyde olmaması ve para tabanını destekleyecek gerekli döviz rezervlerinin ne şekilde temin edileceği konusudur. Bu durum için bazı çözüm önerleri sunulmaktadır. İlk olarak, hükümet net döviz varlıklarını IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan kredi alarak sağlayabilir. Fakat, bu durumda, bu krediler bir borç şeklinde verileceğinden geri ödeme durumunda para kurulunun net rezervlerini ne şekilde arttırıp ödeme yapacağı belirsiz bir durumdur. Ayrıca bu fonların uluslararası piyasalarda kredibilitesi yüksek olmayan bir hükümete hangi şartlarda verileceği de belirsiz bir durumdur. Diğer çözüm önerisi ise, merkez bankasının döviz yükümlülükleri yeterince uzun vadeli ise, brüt döviz rezervlerine bakılabilir. Fakat, net döviz varlıklarının mümkün olan en kısa zamanda para tabanını karşılayacak yeterli düzeye getirilmesi gerekir. Bunu da hükümet elindeki mevcut menkul ve gayrimenkulleri satarak başlangıç net döviz rezervlerini gerekli düzeye getirebilir.

Küçük dışa açık ekonomilerde, başlangıç döviz rezervlerini oluşturmak daha kolay olmaktadır. Çünkü, dışa açık küçük ülkelerde, ithalat finansmanı için bulundurulmuş döviz rezervleri para tabanını karşılayacak düzeydedir. Büyük ve nispeten kapalı ülkelerde ise, ithalatın finansmanı için tutulan rezervlerin para tabanından daha az olması karşılık net döviz rezervlerinin oluşmasını zorlaştırır.



## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA KURULUNDA BANKACILIK SİSTEMİ, MAKROEKONOMİK PERFORMANS VE SİSTEMİK KRİZLER

#### I. PARA KURULUNDA BANKACILIK SİSTEMİ

Para kuruluna geçiş aşamasında en önemli unsur banka sektörlerini tekrar gözden geçirerek, gerekli rehabilitasyon çalışmalarını yapmak ve güçlü bir bankacılık denetim sistemi kurmaktır. Para kurulunun standart bir merkez bankasından farklılığı yurtiçi bankalara sağlanan nihai kredite yükünün sıkı bir şekilde kısıtlanmasıdır. Gerçekte, rezerv paranın miktarı yurtiçi parasal yükümlülüğü geçmediği sürece, para kurulu bankalara borç vermeyecektir.<sup>45</sup>

Bugün uygulanan para kurulu sistemi, ortodoks para kuruluna göre daha esnek politikaları içermektedir. Ayrıca para kurulunun temel kuralları değiştirilmeksizin, günün şartlarına, ülkenin politik, siyasi ve ekonomik yapısına göre para kurulu uygulamaları değişmektedir. Ortodoks para kurulu ticari bankalara müdahalede bulunmaz. Fakat, esnetilmiş politikalar içeren modern para kurulunda banka düzenlemeleri yapılmaktadır. Özellikle para kurulu uygulaması başlatılmadan önce, bankacılık krizleri ortadan kaldırılmalı ve tüm bankacılık sisteminde gerekli disiplin çalışmaları yapıp, aciz durumdaki bankalar tasfiye edilerek güçlü bankacılık sistemi kurulmalıdır. Çünkü, güçlü bankacılık para kurulu fonksiyonlarının sürdürülebilmesi için çok önemlidir. Modern para kurulu sistemi, ortodoks para kurulundan farklı olarak, minimum karşılık oranını

---

<sup>45</sup> SANTIPRABHOB, a.g.e., s.13

belli kanun çerçevesinde uygular. Bankacılık sisteminde istikrarı korumak için herhangi bir sistemsel kriz esnasında, kısıtlı da olsa uygulanan nihai kreditorlük işlemi, para kurulunun güvenilirliğini artırmaktadır.

Para kurulu sistemi kurulmasıyla, yetkililer ikincil politika hedeflemesi olarak faiz oranlarını ve döviz kurunun para kurulu içerisinde önemli bir rol oynadığını savunurlar. Çünkü, sistemde para karşılık oranı kuralıyla çıktığından parasal yetkililerin piyasa üzerindeki etkinliği azalır. Bundan dolayı, ödemeler bilançosunda oluşabilecek bir açık ve ülkeden sermaye çıkışı durumunda otomatik olarak yurtiçi likitlerin daralmasına ve faiz oranlarının yükselmesine neden olur ve bu durumda ekonomi tersine işleyerek bilanço açığı ve sermaye çıkışı otomatik olarak dengeye gelir.

Para kurulu, orta ve uzun vadede enflasyon ve faiz oranlarını istikrarlı duruma getirmesine rağmen, bankalar muhtemelen kısa vadede günden güne yükselen faiz oranları ile karşılaşır. Çünkü, para kurulu sistemi otomatik ayar mekanizmasından ve parasal işlemlerini karşılık oranı ile sınırlandırmasından dolayı sistemde faiz oranları önemli bir rol oynar. Diğer bir ifade ile, para kurulunda bankalar ayarlama sorumluluğunu kabul eder. Bununla birlikte, para kurulu sistemini uygulayan ülkeler sabit döviz kurunu savunurken, sistemik sermaye çıkışı durumunda, faiz oranlarının yükselmesine izin verir. Eğer faiz oranları uzun bir süre yüksek seyir ederse, küçük ve sermayesi düşük bankalar likit bulmada zorlanır ve çözümsüz kalırlar. Buna rağmen para kurulu uygulayan birçok ülkede döviz kurunu değiştirmek zor olduğundan, sistemde uygulanan sabit döviz kuru geleneksel sabit kur rejiminden daha az spekülasyon hareketlere neden olur ve daha az zarar görür. Para kurulu, parasal ve sterilizasyon işlemleri yanında, nihai kreditorlük (son borç veren kurum) işlemini de kısıtlar. Nihai kreditorlük işlemi bankaların likit krizlerini ve risklerini hafifletir, nihai kreditorlüğün olmaması durumunda bireysel bankaların problemleri daha geniş çaplı ve kolay yayılır.<sup>46</sup> Bankalar likidite gereksinimlerini yurtdışı ve rezerv ülkedeki şubelerinden veya IMF'in program için ayırdığı kredilerden temin eder. Sistemde sağgörüdü düzenlemeler ve denetlemeler nihai kreditorlük ihtiyacını (LOLR) azaltır.

---

<sup>46</sup> SANTIPRABHOB, a.g.e., s.4

Bütçe disiplini sağlanamayan ülkelerde, hükümet yurtiçi finansmanı için bankalara başvurur. Banka tarafından hükümete verilen borçlar tekrar ödenmeyebilir veya borç karşılığı olarak bankalara piyasa faiz oranlarından daha düşük oranda hükümet tahvilleri verilebilir. Bu durum bankalara ek bir yük ve bankaların portfolyo yönetimine kısıtlama getirir. Ayrıca, devlet bankalarından kamu projeleri ve devlet girişimleri finanse edilmesi istenebilir. Bu fonlar politik amaçlı kullanılabilir ve değerinden fazla değer biçilebilir. Bu durum bütçe açıklarının daha da artmasına neden olur.<sup>47</sup> Bu durumda, para kurulunun katı kuralları uygulanarak para otoritelerinin bütçe açığını finanse etmesi engellenebilir.

Para kurulu sisteminde uygulanan sabit döviz kuru, yerel ve rezerv para arasında oluşan nominal döviz kurunda istikrar sağlar. Eğer nominal döviz kurları uygun bir seviyede sabitlenirse, istikrarlı döviz kuru ekonomik büyümeye yardımcı olur, bu da bankaların kredibilitésinin ve karlılığının artmasına neden olur. Gortia, 34 ülke üzerinde yaptığı araştırmada, döviz kurlarının sürekli değişmesinin banka krizlerine neden olacağını ifade etmiştir.<sup>48</sup>

Para kurulları ekonomide istikrarı oluşturmak için kurulmuştur. Sistemde nominal ankor olarak kullanılan sabit döviz kuru para kurulunun kredibilitésini artırarak halk arasında enflasyon beklentilerini etkilemektedir. Bu yüzden, para kurulu, sabit kur uygulamasının güvenilirliğine ve destekleme kurallarına zarar vermeyecek bir çerçevede işlemesi amaçlarına yönelik hizmet etmesi gerekir. Fakat, ekonominin parasal düzenlemelerinde zayıf bankacılık koşulları para kuruluna zarar verebilir. Özellikle kurulun uyguladığı kurallara dayalı işleyen mekanizmasına güven azalabilir. Zayıf, sermayesi az olan bankalar yüksek risk alırlar, bu yüzden parasal sinyallere özellikle faiz oranlarına önceden cevap veremezler. Böylece zayıf bankalar iç ve dış şoklar karşısında yüksek faiz düzenlemesine giderler. Kısa dönemli yüksek oranlarda dalgalanan faiz oranları bankaların likit pozisyonunu olumsuz etkiler, özellikle yetersiz sermayeye sahip bankalar bu durumdan daha fazla etkilenir.

<sup>47</sup> S. Ben BERNANKE ve Mark GERTLER, "Agency Cost, Net Worth; and Business Fluctuations", *American Economic Review*, No.79 (Mayıs 1989), s.17

<sup>48</sup> Gillian GARCIA, "Deposit Insurance: Obtaining The Benefits and Avoiding The Pitfalls", *IMF Working Paper*, 96/83 (Ağustos, 1996), s.56

Para kurulu sistemini uygulayan birçok ülkede bankalar faiz arbitrajını kolaylaştırmada çok önemli bir rol oynamaktadır. 1992-1993 yıllarında yaşanan banka krizlerinden dolayı Estonya ve Almanya'da mevduat faiz oranları arasında büyük farklılıklar oluşmuştur. Aynı şekilde, Litvanya'da, para kurulu sistemi kurulduğunda, bankacılık sisteminde yaşanan problemlerden dolayı faiz oranları rezerv ülkenin faiz oranları düzeyine indirilememiştir. 1994 yılının başlarında, birçok küçük bankanın zayıf pozisyonlarından dolayı bankacılık sistemi iflas eşiğine gelmiş, mali derinleşme azalmıştır. Bunun yanısıra, sabit kur uygulamasına nispeten sınırlama getirildiğinden para kuruluna güven azalmıştır. Para kurulunun uygulandığı Arjantin'e baktığımızda, para kurulu mali derinleşmeye yardımcı olmuştur. Fakat 1995 yılında yaşanan banka krizi nedeniyle bu süreç yavaşlamış ve halk mevduat yerine para ikame etmeyi tercih etmiştir. Döviz mevduatlarında hızlı bir yükselme başlamıştır.<sup>49</sup>

Zayıf bankacılıktan dolayı rezerv ülkenin finansal aracıları ve faiz oranları arasındaki yakınsama yavaşlar, bu da para kurulu sisteminin getirdiği istikrar programı ve nominal ankor uygulamasına olan güveni giderek azaltır. Faiz oranlarının yakınsaması yavaşladığında kamu borç faiz ödemeleri artar, bu da kamu borçlarının artmasına neden olur. Borçlanma faizinin yükselmesi dışlama etkisi yaratır (crowding-out), bu durum ekonomik büyümeyi engeller.<sup>50</sup> Para kurulu kredibilitesi ve etkinliğiyle düşük enflasyon sağlayarak finansal aracılığı kolaylaştırırken, piyasada zayıf bankaların bulunması bu hedeflere ulaşılmasını engeller.

Bankacılık sistemi zayıf olan ülkelerde para kurulu kurulmak istenirse, ortodoks para kurulunun katı kuralları uygulanmalıdır. Para otoritesi nihai kreditor olarak destekleme yetkisi kesinlikle kısıtlanarak iflas eşiğindeki bankalar desteklenmemelidir; ayrıca, milli paraya karşılık olarak yeterli rezerv para bulundurulmalıdır. Para kurulu sistemini uygulayan bazı ülkeler parasal yükümlülüğünün tamamını desteklemez. Örneğin, Estonya para kurulu mevduat sertifikalarına karşılık bulundurmaz. Arjantin para kurulu Amerikan dolarına endeksli hükümet bonolarının parasal tabanın üçte birini

<sup>49</sup> SANTIPRABHOB, a.g.e., s.5

<sup>50</sup> Rudiger DORNBUSH ve Stanley FISHER, *Macroeconomics*, 5. Basım, McGraw-Hill Publishing Company, Newyork, 1990, s.154

desteklemesine izin verir. Bununla birlikte, Arjantin, Bulgaristan ve Litvanya uzun dönemli dış yükümlülükleri (özellikle IMF kredileri) karşılık oranı olarak kullanmaz. Para kurulu sisteminde bankaların güçlü yabancı varlık pozisyonları dış şokların etkilerini azaltmada yardımcı olur. Honohan, İrlanda para kurulunda (1928-1979) bankaların sahip olduğu geniş yabancı varlıkların, şoklar karşısında bankalara esneklik sağladığını belirtmiştir.<sup>51</sup>

Para kurulu, ülkenin makroekonomik şartlarından, kurumsal düzenlemelerinden ve döviz kuru uygulamalarından etkilenir. Özellikle, enflasyon banka varlıklarına, teminat değerlerine ve yükümlülüklerine direk etkide bulunur. Ayrıca, yüksek enflasyon bankaların portfolyo denetimini zorlaştırır ve kredi değerlendirmesinde karışıklık ortaya çıkarır. Banka krizine yol açan en önemli faktörlerden biridir. İstikrar programı uygulayan ülkeler bankacılık sisteminin sahip olduğu varlıkların değerini enflasyonun potansiyel etkilerinden korumak için istikrarlı bir ankor uygulamasına ihtiyaç duyarlar; bundan dolayı, ülkeler para kurulu sistemine güven duyar. Para kurulu sistemiyle banka kaynakları tekrar düzenlenerek bütçe tahsisatı yapılır ve dış kaynaklara önem verilir; çünkü, para otoriteleri para kurulunun destekleme kurallarıyla (para arzının rezerv parayla desteklenmesi) kısıtlanır. Düşük enflasyonun sürdürülmesini kolaylaştırmak için ve enflasyonun dalgalanmasını sınırlamak için otoriteler istikrarlı paraya sahip başlıca ticaret ortaklarından birinin parasını rezerv para olarak seçer. Bu tür bir uygulama, diğer ticaret ortaklarının paraları ile rezerv para arasında oluşan döviz kurları üzerinde enflasyon dalgalanmalarının etkisini minimize etmekte yardımcı olur. Djibouti ülkesinin yaşadığı deneyim bu tür bir etkiyi göstermektedir. Djibouti ülkesinin para birimi Amerikan Dolarına bağlandığında, ülkenin başlıca ticaret yaptığı ülkeler Fransa ve diğer Avrupa ülkeleri idi. Amerikan Doları Fransa Frankı karşısında değer kaybettikten sonra, Djibouti'da enflasyon %5'in altında iken %20'nin üzerine çıkmıştır.<sup>52</sup>

Bugün, modern para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin bir çoğunda para otoriteleri bankaların sınırlı bir şekilde desteklenmesi gerektiğini vurgulamışlardır. Para kurullarının bankacılık sisteminde yaşanan problemlerin ve kurumsal

<sup>51</sup> Patric HONOHAN, "Currency Board or Central Bank? Lessons From The Pound's Link With Sterling, 1928-1979", *Center For Economic Policy Research Discussion Paper*, No.1040 (Eylül, 1994), s.9

<sup>52</sup> Morris GOLDSTEIN ve Philip TURNER, "Banking Crises In Emerging Economies: Origins and Policy Options", *Bank For International Settlements Economic Papers*, No:40 (Eylül-1996), s.10-11

düzenlemelerindeki farklılıkların kurulun faaliyet alanlarını ve hedeflerini etkilemektedir. Hong-Kong para kurulu bankalara likidite desteği sağlamış ve kolay kredi alımı desteklenmiştir. Fakat kredi verilmesinde gerekli sınırlamalar yapılmadığından 1983-1986 yıllarında yaşanan bankacılık krizlerinde bankalarda gerekli likidite kalmamıştır. Bulgaristan para kurulu hükümet tahvilleri karşılığında Lombard (rehin karşılığı para veren kuruluş) kredisi sağlamıştır. Lombard kredileri ile belli sınırlar içinde bankalara destek verilmiştir. Arjantin'de para kurulu, bankaların sermayesini aşmayacak miktarda ve 30 günden daha az vadeli avans ve reeskont kredileri temin etmelerine izin vermiştir. Bankalar aldıkları kredileri 45 gün içerisinde ödemedikleri takdirde başka bir avans verilmesine izin verilmemiştir.<sup>53</sup>

Para kurulu sisteminde kurumsal düzenlemelerdeki farklılığa bakılmaksızın belli kurallara dayalı olarak nihai kreditörlük işleminin sürdürülmesi gerekir. Likiditesi düşük bankalara belirli bir risk primi karşılığında ve bankaların varlıkları teminat gösterilerek borç verilmesi, bankacılık sisteminde oluşabilecek krizleri ve ahlaki bozuklukları (Moral Hazard) önlemede yardımcı olur.<sup>54</sup>

Sistemik krizlerin yaşandığı dönemlerde, bankacılık sistemindeki krizler, nakit sıkıntısından kaynaklanıyorsa, nihai kreditörlük imkanı likidite sıkıntısını önlemeyecektir. Arjantin'de 1995 yılında yaşanan Meksika kriziyle birlikte geniş çaplı bir likidite sıkıntısı başlamıştır. Bu sıkıntı ile birlikte, Arjantin para kurulu dış şoklardan kaynaklanan bir kriz esnasında uluslararası bankalarla bir kredi anlaşması yaptı. 1996 yılında yapılan bu anlaşmaya göre, beklenilmeyen bir durum karşısında 6 milyar dolarlık bir kredi haddi oluşturuldu. Bu anlaşma çerçevesinde bankalar bu krediden faydalanmak için para kuruluna belirli bir prim ödemekte, para kurulu ise, oluşturulan bu havuz için uluslararası bankalara komisyon ödemektedir. Aynı zamanda, yine 1995 yılında yaşanan Meksika kriziyle bankalardan mevduatların büyük bir kısmı çekilmiş, özellikle vadeli mevduatlardan kaçış başlamıştır. Mevduatların azalması otomatik olarak bankaların mevduat munzam karşılığını da düşürmüştür. Yetkililer, bu durumda zorunlu karşılık oranlarını düşürmüş; vadesiz mevduat hesabının karşılık oranı %43'den %30'a vadeli

<sup>53</sup> SANTIPRABHOB, a.g.e., s.18

<sup>54</sup> S. Richard GROSSMAN, "Deposit Insurance, and Moral Hazard in the Thrift Industry: Evidence for the 1930s", *American Economic Review*, No. 82 (Eylül 1992), s.807

mevduat karşılık oranı %3'den %1'e düşürmüştür. 1995 Mart ayında bankaları tekrar yapılandırma programında, bankalar zorunlu karşılık oranlarının yarısına nakit sıkıntılı bankaların varlıklarını aldılar.<sup>55</sup>

Para kurulu sistemini uygulayan ülkeler, sistemin gerektirdiği gibi, para otoritelerinin bankalara olan likidite desteğini sınırlamışlardır. Sistemi uygulayan ülkelere baktığımızda, yaşanan banka krizlerinin bankaları iflasa götürdüğü görülmektedir. Çünkü, para kurulu problemlili bankalar için kullanılabilir kaynakları sınırlamaktadır. Bu yüzden para kurulu sistemi uygulamaya geçmeden önce güçlü bir bankacılık sisteminin kurulması şarttır. Bunun içinde iflas boyutundaki bankaların kapatılması şarttır.<sup>56</sup> Örneğin, Bulgaristan'da iflas eşliğindeki 18 devlet ve özel banka para kurulu sistemi kurulmadan önce kapatılmıştır. Geriye kalan bankalar güçlü ve düzenlemelere uyumlu bankalardır.<sup>57</sup>

Arjantin ve Hong-Kong yaşanan bir kriz esnasında swap işlemlerini de kullanmıştır. 1995 yılında yaşanan Meksika krizinde swap işlemi yapılarak bankalara kısa dönemli kredi sağlanmış ve 1995 yılının sonlarında sermaye girişinin arttığı dönemlerde swap işlemi kullanılarak piyasadan likidite çekilmesinde kullanılmıştır.<sup>58</sup>

Para kurulu sisteminde parasal işlemler ve nihai kreditorlüğün destekleme alanı sınırlandırıldığından, bankalar likidite yönetimini kendileri sağlamaktadır. Bu yüzden interbank piyasalar aktif duruma gelerek gelişmiştir. Eğer bir ekonomide bankacılık sistemi güçlü ise, piyasalarda etkin durumdadır. Kuvvetli bir interbank ticareti piyasaları yönlendireceğinden para kurulu kurulmadan önce uygun kanun ve kurumsal temellerin kurulması önem kazanacaktır. Bankacılık sektörünün reformu sonucunda, banka yönetimi, sermaye durumu, yerel ve yabancı likidite durumu güçlenir. Bankalar pozisyonlarını uluslararası temellere ve muhasebe standartlarına dayalı olarak rapor eder. Güçlü bir bankacılık sistemi için yüksek kalitede bir idari kadro, profesyonel temellere dayalı özgürce yapılan idare ve sağgörülü koşulların tamamen uygulanması gerekir.

<sup>55</sup> Stanley FISHER ve diğerleri, *Currency Boards and External Shocks: How Much Pain How Much Gain?*, World Bank Latin American and Caribbean Studies, 1997, s.17-18

<sup>56</sup> Stanley FISHER ve Alan GELB, "Issues in Socialist Economic Reform", *Economic Perspective 5*, (Fall 1991), s.91-93

<sup>57</sup> SANTI PRABHOB, a.g.e., s.20

<sup>58</sup> SANTI PRABHOB, a.g.e., s.22

İngiltere sömürge döneminde para kurulunun deneyimleri yabancı bankaların yerel banka sisteminde önemli bir yeri olduğunu göstermiştir. Çünkü, para kurulu sisteminde nihai kreditorlük işleminin kısıtlanması nedeniyle piyasada likidite sıkışıklığı yaşanabilmektedir. Yabancı bankalar likidite sıkışıklığında merkez şubesine başvurarak yaşanan likidite sıkıntısından etkilenmemektedir. Yabancı bankaların katılımı yerel finans sisteminin daha etkin çalışmasına ve aynı zamanda rekabetin artmasına neden olmaktadır. Böylece, finansal sistemin etkinliği artmakta ve şoklara karşı daha dayanıklı olmaktadır. Bundan dolayı, ülkenin finansal sisteminin dış finansal kurumlara açık olması gerekir, böylelikle karşı ülkenin yöneticileri ile temelde birleşerek uyumlu ve sağlıklı bir idare yapısı ortaya çıkar. Ayrıca, para kurulu sisteminde bankalar geniş şube ağına sahiptir; şube ağları bankacılık sisteminde başlıca istikrar kaynaklarıdır. Bu banka şubeleri rezerv ülkede de faaliyet gösterip o ülkenin para piyasasında kolayca işlem yapabilmektedir. Bu uygulamalarla para kurulu sistemi içerisinde güçlü bir bankacılık sistemi oluşturulmak istenir. Çünkü, banka problemlerine uygun çözümler bulunmadığı takdirde para kurulunun kredibilitesi ve etkin fonksiyonu zarar görür.

## II. PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA POLİTİKASI VE PARA ARZI

Para kurulu sistemi, kurallara dayalı parasal sistemin özel bir durumu olarak kabul edilir. Bu sistemin başlıca avantajı, ekonomik kredibilitayı (kurulun kanuni düzenlemesinin doğasından kaynaklanan), düşük enflasyonu (para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin hemen hemen tamamı bu duruma kanıttır) ve düşük faiz oranını (Örneğin, Arjantin, Litvanya ve Bulgaristan'ın durumu) sağlamasıdır.<sup>59</sup> Para kurulu reel ekonomide esneklik ve bilançoda liberalizasyon sağlar. Parasal güvenilirliğin kalmadığı ülkelerde, moneterist bir yaklaşımla, para arzını kontrol ederek, parasal güvenilirliği sağlamayı amaçlayan para kurulu sistemi, merkez bankasına göre çok daha basit ve açık kurallar uygular. Bu kurallar, bilanço dinamikleri, para arzı dinamikleri ve faiz oranı arasında bir ilişki sağlar. Para kurulu sisteminde ihtiyarı politika uygulamaları yoktur.

<sup>59</sup> Ivailo VESSELINOV, "The Dynamics Of The Balance Of Payments Under Currency Board Arrangement In Bulgaria", *BNB Discussion Papers*, DP/8/ (Eylül 1999), s.2



Para kurulu sisteminde para politikasının kullanımı açısından iki farklı uygulama vardır.<sup>60</sup> Bunlardan ilki ortodoks para kurulu (genel olarak ilk jenerasyon olarak da adlandırılır), tipik bir sömürge sistemidir ve para politikasını reddeder. Para arzı piyasa güçleri tarafından belirlenir. Para kurulunun iki özelliği para arzını sıkı bir şekilde sınırlar. Bunlardan ilki, sabit döviz kuru uygulamasıdır. Kurul, sabit döviz kurunun katı kurallarını uygulayarak kredibilitesini arttırmakta, milli paraya karşı spekülasyon riskini düşürmekte ve para stokunun yükselmesine neden olan muhtemel kaynakları önleyerek devalüasyonu elimine etmektedir. Kurulun ikinci önemli özelliği ise, para arzının artmasına neden olan kaynaklardan birini (iç varlıkları) ortadan kaldırmaktadır. Klasik çift sıra bankacılık sisteminde, merkez bankası iç varlıklar ve dış varlıklar karşılığında para basarken, para kurulunda, para basımı sadece dış varlıklar karşılığında yapılır. Ayrıca, para kurulunda, para arzı para otoritelerinin aktivitelerinden bağımsızdır. Para arzı, ödemeler bilançosuna bağlıdır. Enflasyona neden olan başlıca kaynaklar (direk ya da dolaylı olarak bütçe açıklarının monetizasyonu ve merkez bankasının çözümsüz bankalara destek vermesi) elimine edilir.<sup>61</sup>

Ortodoks para kurulunun bankacılık sektöründe yaşayacağı bir sistemik kriz esnasında ve finansal politikaların kullanılmasında yetersiz kalması eleştiri konusu olmuştur. Bu yüzden ortodoks para kurulunun esnetilmiş politikalarını içeren modern para kurulu uygulanmaya başlanmıştır. Yeni jenerasyon olarak da adlandırılan modern para kurulunun popülaritesi son yıllarda artmış ve merkez bankasının kısıtlı olsa para politikalarının kullanılmasına imkan verilmiştir. Günümüzde modern para kurulu sistemini uygulayan Hong-Kong, Arjantin, Estonya ve Bulgaristan buldukları ekonomik konjonktür açısından sisteme getirdikleri esneklikler az da olsa farklılık içerir. Hemen hemen para kurulu sistemini uygulayan tüm ülkelerde bu tür düzenlemelere gidilmiştir. Sisteme getirilen esnekliklerin başında nihai kreditorlük işlemidir. Fakat, bu işlem sadece karşılık oranı olarak %100'ün üzerinde bir rezerv paranın olduğu aşırı rezerv durumunda (excess reserves) ve sistematik likidite krizlerinden korunmak amacıyla kullanılır. Bankacılık krizlerini önlemek amacıyla ihtiyari olarak kullanılan diğer bir para politikası aracı minimum zorunlu karşılık oranıdır. Ayrıca, hükümet

<sup>60</sup> Nicolay NINOVSKY ve Kalin HRISTOV, "Monetary Policy Under Currency Board: The Case Of Bulgaria", *BNB Discussion Papers*, E42 (Ağustos 1999), s.2

<sup>61</sup> VESSELINOV, a.g.e., s.2-3

mevduatı para kurulunun yükümlülüğündedir. Bunun anlamı ise, hükümet mevduatlarının döviz karşılığında kullanılabilmesidir.<sup>62</sup>

Para kurulu, parasal tabanın sağlanmasında aktif bir rol oynamaz. Parasal tabana karşılık olarak %100 rezerv para tutulur ve para arzı sabit kurdan bir rezerv paraya bağlanarak değişir. Genel olarak, para kurulu parasal tabanı oluşturan bir politika kuralıdır. Bundan dolayı para kurulu merkez bankasının tüm hizmetlerini gerçekleştirmez. Belirli kurallara dayalı olarak kullanılmasına izin verilen para politikaları ancak ihtiyari rezerv karşılığında kullanılabilir. Para kurulunda para arzı tamamen piyasa güçleri tarafından belirlenir. Para kurulunun istihdam, fiyatlar, faiz, krediler, sermaye ve para arzı üzerindeki etkisi pasifize edilmiştir.

Para kurulu, D. Hume'un ileri sürdüğü para-akım mekanizmasının modern versiyonudur. Para kurulu sisteminde, teorik olarak, bir ülke para arzındaki değişimleri elinde bulundurduğu rezerv paraya bağlı olarak yapar. Böylelikle fiyatlar ve ekonomik aktivitelerde değişim otomatik olarak düzenlenir. Örneğin, bir ülkenin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatı diğer ülkenin fiyatından daha yüksek seyrederse, bu ülkenin ticaret bilançosu olumsuz etkilenir ve parasal tabandaki artış giderek azalır. Bu durumda, ülkenin para ve kredi arzı daralarak yurtiçi faiz oranları yükselir, ürün ve faktörlere olan talep düşer, bunun sonucunda diğer ülkelere göre fiyat seviyesi inişe geçer. Bu durumun terside söz konusudur; ürün ve hizmetlere talep eksikliğinden dolayı fiyatlar diğer ülkenin fiyatlarına oranla düşer ve rezerv para arzı, para arzı, kredi arzı yükselir bunun sonucunda faiz oranları düşer ve ürün ve hizmet fiyatları yükselir.<sup>63</sup> Para kurulunun başarısı ürün ve faktörlerin arz ve talep uyumsuzluğunun tamamen fiyatlara yansımaya bağlıdır.

Para kurulu sisteminde muhtemel bir sermaye girişi olduğunda, yatırımcılar elde ettikleri varlıklar için daha az risk primi almak ister, bu durum da para kurulu para değerindeki yükselmeyi önlemek için döviz satın alarak daha fazla para arz eder. Parasal tabanın genişlemesi faiz oranlarını düşürür, bankacılık sistemini güçlendirir ve iç konjonktür daha hızlı gelişir. Eğer yatırımcılar döviz talep ederse, kurul döviz kurunu

---

<sup>62</sup> VESSELINOV, a.g.e., s.5

<sup>63</sup> KOPCHE, a.g.e., s.25-26

belirlediği fiyattan satarak karşılığında yerel para satın alır. Ayrıca, ticari bankalarda ellerinde bulundurdukları döviz rezervleri karşılığında ödünç para verebilir, rezerv miktarı arttıkça ödünç verilebilir fon miktarı da artmaktadır. Para kurulu takdir yetkilerini kullanarak ticari bankalara rezerv oluşturmamasına rağmen, sistemde para arzı talep değişikliğine göre esneklik arz eder.

Para kurulu sisteminde, nihai rezervler, rezerv paranın oluşturduğu parasal tabana eşittir. Rezervlerin elde edildiği tek yol rezerv ülkeyle veya bu parayı kullanan diğer ülkeyle ticarete girerek elde edilmesidir. Bu yüzden, para kurulu sisteminde para arzıyla cari işlemler bilançosu arasında doğrusal bir ilişki vardır. Ödemeler bilançosunda bir açık durumunda para arzı düşer, bilançonun fazla vermesi durumunda ise para arzı yükselir. Bu durumu daha detaylı inceleyecek olursak, ödemeler bilançosu dengede iken sistemin uygulandığı ülkenin mallarına yabancı talebin artması ödemeler bilançosunun fazlalık vermesine neden olur. Bu durum bankaların rezervlerinin artmasına dolayısıyla bankaların daha fazla kredi vermesine ve faiz oranlarının düşmesine neden olur. Gelirin yükselmesi ile insanlar daha fazla harcamada bulunur bu da yerel malların fiyatlarının artmasına neden olur. İthal mallarına talep artar ve ihraç mallarına olan dış talep düşer ve bu durum ödemeler bilançosu tekrar eşitlenmesine kadar sürer. Bu durumun terside söz konusudur. Ödemeler bilançosu dengede iken para kurulu sistemini uygulayan ülke mallarına dış talebin azalması ve ithal mallara olan talebin yükselmesi ödemeler bilançosunun açık vermesine neden olur. Bu durumda banka rezervleri ve kredi işlemleri azalır faiz oranları yükselir. Gelirin azalması nedeniyle insanlar daha az harcama yapar, dolayısıyla yerel mallara olan talep düşer ve fiyatlar düşer. Sonuç olarak ihraç mallarına olan talep artar ithal mallara olan talep düşer ve ödemeler bilançosu tekrar dengeye gelir.<sup>64</sup> Para kurulu sisteminde piyasa güçleri para arzını belirler. Burada para arzındaki değişimler ödemeler bilançosunun görüntüsü durumundadır.

Ancak, para arzı ile cari işlemler arasındaki ilişkinin kalkmasına neden olan faktör sermaye hareketlerinde yer alan yabancı sermaye girişleridir. Faiz oranları, para arzı ve ödemeler bilançosu arasında otomatik bir bağlantı varken sistemde sermaye hareketlerinin serbest olması nedeniyle, aşırı bir sermaye hareketi olması durumunda para arzı ile cari işlemler bilançosu arasında otomatik bağlantı zarar görecektir. Çünkü,

---

<sup>64</sup> KOPCHE, a.g.e., s.26

yabancı sermaye cari açıkları veya fazlalıkları kapatabilir. Diğer bir deyişle, cari açık söz konusu iken aşırı sermaye girişinden dolayı rezervlerde bir artış sağlanır. Son yıllarda Hong-Kong'un cari işlemler bilançosu açık vermesine rağmen, para arzı artmıştır.<sup>65</sup> Bunun nedeni büyük oranlı yabancı yatırımların ülkeye girmesidir. Bu durumda, para arzı ile döviz rezervleri arasındaki ilişki de bozulacak, hatta para arzı ile cari işlemler bilançosu arasındaki ilişki tersine dönecektir. Yani, cari açık olması durumunda para arzının daralması gerekirken cari açığı dengeleyen bir sermaye girişi olduğundan para arzı artabilir. Para kurulu sisteminde para politikalarının kullanılmaması veya belirli kurallara göre kullanılmasından dolayı sterilizasyon politikası uygulanarak para arzı artışı düşürülemeyebilir, bu da enflasyon baskılarının artmasına neden olur.

Para arzı ve ödemeler bilançosu arasındaki otomatik bağlantının sürdürülmesi için bazı önerilerde bulunmaktadır. Bunların ilki, para arzının sadece cari işlemlerdeki dengesizliklere göre değiştirilmesidir. Yani ülkeye sermaye giriş ve çıkışlarının yasaklanmasıdır. İkinci öneri olarak, para arzının sadece rezerv para karşılığında değiştirilmesini ve rezerv para için sermaye kontrolünün yapılmasıdır. Para kurulu üçüncü bir paraya olan konvertibilitiyi kabul etmemekte, sadece rezerv ülkenin parasına tam konvertibil olduğunu kabul etmektedir.<sup>66</sup> Diğer bir uygulama ise, modern para kurulu sisteminin bilançosunda yer alan hükümet mevduatları kullanılarak (mali politikalar ve mali rezervler) yurtiçine gelen sermaye giriş ve çıkışları kontrol edilir ve baz para ve faiz oranları arasındaki dalgalanma önlenerek para arzı ve ödemeler bilançosu arasında otomatik denge tekrar kurulur.<sup>67</sup>

Hükümet mevduatları, bankanın tedavül bölümünün yükümlülüğünde yer alması nedeniyle uluslararası rezerv karşılığında bulundurulmakta, bu da para kurulunun kredibilitesini arttırmaktadır. Ayrıca, bu yaklaşımın diğer bir avantajı ise, tedavül bölümünün bilançosu haftalık yayımlandığından hükümet aktivitelerine maksimum açıklık sağlamaktadır.<sup>68</sup>

<sup>65</sup> Yum K. KWAN ve Francis T. LUIS, "Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes", *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, No.5723 (Ağustos 1996), s. 4

<sup>66</sup> SCHULER, a.g.e., *Dissertation*, s.5

<sup>67</sup> NENOVSKY ve HRISTOV, a.g.e, s.7

<sup>68</sup> Dobrislav DOBREV, "The Currency Board In Bulgaria: Design, Peculiarities and Management Of Foreign Exchange Cover", *Bulgarian National Bank*, DP/9/(Ağustos 1999), s.21

Modern para kurulu uygulamasına en son ödünç veren kurum olma özelliği (nihai kreditedirlik) şeklinde kısmi bir esneklik verilmektedir. Fakat bu uygulama belli kurallar çerçevesinde işletilmektedir. Modern para kurulu nihai kreditedirlik işlemini kendi para kurallarını esas alarak ve ihtiyari rezerv bulundurduğu zaman uygulayabilmektedir. Ayrıca, modern para kurulunda nihai kreditedirlik sistemik bankacılık krizlerinden ve likidite sıkıntılarında kaynaklanan panik durumlarında kullanılmaktadır.<sup>69</sup>

Para kurulu sisteminde ihtiyari kararlardan ziyade piyasa dinamikleri çalışır, yani para arzı ödemeler bilançosuna göre belirlenir. Para kurulu sisteminde parasal sistem otomatik ayar mekanizmasına sahiptir. Para kurulu, para talebindeki değişimlere karşı cevap vermede pasiftir. Kurul daha çok rezerv para karşılığında sabit bir orandan talep edilen para değişimine cevap verir.

Para kurulu sisteminde, temelde, para arzını değiştirmede anahtar bir rol oynayan uygulama arbitrajdır. Arbitraj, döviz kurlarından ziyade para arzında, faiz oranlarında ve ödemeler bilançosunda ki değişimlerden kaynaklanır; çünkü, para kurulu sisteminde sabit kur uygulaması vardır. Sistemde rezerv para ile yerel para arasında sabit bir parite vardır, fakat, bu durum nominal veya reel fiyatları kontrol edemez. Gerçekte arbitraj bu fiyat kontrolünü sağlamaktadır. Arbitraj, aynı zamanda, serbest kur sisteminde de vardır, fakat serbest kur sisteminde döviz kurundaki değişimden dolayı kur riski ek maliyet getirecektir. Bu yüzden, arbitraj, sabit kur sisteminde serbest kur sistemine göre daha etkilidir.

Arbitraj, iki ülke arasında toptan eşya fiyat endeksini (TEFE) eşitleyken, tüketici fiyat endeksini (TÜFE) eşitleyemez. Çünkü, TÜFE ticarete konu olmayan malları da kapsadığından, rezerv ülke ile para kurulunu uygulayan ülke arasında TÜFE farklıdır. Örneğin, TÜFE kira ve yerel hizmetler v.b. ticarete konu olmayan malları kapsarken, TEFE başlıca ticarete konu olan malları (gıda, sanayi malları, madenler v.b) kapsamaktadır. Para kurulu sisteminde arbitraj yoluyla, dolaylı olarak, ticarete konu olan mallar ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki yükselmeyi sınırlamasına rağmen, TÜFE artışı TEFE artışından sürekli olarak daha hızlı olmaktadır.<sup>70</sup> Hong-Kong 1983

<sup>69</sup> W. Douglas DIAMOND ve H. Philip DYBVIK, "Bank Runs, Deposits Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, No.91 (1983), s.403

<sup>70</sup> KOPCHE, a.g.e., s.27

yılında para kurulu sistemine geçmesiyle ve ABD Dolarını rezerv para olarak kabul etmesiyle, faiz oranları ve ihraç mallarının fiyatları Amerika ile hemen hemen paralellik arz etmiştir. Fakat, Hong- Kong'da TÜFE ve ortalama ücret artışı Amerika'dan daha hızlı olmuştur. Çünkü, Hong-Kong'da büyüme hızı daha yüksektir.<sup>71</sup>

#### A) ORTODOKS PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZI VE PARA ÇARPANI

Ortodoks para kurulunda iç varlıklar değiştirilerek para arzının büyüklüğünün değiştirilmesi olanaksızdır. Ortodoks para kurulunda para arzı sadece dış ödemeler dengesindeki fazlalıkla artar veya açlıkla azalır. Yani ortodoks para kurulunda para arzını belirleyen piyasa güçleridir ve para arzı sadece döviz rezervleri karşılığında değişir. Parasal taban için %100 karşılık sistemi sözkonusudur. %100 karşılık oranı dar ve geniş anlamda tanımlanan  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  para arzlarının tamamını kapsamaz. Sadece, para kurulu sisteminin çıkacak bir mali krize karşı ayakta kalmasını sağlamak için, parasal tabanın ve vadesiz mevduatların yanısıra vadeli mevduatları kapsayan  $M_2$  para arzının korunması önerilmektedir. Parasal taban yaratmada uygulanan bir politika kuralı olan para kurulu sisteminin işleyiş mekanizması basitçe aşağıdaki gibi formüle edilir:<sup>72</sup>

$$\frac{\text{Parasal Taban}}{\text{Sabit Döviz Kuru}} = \text{Re zerv Para Stoku} \quad (2.1)$$

Buradan,

$$\text{Parasal Taban} = \text{Sabit Döviz Kuru} \times \text{Re zerv Para Stoku} \quad (2.2)$$

yazılabilir.

Ortodoks para kurulu sistemine göre, parasal taban, formül (2.1)'de gösterildiği şekilde ayarlanır. Eğer rezerv para stoku %10 oranında genişlerse para otoriteleri parasal tabanı %10 genişletmek zorundadır. Eğer rezerv para stoku %10 azalırsa parasal tabanın %10 daraltılması gerekir. Diğer bir ifade ile, ortodoks para kurulu, belirlenen sabit bir

<sup>71</sup> SCHULER, a.g.e, Dissertation, s.62

<sup>72</sup> ZARAZAGA, a.g.e, s.13-14

kurdan parasal tabanı ayarlayan bir mekanizma oluşturur. Bu mekanizmayı aşağıdaki formülle açıklayabiliriz;

$$PT DK DR = \frac{\text{Parasal Taban / Sabit Döviz Kuru}}{\text{Re zerv Para Stoku}} \quad (2.3)$$

Eşitlikte, PT; parasal tabanı, DK; sabit döviz kurunu, DR; döviz rezervlerini temsil eder. Eşitliğin sol tarafı ortodoks para kurulunun geçerli olması durumunda, para kurulu sisteminin bir özelliği olarak 1'e eşit olur. Bu kuralın iktisadi yorumu parasal tabanın belirlenen rezerv para cinsinden tamamen desteklendiğidir. Yani parasal taban ile döviz rezervleri arasında birebir ilişki mevcuttur. Ortodoks para kurulunda, denklem (2.3)'de görüldüğü gibi, parasal taban miktarı ile rezerv para stokunun aynı olduğunu görürüz ( $PT DK DR = 1$ ).

Para arzını belirleyebilmemiz için para çarpanını bilmemiz gerekir. Merkez bankası ile para kurulunda para çarpanını arasında önemli bir fark olmadığını söyleyebiliriz. Aradaki temel fark para çarpanında değil, parasal tabanın yaratılması ile ilgilidir. Para kurulu sisteminde para çarpanı mekanizmasının işleyişi aşağıdaki eşitlikle açıklamak mümkündür,<sup>73</sup>

$$M_s = \left[ \frac{1+c}{r+c} \right] \cdot (N_b + N_p) \quad (2.4)$$

$M_s$  para arzını;  $r = \frac{R}{D}$  bankaların toplam mevduatlarının (D) karşılığında, mecburi ve ihtiyari olmak üzere, "gerekli rezerv" (R) olarak tuttıkları miktarı;  $c = \frac{C}{D}$  halkın elinde asli paranın (birincil paranın) mevduata oranını;  $N_b$  ticari bankaların elindeki para kurulu parasını;  $N_p$  halkın tuttuğu para kurulu parasını ifade eder. Eşitlik (2.4)'de görüldüğü gibi para arzı ( $M_s$ ), parasal taban ( $N_b + N_p$ ) ve para çarpanı  $\left[ \frac{1+c}{r+c} \right]$

<sup>73</sup> "Owen F. HUMPAGE ve Jean M. MICLNTIRE, An Introduction to Currency Boards, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, Cilt.31, Sayı.2 (Quarter 2 1995), ss3-5" (Haydar AKYAZI, 1996, s.85-86'daki alıntı)

büyüklüğüne bağlı olarak değişecektir.

Ortodoks para kurulu sisteminde para arzındaki değişimler ödemeler bilançosunun aynası durumundadır. Para arzı ile döviz rezervleri arasında bire-bir ilişki vardır. Dolayısıyla para arzındaki değişim ödemeler bilançosuna bağlı olarak gerçekleşir. Aşağıda yer alan denklemler bu durumu yansıtmaktadır. Ödemeler bilançosu tanımı gereği;<sup>74</sup>

$$C + \Delta K = \Delta DR \quad (2.5)$$

eşittir.

C, cari işlemler bilançosunu;  $\Delta K$ , net özel sermaye girişini,  $\Delta DR$ , döviz rezervlerini gösterir. Ödemeler bilançosunun fazla verdiği bir durumda ( $C + \Delta K > 0$ ), parasal taban ve dolayısıyla para arzı genişler. Aynı durumda, ödemeler bilançosunun açık vermesi durumunda ( $C + \Delta K < 0$ ), parasal taban ve para arzı daralır.

Herhangi bir dönemde (t) para arzı, para kurulundaki döviz rezervlerinin karşılığı olan parasal tabanın bir çarpanı kadar olacaktır. Belli bir zamanda (t) para kurulunun elinde bulundurduğu yabancı rezervler geçmiş dönemdeki (t zamanına kadar) ödemeler bilançosunun açık ve fazlalıklarının toplamı kadar olacaktır. Bu açıklamalar sonucu;

$$M_{s_t} = \left[ \frac{1+c}{r+c} \right] \cdot (N_b + N_p)_t \quad (2.6)$$

yazılabilir.  $(N_b + N_p)$  toplamı DR'ye eşit olduğundan,

$$M_{s_t} = \left[ \frac{1+c}{r+c} \right] \cdot (DR) \quad (2.7)$$

eşitliği elde edilir. Bu eşitlikten de;

---

<sup>74</sup> AKYAZI, a.g.e, s.86-87



$$M_s = \left[ \frac{1+c}{r+c} \right] \cdot \sum_{t=0}^t (C + \Delta K)_t \quad (2.8)$$

eşitliği elde edilir.

(2.8) eşitliği, para arzındaki değişikliklerin ödemeler bilançosunun ve para çarpanındaki değişikliklerin sonucuna bağlı olduğunu göstermektedir. Ortodoks para kurulu sisteminde, merkez bankası sisteminden farklı olarak, para otoritelerinin para arzı üzerinde hiçbir etkisi yoktur. Para kurulu sisteminde para arzı otomatik olarak işlemektedir. Bu otomatik mekanizmanın işleyebilmesi için ücret ve fiyatların esnek olması gerekir. Bu durumda para çarpanını ( $m$ ) olarak gösterirsek, para kurulu sisteminde para arzı;

$$M_s = m \cdot (DR) \quad (2.9)$$

eşittir.

(2.9) eşitliğinde görüldüğü gibi parasal taban sadece döviz rezervleri ile ilgilidir.

Yukarıdaki eşitliklerde ifade edilen ödemeler bilançosu ile para arzındaki ilişkiyi basit bir örnekle açıklayabiliriz.<sup>75</sup> Ticaret bankalarının topladıkları mevduatın ellide birini mevduat karşılığı olarak kasalarında tuttuklarını, hane halkının bankalardaki mevduatın onda birini nakit olarak (nakit mevduat oranı) elde bulundurduğunu varsayalım. Ödemeler bilançosunun dengede ve ulusal para ile rezerv paranın bire-bir ilişkide olduğunu ve bankaların topladıkları mevduatın 5000 birim olduğunu varsayalım. Örneğe göre, ellide-biri mevduat karşılık oranı olarak,  $r = 100 / 5000 = 0,02$ ; bankalardaki mevduatın onda-biri nakit olarak,  $c = 500 / 5000 = 0,1$  olarak tutulduğunu varsayalım. Bu oranlarda oluşan para arzı miktarı yaklaşık 5500 birimdir. Bu durumu, para kurulunun, ticaret bankalarının ve hane-halkının bilançolarında ayrı ayrı gösterebiliriz;

<sup>75</sup> Gürkan ÇELEBİCAN, "Para Kurulu Sistemi", *Asomedy* (Temmuz 1998), s.34-35

Tablo.5. Para Kurulunun Bilançosu

Aktifler		Pasifler	
Rezerv Para	600	Emisyon	600
Toplam	600	Toplam	600

ÇELEBİCAN, a.g.e, s.33

Tablo.6. Ticaret Bankalarının Toplu Bilançosu

Aktifler		Pasifler	
Ulusal Para (Nakit)	100	Mevduat	5000
Plasmanlar	4900	Toplam	5000
Toplam	5000		

ÇELEBİCAN, a.g.e, s.33

Tablo.7. Hane-Halkının Toplu Bilançosu

Aktifler		Pasifler	
Mevduat	5000	Bankalara borçlar	4900
Ulusal Para (Nakit)	500	Özvarlıklar	600
Toplam	5500	Toplam	5500

ÇELEBİCAN, a.g.e, s.33

Açıklamayı basitleştirmek açısından para kurulunun ve ticaret bankalarının özvarlığı sıfır olarak kabul edilmiştir. Ödemeler bilançosunda ihracatın artması veya sermaye girişi nedeniyle rezerv paranın 12 birim arttığını ve bu rezerv paranın ticari bankalara mevduat olarak yatırıldığını, bankaların da elde ettikleri rezerv parayı para kurulunda ulusal paraya çevirdikleri varsayılırsa, mevduat karşılık oranı  $r = 112/5012 = 0,023$ ; nakit-mevduat oranı  $c = 500/5012 = 0,099$ ; parasal taban 612 birim, para arzı 5512 olacaktır. Bunun anlamı, bankaların güvenli saydıkları orandan

daha fazla mevduat karşılığı tuttuğunu, hane-halkının da istenilenden daha az nakit bulundurduğunu gösterir. Bu durumu bilançoda gösterecek olursak;

Tablo.8. Rezerv Paranın Artması Sonucu Para Kurulunun Bilançosu

Aktifler		Pasifler	
Rezerv Para	612	Emisyon	612
Toplam	612	Toplam	612

ÇELEBİCAN, a.g.e, s.34

Tablo.9. Rezerv Paranın Artması Sonucu Ticaret Bankalarının Toplu Bilançosu

Aktifler		Pasifler	
Ulusal Para (Nakit)	112	Mevduat	5012
Plasmanlar	4900	Toplam	5012
Toplam	5012		

ÇELEBİCAN, a.g.e, s.34

Tablo.10. Rezerv Paranın Artması Sonucu Hane-Halkının Toplu Bilançosu

Aktifler		Pasifler	
Mevduat	5012	Bankalara borçlar	4900
Ulusal Para (Nakit)	500	Özvarlıklar	612
Toplam	5512	Toplam	5512

ÇELEBİCAN, a.g.e, s.34

Para arzının büyüklüğünü etkileyen iki değişken, bankaların uyguladığı mevduat karşılık oranı ( $r$ ) ve hane-halkının tutmak istediği nakit-mevduat ( $c$ ) oranıdır. Mevduat karşılık oranı ve nakit-mevduat oranı büyük (küçük) olduğu ölçüde para arzındaki azalış (artış) daha fazla olacaktır. Bu durumda, para kurulu, rezerv paradaki değişmeyi milli paraya olduğu gibi yansıtmakla yetinmekte, para arzı üzerinde hiçbir biçimde etkili olamamaktadır. Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde, rezerv paranın ve buna bağlı

olarak para arzının artması, ceteris paribus, kısa vadeli faiz oranlarının düşmesine, mallara ve hizmetlere olan talebin, fiyatların ve gelirlerin yükselmesine yol açar. Para kurulu sistemini uygulayan ülkede rezerv paranın artması, rezerv ülkede halkın elinde tutmak istediğinden daha fazla paranın dolaşıma çıkarılmasına bağlıdır. Bu durum, uzun dönemde, para kurulu ülkesiyle rezerv ülkedeki parasal genişlemenin birbirlerine yakın ölçülerde olmalarına yol açar. Ortodoks para kurulu sisteminde, para kurulu ülkesinin para arzı rezerv ülkede uygulanan para politikasına bağlıdır.<sup>76</sup>

Ortodoks para kurulu, mevduat kabul etmez, bankaların mevduat karşılıklarını saklamaz ve interbank piyasasına müdahalede bulunmaz. Bu nedenle, ortodoks para kurullarının pasifi emisyonlardan ve özvarlıklardan oluşur. Bankaların, para kuruluna mevduat yatırdığı durumlarda, rezerv para hacminin, mevduatları da kapsayacak şekilde genişletilmesi gerekir. Diğer bir ifade ile, rezerv para hacmi en az parasal tabana eşit miktarda olmalıdır. Böylelikle, dolaşımdaki parayla birlikte para kurulundaki mevduatında rezerv paraya sabit kur üzerinden çevrilmesi sağlanmış olur.

#### B) MODERN PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZI

Para kurulu sisteminde zaman zaman yaşanan finansal krizler nedeniyle rezerv para ve ulusal para arasında oluşturulan sabit parite sürdürülemezdir. Bu yüzden, ortodoks para kurulunun politika kuralları esnetilerek para politikaları belirli kurallar içerisinde kullanılmaktadır. Günümüzde uygulanan bu tür para kurullarına “modern para kurulu sistemi” adı verilmektedir. Modern para kurulu sisteminde açık bir şekilde aktarım mekanizması vardır; bütçe politikaları para arzını direkt olarak etkilemektedir. Aşağıda gösterilen modern para kurulunun bilançosu (tedavül bölümü) aracılığıyla, para arzının ne şekilde oluştuğu gösterilmektedir;<sup>77</sup>

<sup>76</sup> FISHER, a.g.e, s.2

<sup>77</sup> NENOVSKY ve HRISTOV, a.g.e, s.9-11

Tablo.11. Modern Para Kurulu Sisteminin Basitleştirilmiş Bilançosu

Varlıklar	Yükümlülükler
Döviz Rezervleri (F)	Emisyon (C)
	Ticari Bankaların Gerekli Rezervleri (R)
	Hükümet Mevduatları (G)
	Bankacılık Bölümü Mevduatı (B) (Özvarlıklar)

NENOVSKY ve HRISTOV, a.g.e, s.9

Baz para formülünü yazarsak (H),

$$H = C + R = F - G - B \quad (2.11)$$

eşitliğini elde ederiz. Hükümet mevduatı (G), hükümet bütçe gelirleri, harcamaları ve hükümete verilen borç paraları kapsar. T, gelir vergisini; E hükümetin yatırım harcamalarını; P, özelleştirme gelirlerini;  $dB_n$ , menkul kıymetler (hisse senetleri ve tahviller) ve  $dI$ , IMF'den alınan tranş kredilerini göstermektedir. Bu durumda hükümet mevduatları;

$$G = T - E + (-P - dB_n - dI) \quad (2.12)$$

olur.

Klasik form içerisinde para arzı formülünü yazarsak;

$$M_s = m \cdot H = m \cdot [F - G - B] \quad (2.13)$$

Hükümet mevduatı formülünü (G) para arzı formülü içerisinde yerine koyarsak;

$$M_s = m \cdot [F - T + E + P + dB_n + dI - B] \quad (2.14)$$

Bu durumda, para arzı, döviz rezervleri, vergi gelirleri, kredi tranşları ve hükümet harcamalarındaki değişmelerden etkilenmektedir. Bu etkileşim aşağıdaki şekilde formülize edilebilir;

Tablo.12. Modern Para Kurulu Sisteminde Para Arzını Etkileyen Büyüklükler

$\partial M_s / \partial F > 0$	$\partial M_s / \partial E > 0$	$\partial M_s / \partial  dB_n  \geq < 0$
$\partial M_s / \partial T < 0$	$\partial M_s / \partial P < 0$	$\partial M_s / \partial  dI  \geq < 0$

NENOVSKY ve HRISTOV, a.g.e, s.11

Tablo.12’de görüldüğü gibi, gelir ve harcama dinamikleri baz parayı ve dolayısıyla para arzını etkilemektedir. Vergi gelirleri düştüğünde otomatik olarak para arzı yükselir veya tam tersi olarak vergi gelirleri arttığında para arzında daralma meydana gelir. Hükümet harcamaları arttığında para arzı yükselir, düştüğünde para arzı daralır. Hükümet mevduat dinamikleri sadece bütçe politikalarından değil, aynı zamanda para politikalarından da etkilenmektedir. Bu durumda, bütçe ve para politikası eşzamanlı olarak kullanıldığı sonucu ortaya çıkar. Bu politika güçlü bir ihtiyari uygulamaya neden olabilir.

Günümüzde, modern para kurulunu uygulayan ülkelere baktığımız zaman para politikalarını farklı derecede kullandıklarını görürüz. En çok kullanılan para politikası araçlarından biri mevduat munzam karşılığıdır. Arjantin, Bulgaristan ve Estonya zorunlu karşılık oranını kullanmaktadır, Arjantin’de bu uygulama likit gereksinim olarak adlandırılır. Mevduat munzam oranları değiştirilerek baz para ve dolayısıyla para arzı değiştirilebilir. Fakat, modern para kurulu sisteminde, bu aracın kullanılması ancak dış ve iç şoklar karşısında ortaya çıkan banka krizlerini gidermek için kullanılmaktadır. Arjantin para kurulu, Meksika krizinde, mevduat munzam karşılık oranlarını değiştirerek bankalara likidite sağlamıştır.<sup>78</sup>

<sup>78</sup> Calvo GUILLERMO, a.g.e., s.15

### III. PARA KURULU SİSTEMİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANSI

Para kurulu performansının en önemli göstergesi, milli para ve rezerv paranın sabit orandan değiştirilerek tam konvertibilitenin sürdürülmesi ve parasal disiplinin sağlanmasıdır. Sistem, sadece sabit döviz kurunu sürdürüp ve ihtiyari para politikası uygulamalarını engellemez, bunun yanısıra mali açıkların para basarak finansmanını yasaklar. Para kurulu sistemi parasal disiplini sağlamada önemli bir rol oynar. Para kurulunu uygulayan ülkelerin ekonomilerinde hızlı bir iyileşme olduğu görülmektedir. Sistem, fiyat ve ücret disiplininde beklentileri ayarlayarak enflasyonu düşürmekte, bununla birlikte faizlerinde düşüş göstermesi ekonomik iyileşmeye yardımcı olmakta ve sistem içerisinde faiz oranları uluslararası faiz seviyesine yaklaşmaktadır.

Sistem ile birçok ülke ilkel para sisteminden modern para sistemine geçerek, modern bankacılığa ve döviz hizmetlerine başlamıştır. Para kurulu sistemi düşük enflasyon yanısıra enflasyon dalgalanmalarını da azaltmaktadır. Sistem, hükümetin finansal işlerinde çok çeşitli ve önemli sonuçlara sahiptir. Makroekonomik kısıtlamalar bir yana, sistematik olarak merkez bankasından ödünç para alımlarını yasaklamakta, daha pratik bir ifade ile, para kurulu, hükümetin günlük likidite yönetimini ve uzun dönemli borç yönetimini etkilemektedir. Para kurulunda, merkez bankasının fonksiyonları azaltılmaktadır, özellikle merkez bankası büyük çaplı açık piyasa işlemlerini kullanarak parasal şartları etkileyememekte ve döviz karşılığı bulunmadan hükümet tahvillerini kendi portföyünde bulunduramamaktadır.<sup>79</sup>

Para kurulu sisteminin en büyük avantajlarından biride, devalüasyona karşı bir koruma sağlamasıdır. Bunun nedeni ise, parasal tabanın tamamen döviz rezervleri tarafından desteklenmesidir. Eğer ülkeye döviz girişi olursa, parasal taban, döviz kuru çarpı döviz miktarı kadar artar (vise versa). Bu nedenle, para kurulu sisteminde, para arzının artışı ve azalışı sabit bir orandan rezerv miktarına bağlı olması devalüasyon ihtimalini minimize eder.<sup>80</sup>

<sup>79</sup> ENOC ve GULDE, a.g.e., s.6-7

<sup>80</sup> Carlos E. ZARAZAGA, "Can Currency Boards Prevent Devaluations and Financial Meltdowns?", *Federal Reserve Bank of Dallas*, No.4 (Haziran 1995), s.8

Para kurulunun performansını belirleyebilmek amacıyla Ghosh, Gulde ve Wolf (1999) para kurulu sistemini ve diğer döviz kuru rejimlerini uygulayan ülkeler arasında enflasyon ve büyüme performansı ile ilgili gözlemler yaparak karşılaştırma yapmışlardır. Yapılan araştırmanın sonuçları Tablo 13'de gösterilmiştir. Araştırma 1975-1996 yılları arasında IMF'e üye tüm ülkelerin yıllık olarak döviz kuru rejimleri ve makroekonomik değişkenlerini kapsamaktadır. Bilgiler, 112 gözlem para kurulundan, 1089 gözlem diğer sabit döviz kuru rejimlerinden ve 714 gözlem serbest döviz kuru rejimlerinden elde edilmiştir.

Para kurulunun gözlemlerinde, Arjantin, Antigua, Barbuda, Djibouti, Estonya, Grenada, Hong-Kong, St. Lucia, St. Vincent, Grenadines ve Litvanya dikkate alınmıştır.<sup>81</sup> Tablo 13'ü incelediğimizde, para kurulunun enflasyon performansı diğer sabit ve esnek kur rejimlerine göre daha iyidir. 1975-96 dönemlerinde, para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde ortalama enflasyon oranı %6, sabit kur sistemi uygulayan ülkelerde %22, serbest kur sistemini uygulayan ülkelerde %43 olarak gerçekleşmiştir. Gözlem içerisinde çok farklı enflasyon oranları yer alıyorsa, ortalama enflasyon değeri sapabilir. Bu yüzden, başka bir ölçüm şekli olan  $\Pi / (1+\Pi)$  şekliyle ölçüm yapılır. Tablo 13'de görüldüğü gibi, bu ölçüm sonucunda, rejimler arasında sıralama değişmeyecektir.

Enflasyona neden olan parasal tabandaki değişimleri incelediğimizde, en iyi performansı para kurulunun verdiğini görmekteyiz. Para kurulu sisteminde, parasal taban ortalama %12 artış gösterirken, diğer sabit kur sistemlerinde %25, serbest kur sisteminde %47 oranında artış göstermiştir. Para kurulu sisteminde düşük enflasyon performansı düşük bir büyümeye neden olmaz; aksine, diğer rejimlere göre daha yüksek bir büyüme trendi sağlamaktadır. Aynı şekilde, kişi başına düşen milli gelir, diğer rejimlere oranla iki katıdır. Para kurulu, merkez bankasının hükümeti finanslama yetkisini yasaklayarak mali disiplini sağladığından, mali açıklar, diğer döviz kuru rejimlerine göre daha düşüktür (Tablo13).

<sup>81</sup> GULDE, KAHKONEN ve KELLER, a.g.e, s.7

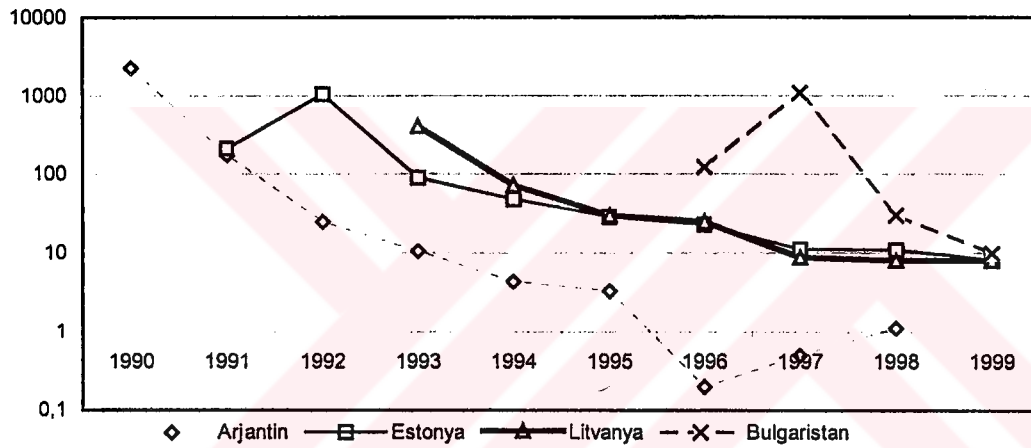


Tablo.13. Alternatif Döviz Kuru Rejimlerinin Makroekonomik Performansı (%)

A. D. K. R (1)	Enflasyon			Parasal Taban Artışı			GSYH Artışı (2)			Kişi Başına Düşen GSYİH $\Delta y^s$	Hükümet Bilançosu B/GSYH
	Ortalama $\Pi$	Medyan $\Pi$	Ortalama $\Pi / (1+\Pi)$	Ortalama $\mu$	Medyan $\mu$	Ortalama $\mu / (1+\mu)$	$\Delta y$	$\Delta y^s$			
Tüm Örnekler	29.0	8.4	10.7	32.7	14.3	14.4	3.2	1.3	-4.4		
<i>Para Kurulu</i>	5.6	3.9	5.0	12.1	11.1	9.9	4.0	3.1	-2.7		
<i>D. S.D.K (3)</i>	22.3	8.4	9.1	25.1	13.7	12.3	3.3	0.9	-4.6		
<i>E.D.K (4)</i>	43.1	9.2	14.2	47.4	16.0	18.2	3.1	1.7	-4.3		
Üst Gelirli Ülkeler	22.9	6.0	9.3	28.3	11.4	13.4	3.1	2.0	-3.0		
<i>Para Kurulu</i>	4.7	4.0	4.4	14.3	12.9	12.1	5.7	4.6	-1.4		
<i>D.S.D.K</i>	8.3	6.1	7.0	14.1	11.6	11.2	3.3	1.8	-1.9		
<i>E.D.K</i>	35.0	6.2	11.5	39.6	11.1	15.1	2.8	1.9	-4.0		
Alt Gelirli Ülkeler	33.6	9.9	11.7	35.9	17.1	15.1	3.3	0.8	-5.4		
<i>Para Kurulu</i>	6.2	3.9	5.4	10.7	8.6	8.6	2.9	2.2	-3.9		
<i>D.S.D.K</i>	28.0	9.4	9.9	29.7	15.6	12.8	3.3	0.5	-5.7		
<i>E.D.K</i>	57.1	15.2	18.8	61.0	25.4	23.7	3.6	1.4	-5.0		
Sermaye Kont. Kaldırılması	11.3	5.6	8.2	18.1	11.4	13.3	3.3	1.8	-4.2		
<i>Para Kurulu</i>	10.4	6.0	8.6	15.4	11.4	12.4	3.8	3.1	-0.9		
<i>D.S.D.K</i>	9.6	7.3	8.2	17.7	16.9	14.1	4.6	1.9	-5.1		
<i>E.D.K</i>	12.0	5.0	8.2	18.4	10.5	13.0	2.7	1.6	-4.0		

GULDE, KAHKONEN ve KELLER, a.g.e, s.7  
(1) Alternatif Döviz Kuru Rejimleri (2) Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Artışı (3) Diğer Sabit Döviz Kurları (4) Esnek Döviz Kurları

Günümüzde uygulanan para kurullarının performansını değerlendirirken Arjantin, Estonya, Bulgaristan ve Litvanya göze çarpmaktadır. Bu ülkeler, enflasyonsuz, döviz kuruna dayalı politikalarla ülkenin kredibilitesini arttırmışlardır. Bu ülkelerin makroekonomik performansını incelediğimizde, uygulamaya konulan sistemin ilk olumlu etkileri fiyatlar genel seviyesi ve faiz oranları üzerinde görülmektedir. Enflasyon ve faiz oranlarında sağlanan mucizevi düşüşle birlikte, diğer ekonomik göstergelerde de iyileşme olmuştur.



Şekil 1. Para Kurulu Sisteminde Seçilmiş Ülkelerin Enflasyon Oranları

IMF, International Financial Statistics, (Mart 1998).

Şekil 1'de görüldüğü gibi, günümüzde sistemi uygulayan ülkelerin fiyatlar genel seviyesinde mucizevi bir düşüş sağlanmıştır. Arjantin, 1990 yılında, yıllık ortalama %2314 olan enflasyon oranını, para kurulu sistemini uygulayarak (1991) başlattığı istikrar programı ile birlikte hızlı bir düşüş trendini sağlamıştır. Nitekim, 1991 yılında %172 olan enflasyon oranı, 1994'de %4,3, 1996'da %0,2, 1997'de %0,5 ve 1998 tahmini değer olarak %1,1olarak gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüş trendi faiz oranlarını da aşağıya çekmiştir. 1989 yılında %17236 olan faiz oranı, 1991'de %62'ye 1995'de %17'ye ve 1996'da %7'ye düşmüştür.

Baltık ülkelerinden Estonya, 1991 yılında Sovyet Rusya'dan bağımsızlığını kazandıktan sonra bir süre Ruble alanında kalmayı tercih etmiştir. Bu nedenle, 1991 yılında %211 olarak seyreden enflasyon etkisi altında kalmıştır. 1992 yılında para kurulu sistemine geçmesiyle birlikte olumlu gelişmeler hızla görülmeye başlanmıştır. Nitekim, enflasyon oranları, 1993 yılında %89,8'e, 1995'de %28,8'e, 1997'de %11,2'ye ve 1999'da tahmini olarak %8,2'ye gerilemiştir. Faiz oranları da, enflasyon oranındaki düşüşe paralel olarak, 1994'de %11,5 seviyesinden 1997'de %6,2 seviyesine gerilemiştir. Litvanya içinde aynı performans geçerlidir. Para kurulu uygulamaya geçmeden önce enflasyon oranı (1993) %410 seviyesinde iken, sistemin uygulanmasıyla (1994) bu oran %72,1'e, 1996 yılında %24,6'ya ve 1997 yılında %8,9'a gerilemiştir. Bulgaristan, yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle, 1997 yılında para kurulu sistemine geçiş yapmıştır. Sisteme geçilmeden önce %1095 seviyesine ulaşan enflasyon, sisteme geçilmesiyle %10 seviyesine inmiştir. Para kurulu sistemini uygulayan diğer ülkelerden Doğu Karayip, Hong-Kong para kurulları da aynı başarıyı göstermiştir.<sup>82</sup>

Faiz oranlarındaki risk priminin düşük olması, uzun dönemde, döviz kurlarındaki belirsizliği engellemekte, uluslararası ticareti kolaylaştırmakta ve uluslararası sermaye girişini kolaylaştırmaktadır. Fakat, döviz kurunun sabit olması, yerel paranın değer kazanmasına, bu da dış ticareti olumsuz etkilemesine neden olabilir.<sup>83</sup> Bununla birlikte, ekonomide sağlanan güven ortamıyla ülkeye sermaye girişinin artması da büyük bir olasılıktır. Nitekim, Arjantin'nin uluslararası rezervleri 1991'de 6 milyar dolar iken, 1996 yılında 18,1 milyar düzeyine çıkmıştır. Hatta bu gelişme, 1994 yılında yaşanan mali krizin arkasından gerçekleşmiştir. Ayrıca, sistem ülkenin kredibilitesini arttırdığından dolayı uluslararası piyasalardan daha rahat borçlanılabilme imkanı sağlamakta, bu da cari işlemler açığının yaratabileceği sorunları önlemede yardımcı olmaktadır.<sup>84</sup> Hong-Kong'da para kurulu kurulmadan önce, 1981 yılında, yaşanan ekonomik krizler uluslararası ticaretin ve yatırımların düşmesine neden

<sup>82</sup> IMF, *International Financial Statistics*, V. LIII, N.10, Mart 1998.

<sup>83</sup> Tomas J.T. BALINO ve Charles ENOCH, *Currency Board Arrangements and Experinces*, International Monetary Fund Occasional Paper, Nr.151, Washington, 1997, .s.4

<sup>84</sup> Cavallo DOMINGO ve F. Cottani JOAQUIN, "Applied Economics in Action: The Intenational Monetary Fund Argentina's Convertibility Plan and The IMF", *American Economic Review*, Vol.87, No.2 (Mayıs 1997), s.17

oldu, Hong-Kong doları değer kaybetti, büyük çaplı sermaye kaçıışı yaşandı ve reel ekonomide büyüme %9,2'den %2,7 seviyesine düştü. Para kurulunun kurulması ile (1983) ekonomide ve döviz kurlarında istikrar sağlandı. Bu durum, sermayenin tekrar ülkeye dönmesini, uluslararası ticarete, uluslararası yatırımlarda, ve ekonomik büyümede iyileşmeler sağladı.<sup>85</sup>

Geleneksel sabit kurlara göre, para kurulu makroekonomik hedeflerin iyileşmesinde daha başarılı olmuştur. Yaşanan bazı krizlere rağmen para kurulları fiyat istikrarını sağlayabilmektedir. Hong-Kong para kurulu, 1983 yılında, Çin'le birleşme süreciyle ilgili belirsizliklere rağmen sadece iki kere kısa süreli spekülâtif harekete maruz kalmıştır. Aynı şekilde, Arjantin para kurulu Meksika krizine (tekila etkisi) rağmen ekonomik başarısını sürdürmüştür.<sup>86</sup> Kriz dönemlerinde para kurullarına belli sınırlar içerisinde esneklikler getirilebilmektedir.

Para kurulu sistemi ile ekonomik istikrarın sağlanarak Avrupa Birliğine (AB) üyelik konusunda avantajlı bir konum sağlanabilmektedir. AB'ye üyelik için sırada bekleyen ülkeler ve AB üyesi olup da ekonomik ve parasal birliğe geçiş için gerekli olan yakınsama kriterlerini sağlayamayan ülkeler, para kurulu ile bu sorunları aşabilecekleri ileri sürülmektedir. Nitekim, SUTTER (1996), EMU'nun 3. aşamasına geçme ihtimali zayıf olan AB üyelerinde para kurulu sisteminin uygulanması durumunda, bu ülkelerin sorunlarını azaltabileceğini savunmuştur. Buna göre, para kuruluna geçilmesiyle birlikte para politikasında yapılacak düzenlemelerle ekonomide sağlanacak istikrar ortamı sayesinde, hem ekonomik hem de siyasal entegrasyonun da sağlanması kolaylaşacaktır.<sup>87</sup>

Sutter'in ileri sürdüğü gibi, Arjantin, Estonya, Litvanya ve Bulgaristan ile rezerv ülke olarak kabul ettikleri Amerika ve Almanya arasında enflasyon açısından önemli bir yakınsamanın olduğu görülmektedir. Tablo 14'de bu durum açıkça görülmektedir.

<sup>85</sup> KWAN ve LUIS, a.g.e, s.7-8

<sup>86</sup> BALINO ve ENOCH, a.g.e, .s.7-9

<sup>87</sup> "Matthias SUTTER, A Currency Board for European Monetary Union Outsiders, Intereconomics, Cilt.31, (Mayıs-Haziran 1996), s.131-138" (Akyazı, 1996, .s.131'deki alıntı)

Tablo 14. Para Kurulu Sistemini Uygulayan Ülkelerle Rezerv Ülkelerin Enflasyon Oranlarının Karşılaştırılması (TÜFE %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Amerika	5,3	4,2	3,0	2,9	2,5	2,8	2,9	2,4
<i>Arjantin</i>	<i>2314</i>	<i>172</i>	<i>24,6</i>	<i>10,6</i>	<i>4,3</i>	<i>3,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,5</i>
<i>Litvanya</i>	-	-	-	<i>410</i>	<i>72,1</i>	<i>39,7</i>	<i>54,6</i>	<i>8,9</i>
Almanya	2,6	3,5	3,9	4,0	3,0	1,7	1,4	1,8
<i>Estonya</i>	-	<i>211</i>	<i>1069</i>	<i>89,8</i>	<i>47,6</i>	<i>28,8</i>	<i>23,1</i>	<i>11,2</i>

IMF, International Financial Statistics, Mart 1998

Arjantin ve Litvanya Amerikan Dolarını, Estonya ve Bulgaristan Alman Markını rezerv para olarak kabul etmiştir. Para kurulunu uygulayan Arjantin, Litvanya ve Estonya ile rezerv ülke olan ABD ve Almanya arasında enflasyon oranları açısından önemli bir yakınsamanın olduğunu görmekteyiz. Hatta, Arjantin enflasyon konusunda ABD'den daha başarılı bir durumdadır.

#### IV. MERKEZ BANKASI VE PARA KURULUNUN SİSTEMİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Her iki sistemi karşılaştırmadan önce, merkez bankalarının temel olarak politikalarını, görev ve yetkilerini incelememiz gerekir. Gelişme sürecine bakıldığında 20. yüzyılın başına kadar merkez bankalarının iki temel görevi vardır: Para basmak ve devletin bankerliğini yapmak. Fakat yüzyılın ikinci yarısında yaşanan büyük buhran ve savaşlar istikrar içinde büyümeyi sağlamada para-kredi araçlarının önemini ortaya çıkarmıştır. Son elli yıl içerisinde merkez bankalarının görev ve yetkileri çeşitlenmiş ve tüm mali piyasalar üzerine etkili olmuşlardır. Liberal ekonomilerde karşılıklı etkileşim merkez bankalarının görev ve yetkilerini daha karmaşık ve zor hale getirmiştir.

##### A) MERKEZ BANKALARININ GÖREV VE YETKİLERİ

Günümüzde her bağımsız ülkenin ulusal para birimi ve merkez bankası vardır. Bu bankaların görevleri ülkenin gelişmişlik düzeyine, büyüklüğüne ve bankacılık sistemine göre değişmektedir. Fakat, her merkez bankasının izlediği para politikası ekonominin makro dengeleri üzerinde mutlaka etkili olmaktadır. Modern merkez bankacılığının öncelikli ve tartışmasız görevi, ülkede fiyat istikrarının sağlanmasına

katkıda bulunmaktadır. Bu hedefi sağlayabilmek için öncelikli olarak faiz oranlarını istikrara kavuşturmak ve gerçekçi döviz kuru politikalarını uygulamak gerekir.

Merkez bankalarına yasa tarafından verilen görevleri<sup>88</sup>; para arzını ve kredi hacmini ekonomide istikrarı bozmayacak şekilde ve hükümetin uyguladığı programlara uyumlu olarak düzenlemek, hükümetle birlikte milli paranın iç ve dış değerini korumak amacıyla gerekli önlemler almak ve devletin haznedarlığını ve mali temsilciliğini yapmak, hükümete danışmanlık hizmeti vermek, bankalara ve hazineye kredi vermek ve bankaların nakit rezervlerini yasada yazılı sınırlar içerisinde muhafaza etmek, devletin uluslararası ödeme araçlarını ve rezervlerini yönetmek ve döviz giriş çıkışlarının hesabını yapmak, uluslararası dövizsiz ödemelerde kliring kurumu görevini yapmak, bankaların bankası olarak bankaların denetim ve gözetimini yapmaktır.

Her ülkede merkez bankaları, yasaların ve ekonomik düzenin kendilerine yüklediği görevleri bilinçli ve sorumluluk duyarak yerine getirmeleri için bazı yetkilerle donatılmıştır. Bu yetki ve araçlar<sup>89</sup>; ülkenin banknot ihracını yapmak, banka kredileri için genel ve sektörel tavanları belirlemek, bankaları makro dengelerin bozulmaması veya sağlanması yönünde kararlar almasını sağlamak, bankaların döviz yönetimine ilişkin ilkeleri ve sınırları belirlemek, bankaları denetim ve gözetim altında tutmak, para politikası araçları kullanılarak ekonominin likiditesini sağlamaktır.

Geleneksel ve belirleyici görevi banknot ihraç etme olan merkez bankaları, fiyat istikrarını sağlamak, enflasyona ve deflasyona yakalanmamak için emisyon hacmini etkili bir şekilde kullanmaktadır. Hemen her ülkede yasalarla bankanın ne zaman, ne kadar ve nasıl banknot ihraç edeceği belirlenmiştir.

## B) MERKEZ BANKASININ POLİTİKA ARAÇLARI

Merkez bankası bir ekonomide toplam faaliyet hacmini amaçlanan yönde etkilemek için, fiyat istikrarını bozmadan, para ve kredi hacmini değiştirici politikalar izlemektedir. Bu para politikasını yönetmekle görevli kuruluş Merkez Bankasıdır. Para

<sup>88</sup> M. İlker PARASIZ, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Dördüncü Basım, Ezgi Yayınları, Bursa, 1992, s.236

<sup>89</sup> Erdinç TOKGÖZ, "Merkez Bankalarının Bağımsızlığı", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt.13 (1995), s.9-10

politikası, genellikle, hükümetin belirlediği bazı makroekonomik amaçlara ulaşacak yönde uygulanır. Bu amaçla bankaların kredi açabilmeleri için ellerinde bulundurdıkları kaynakların büyüklüğünü ve maliyetini etkilemeye çalışırlar. Bu araçlar, açık piyasa işlemleri, mevduat munzam karşılık oranları ve reeskont politikasıdır. Bu politika araçlarını kısaca inceleyelim.

#### i) Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, baz para ve dolayısıyla para arzı üzerinde son dereceli etkili bir araçtır. Açık piyasa işlemleri, hazineye ait bono ve tahvillerin, piyasalarda merkez bankası aracılığıyla alım ve satım işlemlerini kapsar. Böylelikle, bankalara kaynaklarını kullanabilme açısından bir seçenek sunulmuş olur. Diğer bir ifade ile, bankalar açık piyasa işlemlerini çekici buldukları zaman ellerindeki kaynakların bir kısmını bu piyasaya yöneltecektir. Bu tür bir davranış ekonominin daralmasına sebep olur. Çünkü, bankaların kredi için ayırdıkları kaynaklar azalacak ve kredinin kullanıcılara maliyeti yükselecektir. Bu da ekonomideki kredi kullanımını düşürecektir. Merkez bankaları, kredi arzını arttırmak istedikleri zaman ise, açık piyasa işlemleri yoluyla bankaların ellerindeki kamu menkul kıymetlerini geri almaya başlayacaktır. Bu durum, bankaların kredi olarak kullanabilecekleri kaynakların artmasına sebep olacaktır. Bu da kullanıcılar için kredi maliyetlerinin düşmesine yol açacak ve kredi talebini arttıracaktır.

Açık piyasa işlemleri amaca yönelik defansif ve dinamik olmak üzere iki farklı şekilde uygulanır. Defansif açık piyasa işlemleri, banka rezervlerinin mevcut düzeyini korumaya yönelik işlemler için söz konusudur. Yani, mevcut para arzını stabilize etmeye yönelik işlemlerdir. Dinamik açık piyasa işlemleri ise, piyasadaki para miktarını etkileyerek ekonominin yönünü değiştirmeye yönelik işlemlerdir. Ayrıca, merkez bankaları özel bono ve tahviller üzerinde işlem yapmadıkları için çıkar hesaplarının dışında kalır, sadece makro sorunlara yönelmesi sağlanır.<sup>90</sup>

<sup>90</sup> M. Merih PAYA, *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Yayınları, İstanbul 1994, s.106

## ii) Mevduat Munzam Karşılık Oranı

Bankalar topladıkları mevduatın belli bir kısmını zorunlu karşılık oranı olarak Merkez bankalarında tutmakla yükümlüdür. Bununla birlikte, bankalar kaynaklarının belirli bir oranını likidite amacıyla kasalarında nakit olarak tutmak zorundadır. Bu politika aracı diğer politika araçlarında farklı olarak merkez bankası rezervlerini değil, mevduat çarpanını etkiler. Diğer bir ifade ile, merkez bankası mevduat munzam karşılık oranlarını değiştirerek, banka kesiminin yaratacağı mevduat miktarını etkiler. Yani, merkez bankası mevduat munzam karşılık oranlarını arttırınca banka çarpanı küçülür, düşürünce banka çarpanı büyür.

Mevduat munzam karşılık oranları, merkez bankalarının son derece etkili bir araçtır. Mevduat munzam karşılık oranlarındaki küçük oynamalar dahi para arzında çok büyük değişimlere sebep olmaktadır. Bu araç, para arzında öngörülenin dışında çok büyük sapmalara neden olduğundan, merkez bankaları kontrolü güç olan bu aracı sıklıkla kullanmaz.

Mevduat munzam karşılık oranlarının diğer bir yönü, mudiler nezdinde belirli bir güvence teşkil etmesidir. Merkez bankası nezdinde tutulan bankalar mevduatı, bankaların topladıkları mevduatlar için kısmi bir sigorta teşkil etmektedir. Merkez bankaları, mevduat munzam karşılık oranlarını kullanarak bankaların likiditesini değiştirmek suretiyle, bankaların verebileceği kredi miktarını değiştirmektedir.

## iii) Reeskont Politikası

Merkez bankası, reeskont faizleri ile kredi arzını etkileyerek baz parayı ve dolayısıyla para arzını kontrol altında tutar. Reeskont işlemleri iki türlü uygulanmaktadır: Reeskont kredileri ve avanslar. Reeskont kredilerinde, ticari bankalar, ellerinde bulundurdukları henüz vadesi gelmemiş senetleri cari faiz oranları ile iskonto ettirir. Bu şekilde, ticari bankalar kısa vadeli kaynak ihtiyaçlarını karşılar. Avanslarda ise, senetler karşılığı iskonto uygulanmadan belirli bir faiz karşılığı ilgili bankaya kredi verilir.

Her iki işlemde de, merkez bankasına iskonto ettirilen senetler teminat niteliği taşır. Reeskont kredileri uygulamada oldukça geniş bir alan bulmuş ve başlıca uygulama



amacı, nakit sıkışıklığı içinde bulunan ticari bankaların ihtiyaçlarını karşılayabilmek ve bu sıkışıklığın büyük finansal krizlere dönmesini önlemektir.

Reeskont kredileri selektif kredi politikasının bir aracı olarak da kullanılır. Hükümet ekonomide teşvik edilmesi uygun görülen sektörlerdeki projelere düşük faizli merkez bankası kaynaklarını reeskont kredisi şeklinde kullanabilir. Bu uygulama içerisinde bankaların görevi, reeskonta ayrılan merkez bankası kaynaklarını belirlenen faiz oranlarından dağıtmada aracı olmaktan ibarettir. Böylece bankalar, teşviki öngörülen sektörlerde, düşük maliyetli kredi açabilmektedir. Reeskont kredilerinin sıklıkla kullanıldığı alanlardan birisi de, konjonktür politikaları çerçevesinde uygulamalardır. Ekonomik durumu canlandırmak veya yavaşlatmak isteyen merkez bankası reeskont politikası uygulamalarına başvurabilir. Ancak reeskont politikalarının başarısı büyük ölçüde piyasaların tepkisine bağlıdır.

Yukarıda anlatıldığı gibi, merkez bankasının görev ve yetkileri, uyguladığı para politikalarının işlevleri birbiriyle iç içe olduğu görülmektedir. Bu uygulamalarla ulaşılmak istenen hedef, ulusal paranın iç ve dış değerinin korunması ve ekonomik istikrar içinde büyümesinin sağlanmasıdır. Ülkenin ekonomik gelişmişlik düzeyine bağlı olarak, merkez bankası yönetimi hükümet ilişkileri öne çıkmakta ve ana hedefe ulaşmada başarıyı belirlemektedir. Fakat, siyasi istikrardan yoksun bazı gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankası asli görevlerini temel hedefler doğrultusunda kullanamamaktadır. Kamu harcamalarını kısamayan, kamu gelirlerini arttıramayan zayıf hükümetler, kalkınma, sanayileşme, bölgesel ve tarımsal kalkınmanın desteklenmesi, sosyal güvenliğin yaygınlaştırılması konusunda harcamaları olağan gelirlerle karşılayamamakta ve merkez bankası kaynaklarına başvurmaktadır. Kötü yönetilen ve siyasal önceliklere göre kaynakların yönlendirildiği bir ekonomide, merkez bankasının paranın iç ve dış değerini koruma ve fiyat istikrarını sağlama görevinde başarısı sınırlı kalmaktadır.

### C. MERKEZ BANKASI VE PARA KURULUNUN KARŞILAŞTIRMASI

Yüksek ve kronik enflasyon yaşandığı ve parasal güvenirliliğin kalmadığı ülkelerde merkez bankasına alternatif bir kurum olarak ortaya çıkan para kurulu sistemi merkez bankasına göre önemli farklılıklar içerir. Bu kısımda, yukarıda açıkladığımız

merkez bankalarının özellikleri gözönünde tutularak, para kurulu ile merkez bankalarının genel bir değerlendirmesi yapılacaktır. Para kurulu ve merkez bankasının farklılıkları Tablo 15’de özetlenmektedir.

Tablo 15. Para kurulu ile Merkez Bankasının Karşılaştırılması

Para Kurulu Sistemi	Merkez Bankası Sistemi
Rezerv paralı sabit döviz kuru	Ayarlanabilir veya dalgalı döviz kuru
%100 rezerv para karşılığı	Değişebilir rezerv oranları
Tam konvertibilite	Sınırlanmış konvertibilite
Kurala dayalı para politikası	İhtiyari para politikası
Mali sistemle ilgili asgari düzenleme	Geniş kapsamlı düzenleme
Nihai kreditorlüğün olmaması	Nihai kreditorlüğün olması
Açıklık	Kapalılık
Politize olmama	Politize olma
Yüksek kredibilite	Düşük kredibilite
Sadece faizlerden senyoraj geliri	Enflasyondan senyoraj geliri
Enflasyona neden olmaz	Enflasyona neden olabilir
Hükümeti finanse edemez	Hükümeti finanse eder

AKYAZI, a.g.e., s.88

Merkez bankasının, para basmak para politikasını yürütmek ve bankaların bankası olarak gerektiği zaman mali sisteme müdahale etmek gibi geleneksel görevleri sürdürürken, para kurulunun görevi oldukça basit bir yapıya sahiptir. Para kurulu sadece döviz ve döviz cinsi varlıklar karşılığında sabit kur üzerinden piyasaya para arz eder. Para kurulu sisteminde parasal taban döviz rezervlerine bağlıdır. Döviz arzındaki artış, ödemeler dengesi fazlası ile özel sektör ve bankacılık sisteminin ulusal para talebine bağlı olduğundan para kurulunun emisyon üzerinde hiçbir etkisi yoktur.<sup>91</sup>

Merkez bankasının, para arzı ve yabancı rezervlerin yönetimi, hükümetin ve ticari bankaların bankası olma, para ve kredi politikaların sürdürülmesi ve finansal kurumların yönetimi gibi birçok görevleri vardır. Bundan dolayı, merkez bankası, parasal tabanı kendi inisiyatifiyle değiştirebilmektedir. Parasal taban, sadece dış varlıklarla değil, aynı zamanda iç varlıklarla da değiştirilmektedir. Piyasa döviz talep

<sup>91</sup> GÜLTEKİN, a.g.e., s.2

ettiğinde, merkez bankası hem döviz satar hem de açık piyasa işlemleri ile iç varlıkları arttırarak, yani sterilizasyon politikası uygulayarak, parasal tabanın küçülmesini önleyebilir.<sup>92</sup> Buna karşılık, para kurulu, açık piyasa işlemleri gibi araçlarla para arzını değiştirerek para politikası uygulayamaz. Özel ve kamu kuruluşlarına kredi veremez. Para kurulunun görevi tek ve oldukça basittir. Para kurulu sadece talep edildiği zaman sabit kur üzerinden rezerv para karşılığı ulusal parayı tedavüle sunar.

Para kurulu sisteminde döviz kurları sabittir ve sadece acil durumlarda parite değiştirilebilir. Ayrıca, rezerv para karşılığında devalüasyon yapılamaz.<sup>93</sup> Merkez bankası sisteminde ise, sabit döviz kurundan ziyade, serbest kur sistemi veya sürünen pariteler uygulanır. Para kurulu sürünen pariteleri rezerv para için uygulayabilir; fakat, uzun dönemde cari kurların değişmeyeceği garanti edilemez. Serbest kur sistemi hiçbir zaman para kurulu sisteminde uygulanamaz. Merkez bankasının uyguladığı döviz kuru politikaları kanunlarla belirlenmediğinden, merkez bankası veya hükümet istediği zaman döviz kurlarını değiştirebilir. Ayrıca, merkez bankaları güçlü bir devalüasyon baskısıyla karşı karşıya kalabilir ve devalüasyonu gerçekleştirebilir.

Para kurulu, dolaşımdaki para ve mevduat yükümlülüğü karşılığında %100 veya biraz daha fazla rezerv para bulundurur ve bu durum kanunlarla belirlenir. Birçok para kurulu uygulamasında, varlıkların değerini korumak için, maksimum %100 veya %110 oranlarında rezerv para tutulmaktadır. Sistemde ticari bankalar, para kurulu gibi, %100 karşılık bulundurması gerekmez.<sup>94</sup> Merkez bankası, para kurulundan farklı olarak, değişik döviz rezervlerine sahiptir ve yükümlülükleri karşılığında döviz rezervleri bulundurma zorunluluğu yoktur.

Para kurulunda milli para tam konvertibiliteye sahiptir. Dolaşımdaki para, sabit oranlardan, rezerv paraya sınırsız olarak çevrilebilir. Fakat, ticari bankaların mevduatları para kurulu parasına olan konvertibilitesi garanti edilmez. Bankalar bu durumdan kendileri sorumludur. Merkez bankasında ise, para kurulunun aksine, milli paranın dövize olan konvertibilitesi sınırlıdır.

<sup>92</sup> Michele FRATIANNI ve Jurgen Von HAGEN, "Central Banking as a Political Principal Agent Problem", *Economic Inquiry*, Vol.35, No.2 (Nisan 1997), s.380

<sup>93</sup> ZARAZAGA, a.g.e, s.8

<sup>94</sup> ENOCH ve GULDE, a.g.e, s.42

Para kurulları nihai kreditorlük yapmaz, ticari bankalara veya diğer kurumlara ödünç para vermez ve iflastan korumaz. Ticari bankalar sistem içerisinde nihai kreditorlüğe alternatif bulmak zorundadır. Bu yüzden, para kurulu sisteminde interbank piyasaları gelişmiştir. Para kurulları ticari bankaları düzenlemez, sadece parasal taban üzerinde yoğunlaşır. Ayrıca, kurul, hükümetin harcamalarını ve girişimlerini finanse etmez. Fakat, merkez bankaları hükümetin harcamalarını finanse eder, ticari bankalara nihai kreditorlük yapar ve bu bankalar üzerinde düzenlemelerde bulunur.

Para kurulu politik baskılardan korunur. Açıklık ilkesi ve kanunlarla politik baskılardan uzak ve tamamen otomatik çalışma mekanizmasına sahip olmakla birlikte, siyasilere bu kurumlara müdahale etme olasılığı her zaman mevcuttur. Bu olasılık gözönünde tutulduğunda, bazı iktisatçılar, para kurulunun siyasi baskılardan uzak tutulması için bazı önerilerde bulunmuşlardır. Bu önerilerde biri, para kurulunu siyasi baskılardan uzak tutmak için kurulun merkezinin yabancı bir ülkede, özellikle rezerv ülkede olması, kurul çalışanlarının bir kısmının, IMF ve aracı kurumlar gibi, yabancı bir kurum tarafından atanması gerektiği ileri sürülmüştür. Fakat, merkez bankaları, tam aksine, politize olmuştur. Çünkü, ihtiyari olarak kullanılan para politikaları ve para arzının dışsal olarak belirlenmesi, merkez bankalarının siyasi çıkar doğrultusunda kullanılmasına neden olmaktadır.<sup>95</sup>

Para kurulu ve aktiviteleri açıktır. Çünkü, sistem, kompleks bir yapıya sahip değildir. Para kurulu sadece dolaşımdaki parayı rezerv parayla destekleyen ve rezerv paraya endeksli tahvillerin tutulduğu bir çeşit depodur. Merkez bankalarının aktiviteleri kapalıdır. Merkez bankası bir depo değildir; bazı dönemlerde, gizli olarak spekülative hareketlerde bulunur.

Para kurulu merkez bankasına göre yüksek kredibiliteye sahiptir. Çünkü, para kurulu kurallara dayalı para politikası uygular ve işlemleri açıktır. Politik baskılardan uzak ve %100 döviz karşılığı vardır. Milli para, sabit orandan, rezerv paraya tam konvertibildir. Fakat, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının kredibilitesi düşüktür. Çünkü, merkez bankaları ihtiyari para politikaları uygular, işlemler kapalıdır,

---

<sup>95</sup> FRATIANNI ve HAGEN a.g.e, s.379

ve politize olmuştur. Bu yüzden ne kadar istense de enflasyon veya döviz kurlarında verilen sözler yerine getirilemez.

Para kurulunun senyorej gelirleri sadece faizdendir. Kurul, sadece elinde bulundurduğu rezerv paraya endeksli tahvillerden faiz geliri elde edebilir. Ayrıca, para kurulu sistemi enflasyon oluşturmaz; çünkü, kurul rezerv para karşılığı piyasaya para arz edebilir. Fakat, merkez bankaları iç ve dış varlıkları birlikte tuttuğundan ve ihtiyari para politikaları uyguladığından en önemli senyorej kaynağı enflasyondur.

Merkez bankası ile para kurulu arasında diğer farklılık ise, her iki kurumun basitleştirilmiş bilançolarını incelediğimizde ortaya çıkmaktadır. Para kurulu ile merkez bankası arasındaki en önemli fark bilançoların aktif kalemlerinde ortaya çıkar. Şekil 2'de görüldüğü gibi, para kurulunun bilançosunun aktifler kısmında sadece dış varlıklar mevcut iken, merkez bankasının aktifinde dış varlıkların yanısıra iç varlıklarda yer almaktadır. Merkez bankası bilançosunda iç varlıkları bulundurması hazineye, kamuya ve özel sektöre açılan kredi demektir. Merkez bankasının açtığı bu krediler sonuç olarak parasal tabanı etkilemektedir. Yani, merkez bankası hem dış hem de iç varlıkları kullanarak parasal tabanda değişiklik yapabilmekte, dolayısıyla para arzını etkilemektedir. Bu da para arzının dışsal olduğunu göstermektedir. Para kurulunun aktifinde sadece dış varlıkların yer alması, parasal tabanda değişiklik yapabilmek için sadece dış varlıkların kullanılabileceği anlamına gelir. Parasal tabandaki değişiklik sadece piyasanın talebi karşılığında değişir. Ayrıca, para kurulunun aktifinde sadece dış varlıkların yer alması; kurulun, kamuya, özel sektöre ve bankalara nihai kreditörlük yapmayacağını gösterir.

(A)		(B)	
Aktifler	Pasifler	Aktifler	Pasifler
Dış Varlıklar	Tedavüle Çıkan Para (Ticari Banka Mevduatı)	Dış Varlıklar	Tedavüle Çıkan Para Tic. Banka Mevduatı
Likit Rezervler		Likit Rezervler	
Yatırım Rezervleri		Yatırım Rezervleri	
Fazlalık Rezervler	Özvarlıklar	İç Varlıklar	Özvarlıklar
		Tahviller	
		Krediler	

Şekil 2. Para Kurulu İle Merkez Bankasının Basitleştirilmiş Bilançoları

GULTEKİN VE YILMAZ, a.g.e, s.3

(A) Basitleştirilmiş Para Kurulu Bilançosu

(B) Basitleştirilmiş Merkez Bankası Bilançosu

Merkez bankası ve para kurulu arasındaki farklılık sadece bilançonun aktif kısmında değil, aynı zamanda pasif kısmında da farklılık vardır. Para kurulunun pasif kaleminde emisyon ve özvarlıklar bulunurken, merkez bankasının pasif kaleminde emisyon, banka mevduatı ve özvarlıklar bulunur. Ancak, para kurulu sisteminde bankalara zorunlu rezerv tutma şartı getirildiği zaman, kurulun pasif kalemine banka mevduatı dahil edilmektedir.

Günümüzde uygulanan modern para kurulu sistemlerine baktığımızda, kurulun bilançoları iki farklı bölümden oluşmaktadır. Bu bölümler tamamen bankacılık işlemleri ile uğraşacak olan ve gerektiğinde nihai kreditorlük işlevini görecek olan Bankacılık Bölümü ve geleneksel para kurulu görevini üstlenen Tedavül Bölümüdür. Bu kuramsal düzenlemelerle, bir taraftan ihtiyari para politikası uygulamaları engellenirken, diğer taraftan emisyon hacminde olağandışı dalgalanmalara ve olası bir mali krize karşı gerekli araçlar Bankacılık Bölümün'de toplanır.<sup>96</sup>

Tedavül bölümünün bilançosunda para kurulunun yükümlülüğüne karşılık gelecek uluslararası varlıklar bulunur. Yükümlülüğünde ise, tedavüldeki para, banka mevduatları, hükümet mevduatları ve özvarlıklar, diğer bir ifade ile, bankacılık bölümü mevduatları yer alır. Modern para kurulunun özvarlıkları bankacılık bölümünün mevduatlarını ifade eder. Modern para kurulunda özvarlıklar sadece şoklara karşı bir tampon rolünü üstlenir. Aynı zamanda, özvarlıklar, sistematik bankacılık krizleri esnasında kredi olarak kullanılır.

Tedavül bölümü, dış varlıklardan elde ettiği faiz gelirini Bankacılık Bölümü'ne aktarır. Biriken bu fonlardan gerektiğinde mali sıkıntıdaki bankalar geçici olarak kaynak temin edebilir. Ayrıca, bu kaynaklarla Bankacılık Bölümü açık piyasa işlemleri ile merkez bankası görevlerinden birini yapabilir. Fakat, ne Bankacılık Bölümü'nün ne de Tedavül Bölümü'nün hükümete veya kamu kuruluşlarına kredi açma yetkisi bulunmamaktadır.

Para kurulunun kurala dayalı para politikası ve merkez bankasının ihtiyari para

---

<sup>96</sup> NENOVSKY ve HRİSTOV, a.g.e, s.6-7

politikası uygulamasının sonuçları kendisini enflasyon yaratıp yaratmama noktasında göstermektedir. Para kurulunun kredi vermemesi ve paranın sadece dış varlıklar karşılığında çıkarılması enflasyon sürecini önlemektedir. Ayrıca, para arzı artışı üretim artışı ile paralellik göstermektedir. Fakat, merkez bankaları parayı iç varlıklar karşılığında kredi vererek yaratması enflasyonist etkileri ortaya çıkarmakta ve bunun üretimi arttırması ise çok gecikmeli olarak gerçekleşmektedir. Ayrıca merkez bankaları iç varlıklarını kullanarak sermaye hareketleri sonucu ortaya çıkabilecek parasal dalgalanmaları sterilize etme imkanına sahiptir.<sup>97</sup>

Para kurulundan merkez bankacılığına geçiş yapan ülkelerin ekonomik performansını analiz etmek amacıyla bu ülkelerin enflasyon ve kişi başına düşen Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) artışı Tablo 16'da gösterilmiştir. Burada, İngiltere sömürgelerinin, para kurulu sisteminden merkez bankacılığı sistemine geçişiyle enflasyon oranlarının belirgin bir şekilde arttığı görülmektedir. Tablo 16'da yer alan bilgiler, enflasyon oranlarında 1950 ve 1990 yılları arasını; kişi başına düşen GSYİH ise 1951 ve 1988 yılları arasında gerçekleşen ortalama verileri kapsamaktadır. Bu veriler incelendiğinde, ülkelerin para kurulu sistemi uyguladığı dönemlerde elde edilen ortalama enflasyon oranı %5,5 seviyesinde ve kişi başına düşen GSYİH'da ki ortalama büyüme oranı %3,5 iken, merkez bankacılığının uygulandığı dönemlerde, ortalama enflasyon oranı %10,9, kişi başına düşen GSYİH oranındaki ortalama büyüme ise %1,6 olarak gerçekleşmiştir.

---

<sup>97</sup> POLLARD, a.g.e., s.24

Tablo 16. Para Kurulu ve Merkez Bankası Sisteminde Yıllık Enflasyon ve Kişi Başına Düşen GSYH Artış Oranı (%)

Ülkeler	Para Kurulunda Enflasyon	Merkez Bankasında Enflasyon	Para Kurulunda GSYH Artışı	Merkez Bankasında GSYH Artışı
Antigua	10,5	2,4	-	-
Bahamas	6,9	6,3	-	-
Bahrain	4,5	7,6	-	-
Barbados	8,6	9,8	4,3	0,5
Belize	11,2	3,4	-	-
Burma	3,0	6,8	5,4	2,8
Cyprus	4,1	5,3	3,5	5,6
Fiji	12,3	7,7	3,0	-0,5
Gambia	1,5	15,0	4,7	1,1
Ghana	-	-	0,4	-0,5
Grenada	16,0	2,9	-	-
Guyana	1,7	12,6	-0,3	-0,3
Hong-Kong	4,2	8,7	6,5	6,5
Jamaika	2,9	13,0	5,8	1,1
Jordan	-	-	7,8	1,6
Kenya	2,3	9,6	1,4	1,6
Malawi	-	5,4	-	1,1
Malaysia	2,0	4,1	2,8	3,9
Malta	2,5	3,9	2,3	6,4
Mauritius	2,0	10,6	-0,4	3,5
Nigeria	2,3	13,2	2,5	0,7
St. Kitts	9,1	1,9	-	-
St. Lucia	10,4	3,1	2,6	0,5
St. Vincent	10,5	2,2	3,8	4,8
Sierra Leona	2,8	33,4	8,0	-0,9
Singapore	3,6	6,1	-	-
Sudan	1,0	17,2	1,9	-0,1
Swaziland	14,4	5,4	-0,3	5,4
Tanzanya	9,8	19,8	4,0	1,8
Tonga	9,2	-	-	-
Trinidad	2,4	10,1	5,5	0,6
Uganda	-	-	0,9	1,7
Yemen	5,2	9,1	13,6	6,2
Zambia	8,3	-1,4	-	-
Zimbabwe	6,8	1,2	-	-
Western Samoa	3,8	1,2	-	-
<b>Average</b>	<b>5,5</b>	<b>10,9</b>	<b>3,5</b>	<b>2,0</b>



Rakamlarda da görüldüğü gibi, para kurulu sistemi hem enflasyon oranında, hem de GSYİH'da gerçekleşen ortalama büyüme oranında merkez bankası sistemine göre daha iyi bir performans göstermiştir.

Tablo 13'ü incelediğimiz zaman sadece sömürge ülkelerinde değil, günümüzde uygulanan para kurullarının da başarılı olduğunu görmekteyiz. Enflasyon ve büyüme oranlarında sağlanan bu başarı sıkı bir şekilde uygulanan parasal disipline ve güven ortamına bağlıdır. Sağlanan bu disiplin ile parasal talep artışı yavaşlamakta ve bununla birlikte para arzı daralarak enflasyon düşürülmektedir. Aynı zamanda, para kurulunda büyüme oranları diğer kur rejimlerine göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

## V. PARA KURULU SİSTEMİ ALTINDA SİSTEMİK RİSKLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Global finansal kargaşada, uluslararası finansal yapının kolaylıkla bozulabileceği görülmektedir. Dolayısıyla finansal yapının temel prensiplerinde tekrar şekillenmelere ihtiyaç duyulmaktadır. Para kurulu, geçiş ekonomilerinde güçlü bir değişim sağlamaktadır. Bu değişim sonucu, para kurulunun uzun dönemli devam edebilmesi oluşturulan yapısal reformların tam olarak uygulanmasına bağlıdır.

Para kurulu ile birlikte reel sektörün davranışları ve mantelitesi değişmektedir. Sistemin başarısı finansal alanda oluşan bu kültürel şokun kabul edilmesine ve uygulanmasına bağlıdır. Para kurulunun başlıca makroekonomik hedefi, değerini kaybeden milli paranın ve finansal sistemin güvenilirliğini tekrar sağlamaktır. Para kurulu sisteminde en ciddi tehlike iç ve dış şoklardır. Para kurulu şoklar karşısında sınırlı enstrümanlarını kullanarak bu krizleri ortadan kaldırmaya çalışır.<sup>98</sup> Sistemik risk, sistemik krizlerin ortaya çıkmasının muhtemel göstergesidir. Sistemik kriz, yerel krizlerin toplanarak zincirlemeli bir şekilde tüm finansal sistemin çökmesine neden olmaktadır.

<sup>98</sup> AVRAMOV, a.g.e., s.9

## A) PARA KURULUNDA SİSTEMİK FİNANSAL RİSKLER

Para kurulunun etkin bir şekilde uygulanması ve IMF'in resmi dökümanlarında sisteme yer verilmesi ile sistemik risklerle ilgili çalışmalar popüler duruma gelmiştir. Para kurulu nihai krediörlük yapmadığından ve piyasaya müdahale işlemlerini en aza indirdiğinden dolayı sistemik krizler karşısında hedefi, dinamikleri ve tarzı değişiktir. Para kurulu otomatik yapısından dolayı daha az risklere neden olmaktadır. Fakat, para kurulunun statik karakterinden dolayı herhangi bir kriz karşısında krizi ortadan kaldırmaya yönelik etkin bir politika aracı yoktur. Ancak, kurul, Tedavül Bölümü Bilançosunun yükümlülüğünde yer alan Bankacılık Bölümünün mevduatlarını kullanarak oluşan sistemik riske müdahalede bulunabilir.<sup>99</sup>

Sistemik finansal krizler bir bilgi krizidir. Bilgi akımını sağlayan kanalların kesilmesi, arz ve talep bilgilerinin yanlış olması ve piyasaların gereksiz ve yanlış bilgilerle doldurulması, kısaca, bir bilgi kaybının oluşması finansal krizlere neden olmaktadır.

Sistemik krizlerin nedenleri iki farklı alanda incelenmektedir: Bankacılık Krizleri (diğer finansal araçların krizlerini de kapsar) ve Nakit Krizleri.<sup>100</sup> Bankacılık krizleri zincirlemeli reaksiyon gösterir. Bankaların sabit sermayelerinin negatif olduğu durumlarda, sabit sermayelerini bozmadan finansal işlemlerini gerçekleştiremediğinde ve varlık değerleri yükümlülüklerinin değerinden daha az olduğu durumlarda bankalar likidite sıkıntısına girerek iflas ederler. Aynı durum diğer finansal araçlar içinde geçerlidir. Kurulun devamını sağlamak için, sistemik krizlerin bankacılık sistemine yayılmasını önlemek ve gerekli tedbirlerin alınması gerekir. Aksi takdirde, sabit döviz kurları üzerinde ani bir baskı oluşur ve devalüasyon yapılması kaçınılmaz olur.

Nakit krizlerde, bankacılık sisteminden çekilen sermayeler tekrar mevduata dönüştürülmez. Bireylerin ellerinde bulunan döviz miktarının yükselmesi bankaların toplam rezervlerinin düşmesine neden olur. Bunun sonucunda, banka varlıkları ve mevduatları çarpan etkisiyle düşer ve likidite sıkıntısı başlar. Likidite sağlamak amacı

<sup>99</sup> Sujit CHAKRAVORTI, "Analysis Of Systemic Risk In The Payments System", *Federal Reserve Bank of Dallas* (Aralık-1996), s.3

<sup>100</sup> NENOVSKY ve HRISTOV, a.g.e., s.14

ile likit olmayan varlıklarını satan ticari bankalar ciddi kayıplara maruz kalır ve likidite problemiyle karşılaşır. Bankacılık krizi ve nakit krizinin sonuçları zincirlemeli olarak ticari bankaların iflasına neden olur. Para arzının ve ekonomik aktivitelerin düşmesi ise hızlı bir şekilde işsizliği yükseltir.

Sistemik krizler zincirlemeli olarak mali kuruluşları etkilemektedir. Kişi ve kurum bilançolarının varlıkları diğer kurumun yükümlülüğünü oluşturmaktadır. Eğer, kurumların sahip olduğu varlıkların değerinde düşüş olursa, o kurumun tüketim davranışları da değişecek ve bu durum diğer kurumların kazançlarını ve varlık değerlerini etkileyecektir. Ticari bankalar birbirleriyle, finansal olarak, diğer şirketlere oranla daha yakın bir ilişki içerisinde olduğundan, bir bankanın yaşayacağı şoklar diğer bankaları ve tüm finansal sistemi etkileyecektir.

Sistemik krizlerin dinamiği, mudilerin güçlü ve güçsüz ticari bankaları ayırt etme yeteneğine bağlıdır. Eğer, mevduat sahipleri güçlü bankaları ayırt edebilirse, ellerindeki sermayeyi güçlü bankalarda tekrar mevduata çevirirler. Bu durumda, mevduat ve kredilerin toplamında bir düşüş olmayacağından sistemik kriz ortaya çıkmayacak ve finansal bir sıkıntı yaşanmayacaktır. Eğer, mudiler güçlü bankaları ayırt edemez ise, mevduatların çekilmesiyle birlikte krizler tüm piyasaya yayılır. Bu durumda güçlü ve güçsüz her iki bankada zarar görür. Bankacılık sektöründen çekilen mevduatlar banka yerine hükümet kağıtlarına yatırıldığında büyük çaplı bir sistemik krizin ortaya çıkmasına neden olur. Çünkü, yatırımların özelden kamu sektörüne geçmesi güçlü bir “dışlanma etkisine” yol açar. Bu durumda daha az etkili hükümet yatırımları özel yatırımların yerini alır.<sup>101</sup>

## B) PARA KURULU SİSTEMİNDE ŞOKLARIN VE SİSTEMİK KRİZ KANALLARININ TANIMLANMASI

İhtiyari para politikaları ve merkez bankacılığı para kuruluna oranla sistemik krizlere neden olan en önemli etkenlerdir. Bunun nedenleri ise, kontrolsüz ve öznel araçların parasal ve finansal sistemi deforme etmesi, asimetric bilgilerin (yanlış bilgiler ve ahlak dışı uygulamalar) artması ve piyasanın düzensizliğidir. Bunun yanısıra, nihai

<sup>101</sup> CHAKRAVORTİ, a.g.e., s.8-9

kreditörün verdiği krediler piyasanın pratikliğini kısıtlamakta ve zararda bulunan iktisadi sektörlerin kayıplarını monetize etmektedir.<sup>102</sup> Bu durumda, şoklar değişik kanallardan ortaya çıkmakta ve toplu olarak iki gruba ayrılmaktadır: Makroekonomik Şoklar ve Mikroekonomik Şoklar.<sup>103</sup>

Para kurulunun istikrarını bozan makroekonomik şokları dört başlık altında toplayabiliriz. Reel açıdan; kamu sektörünün zararları ve bütçe açıklarının finansmanının zorlaşması, parasal açıdan; para ve kredi taleplerinde ani dalgalanmalar, dışsal açıdan; ödemeler bilançosunun sürekli açık vermesi, dövizlerin ve makroekonomik göstergelerin sürekli dalgalanması ve milli paranın ekonomik şartları yansıtmayan bir kur ile dövize bağlanması, politik karışıklık; resmi otoritelerin güvenilirliğinin kalmaması.

Mikroekonomik şoklar bireysel finansal araçları (özellikle ticari bankaları) etkiler. Bu bir yerel şoktur, bankacılık sisteminin karakterine bağlı olarak kolayca yayılabilir. Ticari bankaların varlıkları, mevduatları ve sabit sermaye değerlerinde aşırı dalgalanmalar, şokların, likidite problemlerinin ve iflasların daha da artmasına neden olur. Parasal hareketlerdeki değişimler, nakit/mevduat ve milli para/yabancı para arasında tercihlerin ani değişimleri muhtemel şokları beraberinde getirir. Ayrıca, para kurulunda döviz rezervlerinin başlangıç rezervlerinin altına düşmesi devalüasyon söylentilerini ortaya çıkarır, bu da döviz kurları üzerinde spekülasyon hareketlere yol açar. Bu durumda halk toplu olarak mevduatlarını nakde, nakitlerini de dövize çevirir. Bu tür bir sistemik kriz tüm finansal sistemin çökmesine neden olabilir.

Asimetrik bilgiler, finansal piyasaların tasarruflarını etkin yatırımlara yönelmesini engeller ve ekonomik aktiviteleri düşürür, bu da sistemik krizlerin ortaya çıkmasına neden olur. Sistemik krizler de finansal piyasaların çökmesine yol açar. Sistemik krizlerin ortaya çıkması ve yayılmasında başlıca iki kanal vardır.<sup>104</sup> İlk mekanizma, makro bazdan mikro bazadır. Makroekonomik şoklara neden olan en önemli etkenlerden, faiz oranlarının ani değişimi, iç kredilerin aşırı artması, para talebi

<sup>102</sup> Steven STRONGIN, "The Identification of Monetary Policy Disturbance: Explaining the Liquidity Puzzle", *Journal of Monetary Economics* (Haziran 1995), s.466

<sup>103</sup> Nikolay NENOVSKY ve Kalin HRİSTOV, "Criteria For Evaluation Of The Systemic Risk Under Currency Board", *Bank of National Bank* (Ocak 1998), s.7-8

<sup>104</sup> NENOVSKY ve HRİSTOV, a.g.e., s.11-12

üzerinde şoklar, ödemeler bilançosunda yaşanan krizler, dış ticaret hadlerinde ani değişimler, reel sektörlerin dağılması, para çarpanının yüksek oranlı dalgalanması, ödeme sistemi ve mevduat sigortası ile ilgili sorunlar ve güven ortamının yitirilmesi ticari bankaların bilançosunun bozulmasına neden olur. Yurtiçi yatırımların azalması ve asimetric bilgiler bu problemlerin daha da artmasına neden olur. Bu da ticari bankaların mevduatlarını azaltarak bilançolarını zayıflatır. Bu durumda bankalar uzun vadeli yüksek getirili likit varlıklarını piyasa değerinin altında satmak zorunda kalabilir.

İkinci mekanizma, mikro bazdan makro bazadır. Sistemik krizlerin ortaya çıkması ve artması durumunda mikroekonomik şoklara neden olan, ticari bankaların bilanço yapılarında büyük çaplı oransızlıklar (vade ve nakit durumları), finansal aracılarn işlemleri hakkında asimetric bilgiler ve banka panikleri ticari bankaların bilançolarına zarar verir. Banka panikleri tüm piyasaya yayılır, bu da mudilerin asimetric bilgileri yüzünden güçlü ve güçsüz bankalar ayırtedilemeyerek mevduatların çekilmesiyle sonuçlanır. Bu kısıtlamalar finansal piyasaların fonksiyonunun etkisini azaltır ve reel sektörün çökmesine neden olur. Ayrıca, banka krizleri döviz krizlerine neden olabilir, özellikle sabit döviz kurunu uygulayan ülkelerde daha etkili görülür.

Sistemik krizlerin dinamiklerini ve kanallarını tam olarak ayırtetmek ve tanımlamak oldukça zordur; çünkü, makroekonomik ve mikroekonomik şoklar birbiriyle bağlantılıdır, her ikisi de aynı zamanda ortaya çıkar ve sebep-sonuç ilişkisi oldukça zor farkedilir.

## C) PARA KURULU SİSTEMİNDE SİSTEMİK KRİZLERDEN KORUNMA YOLLARI

Sistemik riskler ve sistemik krizler kontrol edilemeyebilir. Fakat, krizlerin etkisini azaltmak için kanuni düzenlemeler yapılabilir. Sistemik krizlere karşı iki farklı tedbir alınmaktadır: İdari ve Ekonomik Tedbirler.

### 1. İdari Tedbirler

Para kurulu sisteminde, ilk adım olarak, sistemik krizlerden korunma amaç edinilmelidir. Finansal sistemin işlemlerini izleyen ve analiz eden bir grup uzman oluşturulmalıdır. Gelişmiş ülkelerin finansal ve endüstriyel alanlarının çoğunda bu tür

gruplar mevcuttur. Finansal araçlarla ilgili kanuni temellerin düzenlenmesi ve kabul edilmesi gerekir. Kanuni düzenlemeler mümkün olduğunca uzun süreli uygulanmalıdır. Eğer, kanuni temellerin uygulaması aksatılırsa, muhtemel olarak, sistemik krizler ortaya çıkar. İdari politika önlemleri olarak finansal gözetim, finansal kontrol ve finansal teşhis yapılmalıdır. Sistematik gözetim ve kontrol altında finansal araçlar aktivitelerini daha dikkatli bir şekilde gerçekleştirir.

Devletin ve mali kuruluşların performansı ile ilgili bilgiler açık olmalıdır. Ticari bankaların kar ve zarar hesapları ve konsolide bilançoları yayınlanmalı; ayrıca, her bankanın ayrı ayrı kar ve zarar hesabı ayrı bilançolarda gösterilerek mudilere ek bilgi sağlanmalıdır. Böylelikle ticari bankalar yüksek risk içeren işlemlerden kaçarlar, çünkü bankalar mudilerinin güvenine bağlı olarak yaşamlarını sürdürürler.

## 2. Ekonomik Tedbirler

Genel olarak iktisadi ve para politikaları tutarlı ve mali kurumlar anlaşılır olmalıdır. Bu tutarlılık otomatik olarak sistemik krizleri önler. Para kurulu sisteminde kabul edilen kuralların sıkı bir şekilde gözlenmesi gerekir ve döviz kurlarının değiştirilmesine izin verilmemesi gerekir. Para kuralları araştırıldığında, merkez bankasının para politikalarına hakim olduğu ve kuralları çiğnediği görülmektedir.<sup>105</sup> Bundan dolayı, para kurulu düzenlemelerinde her değişikliğin ihtiyatlı yapılması gerekir; çünkü, para otoritelerine olan güven temelde çok çabuk kaybolmaktadır.

İktisadi politikaların bir özel uygulaması da mevduat garantisi ve nihai kreditebilirliktir. Şüphesiz ki, eğer nihai kreditebilirlik var ise, sistemik risklerde yükselmektedir. Yani, nihai kreditebilirlik sistemik krizlere yol açabilir, fakat kısa dönemde, nihai kreditebilirlik krizlerin son bulmasında etkili olabilmektedir. Ayrıca, mevduat sigorta sisteminde mevduatların belirli bir oranı sigorta primi olarak ödenmekte, bu da sigorta hilekarlıklarına (moral hazard) neden olmaktadır ve sistemik risk giderek artmaktadır. Bu probleme çözüm olarak ticari bankaların varlıklarının riski gözüne alınarak ödeyebilecekleri kadar sigorta primi ödemeleridir.<sup>106</sup>

<sup>105</sup> STRONGIN, a.g.e, s.468

<sup>106</sup> GROSSMAN, a.g.e, s.809

Mevduat munzam karşılığında vazgeçilmesi veya bu oranın düşürülmesi ilave bir iktisadi önlem olarak uygulanabilir. Mevduat munzam karşılığında vazgeçilmesi veya bu oranın azaltılması sistemik krizlerin riskini azaltmaktadır. Mevduat munzam karşılığı mevduat kurumları için bir çeşit vergidir ve bu kurumların diğer finansal araçlarla olan rekabetini azaltmaktadır. Bu yüzden ticari bankalar, diğer finansal araçlara göre, daha az rekabet gücüne sahiptir ve daha yüksek risk içerirler. Bundan dolayı, sistemik krizlerin çoğu ticari bankaların bilançosunda bozulmalardan dolayı ortaya çıkmaktadır.<sup>107</sup>



---

<sup>107</sup> DIAMOND ve DYBVIG, a.g.e., s.405

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DÜNYADA PARA KURULU DENEYİMLERİ VE TÜRKİYE'DE PARA KURULUNUN UYGULANABİLİRLİĞİ

#### I. DÜNYA'DA PARA KURULU DENEYİMLERİ

Para kurulu sisteminin fikir olarak çıkış noktası İngiliz iktisatçılarına aittir ve ilk uygulayıcıları ise İngiliz sömürgeleridir. Para kurulu uygulamalarını incelerken sömürgecilik dönemi ve günümüzdeki uygulamalar şeklinde iki grup altında inceleyeceğiz. İlk grup altında yer alan sömürgecilik dönemindeki uygulamalar ortodoks para kurulu şeklinde uygulanmış, günümüzde uygulanan para kurulları ise modern para kurulu şeklinde uygulanmaktadır.

#### A) SÖMÜRGEÇİLİK DÖNEMİNDE PARA KURULU UYGULAMALARI

İlk kez ve çoğunlukla İngiliz sömürgelerinde uygulanmış tarihsel bir para sistemi olan para kurullarının büyük ölçüde birbirlerine benzediğini görmekteyiz. İlk para kurulu uygulaması 1849 yılında İngiltere'nin Hint Okyanusu'nda yer alan sömürgelerinden Mauritius'ta kurulmuştur. İngiltere 19'uncu yüzyılın sonlarına kadar karşı çıkmasına rağmen, yerel sömürge yönetimleri, 1850 yılında Seylan (Sri Lanka) ve 1889 yılında Boğazlar Yerleşimleri (Singapur, Penang, ve Malaya) para kurulu sistemini uygulamaya başlamışlardır. Bu dönemlerde, sömürgeler para kurulunu kurarken Londra'dan destek görmüşlerdir. Ancak, 1899 yılında İngiltere'nin bu konuda görüşleri değişerek, Falkland Adaları yönetimine para kurulunun kurulması için yardımcı olması ile bu uygulama diğer sömürge ülkelerine de yayılmıştır. Para kurulu sistemini uygulayan sömürge bölgelerindeki yerel yönetimler zamanla sistemi



geliştirmiş ve Batı Afrika'daki İngiliz sömürgelerinin (Gambiya, Nijerya, Sierra Leone) 1913 yılında ortaklaşa kurdukları para kurulu ile son şeklini almıştır.

İngiliz sömürgelerinden farklı olarak para kurulları diğer ülkelerin sömürgelerinde de kurulmuştur. Örneğin, Amerikan yönetimindeki Filipinler'de 1903 ve Panama'da 1904 yılında, İtalyan yönetimi altındayken Somali'de 1941 yılında ve Libya'da 1950 yılında para kurulu sistemi uygulanmıştır. Para kurulu uygulamaları sömürge ülkeleri ile sınırlı kalmamış, geçmişte bazı bağımsız devletlerde de para kurulu sisteminin uygulandığı görülmüştür. Örneğin, Arjantin ilk para kurulunu 1902-1914 ve 1927-1929 yılları arasında uygulamış, yine Kuzey Rusya 1918-1920, İrlanda 1928-1943 ve Yemen Arap Cumhuriyeti 1964 -1971 yılları arasında uygulamıştır.<sup>108</sup>

Sömürgecilik döneminde uygulanan para kurulu sistemlerinin benzer özelliklere sahip olduğunu görmekteyiz. Bu dönemde, para kurulunun temel fonksiyonu, yerel paranın sabit kur üzerinden rezerv para birimi olan Sterlin karşılığında piyasaya sürülmesidir. Para kurulunun ne para arzını etkileme ne de döviz kurunu belirleme gibi fonksiyonu olmuştur. Yani, para arzı içsel olarak belirlenmiş, döviz kuru ise merkezi Londra'da bulunan Sömürge Komisyonu tarafından belirlenmiştir. Ayrıca, para kurullarının para politikası araçlarına sahip olmaması ihtiyari para politikası uygulama imkanlarını ortadan kaldırmıştır. Sömürge bölgelerinin tamamında Londra'daki finansal işlemlerin yürütülmesi için ticari acentalar kurulmuştur. Daha sonra, bu acentalar sömürgelerin tümünü temsil etmek üzere Krallık Acentası altında toplanmıştır. Bu dönemde, para kurulları toplamış oldukları Sterlin rezervlerini, Londra'da sömürgelere ait para fonunda toplamış ve iki kısma ayırmıştır. Fonun %30 ile %50'lik kısmı, likit olarak nitelendirilen, Londra'da ki banka mevduatlarına ve İngiliz Hükümetinin tahvillerine; diğer kalan kısmı ise, yatırım fonu olarak nitelendirilen sterlin cinsinden menkul kıymetlere yatırılmıştır.

Sömürgelerde, genel olarak, para kurulları yerli tahvillere yatırım yapmamış ve %100 karşılık sistemini uygulamaya çalışmışlardır. Ancak uygulamada bazı sömürgelerde farklılıklar ortaya çıkmıştır. Bunlardan, Boğazlar Yerleşimi Para Kurulu

<sup>108</sup> "C. David ROWAN, *The Origins of West African Currency Board* (South African Journal of Economics, V.22, No.44, s.65" (SCHULER, 1992, s.102'deki alıntı)

ve Malaya Para Kurulu (Malezya'nın bir bölümü) karşılık olarak aktifler arasında yerli tahviller bulundurmışlardır. Yine, Güney Rodezya Para Kurulu (Zimbabve) ve Kuzey Rodezya Para Kurulu aktiflerinin yaklaşık %10'unu yerli tahvillerden oluşturmuştur. Para kurullarının para fonunda toplanan Sterlin aktiflerini değerlendirmek amacıyla, Sömürge Komisyonu tarafından, genel bir yatırım politikası oluşturulmuştur. Yapılan bu düzenleme ile, İngiliz sömürgelerinde para kurullarının para fonunda toplanan aktifleri sadece, İngiliz Hazine Bonoları, Birleşik Krallık Bankalarında vadeli veya vadesiz mevduat, İngiliz Belediye Tahvilleri, Hindistan Hükümeti'nin Tahvilleri ve İngiliz Sömürge Hükümeti'nin Tahvillerinden oluşturulma zorunluluğu getirilmiştir. Hangi tahvillere yatırım yapılacağı Krallık Acentası'nın seçimine ve Sömürge Komisyonu'nun onayına tabi tutulmuştur. Krallık Acentası'nın diğer bir görevi ise, para kurullarının Londra'daki finansal işlemlerini yürütmek olmuştur.<sup>109</sup>

Sömürgecilik döneminde para kurulunun ilk uygulaması ve sistemin temel ilkelerini belirlemiş olması nedeniyle Mauritius Para Kurulu ve diğer ülkelerin daha sonraki uygulamalarına prototip oluşturması açısından Batı Afrika Para Kurulu detaylı olarak incelenecektir.

### **1. Mauritius Para Kurulu**

İlk para kurulu uygulaması 1849 yılında İngiltere'nin Hint Okyanus'undaki sömürgelerinden Mauritius'da gerçekleşmiştir. Mauritius, 1847 yılında yaşanan mali kriz nedeni ile para kurulunu kurmuştur. Mauritius'da mali krizin çıkmasındaki neden, 1847 yılında İngiltere'de yaşanan finansal krizin Mauritius'un başlıca ihraç ürünü olan şeker fiyatını uluslararası piyasalarda önemli oranda düşürmesi idi. Bu sektöre verilen kredilerin batması ile banknot ihraç etme yetkisine sahip iki yerel imtiyazlı bankadan biri olan Mauritius Bankası (1848), hissedarlarının sermaye artırımı için çaba sarfetmesine rağmen, iflas etmiştir. Mali krizden Ticaret Bankası da olumsuz etkilenmiştir. Ticaret Bankasının banknotları piyasa değerinin altında işlem görmeye başlamıştır. Böylece, bankalara olan güven azalmıştır.

---

<sup>109</sup> AKYAZI, a.g.e., s.99

Mautirius'da mali kriz 1849'da para kurulu kuruluncaya kadar devam etmiştir. %100 karşılık sistemine göre çalışan kurul, 5'lik ve 10'luk Rupilerini gümüş Hint Rupisine karşılık olarak piyasaya sürmüştür. 1 Mauritius Rupisi 1 Hint Rupisine eşitlenmiştir. Hükümet para kurulunun işlemleri için üç kişiden oluşan komisyon oluşturmuştur. O dönemde, Hint Rupisi, Hint okyanusuna sınır tüm bölgelerde yaygın olarak kullanılmıştır.<sup>110</sup> Mautirius'un da Hint Rupisini kullanması aslında doğal bir tercihtir. Çünkü, Mautirius'un en büyük dış ticaret ortağı Hindistan idi. Böylelikle, kur değişmelerinin dış ticaret üzerindeki etkisi asgariye indirilmiş olacaktı.

Para kurulu rezervlerinin enaz üçte birini madeni gümüş olarak, diğer kısmını ise menkul kıymetler olarak tutmuştur. Kurulun gümüş rezervleri dolaşımdaki paranın üçte bir oranının aşağısına düşmesi durumunda, kurul elindeki menkul kıymetleri satarak gümüş rezerv oranlarını %50 seviyesine çıkarmıştır. Mauritius Para Kurulu ilk zamanlar sadece yerel tahviller tutarken, ekonomik sıkıntılarda yerel tahvillerden daha istikrarlı olan İngiliz Tahvillerine yatırım yapmışlardır. Kurulun dolaşımdaki parası, menkul kıymetler ve gümüş madeni rezervlerinin toplamına eşitlemiştir.

Mauritius Para Kurulu'nun kurulması ile birlikte özel bankaların banknot basma yetkisi kaldırılmıştır. Başkent Port Louis'de bulunan Mautirius Ticaret Bankası para kurulunun temsilcisi olmuştur. 1865 yılında, kurulun elinde bulundurduğu menkul kıymetlerin değerinde meydana gelebilecek bir azalışı tanzim etmek için her yıl elde edilen karın %1'i Amortisman Fonuna aktarılması kararlaştırılmıştır. Fon, dolaşımdaki paranın %10'una ulaşıncaya kadar aktarım işi devam etmiştir.<sup>111</sup>

Birinci dünya savaşından sonra gümüşün altın karşılığı değeri aniden yükselmiş ve hükümet gümüş paralarının ihracını yasaklamıştır. 1920-1925 yılları arasında gümüşün altın karşılığı fiyatı çok aşırı dalgalanması sonucu, 1934 yılında Mauritius sterlin değişim standardına geçiş yapmış ve 15 Mauritius Rupisini 1 Sterline eşitlemiştir. Böylece, dolaşımdaki banknotlar karşılığı gümüş para yerine sterlin

<sup>110</sup> "William Evan NELSON, The Imperial Administration of Currency and British Banking in the Straits Settlements, 1867-1908, *Ph.D. Dissertation*, Duke University, 1984, s.146" (SCHULER, 1992, s.44'deki alıntı)

<sup>111</sup> NELSON, a.g.e., s. 141

kullanılmaya başlanmıştır. Bu dönemden sonra, kurul, aktiflerini sterline endeksli tahvillerden oluşturmuştur.<sup>112</sup>

Para kurulunun genel özellikleri, Batı Afrika Kurulundan önce, Mauritius para kurulunda oluşmuştur. Mauritius sömürge yönetimi olmasına ve Londra'nın baskılarına rağmen, İngiltere'den bağımsız olarak para kurulunu kurmuş ve sistemden vazgeçmemiştir. Mauritius para kurulunun kurulması ile belirli bir öğrenme süreci başlamıştır. Kurulun etkinliğini arttırabilmek için iç ve dış piyasalarda dalgalanmaların olumsuz sonuçlarını engellemek amacıyla kurulun uyması gereken kurallarda zamanla önemli değişiklikler yapılmıştır.<sup>113</sup>

## 2. Batı Afrika Para Kurulu

Batı Afrika Para Kurulu ortodoks para kurulunu uygulayan ilk ülkedir. Batı Afrika Para Kurulu daha önceki uygulamalardan elde ettiği tecrübelerle, para kurulunu uygulayan diğer sömürgeler ve ülkeler için daha sonraki uygulamalarda prototip olmuştur. Batı Afrika Para Kurulu'nun kurulmasının arkasında yatan neden Mauritius ve Seylan'da olduğu gibi banka krizleri veya Nakit Okuluna bağlılık değildir. Asıl neden, sömürgelerin İngiliz Hükümetinden senyoraj gelirlerinin kaynağı olan para basma hakkını istemiş olmasıdır.

Batı Afrika sömürgeleri (Gambiya, Nijerya, Sierra Leone) gümüş İngiliz madeni paralarını kullanmışlardır. Çünkü, altın İngiliz madeni parasının değerinin yüksek olması ve kağıt paranın deforme olması nedeniyle ticarete kullanılamamış, dolayısıyla gümüş paraya olan talep sürekli artmıştır. Bundan dolayı, Batı Afrika Sömürgeleri arasında gümüş İngiliz madeni parasının kullanımı oldukça yüksekti, dolayısıyla İngiltere'de bu paraya aşırı talep oluşmuştu. İngiltere Hükümeti, artan para talebini karşılamak için Batı Afrika Sömürgelerine para göndermiş, bu da İngiliz Hükümeti'nin senyoraj gelirlerini arttırmıştı. Fakat, İngiliz Hükümeti elde ettiği bu senyoraj gelirlerini sömürge ülkeleriyle paylaşmayı reddediyordu.

<sup>112</sup> SCHULER, a.g.e., s.46

<sup>113</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.10

Nijerya'yı oluşturan üç sömürgeci biri olan Lagos, 1898 yılında, İngiliz Sömürge Bakanlığına başvurarak, Batı Afrika'nın kendi yerel para birimini çıkarmasını veya İngiliz Hükümeti'nin elde ettiği senyoraj gelirlerinden Batı Afrika Hükümetlerine de verilmesini istemiştir. Bakanlık senyoraj gelirlerinin paylaşımını reddetmiştir. Bunun üzerine, Sömürge Ofisi, David Barbour başkanlığında bir komite oluşturarak Batı Afrika para biriminin çıkarılıp çıkarılmayacağı araştırılmıştır. David Barbour, aynı zamanda, Hindistan Para Komitesi üyesi ve Straits Settlements (Boğazlar Yerleşimi) Para Komitesinin başkanı idi. Barbour Komitesi 1900 yılında bir rapor sundu. Rapora göre, gümüş İngiliz madeni parasının tedavülde kalmasının uygun olacağını; fakat, senyoraj gelirlerinden Batı Afrika Hükümetlerine de pay verilmesini ve altın rezervlerinin yarısının kullanılmasını önermiştir. Bakanlık komitenin yaptığı bu öneriyi de reddetmiştir.<sup>114</sup>

20. yüzyılın başlarında gümüş fiyatının düşmesi senyoraj gelirlerinin artmasına neden olmuştur. 1912 yılında, gümüş İngiliz parasından elde edilen brüt senyoraj geliri gümüş fiyatının %165 değerine eşitlenmiştir. Senyoraj gelirlerindeki bu artış yerel para biriminin avantajlarını ön plana çıkarmıştır. Bunun üzerine, Güney Nijerya Hükümeti 1907 yılında sömürge hükümetlerinin ya da bankalarının yerel para basma için gerekli gelişmeyi tamamladığını ileri sürmüştür. Bu öneriye de İngiltere'den sömürgelere gümüş para ithal etme tekeli elinde bulunduran İngiliz Batı Afrika Bankası karşı çıkmıştır. Dolayısıyla bu öneride sömürge bakanlığı tarafından reddedilmiştir.

Emott başkanlığında, Batı Afrika para birimi için araştırma yapılması için bir komite daha kuruldu. Komite raporunda, Batı Afrika Sömürgelerinde para kurulunun kurulması ve kağıt ve madeni para birimlerini basabilmeleri konusunda görüş bildirmiştir. Böylece, Emott Komitesinin önerileri doğrultusunda ve sömürge bakanlığının onayı ile 1913 yılında Batı Afrika Para Kurulu kurulmuştur. Rapora göre, kurulun ilk etapta toplam rezervlerinin en azından %75'inin altın rezervlerinden oluşması gerektiği vurgulanmıştır. Ayrıca, kurulun merkezi Londra'da kurulması ve her Batı Afrika Sömürgesinde bir şubenin bulunması kararlaştırılmıştır. Kurul, 1 Batı Afrika Poundunu 1 Sterline eşitlemiştir. Londra'da Batı Afrika Poundu'nun Sterline

<sup>114</sup> SCHULER, a.g.e., s.52

değişimi için %0,7 oranında komisyon alınması öngörülmüş ve bu oran nakliye masraflarının yükselmesi ile yükselmiştir.<sup>115</sup>

Raporda, para kurulunun rezervlerinde sadece altın ve sterline endeksli tahvillerin bulundurulabileceği belirtilmiştir. Sterlinin sabit bir orandan altına tam konvertibil olması, para kurulunun rezervlerinin altın veya sterline endeksli tahvillerden oluşmasının fark etmeyeceği; fakat, altın rezervlerinin faiz getirisinin olmadığı belirtilmiştir. Kurul, İngiliz Batı Afrika Bankasını sömürgelerde, Joint Stock Bankasını ise (Daha sonra Mindland Bankası ile birleşmiştir) Londra'da şube olarak kullanmıştır.

Batı Afrika Para Kurulu üç temel amaca yönelik hizmet etmiştir. Bunlardan ilki, Batı Afrika Poundunun tedavüldeki gümüş İngiliz parasının yerini alması; ikinci olarak, portföy yatırımlarından elde edilecek kazançlardan üye sömürgelerin pay alması ve üçüncü olarak, Poundun Sterline karşı sabit bir kur üzerinden konvertibilitesini sağlamaktır.<sup>116</sup>

Batı Afrika Para Kurulu, ilk yıllarda, minimum 100 Pound tutarındaki işlemleri kabul etmiştir. Kurul daha sonra sadece bankalarla çalışmaya başlamış ve minimum 10000 Pound tutarındaki işlemleri yapmıştır. Para kurulu yaptığı bu işlemlerden komisyon almış ve en önemli gelir kaynakları arasında yer almıştır.

1915 yılının sonlarında, Batı Afrika'nın en önemli ihraç malı olan kakaonun fiyatı hızlı bir şekilde artması ile refah düzeyi ve halkın madeni para talebi artmıştır. Bunun üzerine, kurul, acil olarak bu talebi karşılamak amacıyla İngiltere'den madeni para ve banknot ithal etmiştir. Bu durum karşısında Batı Afrika Kurulu, 1916 yılında, ilk kez piyasaya kağıt para sürmüştür. 1920 yılının Haziran ayında piyasaya sürülen banknot miktarı 5.85 milyon Batı Afrika Poundu olmuş ve 1944 yılında en yüksek miktara ulaşarak 6 milyon Batı Afrika Poundu piyasaya sürülmüştür.

Batı Afrika Para Kurulu, başlangıç rezervlerini kendi gümüş paralarıyla gümüş İngiliz paralarını değiştirerek oluşturmuştur. %100 karşılık sistemini uygulayan para kurulu, 1926 yılında portföyünde bulundurduğu menkul kıymetlerin değerinin düşme

<sup>115</sup> Antony G. HOPKINS, *An Economic History of West Africa*, Columbia University Press, Newyork, 1973, s.52

<sup>116</sup> AKYAZI, a.g.e., s.102

olasılığına karşılık mevcut rezervlerine %10 ilave rezerv tutmuştur. Elde edilen senyoraj gelirleri ise, Batı Afrika Hükümetlerine dağıtılmıştır. Kurul rezervlerinde İngiliz Hükümetinin ve belediyesinin garanti verdiği veya çıkardığı menkul kıymetleri bulundurmuş, Batı Afrika Sömürgelerinin çıkardığı hiçbir menkul kıymet rezervlere alınmamıştır.

Birinci Dünya Savaşında, İngiltere'nin Almanya'dan aldığı Batı Kamerun ve Togoland'da da, Batı Afrika Para Kurulu faaliyetini sürdürmüştür. Yine, Liberya, kendi para birimini kullanmayarak, Amerikan Doları resmi ödeme aracı oluncaya kadar, Batı Afrika Poundunu kullanmıştır. Batı Afrika Para Kurulunun başarılarına bağlı olarak kurulun dolaşımdaki parası artmış veya azalmıştır. Örneğin, depresyon dönemlerinde (1920), kurulun dolaşımdaki parası 7.27 milyon Pound iken, 1939 yılında 11.71 milyon Pounda, 1957'li yılların başlarında ise en yüksek seviyeye çıkarak 125 milyon Pounda yükselmiştir. Bu rakamlar, o dönemde, Batı Afrika ekonomisinin büyüdüğünün göstergesidir.<sup>117</sup>

Batı Afrika'da bir banka Pound karşılığında İngiliz Sterlini değiştirmek istediğinde, bu paraları kurulun işlemlerini yürüten sömürgelerdeki temsilcisi İngiliz Batı Afrika Bankasına yatırması ve bankanın da durumu Londra'da ki merkez para kuruluna bildirmesi gerekiyordu. Kurul ise, Londra'da temsilcisi olarak bulunan Joint Stock Bankasına, komisyon ücreti kesildikten sonra, yatırılan Batı Afrika Poundu kadar Sterlin ödemesinin yapılmasını bildiriyordu. Eğer, kurulun Londra'da ki bankasında bu miktarı ödeyecek kadar nakit yok ise, kurul bankaya talimat vererek sahip olduğu bazı menkul kıymetlerin satılmasını ve ödemienin yapılmasını isteyebiliyordu.

### **3. Sömürgelerin Para Kurulundan Merkez Bankasına Geçiş Sebepleri**

Para kurulu sistemi günümüze kadar yaklaşık 70'den fazla ülkede uygulanmıştır. Para kurulunun en yaygın olarak kullanıldığı dönem 20.yüzyılın ilk yarısıdır. 1940'lı yılların sonlarında para kurulu sistemini uygulayan ülke sayısı 50 dolaylarına çıkmıştır. Fakat, 1950'li yıllarda, sömürgeler bağımsızlıklarını kazandıkça para kurullarını merkez bankalarına dönüştürmüşlerdir. Özellikle, Brüksel'de (1920), Cenova'da ve Londra'da (1933) yapılan uluslararası konferanslarda, tüm gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının

kurulmasının gerekliliği konusunda alınan kararlar neticesinde, para kurulu yerini merkez bankasına bırakmıştır. 1967'li yıllara bakıldığında, para kurulunu uygulayan bağımsız tek ülke Kuzey Yemen olmuştur. İngiltere'nin sömürgeleri dahi para kurulu yerine merkez bankacılığını uygulamışlardır.<sup>118</sup>

Para kuruluyla ilgili ilk teorik tartışmalar Oxford Üniversitesinde kalkınma iktisatçılarından J. Mars tarafından başlatılmıştır. Mars'a göre, sömürgelerin para kurullarını merkez bankalarına çevirmelerinin bazı nedenleri vardır. Bu nedenlerden biri, para kurulunun rezerv maliyetleri ile ilgilidir. Yabancı rezervlerin talep edildiği miktarda sabit orandan yerel para karşılığı değiştirilmesinin, yani yerel para karşılığında %100 dış rezervlerin tutulmasının maliyetli olduğu söylenmiştir. Ayrıca, bu rezervlerin sömürgelerde değil de İngiltere'de rezerv olarak tutulmasının iktisadi kalkınmayı sınırlandıracağı belirtilmiştir. Diğer bir durum ise, o dönemde, yurtiçi varlıklarda tutulan yatırım rezervlerinin dış varlıklara göre daha güvenli ve kazançlı olduğu görülmüştür. Çünkü, aynı vadeye sahip sömürge tahvilleri İngiliz tahvillerine göre daha fazla getiri sağlamıştır. Bununla birlikte, yurtiçi iktisadi kalkınma daha hızlı olmuştur; çünkü, daha fazla tasarruf yurtiçi ekonomiye kanalize edilmiştir. Bu durumda yerel paranın rezerv paraya olan konvertibilitesine de zarar gelmemiştir. Çünkü, dolaşımdaki çekirdek paraya karşılık her zaman %100 dış rezerv bulundurulmuştur.

Para arzı ile ödemeler dengesi arasındaki otomatik ilişki para kuruluna yapılan diğer bir eleştiri konusudur. Para arzının cari işlemler bilançosuna bağlı olması ekonomide meydana gelebilecek mevsimsel dalgalanmaların gerektirdiği finansal talep değişikliklerini karşılamada yetersiz kalabileceği belirtilmiştir. Bu durumda iktisadi kalkınma da yavaşlayacaktır. Çünkü, cari işlemler hesabı denk veya açık verdiğinde para arzı daralacak ve talebi karşılayamayan para arzı fiyatların düşmesine neden olacak, buda ülkeyi iktisadi durgunluğa sürükleyecektir. Ayrıca, para arzının cari işlemlere bağlı olması fırsat maliyetini de (senyoraj gelirlerinin azalması) arttıracaktır. O dönemde, ekonomik kalkınmada merkez bankasının para kurulundan daha etkili olacağı görüşü yaygınlaşmıştır.

---

<sup>118</sup> SCHULER, a.g.e., s.75



Yine, merkez bankasının lehine yapılan bir eleştiri ise, para kurulunun ihtiyari para politikalarına müsaade etmemiş olması ve nihai kreditorün (en son ödünç veren kurum) olmayışıdır. 1940, 1950 ve 1960 'lı yılların iktisatçıları, ihtiyari para politikalarının ekonomik büyümede daha etkili olduğunu savunmuşlardır.<sup>119</sup> Nihai kreditorün ticari bankaları likit krizlerinde bankalara verdiği kredilerle mali paniklere karşı koruduğu ve ihracatın düşmesinden dolayı ekonomide oluşan iktisadi durgunluğu ve mali krizleri önlediği belirtilmiştir. Yine, altın ve döviz rezervlerindeki artışının ulusal para arzında şişkinliğe yol açması ve azalışın ise iktisadi durgunluğa neden olması sterilizasyon politikasının önemini ortaya çıkarmıştır. Fakat, ortodoks para kurulunda para politikaları kullanılmadığından dış ticaretin para arzı üzerindeki etkileri sonucu oluşabilecek olası bir enflasyon veya işsizlik önlenemeyeceği belirtilmiştir. Para arzı ve dış ticaret arasında oluşabilecek bu tür sorunların aşılabilmesi için para politikası araçlarının kullanılmasının gerekli olduğu savunulmuştur.

Para kurulundan vazgeçip merkez bankasına yönelmenin bir nedeni de, merkez bankasının ulusal bağımsızlığın bir göstergesi olarak algılanmış olmasıdır. Bağımsızlıklarına kavuşan ülkeler, sömürgecilikle özdeş gördükleri para kurulundan kurtulmayı ulusal egemenliğin bir şartı saymışlardır. Merkez bankaları bağımsızlığın bir simgesi durumuna gelmiştir. Para kurulu sisteminin bağımsız bir para ve döviz kuru siyasetinin uygulanmasını kısıtlayıcı niteliği hızlı bir iktisadi kalkınmayı gerçekleştirme özlemiyle bağdaşmaz sayılmıştır.<sup>120</sup> Bu sebeple para kurulları sömürgeciliğin bir kalıntısı olarak algılanmış ve bağımsızlığın kazanılmasıyla sistem hızla terkedilmeye başlanmıştır.

Sterlinin diğer paralar karşısında değer kaybetmesi de, para kurulu yerine merkez bankasının tercih edilmesinde etkili olmuştur. Bretton Woods anlaşmasını imzalayan İngiltere altın standardını uygulayarak döviz kontrolünü kaldırmıştır. Bu anlaşmayla Sterlin'e karşı spekülasyon akımları başlamıştır. İngiltere spekülasyon alımları karşılamak için altın rezervlerinin önemli bir kısmını kaybetmiştir. Bunun üzerine İngiltere tekrar döviz kontrol altına almış; fakat, bu kontroller Sterlin'in değer

<sup>119</sup> Arthur HAZLEWOOD, "Sterling Balances and the Colonial Currency System: A Reply", *Economic Journal*, V.64, No.255 (1954), s.616

<sup>120</sup> ÇELEBİCAN, a.g.e., s.31

kaybetmesini engelleyememiş ve Amerikan Doları karşısında devalüe edilmiştir. Sterlinin istikrarlı bir para birimi olma özelliğini kaybetmesi ile Sterlin değişim standardı çökmeye başlamış yerini Amerikan Doları almaya başlamıştır.<sup>121</sup>

Tüm bu nedenler, para kurulunun merkez bankasına dönüşüm sürecini hızlandırmıştır. Bununla birlikte, merkez bankasının araçlarının finansal açıklara ve enflasyona neden olmasından korkulmuş ve merkez bankasını işletebilecek yetişmiş yeterli elemanın olmaması ve gelişmiş yurtiçi tahvil piyasasının oluşmaması merkez bankasını güçsüz kılan nedenler arasında yer almıştır. Ayrıca, eski sömürgelerin yeni yöneticilerinin kolaylıkla etki altına alabilecekleri merkez bankası kaynaklarını kullanarak siyasal çıkar elde etmeyi düşünmüş olabilecekleri de gözardı edilmemiştir.

Tüm bu gelişmeler sonucunda, 1950'lerin sonlarına doğru teorik tartışmayı merkez bankası kazanmıştır. Bağımsızlıklarını kazanan sömürgeler para kurulu sistemini terkedip merkez bankalarını kurmuşlardır. Sömürgelerin bağımsızlıklarını kazandığı ve merkez bankalarını kurdukları tarihler Tablo' 17 de gösterilmiştir. İkinci Dünya savaşından 1960'lı yılların sonlarına kadar geçen dönemde sömürgelerin çoğu bağımsızlıklarına kavuşmuştur. Bu dönemde birçok eski sömürgelerde para kurulu sistemi terkedilirken, Bermuda, Brunei, Cayman Adaları, Faroe Adaları, Cebelitarık, Hong-Kong ve Singapur'da sistem günümüze kadar sürmüştür. Burada, geçmiş para kurulları deneyimlerinden Hong-Kong ve Singapur para kurulu ile merkez bankası sistemleri arasında sürekli değişim yaşamıştır. Singapur ve Hong-Kong deneyimlerinin ilginç yanı, bu para kurullarının zamanla ortodoks para kurulu sisteminden uzaklaşarak merkez bankası görevlerini de üstlenmiş olmalarıdır.

Singapur 1899-1973 yılları arasında para kurulu sistemini sürdürmüştür. 1965 yılında bağımsızlığını kazandıktan sonra da para kurulu sistemini terketmemiştir. Singapur Hükümeti 1971 yılında para kuruluna ilaveten, para politikaları yürütme yetkisine sahip Singapur Para İdaresini kurmuştur. Para kurulundan farklı olarak, bu kuruma para politikaları yürütme yetkisi verilmiştir. Bu iki kurumsal yapı günümüzde de sürmektedir.

---

<sup>121</sup> HAZLEWOOD, a.g.e., s.167

Tablo.17. Sömürgelerin Bağımsızlık ve Merkez Bankası Kuruluş Tarihleri

Sömürgeler	Bağımsızlık Tarihi	Mer. Ban. Kur Tarihi
<b>İngiliz Batı Afrikası</b>		
Nijerya	1960	1958
Gana (Gold Coast)	1957	1957
Sierra Leona	1961	1970
Gambia	1965	1963
<b>İngiliz Doğu Afrikası</b>		
Kenya	1963	1966
Uganda	1962	1966
Tanzanya	1961	1966
Zanzibar	1963	-
Aden	1963	-
İngiliz Somalisi	1960	-
<b>İngiliz Orta Afrikası</b>		
Güney Rodezya	1965	1956
Kuzey Rodezya	1964	
Malavi	1964	1956
<b>İngiliz Doğu Asyası</b>		
Malaya	1957	1959
Malezya	1963	1963
Sarawak	1963	1963
Singapur	1965	Para Otoritesi, 1971
Brunei	1984	-
Hong-Kong	Çin'in Yönetiminde	Kambiyo Fonu, 1935
<b>İngiliz Karayipleri</b>		
Barbados	1962	-
İngiliz Guyanası	1966	1966
Leeward Adaları	1962	1983
Trinidad ve Tobago	1962	1966
Windward Adaları	1962	1983
Bahama	1962	1983
Bermuda	1962	-
Jamaika	1962	-
Falkand Adaları	İngiliz Sömürgesi	1962
İngiliz Hondurası	1964	Para Otoritesi

Kaynak: "Chwee-huay OW, The Currency Board Monetary System; The Case of Singapore and Hong-Kong, *Ph. Dissertation*, Johns Hopkins University, 1985, s.14" (AKYAZI, 1996, s.109'daki alıntı)

Hong-Kong Para Kurulu Sistemi 1935 yılında kurulmuştur. 1973-1983 arası sabit döviz kuru politikası bırakılarak, para kurulu sisteminden vazgeçilmiştir. Bu dönemde Hong-Kong Para Kurulu para politikalarından sorumlu bir merkez bankası gibi çalışmıştır. Hon-Kong, 1983 yılında, parasının Amerikan Doları karşısında büyük

oranda değer kaybetmesi sonucu para kurulu sistemine geri dönmüş ve günümüze kadar devam etmiştir.

## B) GÜNÜMÜZDE UYGULANAN PARA KURULU SİSTEMLERİ

Yüzyılın ortalarında merkez bankacılığına yönelik yaygın ve güçlü bir eğilimin ortaya çıkmasına karşın para kurulu eski sömürgelerin bazılarında devam etmiş, bazılarında ise yeniden kurulmuştur. Bugün Arjantin, Dijiboutu, Hong-Kong, Brunei Darüsselam, Estonya, Litvanya, Doğu Karayipler, Hong-Kong ve Bulgaristan'da para kurulu sistemi uygulanmaktadır. Bu ülkeler para kurulu sistemini uygularken ortodoks para kurulunun özgün biçiminden az yada çok uzaklaşmışlardır. Dolayısıyla, bugün, para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde tekdüze bir uygulamanın varlığından söz etmek mümkün değildir. Örneğin, Estonya ve Arjantin para kurulu aşırı döviz rezervi karşılığında para politikalarını kullanıp banka denetimi yapabilmektedir. Aynı zamanda, Arjantin ve Litvanya Para Kurulu geleneksel merkez bankasının fonksiyonlarını ve ödeme sistemini kullanmaktadır. Yine, bu ülkeler kısıtlıda olsa döviz rezervlerini kullanarak nihai kreditörlük yapmakta; ayrıca, Arjantin, Brunei-Darusselam ve Doğu Karayip Merkez Bankası (DKMB) %100 karşılık sistemini uygulamamaktadır.

Günümüzde para kurulu uygulamaları, ekonomik sorunları ağırlaşan, geçiş ekonomisinden piyasa ekonomisine geçiş sürecinde yer alan ülkelerin sorunlarını çözmede önemli bir alternatif uygulama olarak görülmektedir. Arjantin, para kurulu sistemi ile enflasyonla mücadelede sağladığı başarı ve makroekonomik performansı ile önemli bir başarı sağlaması; yine, Sovyetler Birliğinin dağılması ile para kurulu sistemini uygulayan ülkelere Estonya ve Litvanya'nın ekonomik istikrarı sağlaması ve önümüzdeki 10 yıl içerisinde Avrupa Birliğine tam üyelik için davet edilmesi, Bulgaristan'ın 1997 yılında para kurulu uygulamasıyla kötüleşen ekonomik tabloyu düzeltme yolunda olumlu sonuçlar almaya başlaması son yıllarda para kurullarına yönelik ilgiyi arttırmıştır.

Asya krizinden etkilenen Rusya büyük bir krize girerek para kurulu ile ilgili tartışmaları başlatmış; 1999 yılından itibaren ise, ekonominin iyileştirilmesi amacıyla para kuruluna geçiş için çalışmalar yapılmıştır. 1997 yılında Bosna-Hersek'de para

kurulu uygulamasına geçmiştir. Arjantin merkez bankası sisteminden para kurulu sistemine geçen ülkeler arasında tek orta büyüklükte ülke olması dolayısıyla ayrı bir öneme sahiptir. Bundan dolayı Arjantin Para Kurulu sistemini ayrıntılı bir şekilde inceleyeceğiz. Bununla birlikte, Baltık ülkeleri ve Bulgaristan Para Kurullarını da ele alacağız.

### 1. Arjantin Para Kurulu

Bugün Arjantin’de uygulanan para kurulu sistemi aslında yeni bir uygulama değildir. Arjantin Para Kurulu sisteminin ilk uygulaması 1899 yılında gerçekleşmiştir. 1890 yılında yaşanan banka krizleri ve darbe sonucu Arjantin hükümeti dış borçlarını ödeyemez hale gelmiş ve para basma yetkisini Caja de Conversion adlı kuruma devretmiştir. Caja, başbakan tarafından aday gösterilen ve senato tarafından onaylanan beş kişilik bir komisyon tarafından yönetilmiştir. Caja’nın amacı, Arjantin para birimini altın karşılığında konvertibil hale getirmek idi. 1899 yılında bir Arjantin pesosu karşılığında 0,63 gram altın paritesi kurulmuş ve bir önceki pariteye göre %56 oranında devalüasyon yapılmıştır. Ayrıca, %100 altın karşılığı olmadıkça para basımı yasaklanmıştır. Bu durumlardan dolayı, Caja de Conversion kurumu bir çeşit para kurulu olarak sınıflandırılmıştır. 1935 yılında Caja de Conversion yerini merkez bankasına bırakmış ve 46 yıl boyunca sadece 14 yıl para kurulu sistemi gibi çalışmıştır (1902-1914 ve 1927-1929).<sup>122</sup>

Bugün 1991 yılında tekrar kurulan Arjantin Para Kurulu sistemini incelemeyen önce bu kararın alınmasına neden olan şartları incelemede yarar var. 1970’li yıllarda petrol fiyatlarının aşırı artışıyla birlikte Arjantin’de iktidara gelen hükümetler enflasyonu düşürmede başarılı olamamışlardır. 1960’larda %20’lerde seyir eden enflasyon 1970’li yıllarda %100’ün üzerine çıkmış, 1980’li yıllarda ise tamamen kontrolden çıkmıştır. Bu dönemlerde uygulanan istikrar paketleri enflasyonu düşürmede başarısız olmuştur. Tablo.18’de gösterildiği gibi, 1982’de %165,2 olan enflasyon 1984 yılında % 626,7 seviyesine çıkmıştır. Enflasyonun bu kadar hızlı artışı sonucu, 1985 yılında yeni bir istikrar programı olan Austral Planı uygulanmıştır. Bu planın uygulanmasıyla 1986 yılında yıllık enflasyon artışı %90’a inmiştir. Fakat sıkı para

<sup>122</sup> SCHULER,a.g.e., ss.89-90

politikasının zamanla gevşetilmesi ve gerekli mali reformların yapılmaması bir sonraki yıl enflasyonu arttırmış, 1987 yılında %131,6 ya, 1988 yılında %342'ye, 1989 yılında %3079,2'ye, toptan eşya fiyatlarında %1607 seviyesine çıkarak hiperenflasyon düzeyine yükselmiştir. Enflasyonla ortaya çıkan bu dengesizlikler bütçe dengesinin bozulmasına ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'da (GSYİH) azalışlara neden olmuştur. Tablo.18'i incelediğimiz vakit, Austral Planının uygulandığı dönem dışında, GSYİH negatif değer almıştır. 1985 yılında %-6,6 olan büyüme, 1986 yılında %7,3 olarak gerçekleşmiştir. Austral Planının sıkı bir şekilde uygulanamaması Arjantin ekonomisinin büyümesine yansımış ve 1987 yılında büyüme oranı düşerek %2,6 olarak gerçekleştirmiştir. 1988 ve 1989 yıllarında büyüme negatif olmuş %-1,9 ve -%6,2, 1990 yılında %0,1 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo.18. Arjantin'de Tüketici Fiyat Oranları ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (%) (1981-1990)

Yıllar	Tüketici Fiyat Oranları	GSYİH Artışı
1981	104,0	-
1982	165,2	-
1983	344,2	-
1984	626,7	-
1985	672,2	-6,6
1986	96,0	7,3
1987	131,6	2,6
1988	342,7	-1,9
1989	3079,2	-6,2
1990	2311,3	0,1

Kaynak: International Monetary Fund (IMF), *International Financial Statistics*, V. LIII, N.10, Mart 1998

Ekonomide yaşanan bu istikrarsızlık reel para talebini hızla azaltmıştır. Para tabanının azalması senyörj gelirlerinin azalmasına neden olmuş, dolayısıyla bütçe açıklarının monetizasyonu zorlaşmıştır. 1991 yılına kadar enflasyonla mücadelede uygulanan heteredoks istikrar programlarına rağmen enflasyonla mücadelede istenilen başarı sağlanamamıştır. Dolayısıyla, halkın hem hükümete hem de Merkez Bankasına olan güveni kaybolmuştur. Arjantin'in bu kısır döngüden kurtulmasının tek yolu yeni

bir hükümetin gelmesiyle uygulamaya konulacak geniş kapsamlı bir yapısal reform paketi ile mümkün olabileceği görülmüştür.

1989 yılında yapılan seçimlerle işbaşına gelen Carlos Menem, Arjantin ekonomisini düzeltmek için, mali ve parasal reformları içeren istikrar tedbirlerini yürürlüğe koydu. 1991 yılında Menem tarafından Maliye Bakanlığına atanan Domingo Cavallo ile birlikte ekonomik reform sürecinde yeni bir aşama sağlandı. Enflasyonla mücadelede inanırlığın ve itibarın önemini kavrayan Menem hükümeti, para kuruluna geçmeden önce, her istikrar paketinin kaçınılmaz şartı olan mali reformları yaparak halka, özel kesime ve yabancı yatırımcılara güven verdi. Bu çerçevede içerisinde, özelleştirme yapılarak, dış ticarete liberalizasyona gidilerek, kamu kesiminde bürokratik engeller kaldırılarak, kamu harcamalarında kesintiler yapılarak, vergi reformu gerçekleştirilerek, bütçe disiplini sağlanarak ve yeni bir parasal sistem uygulanarak para kurulu öncesi mali reformlar yapılmıştır. Özellikle, para kurulu sistemine geçilmeden önce, bütçe açıkları oldukça azaltılmış; 1987 yılında GSYİH'nın %4,9'unu oluşturan bütçe açıkları, 1988 yılında %5,8'e çıkmış ve 1990 yılında ise %3,8'e düşmüştür.<sup>123</sup>

1991 yılının Nisan ayında Konvertibilite Kanunu ile birlikte, Arjantin Merkez Bankası, ortodoks para kurulu ve merkez bankası özelliklerini aynı anda taşıyan hibrid (ara) bir kurum haline getirildi. Konvertibilite kanunları ile kurulan Arjantin Para Kurulu Sistemi üç temel şartı içerdi;<sup>124</sup>

i ) Arjantin para birimi Amerikan Dolarına sabitlendi

ii) Arjantin para birimi Austral, şimdiki para birimi Peso, ile Amerikan Doları arasında tam bir konvertibilite oluşturuldu

iii) Arjantin merkez bankası parasal tabanın en az %100'üne karşılık döviz rezervi tuttu.

<sup>123</sup> AKYAZI, a.g.e., s.115

<sup>124</sup> Pamela K. STAR, "Government Coalitions and the Viability of Currency Boards: Argentina Under the Cavallo Plan" *Journal of Interamerican Studies*, Vol.39, No.2 (1997), s.94

Konvertibilite kanunu, Arjantin para birimi australın değerini 10000 Austral=1 ABD Doları olarak sabitlemiş ve 1992 yılında paradan dört sıfır atarak yeni bir para birimi pesoyu piyasaya sürmüştür. Böylece yeni parite 1 Peso=1 ABD Doları olmuştur. Parasal tabanın tamamı için %100 Amerikan Dolarına endeksli devlet tahvili ve altın gibi dış varlıklar bulundurulmuştur.

Arjantin konvertibilite kanunu ile para kurulu yanında birçok radikal önlemleri de beraberinde getirmiştir. Bunlardan ilki, uzun süredir yüksek enflasyonun ürünü olan endeksleme kaldırılmış ve ücretlerin üretkenliğe bağlı olarak belirlenmesi kararı alınmıştır. İkinci olarak, sözleşmelerin döviz ile yapılmasına ve ödeme aracı olarak kullanılmasına izin verilmiş, ayrıca geçmişte yasak olan döviz bulundurma yasal hale getirilmiştir. Bununla birlikte, Arjantin Pesosunun yanında Amerikan Dolarının da yasal değişim aracı olarak kullanılmasına izin verilmiştir. Üçüncü olarak, para kurulu sistemi çıkarılan bir yasayla gerçekleştirilmiş; dolayısıyla, döviz kurunun belirlenmesi ve değiştirilmesi ancak çıkarılacak yeni bir yasayla mümkün hale getirilmiştir. Bundan dolayı iki ülke arasında oluşan sabit döviz kurunun görelî alım gücünü yansıtmaması önemli bir durum halini almıştır. Bu üç unsur sistemin başarısına yardımcı olmuş ve bu şekilde bir düzenleme halkın para otoritesine ve parasal sisteme olan güvenini arttırmıştır.<sup>125</sup>

Uygulamaya konulan Bonex Planı ile, devlet borçlarının yapısı da değiştirilmiştir. Bu uygulama ile, tüm vadeli mevduatlar 10 yıl vadeye çevrilmiş, tahviller dolara endekslenmiştir. Merkez bankası bu tahvilleri ticaret bankalarına olan borcunu ödemek için kullanmış ve bankalar ise, mevduat sahiplerine ödemeyi bu tahvilleri kullanarak gerçekleştirmiştir. Bu plan, hem para arzının düşmesinde çok önemli bir rol oynamış hem de merkez bankasına sermaye oluşturmuştur.

Para kurulu sisteminde güçlü bir bankacılık sisteminin oluşturulması çok önemlidir. Bu yüzden, Arjantin Para Kurulu sistemi mali kriz durumunda bazı önlemler almıştır. Mali güvenliği sağlamak amacıyla zorunlu likidite uygulaması ve bankacılık sektörünün güvenliğini sağlamak için çeşitli fonlar oluşturulmuştur. Kamu sektörüne ait

---

<sup>125</sup> DOMINGO, a.g.e., s.20



kötü performans sergileyen 15 banka sistemden çıkarılmış veya özelleştirilmiştir. Mevduatı az olan bankalar birleştirilmiştir. Arjantin'de Meksika krizi öncesi (1994) 168 banka mevcut iken, krizden sonraki altı ayda 143 ve 1996'da 124 banka faaliyetini sürdürmüştür. Arjantin yöneticileri, sistemik krizler karşısında bankaların daha etkili ve uzun ömürlü olabilmesi için yarısının daha birleştirilerek büyütüleceği belirtilmiştir. Ayrıca, gelecekte bankaların bir kriz esnasında kapanma olasılığına karşılık özel mevduat sigortası oluşturulmuş ve para kurulu yöneticileri sistemik krizler karşısında nasıl davranacağı konusunda eğitilmiştir.

Arjantin Para Kurulu, yabancı varlıkların parasal tabandan fazla olması durumunda para politikalarını kullanabilmiştir. Ayrıca, Arjantin Para Kurulu'nun Amerikan Dolarına ve altına endeksli Arjantin devlet tahvillerini uluslararası rezervlerine eklemesine izin verilmiştir. Başlangıçta devlet tahvilleri toplam karşılıkların 1/3'ünü aşmaması öngörülmüşse de, günümüzde bu oran parasal tabanın %20'si ile sınırlandırılmıştır. Arjantin, parasal tabanı aşan, uluslararası rezervleri ve portföyünde bulundurduğu devlet tahvilleri ile hükümete ödünç fon verebilmiştir. Böylelikle hükümet gerektiğinde merkez bankasına dolara endeksli tahviller satarak bütçe açıklarını finanse edebilmiştir. Ayrıca, para kurulu devlet tahvillerini kullanarak ani sermaye girişlerini sterilize etmiş ve milli para arzının beklenilmeyen yükselişini önlemiştir. 1992 yılında, bankaların prim karşılığı katılabileceği mevduat sigorta sistemi kurulmuştur. Sigorta kapsamına girebilmek için banka başına 50 milyon Amerikan Doları, her mudi için 1000 Amerikan Doları prim ödeme şartı konulmuştur. Nihai kreditorlük işlemi ise, vadesi bir ay olan ve belirli miktar altındaki çekler karşılığında verilen reeskont kredileri dışında kaldırılmıştır.<sup>126</sup>

Özelleştirme programı içerisinde Arjantin Havayolları, telekomünikasyon (EnTel telefon şirketi), enerji gibi birçok alanda faaliyet gösteren dev şirketlerin 1990 yılında satışı başlamış ve 1994 yılına gelindiğinde Arjantin hükümetinin toplam özelleştirme gelirleri 24 milyar doları bulmuştur. Yapılan özelleştirme sonucu verimlilikte ve yatırımlarda önemli artış sağlanmıştır. Bunun yanı sıra, Arjantin hükümeti vergi alanında reformlar yaparak vergi gelirlerini artırmıştır. Vergi alanında

---

<sup>126</sup> STAR, a.g.e., s.104

vergi cezalarını arttırarak ve katma değer vergisini iki katına çıkararak GSMH'nin yüzde 18'ini oluşturan vergi gelirleri 1991 yılında %22'sini oluşturmuştur. 1991 yılında ücretler bir yıl dondurulmuş ve kamu sektöründe çalışan 70.000 işçi çıkarılmıştır.<sup>127</sup> Artan vergi gelirleri, bütçe harcamalarında yapılan kesintiler, kamu sektöründe istihdamın %20 azaltılması ve özelleştirme gelirleri Arjantin hükümetinin kamu kesimi borçlanma gereğini azaltmıştır. 1980'li yıllarda bütçe açığı veren Arjantin (GSMH'nin %9'u), para kurulu sistemiyle bütçe dengesini sağlamıştır. Böylece, Arjantin daha para kuruluna girmeden önce bütçe disiplinini sağlayarak para kurulu sistemine düzenli bir geçişi kolaylaştırmıştır.<sup>128</sup>

1991 yılında kurulan para kurulu ile Arjantin'in makroekonomik göstergelerinde olumlu gelişmeler olmuş ve sistemin ilk olumlu etkileri fiyatlar genel seviyesi ve faiz oranları üzerinde görülmüştür. Tablo.19'da Arjantin'in iç ve dış makroekonomik göstergeleri verilmiştir.

Tablo.19'u incelediğimizde, Arjantin ekonomisinin para kurulu öncesi durakladığını görmekteyiz. 1990 yılında kişi başına düşen milli gelir 1980'e göre %10 daha azalmış, mali açık GSYİH'nin %7.6'sına ulaşmış ve yatırım oranları ise GSYİH'nin sadece %14'ine inmiştir. Bu dönemde parasal ve mali disiplinsizlikler hiperenflasyona neden olmuş ve 1990'da yıllık enflasyon artış oranı %2311 olarak gerçekleşmiştir.

1991 yılında Arjantin modern para kurulu sistemini uygulayarak özellikle enflasyon ve faiz oranlarında büyük başarı elde etmiştir. Sistemin uygulanmasıyla (1991) enflasyon oranı %172'ye düşmüş; faiz oranları ise, %1518'den %62'ye düşmüştür. Enflasyonda ve faiz oranlarındaki düşüş devam etmiş, enflasyon oranı 1992 yılında %10,6'ya, 1994 yılında tek haneli rakama %4,3'e düşmüştür. Bu gelişme devam eden yıllarda da sürmüştür ve 1998 yılında enflasyon oranı %1,1'e gerilemiştir. Aynı gelişme faiz oranlarında da görülmüş, 1995 yılında 1518 olan faiz oranları para kurulu sisteminin uygulanmasıyla enflasyona göre daha hızlı bir düşüş trendine girmiş ve 1997 yılında %7 seviyesine inmiştir.

<sup>127</sup> ZARAZAGA, a.g.e., s.17

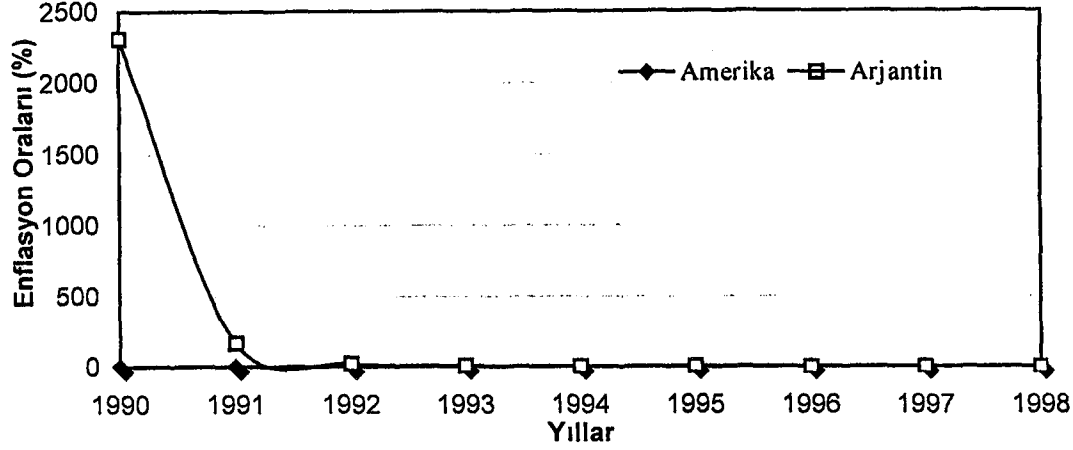
<sup>128</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s.24

Tablo 19. Arjantin Ekonomisinin Makroekonomik Göstergeleri

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Enflasyon Oranları (CPI) (%)	2311,3	172	24,6	10,6	4,3	3,3	0,2	0,5	0,7	-1,8
Enflasyon Oranları (TEFE) (%)	1607	110	5,7	2,3	1,8	6,5	3,3	-1,1	0,9	-1,2
Yıllık Enflasyon Oranları (% yıllık)	1518	62	17	12,8	8,8	13,1	7,3	7	7,6	8,1
İşsizlik Oranı (%)	9,2	5,8	6,7	10,1	12,1	18,8	18,4	13,8	14,1	14,2
Harıcat (milyar dolar)	12,353	11,978	12,235	13,118	15,659	20,967	23,812	25,360	26,460	23,3
İthalat (milyar dolar)	4,076	8,275	14,872	16,784	21,527	20,122	23,762	27,911	31,867	25,5
Yarı Bilanço (milyar dolar)	4,5	-0,6	-6,5	-7,4	-9,9	-2,4	-4,1	-12,96	-14,3	-12,3
Yarı Denge/GSYİH (%)	3,2	-0,3	-2,8	-3	-3,7	-1,5	-1,9	-4,1	-4,8	-4,4
Döviz Kuru (peso/dolar)	0,487	0,953	0,990	0,998	0,999	0,999	0,999	0,999	0,999	0,999
Uluslararası Rezervler (milyar dolar)	4,5	6	9,9	13,7	14,3	14,2	18,1	22,8	24,7	26,5
Para Tabanı (milyon peso)	3,617	7,823	11,010	14,989	16,216	13,769	14,060	15,975	16,392	16,524
Para Arzı (milyon peso)	7,913	19,097	31,030	45,453	53,471	51,988	61,731	75,843	-	-
GSYİH Artışı (%)	0,1	10,5	10,3	6,3	8,5	-4,6	4,4	8,1	3,8	-4,3
Ücret Artışı (%)	-	149	30,1	12,7	6,8	-1,5	0,5	-	-	-
Net Yurtiçi Krediler (%)	655	84,5	23,5	21	19,1	5,7	4	13,1	7,9	0,8
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-0,3	-0,5	0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,0	-0,8	-0,7	-
Harıcat/İthalat (%)	303	144	82	78	72	104	100	90	83	91
Dış Borç/GSMH	43	33,5	28,4	23,4	24,7	24,4	25,9	42,6	47,1	51,1

Kaynak: International Financial Statistics, Mart 1998.

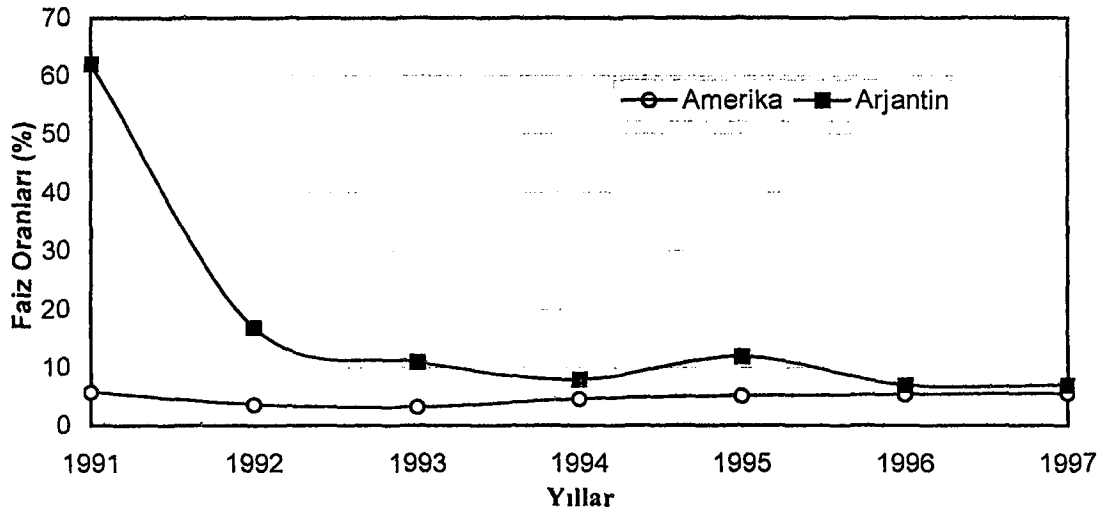
Arjantin rezerv ülke olarak seçtiği ABD'nin enflasyon oranını yakalamış, hatta ABD'ye göre daha iyi bir performans sergilemiştir. Bu durum Şekil.3'de gösterilmiştir.



Şekil.3. ABD'de ve Arjantin'de Enflasyon Oranları (%)

Kaynak: IMF, International Financial Statistics, (Haziran 2000)

Enflasyon oranları ile birlikte faiz oranları da ABD'nin faiz oranlarına yaklaşmış; fakat, Şekil.4'de görüldüğü gibi, tam bir yakınsama sağlanamamıştır. Yani, Arjantin'de faiz oranları ABD'ye göre azda olsa yüksek seyir etmiştir. Bunun nedeni ise, Arjantin ekonomisinin içerdiği risklerden kaynaklanmıştır.



Şekil.4. ABD ve Arjantin'deki Faiz Oranlarının Yakınsaması

Kaynak: IMF, International Financial Statistics, (Haziran 2000).

1987 ve 1990 yılları arasında ortalama %-1.9 oranında küçülen Arjantin ekonomisi, 1991'de para kurulu sistemine geçmesiyle 1995 yılına kadar ortalama %8,5 oranında büyüme sağlamıştır. Bununla birlikte, ülkenin uluslararası rezervlerinde de aşırı artışlar gözlenmiştir. 1990 yılında 4,5 milyara dolar olan toplam uluslararası rezervler, 1996 yılında 18,1, 1999 yılında 26,5 milyar dolara yükselmiştir. 1990 yılında GSYİH'nin %14'ünü oluşturan yatırımlar, 1991'de %16'ya, 1992'de ise %19,6'ya yükselmiştir. Net yurtiçi kredilerin artış oranında aşırı düşüşler gözlenmiştir. Bunun anlamı ise, Arjantin hükümetinin karşılıksız para basmadığı ve bankalara açılan kredi miktarının azaltıldığıdır. Bunun yanısıra, para kurulunun kurulması ve devamı için çok önemli olan bütçe açıkları da, Tablo.19'da görüldüğü gibi, azaltılmış ve bütçe dengesi sağlanmıştır.

Arjantin istikrar politikasının başarısında yabancı sermaye girişleri ve uluslararası finansal kuruluşlardan alınan yardımlarda önemli bir rol oynamıştır. 1991-1995 yılları arası ekonomik büyüme önemli ölçüde ülkeye giren yabancı sermaye ile sağlanmıştır. GSMH'nin yaklaşık %3'üne denk gelen cari açıklar kısa süreli sermaye girişleri ile kapatılmıştır. Ayrıca, yurtiçi yatırımlar için yetersiz olan yerel tasarruflar yabancı sermaye girişi ile yatırımların daha da artmasına neden olmuştur. 1991 yılında sermaye bilançosu -5,3 milyar dolar iken 1992 yılında ülkeye 3 milyar dolarlık sermaye girişi olmuş, 1993 yılında bu rakam 17,6 milyar dolara yükselmiştir. Bununla birlikte, Arjantin'in uyguladığı para kurulu sistemi ile elde ettiği düşük enflasyon uluslararası alanda kabul görmüş ve IMF yeni bir istikrar programı olarak para kurulu sistemini kayıt altına almıştır. Arjantin IMF ile stand-by anlaşması yaparak 1991 yılında 780 milyon SDR ve 1992 yılında 2,44 milyon SDR kredi almıştır. Para kurulu sisteminin desteklenmesi amacıyla ilk yıllarda IMF'den alınan toplam kredi miktarı 3 milyar dolar olmuştur. Bununla birlikte, Amerikan Kalkınma Bankası ve Dünya Bankası toplam 2,6 milyar dolar, Japon Eximbank 0,8 milyar dolar kredi vermiştir. Ayrıca, Arjantin 2 milyar dolarlık devlet tahvilini uluslararası piyasalara sürmüştür.<sup>129</sup> Brady Planı ile bankaların kredi hizmetleri azaltılmış ve borçların monetizasyonu yasaklanmıştır.

---

<sup>129</sup> STARR, a.g.e., s.106

Meksika hükümeti Aralık 1994'de ülke parası olan pesoyu devalüe etmesi ile birlikte ülkeden hızla kısa süreli sermaye kaçıışı başlamış ve bu sermaye kaçıışı diğer Latin ülkelerine ve Arjantin'e sıçramıştır. Krizin etkisiyle para kurulu hızla döviz ve altın rezervlerini kaybetmeye başlamış, 1994 yılında 14,3 milyar dolar olan uluslararası rezervler krizin başlaması ile geçen üç aylık sürede 10 milyar dolara düşmüştür. Arjantin mali sektörü, özellikle küçük bankalar, tekila krizi olarak adlandırılan Meksika krizi sırasında sermaye kaçışlarından en çok etkilenen sektör olmuştur. Devalüasyon beklentisi içerisine giren halk yerli paradan uzaklaşmış ve bankalardan mevduatlarını çekmiştir. Krizin ilk üç ayında mevduatlar %18 azalmış, bu durum mali krizin daha da derinleşmesine neden olmuştur.<sup>130</sup> Banka sektöründe yaşanan mevduat düşüşleri karşısında isteğe bağlı özel mevduat garanti sistemi getirilerek düşüş yavaşlatılmıştır.

Krizin etkileri reel ekonomide de görülmüştür. Mali kriz sonucu bankaların kredi imkanının kısıtlanması ile üretim %4,5 oranında azalmıştır. Bununla birlikte işsizlik oranı krizin etkisiyle %50 oranında artarak 1995 yılında %18,8 oranına yükselmiştir. Kriz nedeniyle üretim maliyetleri artmış 1994'de %1.8 oranında seyir eden toptan eşya fiyat endeksi (TEFE) 1995'de %6,5'e yükselmiştir. Bu dönemde ücret artışları dondurularak reel anlamda düşürülmüştür.

Krize rağmen, Arjantin Konvertibilite Planından ödün vermemiş, 1995 yılında iktisadi durgunluktan çıkarak, 1996 yılında GSYİH %4,4, 1997 yılında ise %8 oranında artmıştır. Yatırımlarda artış devam etmiş, enerji, inşaat ve imalat sektöründe üretim artışı sağlanmıştır. Ekonomide iyileşme istihdam alanında da görülmüş ve 1997 yılında işsizlik oranı %30 oranında azalarak %13,8'e düşmüştür. Fakat, ücretler yatay seyir etmiştir. 1997 yılında tüketici fiyat endeksi (TÜFE) sıfıra yaklaşmış, toptan fiyat endeksi (TEFE) sıfır olmuştur. Fakat, 1998 yılında Arjantin'in büyüme hızı %3,8'e düşmüş, 1999 yılında ise büyüme oranı -%4,3 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte işsizlik oranı da 1999 yılında %14,2'ye yükselmiştir.

1997 yılında Arjantin'in mali yapısı da iyileşmiştir. 1996 yılında kamu açıkları GSYİH'nin %3,3'ünü oluştururken, 1997 yılında %1,9'a düşmüştür. Hükümet gelirleri

<sup>130</sup> H. Steve HANKE ve Kurt SCHULER, "A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization", *Cato Journal*, Vol.18, No.13 (1999), s.406

%0,8 milyar dolar artmış ve bu artış yakıt vergilerinin, kurumsal vergilerin ve vergi dışı gelirlerin artışından elde edilmiştir. Harcamalar azaltılmış ve kamu hizmetleri ve sosyal güvenlik reformları yapılmıştır. 1995 yılından itibaren Arjantin bankacılık sektörü oldukça güçlenmiştir. Ülkede finansal kurumların sayısı %20'i azaltılmış ve yabancılara ait bankaların sayısı artırılmıştır. Uluslararası rezerv miktarı 1997 yılının sonunda 22,8 milyar dolara yükselmiştir.

1995 yılında, tekila krizin etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla, Arjantin hükümeti IMF ile 2 milyar dolarlık bir kredi anlaşması imzaladı. Bu anlaşma, otoritelerin mali yapılandırma programlarını ve yapısal reformlarını desteklemek amacıyla yapılmıştır. Mali sektör reformlarıyla sağgörüdü düzenlemeler artmış, finansal araçlar daha etkin ve açık bir şekilde uygulamaya konulmuştur. Devletin rasyonel davranışları ile yapısal reformlar gerçekleştirilmiş ve otoriteler toplumsal ve ekonomi alanlarında yapısal reformları sürdürmeyi hedeflemişlerdir.

Arjantin sabit döviz kuru uygulamasından dolayı dış ekonomik göstergelerinde özellikle cari işlemler bilançosunda bazı sorunlar yaşamaktadır. Ülkenin ihracatı 1990 yılında yaklaşık 12,5 milyar dolar iken 1998 yılında 26,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönem içerisinde ihracat iki katına çıkmıştır. İthalat ise, 1990 yılında 4 milyar dolar iken 1998 yılında yaklaşık 32 milyar dolara yükselmiştir. Bu ithalatın 8 kat arttığını gösterir. Bu durum, Arjantin ve ABD'deki enflasyon oranları arasındaki farkın bir sonucu olarak, Arjantin pesosunun dolar karşısında aşırı değerlendiğini gösterir, 1991 ve 1994 yılları arasındaki verilere bakıldığında Arjantin pesosunun %40 değer kazandığını görmekteyiz. Arjantin pesosunun aşırı değerlenmesi cari açığın armasına neden olmuştur. 1990 yılında 4,5 milyar dolar cari fazlalık verirken, 1991 yılında 0,6 milyar dolar cari açık verilmiş, 1994 yılına gelindiğinde yaşanan tekila krizinin etkisiyle de cari açık yaklaşık 10 milyar dolar olmuştur. Bu durumda Arjantin hükümeti sabit kurun neden olduğu devalüasyon baskısını mali devalüasyonla gidermeye çalışmıştır. Yani, dış ticaret açığını kapatmak için ihracata sübvansiyon ithalata ise tarife uygulanmıştır. Arjantin bir nevi zımni devalüasyon uygulamıştır. Uygulamanın olumlu sonuçları cari işlemler bilançosuna yansımıştır. 1994'de 10 milyar dolar olan cari açık 1996 yılında 4,1 milyar dolara inmiştir. Fakat, 1999 yılında cari

işlemler açığı tekrar yükselmiş ve yaklaşık 12,3 milyar dolar seviyesine çıkmıştır.<sup>131</sup> Devalüasyon yapılamaması durumunda cari açıkların kapatılması için iki yöntemle başvurulmuştur. Bunlardan ilki, cari açıkların sermaye girişleri ile finanse edilmesi, diğeri ise, eğer yeterli sermaye girişi sağlanamıyorsa döviz rezervlerinin kullanılmasıdır. Aşırı değerlenme sorunu Arjantin gibi bütçe açıklarını başarıyla kontrol altına almış bir ülkede dahi krize yol açabilecek kadar ciddi bir sorun olabilmektedir.<sup>132</sup>

Yarı para kurulu şeklinde çalışan Arjantin Merkez Bankası ( Banco Central de la Republica) Meksika krizinin yol açtığı sermaye kaçışının bir finansal krize dönüşmesini önleyebilmek için gerekli araçlara sahip değildi. Konvertibilite kanununa göre, merkez bankası ne hükümete ne de bankalara kredi sağlama yetkisine sahip idi. Meksika krizinin yaşanması üzerine, Arjantin hükümeti Konvertibilite Kanununa daha önce koyduğu bir maddeden yararlanarak dolara endekli devlet tahvillerinin toplam rezervler içerisindeki payını %30'a yükseltti ve OECD ülkelerinin tahvillerini likidite gereksinimi olarak kullandı. Böylece merkez bankası bankalararası piyasalara likidite sağlamış oldu. Arjantin'de yaşanan bu gelişmeler, Arjantin Merkez Bankasının (BCRA) nihai kreditorlük fonksiyonunun önemini ve gerekliliğini ortaya çıkarmış oldu.

Arjantin deneyimi, para kurulu sistemindeki bir ekonominin muhtemel dış şoklara karşı tepkisini ve alınan riskleri göstermesi açısından önemlidir. Arjantin para kurulu deneyiminden bazı sonuçlar çıkarılabilir. Bu deneyimlerin ilki, para kurullarının devalüasyonları önlemede başarılı olduğu, fakat dış konjonktürden kaynaklanan şoklar sonucu ortaya çıkabilecek mali paniği önlemede yetersiz kalabileceğidir. Ayrıca, Arjantin deneyimi, ekonomik reformların uygun zamanlamasının reformların başarısı için ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Arjantin, para kurulu sistemini kurmadan önce ekonomik istikrarı sağlamıştır. Bunu da yapısal reformlarla ve bütçeyi denkleştirmekle elde etmiştir. Bu süreç içerisinde, Arjantin Para Kurulu sağlanan ekonomik istikrarı sürdürmek üzere bir güvence unsuru olarak kurulmuştur.

İkinci deneyim, para kurulu sisteminin öngördüğü sabit döviz kuru uygulaması, enflasyonla mücadelede başarılı olmasına karşın, ekonomik istikrarı bozabilecek

<sup>131</sup> International Monetary Fund, "IMF Concludes Article IV Consultation with Argentina", *Press Information Notice (PIN)*, No.00/9 (2000), s.5-6

<sup>132</sup> Kurt SCHULER, "The Problem with Pegged Exchange Rates", *Kyklos*, Vol.52, No:1 (1999), s. 84



unsurları içerdığını göstermektedir. Sabit kur uygulaması sonucu ortaya çıkabilecek ulusal paranın aşırı değerlenmesi durumu cari açıkların artmasına neden olabilir.<sup>133</sup> İlk etapta, Arjantin’de oluşan cari açıklar kısa vadeli sermaye girişleri ile karşılanabilmiştir; fakat, tekila krizi sonucu kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin azalması cari açıkların bu şekilde tazmin edilmesini engellemiştir.

Üçüncü olarak, Arjantin deneyimi günümüzde ortodoks anlamda para kurulu uygulamasının imkansız olduğunu göstermiştir. Arjantin Para Kurulu, Meksika krizi esnasında yaşanan sermaye kaçışının yarattığı ani parasal daralmanın mali sektörde meydana getirebileceği büyük çaplı bir krize karşı bankacılık sektörüne acil olarak kredi yardımı yapılmış, diğer taraftan munzam karşılık oranları azaltılırken toplam rezervler içerisindeki dolara endekli devlet tahvillerinin payı artırılmıştır. Yani, Arjantin yaşadığı Meksika krizinin etkilerini para kurulunun esnekliği sayesinde azaltmıştır. Bununla birlikte, para kurulları politikacılar tarafından kullanılamayacak kadar katı kurumsal yapıya oturtulması da gerekmektedir.<sup>134</sup>

Arjantin deneyiminden çıkarılacak diğer bir sonuç ise, ekonomik reformlar sonucu kalıcı bir istikrar ortamının oluşturulmasının çok zaman alacağı ve para kurulu sisteminin oluşturacağı güven ortamının dış şokların etkisiyle ortadan kalkabileceği riskini taşımasıdır. Bununla birlikte, Arjantin Para Kurulu’nun kriz döneminde gösterdiği performans, özellikle kriz esnasında sağladığı fiyat istikrarı, kurula çok önemli bir kredibilite sağladığı unutulmamalıdır.

## 2. Baltık Ülkeleri Para Kurulu

Baltık ülkelerinden Estonya, Litvanya ve Letonya Sovyet Cumhuriyetinden bağımsızlıklarını kazanarak kendi yerel paralarını basıp makroekonomik politikalarını uygulamışlardır. Bu ülkeler düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hızını tutturabilmek için makroekonomik disiplini sağlamaları gerekmektedir. Bu hedef doğrultusunda ilk adımı 1992 yılında para kurulu sistemine geçerek Estonya attı. Estonya’yı 1994’de bir

<sup>133</sup>SCHULER, a.g.e, s.84

<sup>134</sup>BülentGÜLTEKİN ve Kamil YILMAZ, “Para Kurulu Şstemine Geçiş”, *Ekonomi Başak*, Sayı:99 (1998), s.31

başka Baltık ülkesi olan Litvanya izledi. Letonya ise reformlarını merkez bankası ile sürdürdü.

Estonya Haziran 1920 yılında ruble para birimini terkederek kendi ulusal para birimi olan Kronu tedavüle çıkardı. Bununla birlikte, sabit kur uygulamasına geçerek 8 Estonya Kronunu 1 Alman Markına eşitledi. Estonya hükümeti iki para arasındaki kuru belirleme aşamasında kronun değerini düşük tutmayı hedefledi. Bundan amacı, ileriki dönemlerde Almanya ile Estonya arasındaki enflasyon farkı yüzünden kronun reel değer artışını önlemektir. Ayrıca uyguladığı sabit kur sistemi ile döviz kuru riskini asgariye indirmiş oldu. Estonya Para Kurulu, parasal tabana karşılık %100 rezerv para bulundurmuş ve karşılık oranı olarak altın rezervi ve ile Alman Markına endeksli dış varlıklar tutmuştur. Estonya, para kurulu uygulaması için gerekli olan döviz rezervlerini bulmada zorluk çekmemiştir. Çünkü, 1991 yılında Sovyetler Birliği'nin Estonya'yı işgalinden önce Estonya Bankası 11 ton civarındaki altını Batı ülkelerindeki merkez bankalarına yatırmıştır. 1992 yılında, Estonya Para Kurulu kurulması ile İngiltere'de bulunan altınların 4,8 tonluk kısmı ülkeye geri getirildi. Diğer ülkelerden de altınların geri alınmasıyla para kurulu için gerekli rezerv miktarı oluşturuldu.<sup>135</sup> Para kurulu sisteminin kurulması ile birlikte Estonya Merkez Bankasının hükümeti finanse etme yetkisi kaldırıldı. Ticari bankalar sadece likidite krizleri esnasında ve aşırı rezerv oluşması koşuluyla finanse edildi.

Estonya Para Kurulu'nun kurumsal yapısı birbirinden bağımsız iki bölümden oluşmuştur. Bu bölümler Bankacılık Bölümü ve Tedavül Bölümüdür. Bankacılık Bölümü, bankacılık işlemlerini ve nihai krediteleme görevini yürüten, Tedavül Bölümü ise, döviz karşılığı para basan bölümdür. Bankacılık bölümü elde ettiği aşırı rezervler karşılığında likidite sıkıntısı içerisindeki bankalara kaynak temin edebilmekte ve bu aşırı rezervler ile kısıtlı da olsa açık piyasa işlemlerini gerçekleştirebilmektedir. Tedavül bölümü ise, sadece rezerv para karşılığında para basmakta ve dış varlıklar karşılığında elde ettiği faiz gelirlerini Bankacılık Bölümüne aktarmaktadır. Her iki bölümünde hükümete ve kamu işletmelerine kredi açma yetkisi yoktur.<sup>136</sup>

<sup>135</sup> AKYAZI, a.g.e., s.120

<sup>136</sup> Adam BENETT, "The Operation of Estonian Currency Board", *IMF Staf Papers*, Vol.40, No.2 (Haziran 1993), s.460

Estonya 1992 yılında para kurulu sistemine geçerek ekonomide parasal ve mali disiplini sağlamıştır. Para kurulu öncesi hiperenflasyon yaşayan Estonya, para kurulu ile birlikte enflasyon oranını hızla tek haneli rakama indirmiştir. Tablo.20’de de görüldüğü gibi, 1991 yılında %211, 1992 yılında %1069 olan tüketici fiyatları para kurulunun kurulması ile birlikte hızla düşüşe geçmiş, 1993 yılında %89,8, 1995 yılında %28,8, 1998 yılında tek haneli rakama %8,1’e ve 1999 yılında ise %3,1’e düşmüştür. Enflasyon ve faiz oranlarında olumlu gelişmeler GSYİH’nın artmasına neden olmuştur. 1991-1994 yılları arasında ortalama %10 küçülen ekonomi, 1995 ve 1999 yılları arasında ortalama %4.5 oranında büyümüştür. Ücret artışları ise, enflasyon artışının üzerinde seyir etmesi ve özelleştirmeler nedeniyle ülkede işsizlik oranı hızla artmıştır. Para kurulunun devamı için hayati önem taşıyan bütçe dengesi, Arjantin’de olduğu gibi, Estonya’da da sağlanmıştır.

Tablo.20. Estonya’nın Bazı Makroekonomik Göstergeleri

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Tüketici Fiyat Oranları (%)	211	1069	89,8	47,6	28,8	23,1	11,2	8,1	3,3
GSYİH Artışı (%)	-11,8	-19,3	-8,5	-2,7	4,3	3,9	10,5	4,7	-1,1
İşsizlik Oranı (%)	0,1	1,7	3,6	3,8	4,5	10	9,7	9,9	11,4
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	0,4	1,2	-2,1	1,4	-0,4	-1,5	2,2	-0,3	-4,7
Ücret Artışları (%)	-	-	94,2	-16,2	36,9	25,7	19,7	15,4	7,1
Faiz Oranları (%)	-	-	18,4	11,5	8,7	6,1	6,2	4,2	3,5
İhracat (milyon dolar)	-	430	805	1,304	1,805	2,043	2,832	2,690	2,453
İthalat (milyon dolar)	-	397	896	1,657	2,538	3,188	4,282	3,804	3,330
Cari Denge (milyon dolar)	-	36,2	21,6	-165	-158	-447	-595	-478	-315

Kaynak: International Monetary Fund, “IMF Concludes Article IV Consultation with the Republic of Lithuania”, *Press Information Notice (PIN)*, No. 00/49 (2000), s.4-5

Estonya dış ekonomik göstergelerinde, Arjantin’de olduğu gibi, bazı sorunların yaşandığı görülmektedir. 1993 yılına kadar cari fazlalık veren Estonya 1994 yılından itibaren cari açık vermeye başlamıştır. 1996 yılında cari açık GSYİH’nın %9,2’si kadar, 1997 yılında 12,1’i ve 1998 yılında %9,2’si kadar olmuştur. Bu durum enflasyon artış oranının döviz kuru artışının üzerinde seyir ettiğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile, Estonya Kronu aşırı değerlenmiştir.

Ülkenin uluslararası rezervleri 1996'da 995 milyon mark iken, 1999 yılında bu rakam 1,667 milyon marka yükselmiştir. Ayrıca, yurtiçi kredilerde azalış görülmüştür. 1996 yılında %70 oranında artan yurtiçi krediler, 1998 yılında %6.5 oranında artmıştır. Ülkede parasal taban artışı oranı da düşmüştür. Bu durum, Estonya'nın karşılıksız para basmadığı, bankaları ve hükümeti finanse etmediği ve kaydi para oluşumunu sınırlandırdığı anlamına gelmektedir.

Bir başka Baltık ülkesi olan Litvanya 1994 yılının Nisan ayında para kurulu sistemini kurdu. %100 karşılık sistemini uygulayan Litvanya Para Kurulu rezerv para olarak Amerikan Dolarını seçmiş ve 4 Litvanya Litas'ını 1 Amerikan Dolarına eşitlemiştir. Ayrıca, Litvanya Para Kurulu, Estonya Para Kurulu gibi, bankacılık krizinde sınırlı olarak nihai kreditorlük yapabilmiş ve belirli kurallar çerçevesinde para politikalarını kullanabilmiştir. Yani, Litvanya Para Kurulu da, günümüzde uygulanan diğer para kurulları gibi, ortodoks para kuruluna göre daha esnek olan modern para kurulunu uygulamıştır.

Litvanya'nın para kurulu öncesi makroekonomik göstergelerine bakıldığında, Arjantin, Estonya ve Bulgaristan kadar yüksek enflasyona sahip olmasa da, enflasyonun yüksek seyir ettiği görülmektedir. Tablo.21'de görüldüğü gibi, 1993 yılında %410 seviyesine çıkan tüketici fiyatları (TÜFE), para kurulunun kurulmasıyla yıl sonunda ortalama %72,1 seviyesine inmiştir. Tüketici fiyatlarındaki düşüş devam etmiş ve 1996 yılında %24,6'ya, 1997 yılında tek haneli rakama %8,8'e düşmüştür. 1998 yılında ise, tüketici fiyat oranları %5,1 olarak gerçekleşmiştir. Aynı performans faiz oranlarında da gerçekleşmiş, bu iki temel göstergenin olumlu gelişimi ile GSYİH'da artış sağlanmıştır. Para kurulu öncesi (1993) GSYİH %30 azalmıştır. Para kurulunun kurulması ile (1994) GSYİH'da artışlar başlamış, 1994 yılında %1, 1996 yılında %4,7, 1997 yılında %7,3 ve 1998 yılında %5,1 oranında büyüme sağlanmıştır.

Tablo.21.Litvanya'nın Bazı Makroekonomik Göstergeleri

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Tüketici Fiyat Oranları (%)	410	72,1	39,7	24,6	8,8	5,1
GSYİH Artışı (%)	-30,4	1	3	4,7	7,3	5,1
İşsizlik Oranı (%)	3,5	4,4	6,1	7,1	5,9	6,4
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	1,8	-1,5	-1,8	-2,3	-1,9	-1,4
Ücret Artışları (%)	232	90,5	43,4	36	27,7	-
Faiz Oranları (%)	88,29	48,43	20,05	13,95	7,89	5,98
İhracat (milyon dolar)	2,004	2,030	2,705	3,355	3,488	3,510
İthalat (milyon dolar)	2,256	2,352	3,649	4,559	5,010	5,152
Cari Denge (milyon dolar)	-85,7	-94	-614	-722	-981	-1,298
Cari Denge/GSYİH (%)	-0,7	-2,2	-10,2	-9,1	-10,2	-12,1
Uluslararası Rezervler (milyon dolar)	350	587	819	850	1,063	1,462

Kaynak: International Monetary Fund, "IMF Concludes Article IV Consultation with the Republic of Lithuania", *Press Information Notice (PIN)*, No. 99/96 (1999), s.4-5

Litvanya'da para kurulu sistemine geçmeden önce, bütçe dengesini sağlamıştır. İşsizlik oranı Estonya'ya göre daha düşük seyir etmiştir. Para arzını belirleyen parasal tabandaki yıllık artış oranı, para kurulu sistemine geçişle birlikte azalmıştır. Aynı şekilde, net iç varlıklarda azalma görülmüş, 1994 yılında %81,8 oranında artan net iç varlıklar, 1995 yılında %23 oranında artmış, 1996 yılında %4,4 oranında azalmış, 1998 yılında %16,9 oranında bir artış göstermiştir.

Dış ticarete baktığımızda, Litvanya'nın da dış ticarete bazı sorunlar yaşadığını görmekteyiz. Para kurulunun kurulması ile birlikte ihracatın ithalatı karşılama oranı yıllar itibariyle azalmış ve cari açıklar artmıştır. Para kurulu sisteminin kurulması ile birlikte, cari denge GSYİH'nın ortalama %10'u kadar açık vermiştir. Bu açıklar sermaye bilançosundan ve IMF'in ve diğer uluslararası finansal kuruluşların verdiği kredilerden tazmin edilmiştir.

Para kurulu sisteminin Estonya ve Litvanya üzerindeki ekonomik istikrarı sağlamada katkısını analiz etmek için, bu iki ülkedeki ekonomik sonuçları merkez bankasına sahip diğer bir Baltık ülkesi olan Letonya ile karşılaştırarak ortaya

çıkarabiliriz. Letonya, Estonya ve Litvanya ile büyük benzerlik göstermiş ve bağımsızlıklarını kazandıktan sonra ekonomik istikrarın sağlanması için aynı zamanlarda önlem almışlardır.

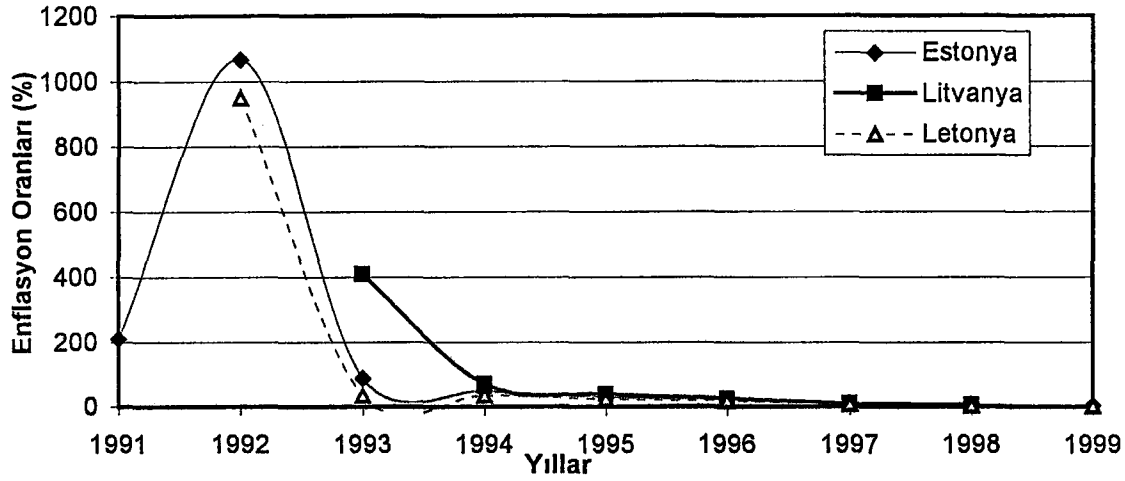
Estonya para kuruluşunu kurduğu dönemlerde, Letonya (1992) özerk bir merkez bankası kurmuştu. Letonya, kendi yerel para birimi olan Letonya Lat'sını çıkarmış ve esnek döviz kuru sistemini uygulamıştır. Letonya'nın özerk bir merkez bankası ile elde ettiği makroekonomik başarı Tablo.22'de gösterilmiştir.

Tablo.22. Letonya'nın Bazı Makroekonomik Göstergeleri

	1995	1996	1997	1998	1999
Tüketici Fiyat Oranları (%)	23,1	17,6	8	4,7	2,4
GSYİH Artışı (%)	-0,8	3,3	8,6	3,9	0,1
İşsizlik Oranı (%)	6,3	7,2	7	9,2	9,1
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-3,9	-1,8	0,3	-0,8	-4,2
İhracat (milyon dolar)	1,102	1,425	1,702	1,873	1,728
İthalat (milyon dolar)	1,156	1658	1945	2,329	2,109
Cari Denge (milyon dolar)	-9	-120	-167	-362	-354
Cari Denge/GSYİH (%)	-3,4	-4,2	-5,1	-10,1	-9,7
Parasal Taban (%)	1	20	39	6	8
Faiz Oranları	14,79	11,71	5,9	5,33	5,04

Kaynak: International Monetary Fund, "IMF Concludes Artical IV Consultation with Latvia", *Public Information Notice*, No.00/48 (2000), s.5

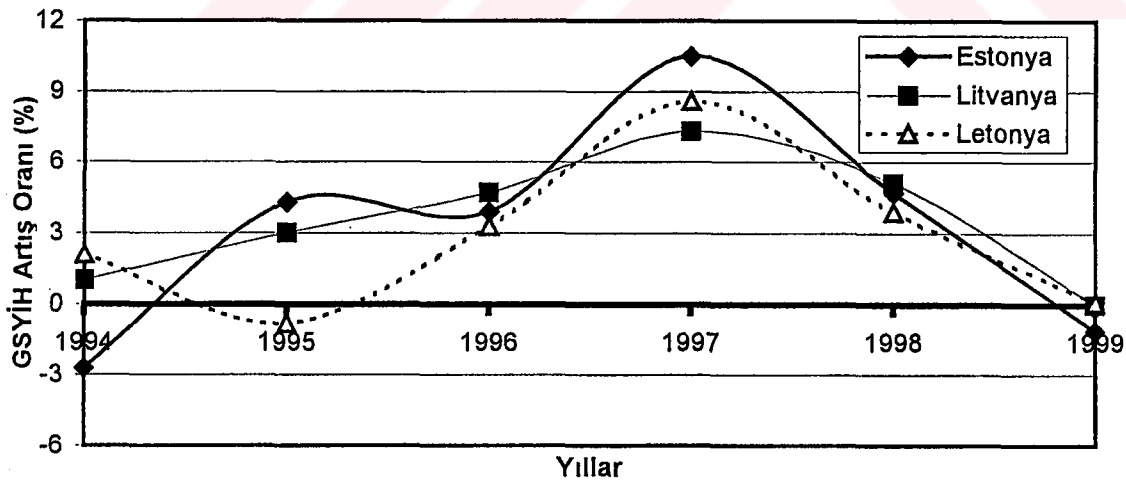
Letonya bağımsızlığını kazandıktan sonra enflasyonu önlemede önemli başarılar elde etmiştir. Estonya 1992'de %1069 düzeyinde dolaşan yıllık enflasyonunu 1999 yılında %3,3'e düşürmüş, Litvanya %400'lerden 1998 yılında %5,1'e düşürmüş, Letonya ise %900'lerden 1999 yılında %2,4'e düşürmüştür. Şekil.5'de görüldüğü gibi özerk merkez bankasına sahip Letonya, para kurulu sistemini uygulayan Estonya ve Litvanya'dan daha düşük bir enflasyon oranına sahiptir.



Şekil.5. Estonya, Litvanya ve Letonya'da Enflasyon Oranları (%)

Kaynak: IMF, *International Financial Statistics*, V.XLIX, N.7, Haziran 2000.

Fakat, Letonya, GSYİH'nin artış hızı açısından, Estonya'ya göre aynı başarıyı gösterememiştir. Diğer bir ifade ile, Estonya'da enflasyon daha az ekonomik daralmayla düşürülmüş ve ekonomide genişleme daha kısa sürede olmuştur. Şekil 6'da görüldüğü gibi, Estonya'da, 1994 yılında, GSYİH'da 2,7 oranında daralma görülürken, 1995'de %4,3, 1996'da %3,9, 1997 yılında %10,5 ve 1998 yılında %4,7 oranında artış gerçekleşmiştir.



Şekil.6. Estonya, Litvanya ve Letonya'da GSYİH Artış Oranı (%)

Kaynak: IMF, *International Financial Statistics*, V.XLIX, N.7, Haziran 2000.

Bu iki farklı uygulama, yani, para kurulu sistemi ve sıkı bir para politikası yürüten bir merkez bankası enflasyonla mücadelede aynı sonucu alabileceğini göstermektedir. Her üç ülkede de, para arzını belirleyen parasal taban değişimi birbirlerine yakın oranlarda olmuş ve net iç varlıkların kullanımını azalmıştır.

### 3. Bulgaristan Para Kurulu

Bulgaristan kurulduğu yıldan itibaren (1879) en büyük kurumsal değişikliği 1997 Haziranında para kurulu sistemini kurarak yaşadı. Bulgaristan'ın para kurulunu seçmesindeki en büyük neden yaşadığı büyük çaplı finansal krizlerdi. Ülke hiperenflasyon yaşamakta ve milli para sürekli devalüe edilmekteydi. Dış rezervler düşmüş ve kritik bir noktaya gelmişti. Ülke dış borçlarını ödeyemez durumda idi. Yurtiçi harcamalar hızlı bir şekilde artmış ve bütçe açıkları çok büyük boyutlara ulaşmıştı. Bu şartlar altında Bulgaristan Merkez Bankası para arzı üzerindeki kontrolünü kaybetmiş ve temel fonksiyonlarını yerine getiremez hale gelmişti. Yani, para politikalarının etkinliği kaybolmuştu.

Ülkenin yaşadığı istikrarsızlığın nedenleri olarak, başta hükümetin bütçe açıklarını para basarak finanse etmesi ve iflas etme eşiğine gelmiş kurumlara ve ticari bankalara sübvansiyon ve kredi verilmesi olarak belirtilmiştir. Bu dönemde, bankacılık sektörünün %80'ini elinde bulunduran 10 devlet bankası ve özel bankaların yarısı sistem dışında kalmış dokuz bankanın sermayesi eksiye düşmüştür. Ayrıca, ekonomi hiperenflasyon spiriline girmiş ve Bulgaristan Levi tüm paralara karşı değer kaybetmiştir. Ekonomide bozulmaların en büyük nedenlerinden biri de geçici kanun ve düzenlemelerin finansal disiplinsizliklere yol açmasıdır. Hükümet, tüm iktisadi kurumlar için bir ahlaki çöküntü (moral hazard) oluşturmuştur. Bu gelişmelerden dolayı, 1997 yılına kadar alınan istikrar tedbirleri ve uygulanan istikrar politikaları başarısız kalmış ve kurumlar kredibilitelerini kaybetmişlerdir.<sup>137</sup>

Para kurulunun kurulmasından bir yıl sonra tartışılmaz bir şekilde finansal istikrar sağlanmış, döviz rezervleri artmış ve para arzı istikrar kazanmıştır. Enflasyon hızla düşme trendine girmiştir. Faiz oranları düşmüş ve toplam bütçe harcamaları

<sup>137</sup> DOBREV, a.g.e., s.11-12



içerisinde faiz ödemelerinin payı önemli derecede azalmıştır. Para ikamesi hala yüksek olmasına rağmen düşme eğilimine girmiştir. Böylece, ekonomi tekrar istikrar kazanmaya başlamıştır. Bulgaristan Para Kurulu sadece istikrar politikası olarak değil; aynı zamanda, piyasada tüm iktisadi kurumların kültürünü etkileyen bir araç olarak kurulmuştur.

Bu gelişmeler altında IMF tarafından da para kurulu uygulaması için destek alınmıştır. Kurala dayalı sisteme geçilerek merkez bankası yetkisini kaybetmiştir. Enflasyon ve faiz oranları rezerv ülkenin enflasyon ve faiz oranları seviyesine inmiştir. Alınan bu tedbirlerle ve uygulanan güvenilir politikalarla istikrarlı bir büyüme başlamıştır. Bulgaristan rezerv para olarak Alman Markını seçmiş ve pariteyi 1 DM= 1000 Lev olarak eşitlemiştir.<sup>138</sup>

Bulgaristan Para Kurulu'nun yapısı üç bölüme ayrıldı; Tedavül Bölümü, Bankacılık Bölümü ve Bankacılık Denetleme Bölümü. Tedavül Bölümü, Bulgaristan Para Kurulunun yükümlülüğünü kapsayacak kadar döviz rezervleri bulundurmakla ve para basmakla yükümlüdür. Bankacılık Bölümü, mali sistemde istikrarı sürdürebilmek için sistemik krizler karşısında bankalara nihai kreditörlük yapmaktadır. Bankacılık Denetleme Kurulu kanun ve kararnamelere dayalı olarak bankacılık sistemini denetlemektedir.

Uygulanan para kurulu sistemlerine bakıldığında, mali krizler esnasında, sınırlı bir şekilde uygulanan nihai kreditörlüğün ülkenin kredibilitesini arttırdığı görülür. Bundan dolayı, BPK, sistemik krizler durumunda nihai kreditörlük fonksiyonunu kullanabilmek için kanunlarla açık bir düzenleme yapmıştır. Bu uygulama Bulgaristan Para Kuruluna bir kredibilite sağlamıştır. Nihai kreditörlük işleminden, sadece bankaların istikrarını etkileyecek bir likidite sıkıntısı karşısında belirli bir likit varlık karşılığında faydalanılabilmektedir. Kullanılan kredi miktarı sadece Bankacılık Bölümünün Tedavül Bölümünde yer alan fon miktarı kadardır. Verilen krediler 30 günlük kısa vadeli

---

<sup>138</sup> Victor YOTZOV ve diğerleri, "The First Year of Currency Board in Bulgaria", *BNB Discussion Papers*, No.1 (Eylül 1998), s.10

desteklerdir. Ayrıca, ticari bankalar BPK'unda minimum karşılık oranı tuttuğundan, kağıt ve madeni para yanında mevduatlara da karşılık olarak rezerv para tutulmuştur.<sup>139</sup>

BPK yerel parayı rezerv paraya çevirirken resmi kurun %0.5'i kadar komisyon almaktadır. Elde edilen bu komisyonlar senyoraj geliri olarak tutulmakta ve toplam gelirin %1'ini oluşturmaktadır. Ayrıca, BPK elinde bulundurduğu varlıkların faizlerinden de senyoraj geliri elde etmektedir. Bulgaristan Para Kurulunun yaptığı aktiviteler ve tedavül departmanının bilançosu haftalık olarak yayınlanmıştır. Yani, BPK maksimum transpanlığa sahiptir. Para kurulunun kurulması ile parasal reformlar hızlı bir şekilde yapılmış ve para politikalarının ihtiyari bir şekilde kullanılması yasaklanmıştır. Bu uygulama ile merkez bankası üzerindeki politik baskılar da ortadan kalkmıştır.

Bulgaristan, para kurulu sistemini kurmasıyla birlikte para politikaları üzerindeki ihtiyari uygulamaları ortadan kaldırmıştır. Para politikalarından sadece minimum karşılık oranı uygulanmış, diğer politika araçları kullanılmamıştır. Bulgaristan, bu politika aracını, sadece kısa dönemli günlük faiz dalgalanmalarını kontrol altına almak ve bankaların nakit sıkıntılarında başvurabileceği bir rezerv olarak uygulamıştır. Yani, minimum karşılık oranı sadece konjonktürel dalgalanmaların giderilmesi için kullanılmıştır. Böylelikle, para arzının kontrolünü imkansız hale getiren ve parasal tabanı arttıran bütçe açıklarının ve ticari bankaların finansmanı yasaklanmıştır. Parasal tabandaki artış sadece reel para talebinin yüksekliğine ve döviz rezervlerinin artmasına bağlanmıştır.<sup>140</sup>

Bulgaristan'da para kurulunun kurulmasıyla gerçekleşen enflasyon oranı rezerv ülkenin enflasyon oranına yaklaşması beklenirken, para kurulunun kurulmasından sonraki üç ay içerisinde Bulgaristan'da gerçekleşen enflasyon oranı Almanya'da gerçekleşen enflasyon oranının üzerine çıkmıştır. Para kurulunun kurulmasından sonra oluşan bu yüksek enflasyon, para kurulundan önceki periyotta enflasyonu etkileyen faktörler tarafından açıklanamıyordu. 1991-1997 yılları arasında enflasyonu etkileyen faktörler VAR modeli uygulanarak tespit edilmiştir. Bu ekonometrik analize göre, para

<sup>139</sup> Nicolay Nenovsky ve Kalin Hristov, "Financial Repression and Credit Rationing under Currency Board Arrangement for Bulgaria", *BNB Discussion Papers*, No2 (1998), s.21

<sup>140</sup> AVRAMOV, a.g.e., s.14

kurulundan önce enflasyonu etkileyen başlıca faktörler; döviz kurları, önceki periyotlarda gerçekleşen enflasyon oranları ve rezerv para dinamikleri şeklinde olmuştur. Bu analize göre, bu dönem içerisinde enflasyonu etkileyen en büyük faktör %55,1 ile döviz kurları, %26,6 ile önceki dönemlerde gerçekleşen enflasyon ve %18,5 ile rezerv para değişiklikleri olmuştur. Bu çalışmada ücretlerin enflasyon dinamiklerini etkilemediği ortaya çıkmıştır.<sup>141</sup>

Bulgaristan'da 1997 yılında kurulan para kurulundan sonra yapılan ampirik çalışma sonucunda, döviz kurlarının, geçmiş enflasyon oranlarının, rezerv paranın ve ücret dinamiklerinin enflasyon dinamiklerini etkilemediği ortaya çıkmıştır. Para kurulunun kurulmasından sonraki geçen ilk aylarda enflasyonun yüksek çıkmasının nedeni fiyat katılığıyla (rijit fiyat) açıklanmıştır. Özellikle mal ve hizmet üretiminde monopolistik yapının oluşması ve fiyatların idari olarak belirlenmesi fiyatları katılaştırmıştır. Bu yüzden fiyatların esnekliği ve fiyat değişikliklerinin reel sektöre yansımaları para kurulunun kredibilitesi için çok önemlidir. Yani, merkez bankasının politika araçları ile parasal değişimler baskı altında tutulmamalıdır.

Para kurulu sisteminin kurulması ile sabitlenen döviz kuru, aşırı değerlendirme nedeniyle, üreticiler, ihracatçılar ve ticari denge üzerinde olumsuz etkiler oluşturmaktadır. Klasik teori tartışmalarında, yerel paranın aşırı değerlendirilmesi ihracatı ve rekabeti düşürmekte, bunun yanısıra ithalat mallarını yerel mallara oranla daha ucuz hale getirmektedir. Bulgaristan'la ilgili yapılan ampirik çalışmalar bu tezi doğrulamaktadır. Bulgaristan'ın ihracatı ve reel döviz kuru arasında aylık verilere dayalı olarak bir ekonometrik analiz yapılmıştır. Bu çalışma sonucunda, orta vadede Levin devalüe edilmesi ithalatın sert bir şekilde düşmesine ve üretim maliyetinin artmasına dolayısıyla üretimin düşmesine neden olacaktır.<sup>142</sup>

Bulgaristan'da cari işlemler bilançosunun tamamı konvertibil olmasına rağmen, sermaye bilançosuna kısıtlamalar getirilmiştir. Bu durumun tam tersi ortodoks para kurulunda paranın tamamı konvertibildir. Bu özellik önemlidir, çünkü tam konvertibilite para arzının sadece piyasa güçleri tarafından belirlenmesini ve ödemeler bilançosunun

<sup>141</sup> YOTZOV ve diğerleri, a.g.e., s.9

<sup>142</sup> Nicolay NENOVSKY, Kalin HRISTOV ve Iva PETROVA, "Two Approaches to Fixed Exchange Rate Crises", *BNB Discussion Papers*, No.4, (1999), s.17

otomatik olarak dengeye gelmesini sağlar. Sermaye hesabının liberalizasyonu ile portfolyo yatırımlarının yükselmesi likidite krizlerinin giderilmesine yardımcı olur.

Bulgaristan'da para kurulu sisteminin kurulması ile ülkede yatırım riski düşmüş, faiz oranları ve sermaye girdisi etkilenmiştir. Para kurulunun kurulmasıyla ortalama net sermaye değerinde artış olmasına rağmen, net sermaye akımı azalmıştır. Çünkü para kurulu sisteminde faiz oranları hızla düşüş trendine girmiştir. 1997 yılında politik krizlerin çözülmesine ve nakit krizlerinin kalkmasına rağmen, faiz oranlarında azalma sermaye kaçışına neden olmuştur. Tablo.23'de Bulgaristan'ın makroekonomik göstergeleri verilmiştir.

Tablo.23.Bulgaristan'ın Bazı Makroekonomik Göstergeleri

	1995	1996	1997	1998	1999
Tüketici Fiyat Oranları (%)	32,9	310,8	578,5	1,0	6,2
GSYİH Artışı (%)	2,1	-10,9	-6,9	3,5	2,5
İşsizlik Oranı (%)	11,1	12,5	13,7	12,2	16
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-6,4	-13,4	-2,1	0,9	-0,9
İhracat (milyon dolar)	5,345	4,890	4,940	4,193	3,967
İthalat (milyon dolar)	5,224	4,702	4,559	4,574	5,031
Cari Denge (milyon dolar)	-25,8	15,7	426,9	-61,8	-659,6
Cari Denge/GSYİH (%)	-2,9	0,2	4,4	-0,5	-5,4
Parasal Taban (%)	5,1	-45,4	-32,3	8,6	4,9
Faiz Oranları	25,3	435	7,0	5,2	4,6
Uluslararası Rezervler (milyon dolar)	1,546	781	2,474	3,056	3,222

Kaynak: GULDE, a.g.e., s.3

Bulgaristan para kurulu öncesi ağır bir makroekonomik kriz yaşamıştır. 1997 yılının ilk çeyreğinde enflasyon oranı %2000 seviyesini geçmiştir. Aynı dönemde, Bulgaristan Levi dolar karşısında değer kaybetmiş ve 1\$ 487 Lev'den 1588 Lev'e yükselmiştir. Uluslararası rezervleri tükenmiş ve en fazla iki ay daha ithalat yapabilecek döviz rezervleri kalmıştı. Üretim ve vergi gelirleri GDP'nin %40'ından %14 seviyelerine düşmüştü. Hükümet bütçe açıklarını kısa vadeli ve yüksek faizli hazine bonolarını kullanarak finanse etmekteydi. 1994 ve 1995 yıllarında reel GSYİH artarken

1997 yılında %10,9 düşmüştü. Bununla birlikte, bu dönemde, ülkede işsizlik oranı da artmaktaydı.

Yüksek enflasyon ve finansal krizler mevduatlar üzerinde de olumsuz etkiler oluşturmuştu. Para kurulu öncesi Lev mevduatlarında hızlı bir kaçış vardı. 1995 yılında Lev mevduatları %83 oranında düşmüştü. Aynı zamanda, döviz mevduatları da %40 oranında azalarak 830 milyon dolar azalmıştı. Faiz oranları ise, giderek yükselmekteydi. Cari bilanço ise, 1996 yılına kadar büyük oranlı açıklar vermişti. Bununla birlikte, bütçe açıkları giderek artmaktaydı.

Bulgaristan'da yaşanan bu krizler sonucunda, 1997 yılının ikinci çeyreğinde para kurulu sistemi kuruldu ve bu dönemden sonra makroekonomik göstergelerde iyileşme görüldü. Özellikle enflasyon oranı, 1997 yılı sonrası, tek haneli rakamlara indi. 1996 ve 1997 yılında daralan ekonomi, 1998 ve 1999 yılında büyüme gösterdi. Bütçe açıkları giderildi Ülkenin uluslararası rezervleri yükselmeye başladı. Para kurulunun kurulması ile geçen ilk altı ay içerisinde mevduat oranları tekrar düzeldi ve bir yıllık geçen süre içerisinde Lev mevduatları %52 oranında arttı.

Para kurulu sistemi ile birlikte düşen faiz oranları sonucu beklenen kredi genişlemesi olmadı. Parasal taban içerisindeki yerel varlıkların payı düşürülerek %10 seviyesine indirildi. Özel sektöre verilen kredi miktarı artırılarak dışlama etkisi ortadan kaldırıldı. Özelleştirme gelirleri hedeflenen oranda gerçekleşmedi. Beklenen özelleştirme gelirleri 23,8 milyar dolar belenirken gerçekleşen rakam 1,8 milyar dolar oldu. Cari işlemler bilançosu, diğer para kurulu uygulamalarında olduğu gibi, sistemin uygulanması ile açık vermeye başladı. Çünkü, uygulanan sabit kur sistemi yerel paranın aşırı değerlenmesine neden olmuştur.

Bulgaristan'da tüm bu olumlu gelişmelere rağmen, hala bankacılık sistemine olan güven düşüktür. Mevduatların, GSYİH içerisindeki yüzdelik payları hızla azalmıştır. Bu oran, 1992 yılında %72 iken, 1994 yılında %50'ye ve 1998 yılında %22'ye düşmüştür. 700-800 milyon dolar hala bankacılık kesimi dışında tutulmaktadır.<sup>143</sup>

<sup>143</sup> NENOVSKY ve HRISTOV, a.g.e., s.24

#### 4. Günümüzde Uygulanan Diğer Para Kurulları

Günümüzde uygulan para kurullarından Hong-Kong Para Kurulunun ilk uygulaması, 1935 yılının Aralık ayında, gümüş para standardından vazgeçilerek Kambiyo Fonunun kurulmasıyla ve hükümetin yerel bankaların elinde bulunan gümüşü kamulaştırması ile başladı. Hükümet, kamulaştırdığı gümüş rezervleri karşılığında banknot basma yetkisi olan üç bankaya faiz getirisi olmayan borç senedi verdi ve bu bankalara borç senetleri karşılığında para basma yetkisi verdi. Kamulaştırılan gümüşler rezerv olarak tutulmak amacıyla Kambiyo Fonuna devredildi. Kambiyo Fonu'nda bulunan gümüş rezervler tedavüle çıkan paranın %100'ünü karşılamaktaydı. Daha sonra gümüş rezervler yerine İngiliz Sterlini rezerv para olarak kullanıldı. 1967 yılında sterlinin devalüe edilmesinden dolayı 16 Hong Kong Doları = 1 Amerikan Doları eşitliği sürdürülemedi. 1972 yılında sterlin üzerindeki devalüasyon baskılarından dolayı Hong-Kong Doları Amerikan Dolarına bağlandı.<sup>144</sup> Bu değişikliğin ardından Kambiyo Fonu para kurulu sistemi için ileride önemli sorunlara yol açabilecek uygulamalara başladı. Bunlardan biri, Fon, para basan bankalara Amerikan Doları yerine Hong Doları karşılığı borç senedi vermeye başlamıştır. Bununla birlikte, Fon, para kurulu sisteminden daha da uzaklaşarak, borç senetlerinin satışından elde ettiği Hong- Kong Dolarını yerel bankalarda mevduat olarak saklamaya başladı. Bu uygulama para politikasını ihtiyari hale getirdi ve para arzının hızla genişlemesine neden oldu. Bu olumsuz gelişmeler, 1973 yılında, Hong-Kong'un fiili olarak para kurulu sisteminden vazgeçmesine neden oldu.<sup>145</sup>

1974-1983 döneminde, Kambiyo Fonu para politikalarından sorumlu bir merkez bankası gibi çalıştı. Ayrıca, sabit kur sisteminden vazgeçilerek serbest kur sistemi uygulandı. 1980'lere doğru gelindiğinde Hong-Kong ekonomisi istikrarını kaybetti. Ticari açıklar artmaya başladı, banka kredilerinin hızla artması para arzını bir yıl içerisinde yaklaşık %25 arttırdı. 1982 yılında Çin ile İngiltere arasında Hong-Kong'un geleceği ile ilgili tartışmalar bir dizi finansal krizleri de beraberinde getirdi. Bu dönemde, borsa krize girdi, Hong-Kong Doları hızla değer kaybetti, gayri menkullerin

<sup>144</sup> KWAN ve LUI, a.g.e., s.4

<sup>145</sup> GÜLTEKİN ve YILMAZ, a.g.e., s. 14

değeri düştü. Hong-Kong bu olumsuz gelişmeler üzerine, 1983 yılının ekim ayında Hong-Kong Doları cinsinden mevduatların faiz gelirlerinden stopaj vergisini kaldırdı ve en önemli gelişme olarak para kurulu sistemine geri döndü. 7,8 Hong-Kong Doları 1 Amerikan Dolarına bağlandı. Rezervler, başlıca, Amerikan Hükümetinin faiz getirili tahvillerinden oluşturuldu.<sup>146</sup>

1983 yılında para kuruluna geri dönen Hong-Kong hükümeti zamanla tekrar sistemden uzaklaşmaya başladı. 1988 yılından itibaren, faiz oranlarının hareketliliğini azaltmak için, Kambiyo Fonu'na açık piyasa işlemlerini yürütecek yetkiler verildi. Bu gelişmeler, 1990 yılında piyasaya üç aylık Kambiyo Fonu Bonoları sürme yetkisinin verilmesi ve 1992 yılında bankalara Kambiyo Fonu'ndan kısa dönemli borçlanmalarına imkan verilmesiyle devam etti. Kambiyo Fonunun yetkileri 1992 yılının Aralık ayında kurulan Hong-Kong Para Otoritesine devredildi. Bu gelişmeler, Hong-Kong Para Kurulu'nun, günümüzde uygulanan diğer para kurulları gibi, modern para kurulunu uyguladığını göstermektedir.

Günümüzde uygulanan para kurullarından biri de Brunei Para Kurulu'dur. Brunei, Borneo adasında, İngiliz Korumacılığı altında, 1952'den 1967 yılına kadar Malay Para Kuruluna bağlı bir bölgeydi. 1967 yılında çıkardığı para yasasıyla Brunei Para Kurulunu kurdu. Brunei yerel parası olan Brunei Dolarını Singapur Dolarına bağladı. İki ülkenin yaptığı anlaşma gereği, her iki ülkenin yerel parası karşılıklı piyasalarında dolaşıma çıkarıldı. Brunei Para Kurulu 12 personelden oluşturuldu. Yönetim kadrosu ise, Hazinesinin Nakit Bölümünde çalışan personellerden atandı. Brunei, 1983'de İngiltere'den bağımsızlığını kazandı.<sup>147</sup>

Falkand Adaları da 1899 yılından günümüze kadar para kurulu sistemini uygulamıştır ve bir İngiliz kolonisidir. Karşılık oranı olarak İngiliz altını ve gümüş madeni paraları kullanmıştır. 1930 yılında ise, sterlin değişim standardını seçmiş ve %100 karşılık sistemini uygulamıştır. Falkand Pound'u İngiliz Poundu'na bağlanmıştır. Falkand Para Kurulu'nun bir özelliği de 1984 yılına kadar ticari bankalara sahip

<sup>146</sup> Kurt SCHULER, "A Contingency Plan for Dolarizing Hong-Kong", *Hong-Kong Centre for Economic Research Letters*, Vol.52 (Eylül 1998), s.17

<sup>147</sup> E. David LAIDLER, "British Monetary Orthodoxy in the 1870s", *Oxford Economic Papers*, V.19, No.3 (Şubat 1987), s.40

olmamasıdır. Bir diğer para kurulu uygulaması ise, özerk bir İngiliz Kolonisi olan Cayman Adaları Para Kurulu'dur. 1972 yılına kadar Jamaika para birimini kullanmıştır. 1972 yılında para kurulu sistemini kurarak yerel parası olan 0,83 Cayman Dolarını (CI\$) 1 Amerikan Dolarına eşitledi.

İngiliz Kolonisi olan Gibraltar, 1927 yılında para kurulu sistemini kurdu. Hong-Kong ve Singapur'da olduğu gibi para kurulu serbest bankacılığın yerini aldı. Para kurulu rezerv para olarak İngiliz altın parasını kullanmış, fakat 1934 yılında sterlin değişim standardına geçmiştir ve %100 karşılık oranı kullanmıştır. Gibraltar Pound'u İngiliz Pound'una bağlanmıştır.

Faroe Adaları 1940 yılında para kurulu sistemini kurdu. Rezerv para olarak Danimarka'nın milli parası olan Danimarka Kroner'ini seçti. Belirli bir dönem sonunda, rezerv para olarak İngiliz Pound'unu seçti ve 1 İngiliz Pound'unu 22,40 Faroe Kroner'ine bağladı. Kullanılan rezerv para İngiliz Hükümeti tarafından sağlanmış ve bu rezervler İngiliz Merkez Bankası'nda mevduat olarak yatırılmıştı. Faroe Para Kurulu, 1949 yılında, rezerv para olarak tekrardan Danimarka Kroner'ini seçti ve mevduatlarını Danimarka Merkez Bankası'na yatırdı.

Günümüzde uygulanan para kurullarının ortodoks para kurullarına göre oldukça değişikliğe uğradığını görmekteyiz. Çünkü, sömürgecilik döneminde uygulanmış olan para kurullarının içinde buldukları şartlar ile günümüzde uygulanan para kurullarının şartları oldukça farklıdır. Yani, günümüzde ekonomi daha karmaşık ve daha global hale gelmiştir. Teknoloji gelişiminden dolayı ülkelerin birbirlerine daha yakın olması, birçok faydanın yanında problemleri de beraberinde getirecektir. Bu şekilde, bir ülkede başlayan mali krizler hızla diğer ülkelere de yayılacaktır. Bunun en son örneği Asya Krizi ile yaşanmıştır. Yaşanan mali krizler sınırlı düzeyde de olsa para politikasının uygulanmasını zorunlu hale getirmektedir. Bu nedenle günümüzde uygulanan para kurulları, merkez bankasının bazı fonksiyonlarını zorunlu olarak kullanmaktadır.<sup>148</sup> Sınırlı ve kurula dayalı kullanılan para politikaları para kurulunun kredibilitesini daha da arttırmaktadır.

---

<sup>148</sup> AKYAZI, a.g.e., s.123



## II. PARA KURULU SİSTEMİNİN TÜRKİYE'YE UYGULANABİLİRLİĞİ

Türkiye'de para kurulu tartışmaları ilk defa 1994 yılında yaşanan mali kriz sonucu ortaya çıkmış ve yıllardır enflasyonla mücadelede yetersiz kalınması bu sistemin günümüze kadar tartışılmasına neden olmuştur. Bu bölümde, enflasyonla mücadele çerçevesinde para kurulu sisteminin gerekliliği araştırılacaktır. Bu amaç doğrultusunda ilk olarak Türkiye'nin mevcut ekonomik yapısı incelenecek, enflasyonla mücadelede TCMB'sının fonksiyonu ve Türkiye için para kurulu sisteminin gerekliliği analiz edilecektir.

### A) TÜRKİYE'NİN TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ

Türkiye 1980 sonrası dışa açık bir piyasa ekonomisi geliştirmiş ve uygulamıştır. Bu süreçte dış ticaret liberalleştirilmiş, ihracata yönelik sanayileşme stratejisi izlenmiş ve mali piyasaların geliştirilmesi yönünde önemli çalışmalar yapılmıştır. 1989 yılında, küreselleşme süreci olarak, uluslararası sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmış ve özelleştirme girişimleri hızlandırılmıştır. Uygulanan bütün bu önlemlerin istikrarlı bir politik ortamda yapılamaması değişim sürecini geciktirmiş ve sorunların giderek kronikleşmesine neden olmuştur. Bu sorunların başında, ülkemiz ekonomisinin 30 yıldır çözemediği yüksek kronik enflasyon gelmektedir. Bununla birlikte imalat sanayisinde ki yatırım eksikliği, rekabet ortamını geliştirecek değişikliklerin yapılmaması, kamu finansman dengesinin bozulması sonucu mali piyasaların baskı altında kalması ve reel faizlerin yükselmesi bu sorunların devamını oluşturmuştur.

Yüksek kronik enflasyon, Türkiye'de makroekonomik dengesizliklerin temelini oluşturmuş, bunun yanısıra, görelî fiyatlardaki değişimi kolaylaştırarak gelir dağılımını bozmuş ve yarattığı belirsizlik sonucu yatırım ve üretim potansiyelini düşürmüştür.<sup>149</sup> Yüksek kamu açıkları, özellikle 1990'lı yıllarda, mali piyasalar ve para politikası üzerinde baskı yaratarak enflasyon beklentilerine süreklilik kazandırmış ve yüksek enflasyonun neden olduğu belirsizlikler, ekonomik birimlerin piyasa sinyallerini doğru olarak algılamalarını güçleştirmiştir. Bu durum özellikle mali piyasalarda risk priminin

<sup>149</sup> Emin ERTÜRK, *Döviz Ekonomisi*, Der Yayınları, İstanbul, 1994 , s.198

yükselmesine neden olmuş ve reel faizler sanayi yatırımlarını ve kaynak dağılımını olumsuz etkileyecek biçimde artmıştır.

Tablo.24 incelendiğinde, Türkiye’de temel makroekonomik dengelerin sağlanamadığı, özellikle enflasyonun ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri açıkça görülmektedir. 1990-1993 döneminde ortalama %65’lerde seyir eden TEFE ve TÜFE oranları 1994 yılında yaşanan mali kriz nedeniyle TÜFE %106,2’ye TEFE 120,6’ya yükselmiştir. 1995-1999 yılları arasında enflasyon oranlarında düşüş yaşanmış ve ortalama TEFE %74 TÜFE %78.4 oranında gerçekleşmiştir. Aynı dönemlerde, gelişmekte olan ülkelerde ortalama enflasyon oranı %11, sanayileşmiş ülkelerde %2.5 oranında gerçekleşmiştir.<sup>150</sup>

Bu dönem içerisinde, yüksek enflasyonun neden olduğu en önemli etkilerden biri ekonomide yarattığı istikrarsız büyüme dinamiği olmuştur. 1977 yılından bu yana reel büyüme oranlarına bakıldığında ekonominin peşpeşe üç yıl yüksek büyüme gösterdiği dönemlerin sınırlı olduğu, büyüme yıllarını hemen daralma yıllarını takip ettiği gözlenmektedir. Enflasyonun neden olduğu bu istikrarsız büyüme ortamı, ekonominin kaynaklarının verimli kullanımına bir engel teşkil etmektedir. 1996-1997 yılları arasında GSMH büyüme hızı ortalama %7.7 olmuştur. Ancak bu hızlı büyüme performansı izleyen yıllarda devam ettirilememiş ve GSMH büyüme hızı 1998 yılında %3,9’a gerilemiş, 1999 yılında ise, GSMH’da %6,4 oranında bir daralma yaşanmıştır. 1996-1999 döneminde yüksek enflasyon ve kamu açıklarının hızlı yükselişiyle ortaya çıkan makroekonomik dengesizlikler, GSMH’nın büyümesini yavaşlatmış ve istikrarsız bir seyir izlemesine neden olmuştur.

<sup>150</sup> DPT, *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Makroekonomik Gelişmeler 1996-2000*, (DPT, Haziran 2000), s.8

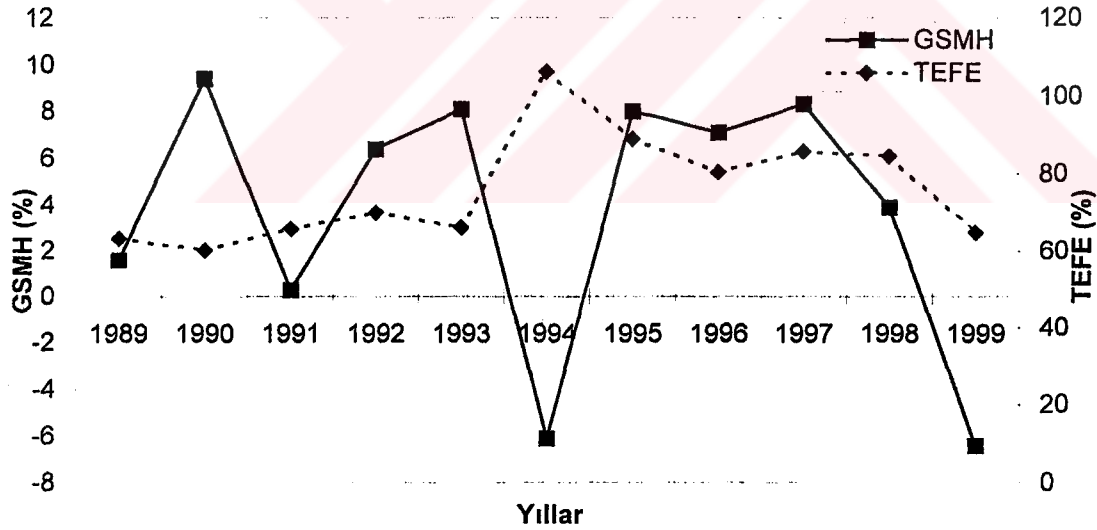
Tablo.24. Türkiye'nin Temel Ekonomik Göstergeleri

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
GSMH (%)	1,6	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,4
TÜFE Yıllık Ortalama (%)	63,2	60,2	65,9	70	66,1	106,3	89,1	80,4	85,7	84,6	64,9
TEFE Yıllık Ortalama (%)	63,2	52,3	55,3	62	58,3	120,7	86,0	75,9	81,8	71,8	53,1
İhracat (FOB Milyon Dolar)	11,624	12,959	13,593	14,714	15,345	18,106	21,636	23,225	26,261	26,973	26,588
İthalat (CIF Milyon Dolar)	15,792	22,302	21,047	22,870	29,428	23,270	35,709	43,627	48,559	45,922	40,692
Dış Ticaret Açığı (Milyon Dolar)	-4,168	-9,343	-7,454	-8,156	-6,558	-5,164	-14,073	-20402	22,298	-18,999	-14,104
Cari İşlemler Den (Milyon Dolar)	-938	-2,625	250	-974	-6,433	2,631	-2,339	-2,437	-2,638	1,984	-1,364
İhracat/İthalat	73,6	58,1	64,6	64,3	52,1	77,8	60,6	54,1	54	58,7	65,4
KKBG / GSMH	5,3	7,4	10,2	10,6	12	7,9	5,2	8,9	7,6	9,1	14,8
Vergi Gel / GSMH	11,09	11,43	12,40	12,83	13,23	15,12	13,8	14,98	16,1	17,4	18,9
Konsolide Bütçe Açığı (Trilyon TL)	-7,6	-11,9	-33,5	-47,4	-133,8	-152,1	-317	-1,2238	-2,241	-3,726	-9,072
Konsolide Bütçe Açığı / GSMH	-3,3	-3	-5,3	-4,3	-6,7	-3,9	-4	-8,3	-7,6	-7	-11,6
Faiz Ödemeleri / Toplam Harcamalar	21,7	20,8	18,5	18,2	24	33,2	33,7	38	28,5	40,1	38,6
Yıllık Dolar Kuru Artış Oranı (%)	27,3	26,6	73,3	68,5	68,9	170,4	53,9	77,5	86,6	71,7	60,6
DTH / M2Y	22,9	23,3	30,9	36,1	41,7	50	51,9	48,8	51,5	47,3	45,8
M2 / GSMH	20,5	18	18,5	17,3	17,1	16,2	16,2	19,7	19,6	21,3	28,8
Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)	9,283	11,387	11,250	15,522	17,761	16,514	23,337	25,008	27,169	29,506	34,133

Kaynak: DPT, a.g.e., s.10

Asya ve Rusya krizleri gibi dış şokların etkisinin yanısıra, büyümenin ekonomideki verimlilik ve dış talep artışı yerine uzun süre sürdürülmesi mümkün olmayan genişlemeci makroekonomik politikalarla beslenen iç talep artışından kaynaklanması büyümedeki istikrarsızlığın temel nedeni olmuştur. 1989 yılından sonra GSMH büyümesinin dış sermaye girişlerine oldukça duyarlı bir hale geldiği bir ortamda iç makroekonomik dengesizlikler büyüme hızındaki istikrarsızlığı daha da arttırmıştır.

Şekil.7'yi incelediğimizde, enflasyonun büyümeyi olumsuz yönde etkilediği gözlenmektedir. Özellikle 1980'li yıllardan itibaren enflasyonun hızla artması ekonomik ve sosyal yaşamda belirsizliklerin ortaya çıkmasında etkili olmuş ve bu süreç potansiyel büyüme eğilimini geriye çekmiştir. Yapılan çalışmalarda, kurların enflasyonu ve bu kanalla büyümeyi etkilediği görülmüş ve bu nedenle büyüme analizlerine döviz kurları da dahil edilmiştir. Bu çalışmalar sonucunda, enflasyon oranı ve kurdaki aşınma büyümeyi olumsuz yönde etkilerken, para arzı ve özel yatırımlar büyümeyi artırıcı yönde etkilemektedir.



Şekil.7. Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme Oranları

Kaynak: DPT, a.g.e., s.10

Dalgalı ve kronik enflasyonun milli paramıza olan güveni azaltması, ekonomide Türk Lirası faizlerinin yüksek seyretmesine neden olmuştur. Bunun sonucu olarak, faiz ödemelerinin toplam harcama kalemleri içerisindeki oranı hızla artmış ve faiz ödemelerinin GSMH içerisindeki payı 1998’de %11,7, 1999 yılında ise %13,7 olmuştur. Yine 1999 yılında bütçe gelirlerinin %52’si faiz ödemelerine gitmiştir.

Yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları üretime yönelik yatırımlara olan talebi azaltarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilerken, sermayenin üretime yönelik ekonomik aktiviteden uzaklaşmasına, spekülative kazanç peşinde koşarak finansal aktiviteye kaymasına yol açmıştır. Bu durum yeni iş olanaklarının yaratılmasını ve işgücü verimliliğinin artmasını önemli ölçüde etkilemiştir.

İhracatımız 1989-1997 döneminde toplam %125 oranında artış gösterirken, ithalatımız toplam %207 oranında artmıştır. 1998 ve 1999 yıllarında ise ihracat artışı Asya ve Rusya krizlerinin yarattığı olumsuzluklardan etkilenmiş ve bu dönemde ihracatımız yatay seyir etmiştir. 1996-1998 döneminde, Türkiye'nin ihracat pazar büyüme oranı %8 iken, 1999 yılında %1,6 seviyesine düşmüştür. Türkiye'nin rekabet gücünde, 1997 yılı sonrası, nispi bir bozulma gözlenmiştir. Bu dönemde, Türk Lirasının değer kaybı enflasyonla paralel bir şekilde gelişmiş olmasına rağmen, 1997 yılında Uzakdoğu ülkelerinin paraları önemli ölçüde değer yitirmiş olması, bu ülkelerin uluslararası pazarlarda Türkiye'ye karşı rekabet gücünü arttırmıştır. Bununla birlikte, üretimin yavaşladığı bir dönemde, dolar cinsinden ücret artışlarının 1998 ve 1999 yıllarında da sürmesi, Türkiye'nin rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemiştir. Böylece, 1996-1999 döneminde, ihracatta yıllık ortalama artış hızı %5,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. İthalatımız 1996-1997 döneminde ortalama %16,6 oranında artmıştır. 1998 yılında iç talep ve sanayi üretiminin önemli derecede azalması ithalatın 1998 ve 1999 yıllarında sırasıyla %5,4 ve %11,4 oranında azalmasına neden olmuştur. 1991, 1994 ve 1998 yılları dışında cari işlemler bilançosu sürekli açık vermiştir. Sermaye hareketlerine bakıldığında, 1994 yılında 4,2 milyar dolar sermaye çıkışı ardından 1996 yılında 8,8 milyar dolar 1997 yılında ise 8,7 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir. Asya krizinin ardından portföy yatırımlarındaki önemli düşüşün etkisiyle, 1998 yılında net sermaye girişi 448 milyon dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. 1999 yılında Hazine'nin yurtdışında gerçekleştirdiği tahvil ihracatlarının sayesinde net sermaye girişi 4,7 milyar dolar olmuştur.<sup>151</sup>

---

<sup>151</sup> DPT, a.g.e., s.4

Dış borç stokumuz giderek artış göstererek 1995 yılında 73,2 milyar dolar iken 1999 yılında 104,3 milyar dolara yükselmiştir. 1996-1999 döneminde dış borç kullanımında özel sektörün ağırlığı artmıştır. Özel sektörün orta ve uzun vadeli borçlar içerisindeki payı 1996 yılında %18,9 iken, bu oran 1999 yılında %38,2'ye yükselmiştir. Bununla birlikte iç borç stokunun da hızlı bir artış trendi gösterdiğini görmekteyiz. 1989 yılında 41,9 trilyon olan iç borç stoku 1999 yılında 22,9 katrilyona 2000 yılı Şubat sonu itibariyle 25,8 katrilyona yükselmiştir. İç borç stokunun GSMH'ya oranı 1989 yılında %18,2, 1999 yılında %29,3 olmuştur. İç borçlanma, 1998 yılına kadar tahvil, hazine bonosu ve merkez bankasından avans şeklinde gerçekleştirilmiş, 1998 yılında, hazinenin kısa vadeli avans kullanımı kaldırılmıştır. 1998 yılında, borçlanma sadece hükümet tahvilleri ve hazine bonoları ile yapılmıştır. 1994 yılına 799 trilyon olan iç borç stoku, 1999 yılına gelindiğinde 22,9 katrilyona yükselmiştir. İç borçların bu kadar yükselmesi faiz ödemelerini de arttırmış ve aynı dönem içerisinde faiz ödemeleri 229,9 trilyondan 9,8 katrilyona yükselmiştir.

Türkiye'nin en önemli problemlerinden birisi de kamu finansman açıklarıdır. Kamu açıklarının kontrol altına alınamamasından dolayı yüksek reel faizler oluşmuş, buda kamunun finansal dengesinin daha da kötüleşmesine neden olmuştur. Birbirini besleyen bu iki durum kamunun toplam borcunu arttırarak kamu dengesinin zaman içerisinde sürdürülmesini zorlaştırmıştır.<sup>152</sup> 1989 yılında kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı %5,3 iken 1999 yılında %14,8'e yükselmiştir. 1996-1999 döneminde faiz dışı kamu dengesinde yıllık ortalama %1,8 düzeyinde fazla sağlanmasına rağmen, faiz ödemelerinin GSMH içerisindeki payının sürekli artması toplam kamu kesimi açığının yükselmesinin temel belirleyicisi olmuştur.

Enflasyonun ve faiz oranlarının yüksek seyir etmesi bütçe açıklarının da artmasına neden olmuştur. 1989 yılında 7,6 trilyon olan konsolide bütçe açıkları 1999 yılında 9 katrilyona yükselmiştir. Kamu kesiminin baskısının ekonominin tümü üzerindeki yoğunluğunun derecesini gösteren mali baskınlık ölçütü; yani, bütçe açıklarının GSMH içerisindeki oranı giderek artış göstermiş ve 1996-1998 döneminde

<sup>152</sup> Çetin DOĞAN, "Yüksek Enflasyon Dinamikleri ve Türkiye İçin Bir Çözümlemesi", *Ekonomik Yorumlar*, Sayı.3 (Mart 1998), s.37

ortalama %7,6, 1999 yılında %11,6 olarak gerçekleşmiştir.<sup>153</sup> 1999 yılında, faiz oranlarının yüksek seviyelerde devam etmesi ve faiz dışındaki azalma toplam bütçe açığının önemli derecede yükselmesinin temel belirleyicisi olmuştur. Bununla birlikte, Türkiye piyasalarında mali derinleşmenin sağlanamaması, borçlanmayı zorlaştırmış ve faiz oranları üzerinde bir baskı oluşturarak faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur.<sup>154</sup> Dolayısıyla, bütçe açıklarının iç borçlanma yöntemiyle kapatılmasının maliyeti giderek artmıştır. Faiz oranlarındaki bu hızlı yükseliş toplam faiz ödemelerinin artmasına neden olmuştur.

Türkiye’de kamu açıklarının finansmanı ister açık finansman isterse borç finansmanı şeklinde olsun enflasyonist baskılara neden olmaktadır. Çünkü, Türkiye’de bütçe açıkları büyük ve süreklilik arz etmektedir. Bununla birlikte, moneterist iktisatçılar yaptıkları çalışmalarda, bütçe açıklarının borçla finansmanının açık finansmana göre daha enflasyonist olduğunu ileri sürmüşlerdir. Çünkü, kamu açıklarının finansmanında monetizasyona değil de, borç finansmanına başvurulduğunda hükümet halkı kendisine ödünç vermeye ikna edebilmek için yüksek faiz oranı sunmaktadır. Yüksek faiz, bir yandan iç borçlanma yükünü artırırken, diğer yandan maliye politikalarına güveni azaltmakta ve uzun dönemde enflasyon beklentilerini arttırmaktadır. Artan faiz oranlarına bağlı olarak piyasalarda dışlama etkisi (crowding out) oluşmakta, bu da yatırımların azalmasına ve üretimin düşmesine neden olmaktadır.<sup>155</sup> Türkiye’nin bütçe açıklarının finansman yöntemine bakıldığında borçla finansman yöntemine gidildiği görülmektedir. Bundan dolayı, ülkenin toplam faiz ödemeleri hızla artmakta ve bütçe gelirlerinin yarısından fazlası faiz ödemelerine gitmektedir. Bu gelişmeler, kamu kesiminin finansal dengesinin kurulması için geniş kapsamlı yapısal önlemlerin alınması gerektiğini ivedilikle ortaya koymaktadır.

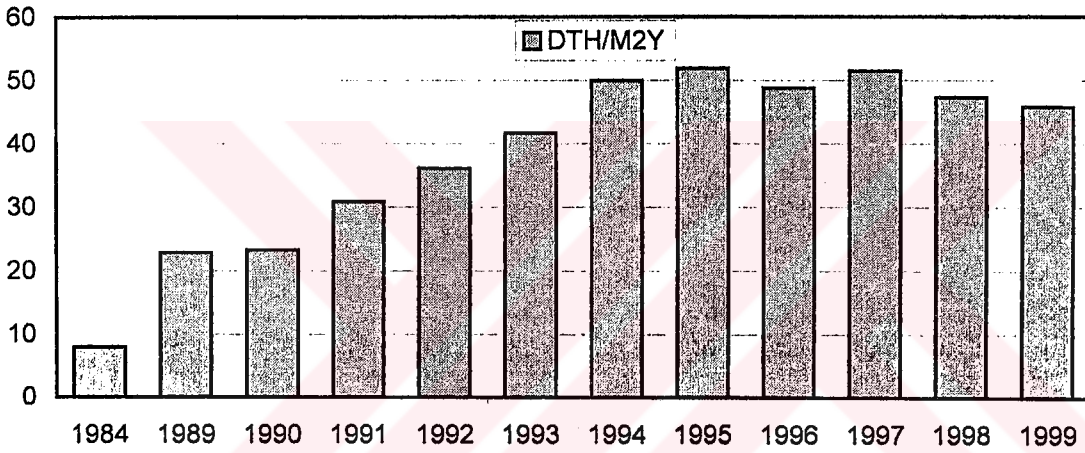
1990’dan sonra bozulan makro dengeler sonucunda döviz ikamesinin yükseldiğini görmekteyiz. Döviz tevdiat hesabının toplam mevduata oranı ( $DTH/M2Y$ ) şeklinde ifade edilen döviz ikamesinin yükselmesi halkın uygulanan

<sup>153</sup> N. Kamuran MALATYALI, “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamaların Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, *Devlet Planlama Teşkilatı* (DPT Nisan 1998), s.59

<sup>154</sup> Şükrü BİNAY ve Kürşat KUNTER, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü 1980-1997”, *TCMB, Tartışma Tebliği:9803* (Aralık 1998)

<sup>155</sup> İlker PARASIZ, *Para Politikası Türkiye Uygulaması*, (Ezgi kitabevi, 5. Baskı, Bursa 1998), s.289

ekonomi politikalarına olan güveninin giderek azaldığını göstermesi açısından önem arz etmektedir. Döviz ikamesi, enflasyonun yüksek ve değişken, döviz kurunun sürekli arttığı ve büyük ölçüde kamu açıklarının olduğu ülkelerde daha sık görülmektedir.<sup>156</sup> Şekil.8'da görüldüğü gibi, Türkiye'de döviz ikamesi 1984'de %10'dan küçük iken, 1990'lara gelindiğinde bu oran %23,3'e, 1994'den sonra ise %50'ye yükselmiştir. Türk Lirasının değer kaybı arttıkça döviz ikamesi oranının da arttığını görmekteyiz. Döviz ikamesini önlemede en etkin yöntem olarak Türk Lirasına olan güveni sağlamak ve TL'ye endeksli varlıkların getirisini arttırmaktır. Bu da, mali disiplinin sağlanması ve ekonomik istikrarın oluşmasıyla mümkün olacaktır.



Şekil.8. Türkiye'de Döviz İkamesi (1984-1999)

Kaynak: DPT, a.g.e., s.10

Yaşanan iktisadi sorunların çözümünde kullanılabilecek en önemli araçlardan birisi de özelleştirme. Fakat, Türkiye'de özelleştirme sürecinin ağır işlediğini görmekteyiz. Türkiye özelleştirme uygulamalarının başından günümüze kadar (1985-1999) net özelleştirme geliri olarak toplam 5,5 milyar dolarlık özelleştirme işlemi gerçekleştirmiştir. Özelleştirme gelirlerini batı ülkeleri ile karşılaştırdığımızda çok yetersiz kaldığı görülmektedir. Türkiye içinde bulunduğu ekonomik sorunları azaltabilmesi için özelleştirme konusunda daha ciddi adımlar atması gerekmektedir.

<sup>156</sup> Nazende ÖZKARAME, "Türkiye'de Dolarizasyon ve Para İkamesi:1990-1995", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt.7, Sayı.20 (Ankara 1996), s.99



Özet olarak, Türkiye ekonomisi 1989-1999 döneminde, yüksek enflasyon seviyesi, dalgalı büyüme yapısı ve artan kamu açıkları ile istikrarsız bir görünüm arz etmiştir. Artan kamu açıklarının yurtiçi mali baskısının yanında yaşanan dış şokların etkisi reel faizleri hızla yükseltmiştir. Artan reel faiz oranları kamu açıklarının daha da artmasına neden olmuş ve borç faiz kısır döngüsü sürdürülemez boyutlara gelmiştir. Bununla birlikte, TCMB uyguladığı para politikalarının maliye politikalarının etkisi altında kalması sonucu, ulusal paranın iç ve dış değerini koruyamaz hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak TL'si dünyanın en değersiz paralarından birisi olmuştur. Ekonomik istikrar ancak parasal istikrar sağlanarak, istikrarlı ve güçlü bir para birimi kurularak oluşturulabilir. Tüm bu gelişmeler ise, mali disiplinin sağlanmasıyla mümkündür. Mali disiplin sağlanmadan alınan tüm önlemler başarısız olacaktır. Bu çerçevede, kamunun para otoritesi üzerindeki baskısı sınırlandırılmalı veya kaldırılmalıdır. Bu durum içerisinde iki çözüm yolu sunulmaktadır. Bunlardan ilki, tam bağımsız merkez bankasının anayasal garantilerle sağlanması veya ikinci çözüm olarak para kurulu sistemi kurularak hükümetin para arzı üzerindeki etkisinin tamamen ortadan kaldırılmasıdır. Bu gelişme içerisinde, TCMB'nin bağımsızlığı ve Türkiye'de Para Kurulu sistemi ayrı ayrı incelenecektir.

## B) TCMB'NİN BAĞIMSIZLIĞININ DEĞERLENDİRİLMESİ VE BAĞIMSIZLIĞIN ENFLASYONLA İLİŞKİSİ

Merkez bankasının bağımsızlığı yasal ve fiili bağımsızlık olmak üzere iki farklı şekilde incelenmektedir. Yasal bağımsızlık merkez bankasının kanundan gelen bağımsızlığı; yani, yasal bir düzenleme ile bankaya siyasi otoriteden bağımsız bir şekilde hareket etme serbestisinin verilmesidir. Fiili bağımsızlık ise, yasal bağımsızlığı kapsayacak şekilde yasal bağımsızlığın uygulamadaki şeklidir. Bir merkez bankasının yasal ve fiili bağımsızlığın göstergesi olarak merkez bankası başkanının atanması ve görev süresi, para politikasının belirlenmesi, merkez bankası amaç ve hedeflerinin belirlenmesi ve kamu kesimine açılan kredilerin sınırları baz alınmaktadır.<sup>157</sup> Merkez bankasının bağımsızlığı kesinlikle hükümetten bağımsız olarak algılanmamalıdır.

<sup>157</sup> Tonny LYBEK, "Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union, 1995-97", *IMF Working Papers*, WP/99/4 (Haziran 1999), s.10

Bağımsızlık kavramı, merkez bankasının hükümetin genel politikalarına paralel bir para ve kredi politikası izlemesi ve bu politika uygulamalarında herhangi bir baskı ve müdahaleye maruz kalmaması anlamında kullanılmaktadır. Bununla birlikte, bağımsız bir merkez bankası sorumluluk ve açıklık sahibidir. Banka yaptığı işlemlerle ilgili olarak kamuoyuna ve hükümete sürekli ve güvenilir bilgi vermelidir.

Bağımsızlık açısından önemli olan merkez bankasının işlemlerinin kamu kesimi bütçe açıkları veya fazlalıklarından etkilenmeyecek duruma getirilmesidir. Bu durumda, merkez bankası para politikalarının yürütülmesinde etkin bir rol alacak, uzun dönemde fiyat disiplininin sağlanmasına ve dengeli bir ekonomik performansın oluşturulmasına önemli katkı sağlayacaktır. Merkez bankalarının bağımsızlığının ölçülmesi ile ilgili en önemli çalışma 1992 yılında Dünya Bankası finansmanı ile gerçekleştirilen A. CUKIERMAN, S. WEBB ve B. NEYAPTI'nın (CWN) 72 ülkeyi kapsayan çalışmasıdır. CWN, yasal bağımsızlık endeksini dört ana başlık altında 20 farklı sorulardan oluşturmuştur. Her soruyla ilgili cevaplara en düşük bağımsızlık derecesini gösteren 0 ile en yüksek bağımsızlığı gösteren 1 arasında değişen puanlar verilmiştir.<sup>158</sup>

İlk bölüm soruları merkez bankası başkanı ve üyeleri ile ilgili sorulardır. Toplam bağımsızlık notu içerisindeki payı %20 olarak belirlenmiştir. Bu bölümde, merkez bankası başkanının ve yönetim kurulu üyelerinin kimin tarafından atandıkları, görev süreleri, görevlerinin sona ermesi ve başkanın hükümette başka görev alıp almadığı soruları yer almaktadır. Başkan ve üyelerinin görev sürelerinin 8 yıldan fazla olması, başkanı merkez bankası kurulunun ataması, ihtiyari olarak başkanın işine son verilmemesi ve başkanın hükümette başka bir görev almaması durumlarına tam puan verilmiştir.

İkinci bölüm soruları, para politikasının belirlenmesi ile ilgili sorulardır. Bu bölümün soruları; para politikasının kim tarafından belirlendiği, oluşan anlaşmazlıklarda son sözün kimin söylediği ve devlet bütçesinin hazırlanmasında merkez bankasının rolünün ne olduğu soruları yer almaktadır. Merkez bankasının para politikasının tespitinde ve uygulamasında hükümet yada parlamentonun kontrolünde

<sup>158</sup> Alex CUKIERMAN, Steven B. WEBB ve Bilin NEYAPTI, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, Vol.6, No.3 (1992), s..358

veya emrinde olmaması, itilaflarda son sözün merkez bankası tarafından söylenmesi ve bütçenin hazırlanmasında aktif rol alması durumlarında tam puan verilmiştir. Bu bölümün toplam bağımsızlık notu içerisindeki payı %15'dir.

Üçüncü bölümünün soruları, merkez bankasının amaçlarına yönelik sorulardır. Toplam bağımsızlık notu içerisindeki payı %15'dir. Burada merkez bankasının fiyat istikrarı dışında başka amaçlarının olup olmadığı ile ilgili, örneğin ekonomik büyüme ve tam istihdamın sağlanması gibi, sorular yer almaktadır. Merkez bankasına ekonomide fiyat istikrarı dışında bir amaç yüklenmişse bankanın bağımsızlığı azalmaktadır. Çünkü, bu amaçların hepsini aynı anda gerçekleştirmek imkansızdır ve bu amaçlar için alınacak önlemler birbirleriyle çatışabilmektedir. Bu durumun önlenmesi için merkez bankalarına fiyat istikrarı dışında bir amaç yüklenmemelidir. Düşük ve istikrarlı bir fiyat düzeyi piyasada belirsizliği azaltacak, ekonomik birimlerin geleceği daha iyi görmelerini sağlayacak ve ekonomik büyüme için ortam sağlamış olacaktır. Bu bölümde ise, en yüksek puan merkez bankasının tek amacının fiyat istikrarı olması durumuna verilmiştir.

Dördüncü bölümün soruları, kamu kesimine açılan kredilerin sınırları ile ilgili sorulardır ve toplam bağımsızlık notu içerisindeki ağırlığı %50'dir. Burada merkez bankasının kamuya verdiği kredi miktarı, niteliği, vadesi ve faizine yönelik sekiz soru yer almaktadır. Merkez bankasının hükümete kredi vermemesi durumuna tam puan verilmiştir. Eğer kamu kesimi finanse ediliyorsa bankanın bağımsızlık düzeyi azalacaktır.

### **1. TCMB'nin Bağımsızlık Yönünden İncelenmesi**

Bağımsızlık ölçütlerinden hareketle TCMB'nin yasal ve fiili bağımsızlığının bir değerlendirilmesi yapılacaktır. İlk olarak, TCMB başkanının ataması, görev süresi ve görevden alınma şekli değerlendirilecek; ikinci olarak, bankanın para politikasının belirlenmesine yönelik bir değerlendirme yapılacak; üçüncü olarak, bankanın amaçlarına yönelik bir değerlendirme yapılacak ve son olarak da bankanın kamu kesimine açtığı kredilerin sınırları ile ilgili bir değerlendirme yapılacaktır.

#### a) TCMB Başkanının Ataması, Görev Süresi ve Görevden Alınması

Merkez bankalarının bağımsızlığı değerlendirilirken dikkate alınan temel kriter merkez bankası başkanının görev süresidir. Çünkü merkez bankası başkanının görev süresi ne kadar kısa olursa başkanının kişiliğini etkileme o oranda artar. TCMB başkanı 1211 sayılı TCMB kanununa göre Bakanlar Kurulu tarafından beş yıllık bir süre için atanır ve merkez bankası politikası ile ilgili olmayan nedenlerden dolayı görevden alınabilir.

Kanunda yer alan bu düzenlemelere karşılık, uygulamaya bakıldığında beş yıllık süreye uyulmadığı görülmektedir. Bankanın kuruluşundan bu yana 18 başkan görev yapmış ve başkanların görev süreleri 4 yıldan daha az olmuştur. Merkez bankası başkanının ortalama değişim süresi 2,5 yıl olmuştur. Hatta, eski başkanlardan Bülent GÜLTEKİN'in görevi sadece 4 ay sürmüştür. Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarına bakıldığında ortalama 11 yılda bir başkan değiştirildiği görülmektedir. Federal Almanya'da Bundesbank'ın başkanı, yardımcısı ve yönetim kurulu üyeleri 8 yıl için, ABD'nin merkez bankası başkanı 14 yıl için, Fransa'da banka meclis üyeleri ve başkan 6 yıl için, Kanada'da 7 yıl ve Japonya'da 5 yıl olarak seçilmektedir. Bununla birlikte, İtalya'da 40'in üzerinde hükümet değişikliğinin yapılmasına rağmen aynı dönemde sadece 6 merkez bankası başkanı değiştirilmiştir.<sup>159</sup> Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerde merkez bankası başkanının kişisel bağımsızlığı açısından önem arz eden başkanın azledilemezliği kuralı Türkiye'de çalışmadığı görülmektedir.

Bu gelişme içerisinde, TCMB'nin geçmişteki performansı ile güven veren bir kurum olmadığı söylenebilir. Sahip olduğu çağdaş elektronik bankacılığa ve iyi eğitilmiş bir üst yönetici kadrosuna rağmen, bankanın başarıları sınırlı düzeyde kalmış ve kamuoyunda gereken desteği ve güveni sağlayamamıştır.

#### b) TCMB'da Para Politikalarının Belirlenmesi

TCMB'nin fiili bağımsızlığını etkileyen en önemli nedenlerden biri de, para politikası uygulamalarında ortaya çıkmaktadır. Türkiye'de para politikası hükümet

<sup>159</sup> Ali Sait YÜKSEL, "Merkez Bankasının Özerkliği ve Özellikle Enflasyonist Ekonomilerdeki İşlevleri", *Marmara Üniversitesi*, No.528 (1993), s.20

tarafından belirlenmekte ve Hazine ve Merkez Bankası tarafından uygulanmaktadır. Hükümet kararlara katılmakla birlikte yetkisi hükümete tavsiye niteliğindedir ve TCMB'nın 4. maddesinin ikinci bölümünde, bankanın para-kredi konularında karar alma ve bu kanunla kendisine verilen yetkiler çerçevesinde Hükümete öneride bulunma yetkisine haizdir ifadesi ile bankanın para politikaları üzerindeki rolünün sınırları çizilmiştir.<sup>160</sup> Hükümet, merkez bankasına sadece ihtiyaç duyduğu zamanlarda başvurmaktadır. Bununla birlikte, TCMB'na para ve kredi politikaların yürütülmesi görevi verilmesine rağmen, bu kadar önemli bir sorumluluğu yerine getiren merkez bankasına sadece ihtiyaç duyulduğunda danışılması, uygulama yönünden yanlış bir düşüncedir. Bu durum, bankanın yasadan aldığı bağımsızlık yetkisini hiçe saymak ve merkez bankasını dışlama anlamına gelmektedir.

1994 yılında, hazinenin bağımsız bir müsteşarlık haline getirilmesi ile tüm kamu kurum ve kuruluşların yurtiçi ve yurtdışı ilişkilerinin düzenlenmesine yönelik görevler Hazine Müsteşarlığına bırakılması ile merkez bankası yetki paylaşımı ile karşı karşıya bırakılarak parasal konularda çift başlılık yaratılmış, bu da merkez bankasının bağımsızlığını zedelemiştir. Ayrıca, TCMB'na para arzını kontrol amacıyla açık piyasa işlemlerini yapma izni verilmesine rağmen, etkin bir para kredi kontrolüne izin verilmemiştir. Dolayısıyla, merkez bankası para arzını sadece hisse senedi ve tahvil alım satımı kadar değiştirebilmiştir. Bununla birlikte, banka sermayesi içerisinde Hazine'nin payı yürürlükteki yasa çerçevesinde %51 oranında olması, banka meclisi üyelerini Hazine'nin egemen olduğu genel kurulun seçmesi bankanın bağımsızlığını sınırlayan etmenler arasında yer almıştır. Bütün bu düzenlemeler yapısal olarak ayrı amaç ve görevleri olan iki kurum arasında zaman zaman çıkar çatışmalarının çıkmasına neden olmuştur. Bu durumda, TCMB'nın bağımsızlığından ve etkin bir para politikasından bahsedilmesi söz konusu değildir.

#### c. TCMB'nın Amaçları Yönünden Değerlendirilmesi

Merkez bankasının amaçlarının belirlenmesi açısından 1985 yılından itibaren, özellikle parasal programlar çerçevesinde önemli adımlar atılmıştır. Programlarda orta ve uzun vadede fiyat istikrarı sağlamak, milli parayı itibarlı bir para konumuna getirmek

<sup>160</sup> TOKGÖZ, a.g.e., s.10-11

temel amaç olarak belirlenmiştir.<sup>161</sup> Fakat, TCMB'nin görevleri arasında fiyat istikrarının sağlamanın tek hedef olduğuna dair bir ifade bulunmaması bağımsızlık göstergesi açısından önemli bir eksiklik.

TCMB paranın değerini korumaya yönelik hedefler belirlerken, hükümetin büyümeye ve istihdama yönelik amaçlar belirlemesi, merkez bankasının hedeflediği fiyat istikrarı ile çelişmektedir. Diğer bir ifade ile, TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik amacı, maliye ve gelirler politikası ile desteklenmediği için bankanın bağımsızlığı yeterince sağlanamamaktadır. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları incelendiğinde, sadece, fiyat istikrarına yönelik politikaların uygulandığı ve buna paralel olarak maliye politikalarının oluşturulduğu görülmektedir. Bu tür merkez bankalarına muhafazakar merkez bankaları adı verilmektedir.

#### d. TCMB'nin Kamu Kesimine Açtığı Krediler Yönünden İncelenmesi

Son olarak kamu kesimine açılan krediler ile ilgili kriterler değerlendirildiğinde, TCMB'nin bağımsızlığının düşük seviyede olduğu anlaşılmaktadır. Bir merkez bankasının bağımsızlığını etkileyen en önemli göstergelerden birisi bütçe açıkları ve bu açıkların finansman şeklidir. TCMB incelendiğinde, yıllarca kamunun finansman açığını kapatan, ucuz yatırım kredisi veren ve kaynaklarını sürekli bu yönde kullanan bir banka olarak görülmektedir. Kamu açıklarını iç ve dış borçlanmayla kapatamayan hükümet sık sık merkez bankasının kaynaklarına başvurmaktadır. Özellikle, 1984 yılına kadar kamunun finansmanında merkez bankası kaynakları yoğun olarak kullanılırken, bu tarihten itibaren iç borçlanmaya gidilmiştir.

Parasal programlarla ilgili olarak 5 Nisan 1994 yılında alınan kararlarla kamu kesimine açılan kredilerin sınırlandırılmasına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Bu çerçevede, Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullanacağı kısa vadeli avanslar için sınırlamalar getirilmiştir. Bu çerçevede, hazineye açılacak kısa vadeli avans miktarı, bir önceki mali yıl genel bütçesi ödenekleri toplamını aşan tutarın 1996 yılı için %10'u, 1997 yılı için %6'sı, 1998 ve sonraki yıllar için ise %3'ü olarak

<sup>161</sup> AKDİŞ, a.g.e., s.122

belirlenmiştir.<sup>162</sup> 1997 yılının Haziran ayında Hazine ile Merkez Bankası arasında yapılan protokol ile Hazine kısa vadeli avans stokunu bir önceki yılın ek bütçesi düzeyine çekmiş ve yıl sonuna kadar bu seviyede bırakmıştır. 1998 yılında ise, hazine kısa vadeli avans kullanımından tamamen vazgeçmiştir.

Bu gelişmeler TCMB'nin bağımsızlığına önemli katkı da bulunmasına rağmen yeterli değildir. Çünkü, merkez bankasının hazineye sağladığı destek sadece kısa vadeli avans kapsamında değildir. Hazine bütçe açıklarının finansmanında yüksek miktarda iç borçlanmaya giderken, TCMB, tahvil ve bono ihalelerinde, hazinenin borçlanmasına uygun ortam hazırlayarak koordinasyonu sağlamaya çalışmaktadır. Bu çerçevede içerisinde, TCMB'nin Hazine ile bir koordinasyon içinde çalışmak zorunda kalması bankanın hedeflerine yönelik çalışmasını ve bu yönde para politikalarını uygulamaya koymasını güçleştirmektedir. Bu durum , TCMB'nin etkin ve bağımsız olarak çalışmasını engellemektedir.

CWN, 72 ülke üzerinde yapmış olduğu bu çalışmada merkez bankalarının temel görevinin fiyat istikrarını sağlamaktır, görüşünden hareket edilerek bu amacın sağlanmasında veya sağlanamamasında bankanın bağımsızlık derecesinin yerel ve önemi gösterilmeye çalışılmıştır. CWN her ülke için, yukarıda dört ana bölümde tasnif edilen sorular karşılığında iki belirleyici değişken hesaplamış ve bunların her biriyle gerçekleşen enflasyon oranı karşılaştırılmıştır. Bu sorular çerçevesinde, Tablo.25'de görüldüğü gibi, önce yasal düzenlemeleri esas alan bir endeks hesaplanmış ve bu endekse göre merkez bankaları bağımsızlık sıralamalarına tutulmuştur. İkinci değişken olarak CWN fiili bağımsızlığı ölçmek için merkez bankası başkanlarının değişim sıklığını dikkate alarak oluşturduğu endekstir.

Bu sonuçlar çerçevesinde, ülkelerin yasal bağımsızlık endeksini iki farklı grupta incelemek gerekmektedir. Çünkü, gelişmiş ülkelerde, merkez bankalarının yasal bağımsızlık derecesiyle enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulunurken gelişmekte olan ülkelerde benzer anlamlı ilişkiler bulunamamıştır.

---

<sup>162</sup> AKYAZI, a.g.e., s.151

Tablo.25 incelendiğinde, yasal bağımsızlık endeksi açısından, gelişmiş ülkelere ait merkez bankalarından Almanya Merkez Bankası Bundesbank en bağımsız merkez bankası ikinci en bağımsız merkez bankası olarak İsviçre Merkez Bankası, ABD Merkez Bankası ise beşinci sırada yer almaktadır. Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında, 0,55 bağımsızlık endeksi ile Yunanistan ilk sırada yer alırken, onu Mısır, Kosta Rika, Şili ve 0,46 bağımsız endeksiyle Türkiye izlemektedir.

Yasal bağımsızlık endeksi bir bütün olarak ele alındığında, gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmının yasal bağımsızlık endeksi gelişmiş bir çok ülkenin önünde yer aldığı görülmektedir. Ayrıca, bazı gelişmekte olan ülkelerin yasal bağımsızlık endeksleri yüksek olmasına rağmen, enflasyon oranları yüksek seyir etmektedir. Hatta bazı uzak doğu ülkelerin merkez bankalarının yasal bağımsızlığı olmamasına rağmen enflasyon oranı çok düşük seviyededir. Örneğin Türkiye 0,46'lık bağımsızlık endeksi ile 10'cu sırada yer alırken dönemin enflasyon oranı ile (%41) 72 ülke sıralamasında 62'ci sıradadır. Buna karşılık Belçika, Norveç, Japonya, İspanya, Fransa ve Yeni Zelanda sahip oldukları yasal bağımsızlık endeksleri açısından tüm ülke sıralamasında son sıralarda yer alırken sahip oldukları enflasyon oranları açısından en düşük enflasyona sahip ülkeler arasında yer almaktadır. Buna karşılık, birçok gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları da yasal bağımsızlık endeksi açısından gelişmiş ülkelerin önünde yer almaktadır.



Tablo.25. Seçilmiş Bazı Ülkelerin Merkez Bankalarının Yasal ve Fiili Bağımsızlık Endeksleri (1980-1989)

Ülkeler	Y.B.E <sup>1</sup>	F.B.E <sup>2</sup>	Enflasyon(%)	Ülkeler	Y.B.E <sup>1</sup>	F.B.E <sup>2</sup>	Enflasyon(%)
<b>Gelişmiş Ülk.</b>				<b>Gelişmekte Olan Ülk.</b>			
Almanya	0,69	0,10	3	Katar	0,20	0,00	4
İsviçre	0,64	0,20	3	Honduras	0,43	0,10	7
Avusturya	0,61	0,10	4	Kostra Rika	0,47	0,40	23
Danimarka	0,50	0,00	7	Şili	0,46	0,80	19
ABD	0,48	0,10	5	Türkiye	0,46	0,40	41
Kanada	0,45	0,10	6	Nikaragua	0,45	0,40	18
İrlanda	0,44	0,20	9	Malta	0,44	0,20	3
Hollanda	0,42	0,10	3	Tanzanya	0,44	0,10	27
İzlanda	0,34	0,00	32	Zaire	0,43	0,20	45
Lüksemburg	0,33	0,00	5	Peru	0,43	0,30	108
İsveç	0,29	0,10	8	Portekiz	0,41	0,30	16
Finlandiya	0,28	0,20	7	Nijerya	0,37	0,10	18
İngiltere	0,27	0,10	6	Meksika	0,34	0,30	50
İtalya	0,25	0,00	11	Çin	0,29	0,30	8
Yeni Zelanda	0,24	0,30	12	G. Afrika	0,25	0,20	14
Fransa	0,24	0,20	7	Hindistan	0,34	0,30	9
İspanya	0,23	0,10	10	Romanya	0,30	0,20	4
Japonya	0,18	0,30	3	Pakistan	0,21	0,30	7
Norveç	0,17	0,10	8	Brezilya	0,21	0,80	119
Belçika	0,17	0,13	5	Tayvan	0,21	0,20	5

Kaynak: Alex Cukierman, Central Bank Strategy, Credibility, and Independence, (MIT, Cambridge Massahusetts, London, 1995), s.381

1. Yasal Bağımsızlık Endeksi 2. Fiili Bağımsızlık Endeksi

Gelişmiş ülkeler için anlamlı olan yasal bağımsızlık endeksi, gelişmekte olan ülkeler için anlamsız çıkmaktadır. Bu durumda, gelişmekte olan ülkeler için ikinci temel değişken olarak merkez bankası başkanlarının değişim sıklığını dikkate alan CWN'in fiili bağımsızlık endeksine bakılması gerekir. Bu yöntemde merkez bankası başkanlarının ortalama görev süreleri ile enflasyon ilişkisi kurulmuştur. Gerçekten de gelişmekte olan ülkelere bakıldığında, merkez bankası başkanlarının görev süresi yasal olarak uzun olmasına rağmen, politik baskılar nedeniyle uygulamada kısıtlıdır. Örneğin, Türkiye'de Merkez Bankası Başkanı'nın yasal olarak görev süresi 5 yıl olmasına rağmen, uygulamada ortalama 2,5 yıl olarak gerçekleşmiştir. Hatta, bazı başkanların görev süreleri bir yılından daha az sürmüştür.

Fiili bağımsızlık endeksi yönünden ülkeler bir bütün olarak ele alındığında, merkez bankası başkanlarının ortalama görev süresi 29 yıllla İzlanda ülkeler arasında ilk sırada yer alırken, Almanya 10 yıllla 9'cu sırada, Amerika 8 yıllla 14'cü sırada yer almıştır.<sup>163</sup> Türkiye ise ortalama 2,5 yıllık değişim süresiyle 64'cü sırada yer almıştır. Dikkat edildiği gibi, yasal bağımsızlık endeksi yükseldikçe bağımsızlık artmakta; fiili bağımsızlık endeksi düştükçe başkanların değişim sıklığı azalmakta, yani merkez bankasının bağımsızlığı artmaktadır. 1950-1989 döneminde, gelişmiş ülkelerde ortalama 10 yılda bir başkan değişirken, bu süre gelişmekte olan ülkelerde ortalama 4,5 yıl olmuştur.

Bu analiz sonucunda, gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının kağıt üzerinde bağımsız kılmak yetmediği açıkça görülmektedir. Bu ülkelerde başkanların sık değişimi ile enflasyon oranı arasında çok belirleyici bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, bağımsızlık analizlerinde yasal bağımsızlık endeksinin gelişmiş ülkeler için, fiili bağımsızlık endeksinin gelişmekte olan ülkeler için daha iyi sonuç verdiği ortaya çıkmaktadır.<sup>164</sup>

## 2. Enflasyon ve Bağımsızlık İlişkisi

<sup>163</sup> CUKIERMAN, WEBB ve NEYAPTI, a.g.e., s.364

<sup>164</sup> Helmut WAGNER, "Central Bank Independence and the Lessons for Transition Economies from Developed and Developing Countries", *Comparative Economic Studies*, Vol.41, No.4 (Kış 1999), s.28

Merkez bankasının bağımsızlığı ile ilgili teorik ve ampirik çalışmalarda, merkez bankasının bağımsızlığı ile enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğu görülmüştür. Özellikle bağımsız bir merkez bankasının enflasyonu düşürmede önemli bir rol oynadığı kanıtlanmıştır. Bu konuyla ilgili yapılan çalışmaların bazıları aşağıda açıklanmıştır.<sup>165</sup>

Alesina (1988) yılında yaptığı çalışmada genel olarak merkez bankası ve enflasyon arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Grilli, Masciandro ve Tabellini (1991) merkez bankasının bağımsızlığını ölçmeye yönelik 1950-1989 dönemini kapsayan iki ayrı endeks oluşturmuştur. İlk endeks ekonomik bağımsızlığa yönelik, diğeri ise politik bağımsızlığa yönelik endekstir. Ekonomik endekste, hükümetin merkez bankası ve para araçları üzerindeki kontrolü analiz edilmiş ve ekonomik bağımsızlıkla enflasyon arasında negatif ilişki bulunmuştur. Politik endekste, politik bağımsızlık ve enflasyon arasında ilişki analiz edilmiş ve bu iki değişken arasında negatif ilişki bulunmuştur. Fakat, politik bağımsızlıkla enflasyon arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır.

Bade ve Parkin ise, Bretton Woods sisteminden sonra merkez bankasının finansal bağımsızlığı ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Buna karşılık, politik bağımsızlıkla enflasyon arasında güçlü bir ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Çünkü, analiz yaptığı ülkeler içerisinde Almanya ve İsviçre en düşük enflasyon oranına sahip olmasının nedeni olarak çok yüksek politik bağımsızlığa sahip olması gösterilmiştir.

Alessina ve Summers merkez bankasının bağımsızlığının ölçümünde Bade ve Parkin, Grilli, Tabellini ve Masciandro'nun oluşturduğu ortalama endeksi kullanarak analizde bulunmuşlar ve merkez bankasının bağımsızlığı ile enflasyon arasında negatif korelasyon bulmuşlardır. Aynı zamanda, merkez bankası ne kadar bağımlı ise enflasyonun o kadar değişken olacağı ifade edilmiştir. Yine, Cukierman (1992) 1950-1989 döneminde, merkez bankasının bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Cukierman, 70 ülkenin verilerini kullanarak yaptığı bu araştırmasının

<sup>165</sup> Patricia S. POLLARD, "Central Bank Independence and Economic Performance", *Federal Reserve Bank Saint Louis*, Vol.75, No.4, s.20-21

diğer araştırmalara göre çok daha geniş kapsamlı olması bu araştırmanın önemini arttırmıştır. Araştırma sonucunda merkez bankasının bağımsızlığının enflasyonu beklenen yönde etkilediği görölmüştür.

Danes, CWN'in daha önce ifade edip test etmediği, döviz kuru sistemlerinin merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ilişki üzerindeki etkisini araştırmıştır. Danes, yaptığı ampirik çalışma sonucunda sabit döviz kuru sistemini uygulayan ölkelerde merkez bankası ile enflasyon arasındaki ilişkiyi ne beklenen yönde ne de anlamlı bulmuştur. Çünkü, sabit kur sisteminde para arzı içseldir, dolayısıyla parasal değişikliklerin kaynağı merkez bankasından ziyade piyasalardır. Esnek döviz kuru sistemini uygulayan ölkelerde merkez bankasının bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ilişki negatif ve anlamlı çıkmıştır. Karma döviz kuru sistemi uygulayan ölkelerde ise, bu iki büyüklük arasındaki ilişki anlamlı fakat beklenen yönde çıkmamıştır.

Tüm bu analizler sonucunda, merkez bankasının bağımsızlık derecesi ne kadar düşük ise enflasyon o kadar değişken ve enflasyonla ilgili belirsizlikler o denli fazla olacağı; yine, merkez bankasının bağımsızlık derecesi ne kadar yüksek ise ortalama enflasyon oranı o kadar düşük olacağı ilişkisi ortaya çıkmıştır. Fakat, bu analizlerde dikkat edilmesi gereken nokta, enflasyonun tek faktörlü bir olgu olmadığıdır. Enflasyon ölkeden ölkeye değişen ekonomik, sosyal ve siyasal unsurları da içeren çok yönlü bir olgudur. Bu yüzden merkez bankasının bağımsızlığı enflasyonla mücadelede tek başına yeterli bir araç değildir.

### C) TÜRKİYE'DE PARA KURULU SİSTEMİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ

Bu bölüm iki ana başlık altında incelenmiştir. İlk olarak, para kurulu sisteminin öngördüğü politikalarla Türkiye'de ki mevcut enflasyonun önlenip önlenemeyeceği konusu ampirik bir çalışmayla incelenmiş; ikinci olarak, IMF ile yapılan 2000 yılı Stand-By Anlaşması çerçevesinde zımni olarak uygulanan para kurulu sistemi incelemiştir.

## 1. Para Kurulu Sisteminin Türkiye’de ki Enflasyonu Önlemedeki Başarısına Yönelik Ekonometrik Uygulama

Para kurulunda temel amaç para arzının döviz rezervlerine bağlanarak enflasyonun kontrol altına alınması ve milli paranın güçlü ve güvenilir bir yabancı para birimine bağlanarak ulusal paraya olan güvenin artırılmasıdır. Bu şekilde, hem para arzı kontrol altına alınacak hem de ulusal para birimine olan güven artacaktır. Para kurulu sisteminde enflasyonun önlenmesi için seçilen parasal gösterge ile enflasyon, döviz rezervleri ile para arzı ve döviz kuru ile enflasyon arasında sıkı bir ilişkinin olması gerekmektedir. Bugün Türkiye’de enflasyon sürecinin gerisinde kamu açıkları ve bunun merkez bankası tarafından finanse edilmesinin bulunduğu inancı hakimdir. Bu amaçla, 1998 yılında uygulamaya başlanan enflasyonla mücadele programı çerçevesinde Hazinesin borçlanma politikasında ve Merkez Bankası’nın para programlarında kısıtlamalar getirilerek gevşek para politikası uygulaması ortadan kaldırılmıştır. Türkiye’de enflasyonun kaynağında parasal dinamikler önemli bir yer tutuyor ise, para kurulu sisteminin enflasyonu önlemede önemli bir başarı elde edeceği söylenebilir. Böyle bir durumda para arzının sıkı bir şekilde kontrol edilmesi, mücadelenin en önemli kısmını oluşturmaktadır. Para arzının sıkı bir şekilde kontrol edilmesini sağlayan uygulamalardan biri de para arzının döviz rezervlerine bağlanmasıdır. Para kurulu sisteminde enflasyonla mücadelede para arzı sadece dış varlıklardaki artış ve azalışa bağlanmaktadır. Netice olarak sistem karşılıksız para basma uygulamasını kaldırmaktadır.

Para kurulu sisteminin Türkiye’de enflasyonu önlemede başarılı olup olmayacağını görebilmek amacıyla, ülkedeki enflasyonun parasal dinamiklere bağlı olup olmadığını analiz etmeye yönelik kointegrasyon uygulamalı nedensellik testi yapılmıştır. Bu amaçla ilk olarak metodoloji ve verilerin zaman serisi özellikleri hakkında bilgi verilmiş, ikinci olarak ise “Kointegrasyon (Eşbütünleşik) Testi” ve “Hata Düzeltme Mekanizması (ECM) ve Granger Nedensellik Testi” uygulanarak ampirik sonuçlara ve değerlendirmelere yer verilmiştir. Yapılan bu ampirik çalışma ile Türkiye’de para kurulu sisteminin enflasyonla mücadelede başarılı olup olmayacağı konusunda somut bulgulara dayanan tespitlerin yapılması amaçlanmıştır.

## a) Metodoloji

Ekonometrik çalışmalarda genel olarak kullanılan geleneksel tahmin yöntemleri değişkenlerin kovaryansının ve ortalamasının sabit ve zamandan bağımsız olduğu varsayılmaktadır. Fakat, makro değişkenlere uygulanan birim kök testleri sonucu bu varsayımların her zaman geçerli olmadığı ortaya çıkmıştır. Durağan olmayan veya birim kök içeren değişkenler zaman içerisinde ortalaması ve varyansı değişen değişkenlerdir. Birim kök içeren yani durağan olmayan değişkenler üzerinde yapılan En Küçük Kareler Yöntemi (EKKY) testi güvenilir olmayan sonuçlara yol açacağı belirtilmiş ve bu tür tahminlere düzmece regresyon analizleri denilmiştir.

Zaman serisi analizinde en önemli kavram durağanlık testidir. Belli bir dönem için gözlemlenen bir seriyi ortaya çıkaran stokastik sürecin durağan olma şartları şunlardır:<sup>166</sup> (k gecikme mesafesini gösterir)

$$\text{Sabit aritmetik ortalama : } E(Y_t) = \mu$$

$$\text{Sabit Varyans : } Var(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$$

$$\text{Gecikme mesafesine bağılı olarak kovaryans: } \gamma_k = E[(Y_t - \mu) \cdot (Y_{t-k} - \mu)]$$

Bu şartlar yerine gelmediğinde süreç durağan değildir. Herhangi bir zaman serisinin durağan olup olmadığını tespit etmek için “Korelogram Testi” veya “Birim Kök Testi” yapılmaktadır. Bu çalışmada durağanlık testi için birim kök analizi yapılmıştır.

Zaman serilerine uygulanan durağanlık testleri serilerdeki bilginin yok olmasına neden olmaktadır. Serilerdeki bilgilerin kaybolmasını önlemek için oldukça yeni bir uygulama olan kointegrasyon (eşbütünleşme) yöntemi uygulanmaktadır. Ekonomik teori bazı ekonomik değişkenler arasında uzun dönemli düzgün bir ilişkinin olduğunu öngörmektedir. Yani, ekonometrik teorilerin öngördüğü değişkenler en azından uzun dönemde birbirinden uzaklaşmamalıdır. Eğer değişkenler birbirlerinden uzaklaşıyorsa, piyasa güçleri veya idari mekanizma bu değişkenlerin dengeye gelmesi için çalışır. Bu amaçla, kointegrasyon bir veya daha fazla değişkenin, durağan olmasalar bile, doğrusal

<sup>166</sup> Tümay ERTEK, *Ekonometriye Giriş*, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul:1996, s.380-382

kombinasyonunun durağan olabileceğini ifade eder. Diğer bir deyişle, kointegrasyon durağan olamayan iki veya daha fazla değişken arasında uzun dönemli bir ilişki var ise, bu uzun dönem ilişkisinden sapmaların durağan olduğunu gösterir.<sup>167</sup> Kointegrasyon zaman serileri arasında uzun dönemli bir denge ilişkisi mevcuttur. Granger, kointegrasyon sınavasının düzmece regresyondan sakınmak için bir ön-sınama olduğunu söylemiştir. Birim kök ve kointegrasyon metodolojisi regresyon kalıntılarının durağan olup olmadığını analiz eder. Eğer serilerde kointegrasyon var ise, düzenlenen regresyon düzmece olmayabilir ve geleneksel “t” ve “F” sınamaları geçerli sayılabilir.<sup>168</sup>

Kointegrasyon sınavası için en yaygın olarak kullanılan yöntem Engle-Granger’ın 1988 yılında öncülük ettiği kointegrasyon (eşbütünleşik) regresyonla tahmin edilen kalıntılara MacKinnon kritik değerleri çerçevesinde uygulanan Dickey-Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testleridir. 1969 yılında Granger’ın ileri sürdüğü Geleneksel Granger Testi yeni gelişmeler ışığında eleştirilere uğramıştır. En yoğun eleştirilerden biri geleneksel nedensellik testinin değişkenler üzerinde zaman serisi özelliklerini incelememesidir. Eğer değişkenler eşbütünleşik ise, gecikmeli hata düzeltme terimi modele eklenmedikçe bu değişkenlerin birinci derece farkı alınarak yapılan analizler fonksiyonel olarak yanlış değerlendirilmiş olur. Diğer eleştiri konusu ise, geleneksel nedensellik testi değişkenlerin farkını alarak zaman serilerini durağan hale getirirken değişkenlerin orijinal bilgilerinin elimine edilmesine sebep olmaktadır.

1988 yılında Engle-Granger’ın ileri sürdüğü eşbütünleşmeyi sınavan yeni yaklaşım, iki değişken arasında eşbütünleşme sağlanırsa kısa dönemde dengesizlikleri gideren bir Hata Düzeltme Mekanizmasının (Error Correction Model, ECM) olacağını ifade eder. Hata Düzeltme Modeli ile (ECM), eşbütünleşim denkleminde üretilen “hata düzeltme teriminin” gecikmelisi istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde modele eklenir ve değişkenlerin farkı alınmasıyla kaybedilen uzun dönem bilgileri modele yeniden dahil edilir. Bulunan bu hata terimi kısa dönem ve uzun dönem arasında bir köprü rolü

<sup>167</sup> Muhsin KAR, *An Empirical Investigation of Financial Liberalisation in Turkey: 1963-1995*, Doktora Tezi, Loughborough University, England: 2000, s.194

<sup>168</sup> Domador N. GUJARATI, *Basic Econometrics*, McGraw Hill, Third Edition, Newyork: 1993, s.718

oynar. Diğ er bir ifade ile, hata düzeltme mekanizması iktisadi bir değişkenin kısa ve uzun dönem ilişkisini uyuştur an bir araçtır.<sup>169</sup>

Burada uygulanan ampirik çalışmada, değişkenler ve kısa dönem dinamik ayarlamalarıyla uzun dönem dengenin oluşturulması arasındaki Granger Nedenselliği araştırılmıştır. Metot olarak, Engle-Granger'ın (1988) ileri sürdüğü iki basamaklı yöntem uygulanmıştır. İlk olarak, En Küçük Kareler Yöntemi (EKKY) ile eşbütünselleşen regresyonlar tahmin edilecektir;

$$X_t = \alpha_0 + \beta_0 Y_t + \mu_t \quad (3.1)$$

$$Y_t = \alpha_1 + \beta_1 X_t + \mu'_t \quad (3.2)$$

Burada  $\alpha_0$  ve  $\alpha_1$  sabit  $\mu_t$  ve  $\mu'_t$  ise hata terimleridir. Çalışmada ilk olarak serilerin eşbütünleşik olup olmadıkları kontrol edilmiş, ikinci adım olarak Hata Düzeltme Modeli kullanılarak hata terimleri katsayısının istatistiksel olarak anlamlı veya anlamsız olmasına göre değişkenlerin bir diğ erine göre Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır. Hata Düzeltme Modeli aşağıdaki gibi formüle edilir;<sup>170</sup>

$$\Delta X_t = a_0 + b_0 \mu_{t-1} + \sum_{i=1}^m c_{0i} \Delta X_{t-i} + \sum_{j=1}^n d_{0j} \Delta Y_{t-j} + e_t \quad (3.3)$$

$$\Delta Y_t = a_1 + b_1 \mu'_{t-1} + \sum_{i=1}^q c_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=1}^r d_{1j} \Delta X_{t-j} + e'_t \quad (3.4)$$

Denklemd e  $\mu_{t-1}$  ve  $\mu'_{t-1}$  artıkların gecikmeleri eşbütünleşik regresyon (3.1) ve (3.2) no'lu denklemlerden tahmin edilmiştir. "Δ" değişkenlerin farkının alınarak durağan hale getirildiğini gösterir.  $b_0$  ve  $b_1$  istatistiksel olarak anlamlı çıkarsa Y'nin Granger Nedenselliği X ve X'in Granger Nedenselliği Y'dir denir. Hata Düzeltme Modeli (ECM) Granger Nedenselliğine ek bir kanal açarak, iki değişkenin eşbütünleşik olması durumunda tek yönlüde olsa muhakkak bir nedenselliğin olacağını ifade etmiştir.

<sup>169</sup> Wolter ENDERS, *Applied Econometric Time Series*, Iowa State University, First Edition, Newyork: 1995, s.363-365

<sup>170</sup> Subrata GHATAK, Chris MILNER ve Utku UTKULU, "Trade Liberalisation and Endogenous Growth: Some Evidence for Turkey", *Economies of Planning*, Vol. 28, No.2-3 (1995), s.155



İki değişken arasında kısa dönemli nedensellik ilişkisinin sağlanması uzun dönemli bir dengenin sağlanmasını gerektirir. Hata Düzeltme Modelinde Y'nin Granger Nedeninin X olabilmesi için,  $d_0$  ve  $d_1$  anlamlı çıkmaya bile, hata düzeltme koşulunun ( $\mu_{t-1}$  ve  $\mu'_{t-1}$ ) anlamlı bir katsayının çıkması yeterli olduğu ifade edilmektedir. Jones ve Joulfaian (1991) yorumları da bu durumu destekleyici yöndedir. Gecikmeli bağımsız değişkenler içerisindeki değişimler kısa dönemli nedensellik ilişkisini oluştururken, hata düzeltme koşulu uzun dönem ilişkisini ortaya çıkarmaktadır. Eğer iki değişken eşbütünsel değil ise, hata düzeltme katsayısı modelden çıkarılarak geleneksel Granger Testi yapılır. Hata Düzeltme Modelinde (ECM) nedenselliğin kaynağı,<sup>171</sup>

- Her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamına birleşik olarak uygulanan F veya Wald  $\chi^2$  testinin istatistiksel olarak anlamlılığı,
- Gecikmeli hata düzeltme terimine ( $\mu_{t-1}$ ) uygulanan t- testinin istatistiksel olarak anlamlılığı,
- Her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamı ve gecikmeli hata düzeltme terimine beraber uygulanan F veya Wald  $\chi^2$  testinin istatistiksel olarak anlamlılığı ile belirlenir.

Eğer,  $b_0$  ve  $b_1$  anlamlı veya  $b_0$  ve  $b_1$  beraber sıfırdan farklı ise boş hipotez reddedilir..

#### b) Enflasyon Hipotezleri

Yeni Klasik ve Parasalcı iktisatçılar enflasyonun tamamen parasal bir olgu olduğunu ifade etmişlerdir. Bu iktisatçılar enflasyonun en önemli nedeninin para arzı olduğu noktasında hem fikirdirler. Parasalcılar, enflasyon ve para arzı arasındaki nedensellik ilişkisinin tek yönlü olduğunu ileri sürmüşler ve bu ilişkinin para arzından enflasyona doğru olduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca, enflasyon oranının gecikmeli değerlerinin enflasyon üzerinde etkili olduğu belirtilmiştir. Parasalcı enflasyon hipotezini analiz etmede kullanılacak diğer bir hipotez ise para arzı ile nominal milli

<sup>171</sup> KAR, a.g.e., s.196

gelir arasında kurulmaktadır. Bu çerçevede Parasalcıların enflasyon hipotezi aşağıdaki şekilde gösterilebilir;<sup>172</sup>

H<sub>1</sub>: Para arzının gecikmeli değeri enflasyon üzerinde etkilidir.

H<sub>1</sub>: Enflasyon oranının gecikmeli değeri enflasyon üzerinde etkilidir.

H<sub>1</sub>: Para arzından enflasyona doğru tek yönlü ilişki vardır.

Keynesyen iktisatçılar ise Parasalcıların enflasyon hipotezlerine karşı çıkmış ve enflasyonun gecikmeli değerinin ve para arzının enflasyon üzerinde çok etkili olmayacağı ve nedensellik ilişkisinin nominal toplam hasıladan para arzına doğru olacağı ifade edilmiştir. Yani, enflasyonun nedeni olarak toplam hasılanın gecikmeli değerleri gösterilmiştir. Keynesyenler, enflasyonu parasal olmaktan ziyade reel bir olayın sonucu olarak tanımlamışlardır. Eğer, ekonomi düşük istihdam düzeyinde ise bir talep baskısı olmadığından parasal büyüme enflasyona neden olmayacak; fakat, ekonomi tam istihdam düzeyinde ise parasal büyüme talep baskısına yol açacağından enflasyon artacaktır. Keynesyen iktisatçılara göre, para arzı bireylerin harcama eğilimini finanse eden bir unsurdur. Yani, nedenselliğin yönü enflasyondan para arzına doğrudur. Diğer bir deyişle, parasal sektör reel sektörden bağımsız değildir. Bu durumda Keynesyenlerin enflasyon hipotezi aşağıdaki gibi ifade edilebilir;

H<sub>1</sub>: Nedenselliğin yönü nominal hasıladan para arzına doğrudur.

Bu hipotezler çerçevesinde Türkiye’de ki enflasyonun nedenselliği incelenecektir.

### c) Veri Seti ve Durağanlık Testi

Çalışmada kullanılan veriler üç aylık veriler olup 1987-1 ve 2000-3 dönemini kapsamaktadır. Veriler TCMB’nin EVDS dağıtım sisteminden alınmıştır. Çalışmada kullanılan veriler ve semboller Tablo.26’da gösterilmiştir. Değişkenlerin önüne gelen “L” harfi değişkenlerin logaritmasının alındığını ifade etmektedir. Bütçe Dengesi

<sup>172</sup> Enver Alper GÜVEL, “Türkiye Ekonomisinin Kısa Dönem Analizi (1987-1997): Makro Politikalar ve Ekonomik Dalgalanmalar Üzerine Ekonometrik Bir Analiz”, *Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt.8, Sayı.1 (1998), s.21

dışında tüm değişkenlerin logaritması alınmıştır. “D” simgesi değişkenlerin birinci devresel farklarının alındığını göstermektedir. Gecikmeler (Lags) Akaiki Kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo. 26. Değişkenlerin Tanımı

Değişkenler		Gecikmeler			Gecikmeler
LM2	Geniş Tanımlı Para Arzı	3	BD	Bütçe Dengesi	3
LM1	Dar Tanımlı Para Arzı	2	LGSMH	Gayri Safi Milli Hasıla	3
LRP	Rezerv Para	2	LV	Para Talebi	3
LDK	Dolar Alış Kuru	3	LKH	Kamu Harcamaları	4
LTUFE	Tüketici Fiyat Endeksi	3			

Çalışmada kullanılacak değişkenlere ait serilerin istatistiksel özelliklere uygun olmalarını sağlamak için modelin çözümünden önce Dickey-Fuller (DF) birim kök (unit roots) analizi yapılarak serilerin durağanlığı test edilmiştir. Enflasyon oranlarını hesaplamak amacıyla TÜFE'nin logaritmasının birinci dereceden farkı alınmıştır. Dickey-Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testlerinin sonuçları Tablo.27'de verilmiştir. Kritik değerler Eviews ve PcGive ekonometri programı tarafından üretilmiş olup, MacKinon değerlerine dayanmaktadır.

Tablo.27. Dickey Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Analizi (ADF)

	Test İstatistikleri		Kritik Değerler		
	Seviye Değeri	Birinci Farklar	%1	%5	%10
LTUFE	0,70	-6.43	-3.58	-2.91	-2.59
LDK	0.71	-5.91	-3.58	-2.91	-2.59
LM1	1,37	-6,58	-3.58	-2.91	-2.59
LM2	1,89	-4,77	-3.58	-2.91	-2.59
LRP	1.69	-6.34	-3.58	-2.91	-2.59
LGSMH	-0,92	-12.05	-3.58	-2.91	-2.59
LKH	-0,56	-11,50	-3.58	-2.91	-2.59
LV	0,52	-11,13	-3.58	-2.91	-2.59
BD	0,62	-6,43	-3.58	-2.91	-2.59

Değişkenlerin seviyelerine uygulanan DF ve ADF test sonuçları değişkenlerin durağan olmadığını göstermektedir. Modern zaman serisi analizlerinde bu tür birim köke sahip bir zaman serisine tesadüfü (rastsal) yürüyüş zaman serisi adı verilir. Tesadüfü yürüyüş zaman serisi durağan değildir. Birinci derece farkına uygulanan DF ve ADF test sonuçları değişkenlerin durağan olduğunu göstermiştir. Bu şekilde orijinal bir tesadüfü yürüyüş serisinin birinci farkı durağan ise orijinal seriye birinci dereceden entegre olmuş denir ve teknik ifadeyle seriler  $I(1)$  şeklinde gösterilir. Eğer seriyi durağan yapmak için iki kere fark alınıyorsa  $I(2)$  şeklinde, d defa fark almak gerekiyorsa  $I(d)$  şeklinde ifade edilir. Bu çalışmada analiz edilen değişkenlerin birinci dereceden farklarının  $I(1)$  durağan olduğu görülmektedir.

#### d) Kointegrasyon (Eşbütünleşme) Testi

İki değişken arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını belirlemek ve nedenselliğin yönünü bulmak için kointegrasyon (eşbütünleşme) testinin yapılması

gerekir.<sup>173</sup> Zaman serileri trend dolayısıyla durağan olmayabilir. Eğer iki değişken aynı dereceden entegre iseler iki seri arasında eşbütünlüşme olabilir. Eşbütünlüşik seriler sahte regresyon içermez ve parametrelerle ilgili “t” ve “F” testi sınaması yapılabilir.

Eşbütünlüşme analizi için geliştirilmiş bazı testler vardır. Bunlardan biri Engle-Granger eşbütünlüşme (EG) testi; bir diğeri ise, Johansen eşbütünlüşme (Vektör Otoregresyon) testidir. Johansen eşbütünlüşme teorisi iki değişken arasında uzun dönemde en fazla bir ilişkinin olabileceği ifade etmektedir ve değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını test etmek için “maksimum eigen değer” ve “trace” istatistiklerini kullanmaktadır. Engle-Granger (1987) eşbütünlüşme testi ise, (3.1) ve (3.2) denkleminde ifade edilen  $(\mu_1)$  ve  $(\mu_2)$  hata terimlerinin seviye düzeyinde durağan olup olmama durumunu  $\tau$  (tau) istatistiği ve MacKinnon kritik değerleri çerçevesinde analiz eder. Eğer hata terimleri durağan ise iki zaman serisinde eşbütünlüşme var demektir. Aslında Engle-Granger testi eşbütünlüşme için yapılmış bir Dickey-Fuller (DF) testidir.

Burada yapılan ampirik çalışmada Türkiye’de enflasyonun sebepleri araştırılmış ve bu değişkenlerin her biri ile enflasyon arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını analiz eden çift yönlü Engle-Granger eşbütünlüşme testi uygulanmış ve sonuçlar Tablo.28’de gösterilmiştir. Tablo.28’de görüldüğü gibi, enflasyonla döviz kuru, GSMH, geniş para arzı, kamu harcamaları, rezerv para, dar para arzı ve para talebi eşbütünlüşik olduğu görülmektedir. Bu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Engle-Granger Teoremine göre, eğer iki zaman serisi eşbütünlüşik ise (3.3) ve (3.4) eşitliğindeki gibi bir Hata Düzeltme Mekanizmasının kurulması gerekmektedir. Eşbütünlüşme olmayan zaman serilerine ise, Geleneksel Granger Nedensellik Testi uygulanmıştır.

<sup>173</sup> Cem KALDIRAR, “Johansen Eşbütünlüşme (Cointegration) Analizi”, *Hazine Dergisi*, Sayı.3 (Temmuz-1996), s.79

Tablo.28. Çift Yönlü Kointegrasyon Analizi

Eşbütünleşik Regresyonlar	Hesaplanan ADF Artıkları	Kritik Değer		Sonuçlar
		%5	%10	
$DLTÜFE = f(LDK)$	5,39 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eşbütünleşik</b>
$LDK = f(DLTÜFE)$	0,38 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$DLTÜFE = f(LM1)$	-4,16 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eşbütünleşik</b>
$LM1 = f(DLTÜFE)$	-0,12 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$DLTÜFE = f(LGSMH)$	-4,05 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eşbütünleşik</b>
$LGSMH = f(DLTÜFE)$	0,03 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$DLTÜFE = f(LM2)$	-4,16 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eşbütünleşik</b>
$LM2 = f(DLTÜFE)$	0,40 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$DLTÜFE = f(LKH)$	-3,97 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eşbütünleşik</b>
$LKH = f(DLTÜFE)$	-0,45 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$DLTÜFE = f(LRP)$	7,03 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eşbütünleşik</b>
$LRP = f(DLTÜFE)$	-0,92 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$DLTÜFE = f(V)$	-5,48 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eş bütünleşik</b>
$LV = f(DLTÜFE)$	-4,389 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eş bütünleşik</b>
$DLTÜFE = f(BD)$	-0,86 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$BD = f(DLTÜFE)$	0,93 [1]	-1,948	-2,612	Eşbütünleşik Değil
$LGSMH = f(LM2)$	2,86 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eş bütünleşik</b>
$LM2 = f(LGSMH)$	2,55 [1]	-1,948	-2,612	<b>Eş bütünleşik</b>

[ 1] Hata Terimlerinin Gecikme Sayısı

#### e) Hata Düzeltme Mekanizması ve Granger Nedensellik Testi

Türkiye’de ki parasal dinamiklerle enflasyon arasında uzun dönemli bir ilişkinin (eşbütünleşik) olduğunu gösterdikten sonra, diğer adım olarak eşbütünleşim regresyonundan elde edilen hata düzeltme terimini de içerecek şekilde, (3.3) ve (3.4) denkleminde olduğu gibi Hata Düzeltme Modeli (ECM) kurmaktır. Çünkü, iki değişken arasında uzun dönem ilişki olmasına rağmen kısa dönem ilişki olmayabilir. Hata düzeltme mekanizması ile, değişkenlerin Granger nedenselliği araştırılarak kısa dönem dinamik ayarlamalarla uzun dönem denge sağlanmaktadır. Burada bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri değişkenin kısa dönem dalgalanmalarını, hata düzeltme terimi ise uzun dönem dengeye doğru olan ayarlamaları ifade eder. Hata Düzeltme Modelinin tahmin edilmesinden sonra metodoloji kısmında nasıl uygulanacağı açıklanan istatistiksel testler yapılmış ve nedenselliğin kaynağı belirlenmeye çalışılmıştır.

Daha önce belirttiğimiz gibi nedenselliğin kaynağı üç farklı şekilde analiz edilmiştir, bunlar, a) Her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamına birleşik olarak uygulanan F veya Wald  $\chi^2$  testinin istatistiksel olarak anlamlılığı ile b) Gecikmeli hata düzeltme terimine ( $\mu_{t-1}$ ) uygulanan t- testinin istatistiksel olarak anlamlılığı ile c) Her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamı ve gecikmeli hata düzeltme terimine beraber uygulanan F veya Wald  $\chi^2$  testinin istatistiksel olarak anlamlılığı ile nedenselliğin kaynağı belirlenmeye çalışılmıştır.

Değişkenler üzerine uygulanan bu üç nedensellik testi Tablo.29’da gösterilmiştir. Nedenselliğin kaynaklarından biri, tüm modellerde hata düzeltme terimi olduğu görülmektedir. Gecikmeli hata düzeltme terimlerinin (ECM-1) istatistiksel olarak anlamlılığı bunu ifade etmektedir. Tablo.27 incelendiğinde, enflasyona neden olan en önemli değişkenlerden biri olarak döviz kurlarının gecikmeli değerleri olduğu görülmektedir. Enflasyon ve döviz kuru arasındaki ampirik inceleme nedensellik ilişkisinin yönünün döviz kurlarından enflasyona doğru pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Tablo.29. Hata Düzeltme Modelleri ile Granger Nedensellik Testleri

Bağımlı Değişkenler	Wald Testi		t-testi	Wald Testi	
	$\Sigma$ ADLTÜFE	$\Sigma$ ALKUR		$\Sigma$ ALM2	$\Sigma$ ALM1
$\Delta$ DLTÜFE	-	$\chi^2(3)=3,52$ (0,023)**	ECM-1 -3,53 (0,001)****	$\Sigma$ ALKUR, ECM-1	$\chi^2(4)=3,77$ (0,010)**
$\Delta$ ALKUR <sup>[1]</sup>	$\chi^2(3)=0,71$ (0,547)	-	-	-	-
$\Delta$ DLTÜFE	$\Sigma$ ADLTÜFE	$\Sigma$ ALM2			
$\Delta$ DLTÜFE	-	$\chi^2(2)=0,67$ (0,513)	-3,82 (0,0001)****	$\Sigma$ ALM2, ECM-1	$\chi^2(3)=5,01$ (0,004)****
$\Delta$ LM2 <sup>[1]</sup>	$\chi^2(2)=6,58$ (0,034)**	-	-	-	-
$\Delta$ DLTÜFE	$\Sigma$ ADLTÜFE	$\Sigma$ ALM1			
$\Delta$ DLTÜFE	-	$\chi^2(2)=2,21$ (0,121)	-3,45 (0,001)****	$\Sigma$ ALM1, ECM-1	$\chi^2(3)=6,37$ (0,001)****
$\Delta$ LM1 <sup>[1]</sup>	$\chi^2(2)=3,97$ (0,025)**	-	-	-	-
$\Delta$ DLTÜFE	$\Sigma$ ADLTÜFE	$\Sigma$ ALRP			
$\Delta$ DLTÜFE	-	$\chi^2(2)=2,08$ (0,139)	-340 (0,001)****	$\Sigma$ ALRP, ECM-1	$\chi^2(3)=4,65$ (0,007)****
$\Delta$ LRP <sup>[1]</sup>	$\chi^2(2)=2,26$ (0,118)	-	-	-	-
$\Delta$ DLTÜFE	$\Sigma$ ADLTÜFE	$\Sigma$ ALV			
$\Delta$ DLTÜFE	-	$\chi^2(2)=0,25$ (0,776)	-3,88 (0,0003)****	$\Sigma$ ALV, ECM-1	$\chi^2(3)=5,20$ (0,003)****
$\Delta$ LV	$\chi^2(2)=0,19$ (0,082)*	-	-3,04 (0,003)****	$\Sigma$ ADLTÜFE, ECM-1	$\chi^2(3)=3,09$ (0,036)**



Tablo. 29'un Devamı

	$\Sigma\Delta\text{DLTÜFE}$	$\Sigma\Delta\text{LGSMH}$			
$\Delta\text{DLTÜFE}$	-	$\chi^2(2)=-6,58 (0,003)^{***}$	-3,19 (0,002) <sup>***</sup>	$(\Sigma\Delta\text{LGSMH, ECM-1})$	$\chi^2(3)=8,93 (0,0001)^{**}$
$\Delta\text{LGSMH}^{[1]}$	$\chi^2(2)=6,85 (0,0008)^{***}$	-	-	-	-
	$\Sigma\Delta\text{DLTÜFE}$	$\Sigma\Delta\text{ALKH}$			
$\Delta\text{DLTÜFE}$	-	$\chi^2(3)=7,53 (0,0004)^{***}$	-2,29 (0,026) <sup>**</sup>	$(\Sigma\Delta\text{ALKH, ECM-1})$	$\chi^2(4)=6,90 (0,0003)^{***}$
$\Delta\text{ALKH}^{[1]}$	$\chi^2(3)=17,51 (0,000)^{***}$	-	-	-	-
	$\Sigma\Delta\text{LGSMH}$	$\Sigma\Delta\text{ALM2}$			
$\Delta\text{LGSMH}$	-	$\chi^2(4)=2,31 (0,073)$	1,56 (0,126)	$(\Sigma\Delta\text{ALM2, ECM-1})$	$\chi^2(5)=1,90 (0,114)$
$\Delta\text{ALM2}$	$\chi^2(4)=1,19 (0,329)$	-	-2,53 (0,015) <sup>**</sup>	$(\Sigma\Delta\text{LGSMH, ECM-1})$	$\chi^2(5)=1,62 (0,178)$
	$\Sigma\Delta\text{DLTÜFE}$	$\Sigma\Delta\text{ABD}$			
$\Delta\text{DLTÜFE}$	-	$\chi^2(2)=0,58 (0,561)$	-	-	-
$\Delta\text{ABD}^{[1]}$	$\chi^2(2)=2,36 (0,105)$	-	-	-	-

Not: 1) " $\Sigma$ " ilgili değişkenin gecikmeli katsayılarının beraberce teste tabi olduklarını ifade eder.

2) \*, \*\* ve \*\*\*, sırasıyla %10, %5 ve %1'lik seviyede anlamlılıkları göstermektedir.

3) Parantez içindeki Değerler p (olasılık)-değerleridir.

4) "[1]" Geleneksel Granger Nedensellik Testinin yapıldığını gösterir.

Her üç nedensellik testide, gecikmeli hata düzeltme teriminin, açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerinin ve ilgili hata düzeltme terimi ile açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerinin birlikte istatistiksel anlamlılığı bu durumu desteklemektedir.

Döviz kurundaki değişmelerin fiyatlar genel düzeyinde değişmeye neden olması iki ana yoldan gerçekleşmektedir. İlk etki arz yönünden gelmektedir. Döviz kurundaki artışların ithal girdilerin fiyatlarını arttırarak üretim maliyetlerini arttırması enflasyonu yükseltmektedir. İkinci etki ise, talep yönünden enflasyonun yükselmesidir. Kurlardaki artış ihracatı teşvik ederek ülkede talep artışına neden olur, bu talep artışının kontrol edilememesi enflasyonist baskıya yol açmaktadır. Ayrıca, kur artışları dış borç yükünü Türk Lirası cinsinden arttıracak bu da kamu kesimi borçlanma gereğini arttıracaktır. Enflasyondan döviz kurlarına doğru bir nedensellik ilişkisi ise bulunamamıştır

Parasalcıların ileri sürdüğü gibi, enflasyonu etkileyen diğer bir büyüklük ise para arzıdır. Her üç parasal büyüklüğün (RP, M1 ve M2) gecikmelerinin enflasyona neden olduğu tespit edilmiştir. Hata düzeltme terimi ve ilgili hata düzeltme terimi ile açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerinin birlikte istatistiksel anlamlılığı bu durumu ifade etmektedir. Ayrıca, Keynesyen iktisatçıların ileri sürdüğü gibi, enflasyondan M1 ve M2 para arzına doğru bir ilişki sözkonusudur. Yani, M1 ve M2 para arzıyla enflasyon arasında birbirini besleyen çift yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Ayrıca, Para arzı (M2) ile GSMH arasındaki nedensellik ilişkisinin GSMH'dan para arzına doğru olması, yine enflasyonu etkileyen en anlamlı değişkenlerden biri olarak GSMH'nın bulunması, enflasyonun belirleyicisinin parasal olmakla birlikte reel sektör olduğunu öngören Keynesyen hipotezini doğrulamaktadır.

Bütçe dengesi ve enflasyon arasındaki ilişki incelendiğinde iki değişken arasında ne eşbütünleşme analizi ile ne de geleneksel Granger testi ile bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Bu durum bütçe açıklarının enflasyonist etkisinin finansman şekliyle ilgili olduğunu göstermektedir. Eğer, bütçe açıkları para basılarak finanse ediliyorsa bu tür finansman şekillerine açık finansman ya da parasal finansman adı verilmektedir. Türkiye'de enflasyon ve M2 para arzının çift yönlü ilişkisi bütçe

açıklarının açık finansman (monetizasyon) yoluyla kapatıldığını göstermektedir.<sup>174</sup> Yine, kamu harcamalarından enflasyona doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiş ve uygulanan üç test ile bu durum desteklenmiştir.

Türkiye’de enflasyonun bir diğer belirleyici ise para talebidir ve nedensellik ilişkisi çift yönlüdür. Bu değişkenlerin gecikmeli hata düzeltme teriminin ve ilgili hata düzeltme terimi ile açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerinin birlikte istatistiksel anlamlılığı bu durumu desteklemektedir. Para talebinin enflasyonu etkileyen değişkenler arasında yer alması, enflasyonun çeşitli psikolojik faktörlere ve enflyonist beklentilere bağlı olduğunu göstermektedir.

Ampirik bulgular sonucunda, Türkiye’de enflasyonu etkileyen en anlamlı değişkenlerden biri olarak döviz kurları gözükmektedir. Para kurulu sisteminin nominal çıpa olarak döviz kurlarını kullanması, döviz kuru sistemi olarak sabit döviz kurunu uygulaması Türkiye’de enflasyonla mücadelede para kurulunun etkinliğini ortaya çıkarmaktadır. Yine para kurulunda para arzının sabit bir kur üzerinden döviz rezervlerine bağlanması enflasyona neden olan para arzının kontrol altına alınmasını sağlar. Türkiye’de enflasyon yapısının sadece parasal olmaması, aynı zamanda reel sektöre bağlı olması, parasal önlemlerin yanında mali önlemlerinde alınmasını gerektirir. Çünkü, Türkiye’de bir enflasyon sarmalı yaşanmaktadır. Yani, parasalcıların ileri sürdüğü hem para arzından enflasyona doğru bir nedensellik hem de Keynesyen iktisatçıların sürdüğü gibi enflasyondan para arzına doğru bir nedensellik ilişkisi görülmektedir. Dolayısıyla, Türkiye’de enflasyonla mücadelede ne parasal ne de mali önlemler tek başına yeterlidir. Para kurulu politika aracı olarak her iki önlemi de birbirini tamamlayıcı yönde alması, Türkiye gibi bir enflasyon yapısına sahip ülkelerde para kurulunun başarılı olacağını göstermektedir.

Türkiye’de enflasyona neden olan en anlamlı değişkenlerden biri de GSMH ve para talebidir. Her ikisinin de enflasyonu etkilediği ampirik bulgularla tespit edilmiştir. Yani, enflasyonun parasal olduğu kadar reel olduğu görülmektedir. Para kurulu kurulma aşamasında makroekonomik disiplini sağlaması; kamu kesimi

<sup>174</sup> Ernur Demir ABAAN, Government Dept, The Central Bank and Inflation: Testing of Three Hypotheses and The Structure of Turkey” , *ODTÜ Geliştirme Dergisi*, Cilt.20, Sayı.3 (1993), s.264

borçlanma gereğinin azaltılması, bütçe açıklarının kapatılması, her tür politik müdahaleye kapalı olması, %100 karşılık sistemi ve tam konvertibilite gibi uygulamalar ulusal paraya olan güveni sağlayacak ve para kurulunun kredibilitesini arttıracaktır. Türkiye’de enflasyonun nedenlerinden biri olarak ortaya çıkan para talebi (V), yani enflasyonun psikolojik ve subjektif yönü para kuruluna oluşan güvenle ortadan kalkacaktır. Diğer bir ifade ile, enflasyonist beklentiler kırılacaktır.

Ayrıca, para kurulunun nihai kreditedirliğü kısıtlaması hem hükümetler hem de mali sistemde yer alan diğer kurumların daha ihtiyatlı davranmasına neden olacaktır. Özellikle hükümet iç ve dış piyasalardan piyasa şartlarına göre borçlanmak zorunda kalacak ve dolayısıyla mali disipline daha çok dikkat edecek ve bütçe açıklarının monetizasyonuna izin verilmeyecektir. Enflasyonla kamu harcamaları arasındaki nedensellik ilişkisi ve bütçe açıklarının enflasyon üzerindeki baskısı gözönüne alındığında, para kurulu sistemiyle kamu harcamalarının ve bütçe açıklarının enflasyon üzerindeki baskısı ortadan kalkacaktır.

Bu değerlendirmeler ışığında Türkiye’de enflasyona neden olan değişkenlerin para kurulu sisteminin öngördüğü politikalarla kontrol altına alınabileceği açıkça görölmektedir. Fakat, programın başarısı için önşart olan siyasi desteğin

## **2. 2000 Yılı Stand-By Anlaşması Çerçevesinde Zımni Para Kurulu Uygulaması**

Türkiye ekonomisinin makro dengelerinde ortaya çıkan sürdürülemez yapı nedeniyle, 1998 yılında Uluslararası Para Fonu ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşmasıyla yapısal reformlar alanında, para politikasında ve bütçe uygulamalarında düzenlemeler yapılmış ve 2000 yılında yapılan Stand-By Anlaşmasıyla Uluslararası Para Fonu tarafından desteklenen 3 yıllık (2000-2002) bir enflasyonla mücadele programı başlatılmıştır. Programı diğerlerinden ayıran en önemli özellik gerekli siyasi desteğe sahip olması ve Türkiye’de ilk kez böylesine kapsamlı bir enflasyonla mücadele programının başlamasıdır. Enflasyonla mücadelede alınan önlemler incelendiğinde merkez bankasının daha önce açıkladığımız modern para kurulu sistemi gibi çalıştığını

görmekteyiz. Ayrıca, Merkez Bankası Başkanı Gazi ERÇEL Eylül 2000 yılında yaptığı açıklamada Merkez Bankasının bir nevi para kurulu gibi çalıştığını ifade etmiştir.<sup>175</sup>

Enflasyonla mücadele programının temel amacı; üç yıllık bir dönem sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, reel faizleri aşağı çekmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak, kamu finansman dengesini sağlıklı ve sürdürülebilir bir yapıya kavuşturmak, ekonomide kaynaklarının daha etkin kullanılmasını sağlamak ve yapısal reformları hızla gerçekleştirmektir.

Proğrama siyasi iradenin tam desteği ile 2000 yılının ilk aylarında maliye, gelirler ve para-kur politikaları ile yapısal reformlar alanında önemli adımlar atılmıştır. Programın başlaması ile birlikte faiz oranları hızla düşmüş, TEFE’de ve özellikle özel imalat sanayi fiyat artış hızında yavaşlama görülmüş ve reel sektörde bir canlanma başlamıştır. Burada programın ana hatlarını özet bir şekilde inceleyelim.

Kamu açıklarının hızlı ve kalıcı olarak kaldırılmasına yönelik önlemlerin alınması uygulanacak programın temelini oluşturmaktadır. Çünkü, para kurulu sisteminin devamı için bütçe açıklarının asgari düzeye indirilmesi gerekir. Dolayısıyla, vergi uygulamaları ile gelirler artırılarak ve harcamalar kısılarak 2000 yılında bütçe performansında hızlı bir iyileşme sağlanmış ve uygulamaya konulan yapısal reformlarla ileriki dönemlerde kamu finansmanındaki iyileşme kalıcı hale getirilmesi hedeflenmiştir. Bununla birlikte, sıkı bütçe politikası, yapısal reformlar ve özelleştirme uygulamaları ile reel faizlerin düşmesi ve iç borç stokunun azalması beklenilmektedir.

Para kurulunun öngördüğü gibi, TCMB’sı para ve kur işlemlerini tam açıklıkla yapmaya başlamış ve 2000 yılında 3 yıl için uygulayacağı para ve kur politikası ilkelerini açıklamıştır. Programa göre,  $1ABDDoları + 0,77Euro$ ’dan oluşan kur sepetinin bir yıllık dönem boyunca günlük olarak ilan edilmesi kararı alınmıştır. Döviz kurlarına ilişkin geleceğe yönelik önceden yapılan açıklamalar gelişmekte olan ülkelerin yüksek ve yapışkan enflasyonla mücadelede uyguladıkları programların en önemli parçasıdır. Yüksek enflasyona sahip ülkelerin enflasyonla girdikleri mücadelede karşılaştıkları en önemli sorunlardan biri geçmiş enflasyonun gelecekteki enflasyonu

<sup>175</sup> Gazi ERÇEL, TCMB Başkanı, “Türk Ekonomisinin Makroekonomik Özellikleri ve Beklentileri” konuşması (Prag, 26 Eylül 2000)

belirlenmesidir. Enflasyondan korunmak için geçmişe yönelik yapılan endeksleme enflasyonun düşmesini engelleyen en önemli problemlerden biridir. Dolayısıyla, yüksek enflasyona sahip ülkeler geçmişe yönelik endeksleme alışkanlığından vazgeçmesi gerekir.

Program süresince, döviz kuru politikası iki farklı şekilde uygulanacaktır. İlk olarak, 2000 Ocak- 2001 Haziran dönemini kapsayan 18 aylık dönem içerisinde enflasyon hedeflemesine yönelik kur sepeti, ikinci olarak 2001 Temmuz- 2002 Aralık döneminde kademeli olarak genişleyen bant sistemi uygulanacaktır. İlk 18 aylık dönemde Merkez Bankası her üç aylık dönem sonunda önceki 9 aylık dönemdeki döviz kur sepeti artış oranı açıklandığı gibi korunmak üzere, gelecek üç ay içinde kur sepeti artış oranı hedeflenen enflasyona eşitlenecek ve kamuoyuna açıklanacaktır. Böylelikle her üç ayın sonunda gelecek 12 aylık dönemin sepet artış oranları belirlenecektir. Enflasyon düştükten sonra, para politikasına esneklik kazandırmak amacıyla, ikinci 18 aylık dönem içerisinde kur esnekliği arttırılacaktır. Genişleyen bir bant içerisinde kademeli olarak daha esnek bir kur sistemine geçilecektir. Bu doğrultuda bandın toplam genişliği 2001 yılında %7,5, 2002 yılı ortasında %15 ve 2002 yılı sonunda %22,5'a ulaşacak şekilde kademeli olarak genişletilecektir. Merkez Bankası kur dalgalanmalarını yakından izleyecek ve kurlar bant içerisinde serbestçe dalgalanabilecek, eğer kurlar bant dışına çıkarsa Merkez Bankası tarafından müdahale edilip tekrar bant içerisine sokulacaktır.<sup>176</sup> Buradan anlaşıldığı gibi, programın ilk bölümünde göreceli olarak sabitlenen kur giderek esnek hale getirilerek hem enflasyonla mücadelede hem de ülkenin rekabet gücünde başarı sağlanacaktır.

Önceden açıklanan döviz kurları piyasadaki belirsizliği ortadan kaldırarak bir güven ortamı oluşturacak, yapışkan enflasyonun rijitliğini kırarak, mali piyasaların etkinliğini arttıracak ve bu gelişmeler enflasyonu aşağı çekecektir. Önceden açıklanan döviz kurları ile döviz kurunun belirsizliğinden kaynaklanan risk priminin ortadan kalkması ile sermaye girişleri artacaktır. Yabancı sermaye girişleri hem faiz oranlarının düşmesine hem de reel kredi stokunun artmasına neden olacaktır. Bu da ülkede mali

<sup>176</sup> Gazi ERÇEL, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması" konuşması (Ankara, 9 Aralık 1999).

derinleşmeyi arttıracak, mali derinleşme ise, özel sektör firmalarının üretim maliyetlerini düşürerek enflasyonun düşmesine neden olacaktır.

Merkez Bankası Stand-By anlaşması çerçevesinde uyguladığı kura dayalı istikrar programı ile önceden açıkladığı fiyatlarla kendisine getirilecek tüm döviz satın almayı, yine kendisine getirilecek tüm Türk Lirasını döviz karşılığı satın almayı taahhüt etmektedir. Bu dönemde uygulanan para politikasına göre, Merkez Bankası Türk Lirası yaratma işlemini sadece önceden belirlenen kur oranlarından döviz satın alarak gerçekleştirmektedir. Yani, parasal taban sadece Merkez Bankası'nın net dış varlıklarına bağlı olarak değişmektedir. Bu ise, likiditenin döviz karşılığı yaratılacağı anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, enflasyonla mücadele programına destek vermek amacıyla net iç varlıklar değişkeni üzerine de kısıt getirilerek bir üst tavan konulmuştur. Bu üst tavan her üç aylık dönem sonu için belirlenmiştir. Buna göre, 1999 yılının sonundan itibaren başlayarak üç aylık dönem sonları itibariyle net iç varlıkların alabileceği maksimum değer -1,2 katrilyon Türk Lirası olarak sabitlenmiş ve hedeflenen bu maksimum değeri merkez alan ve bir önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün (+-) %5'inin belirlediği paralel bir bant içerisinde dalgalanmasına izin verilmiştir. Net iç varlıkların bir ölçüye kadar dalgalanmasına izin verilmesinde ki amaç faizlerin ani ve aşırı dalgalanmalarını önlemektir.

Bu programda, Merkez Bankası net iç varlık artışına yolaçacak büyüklükte kamu finansmanına gitmeyeceğini belirtmiştir. Bununla birlikte, sterilizasyon yapılmayacağı ve kısa dönemli faiz oranlarının piyasada belirleneceğini ilan etmiştir. Bu programda uluslararası rezervler içinde bir alt taban belirlenmiştir. Döviz talep karşılığında piyasadan Türk Lirası çekildiğinde, Merkez Bankası çekilen bu Türk Lirasını net iç varlıkları arttırarak telafi etmemesi, yani sterilizasyon politikası uygulamaması, Türk Lirasına olan talebin artmasına ve döviz talebinin azalmasına neden olacaktır.

Para kurulu sisteminin sürdürülebilmesi için en önemli şartlardan birisi de sağlam bankacılık sisteminin kurulmasıdır. Sistem uygulamaya konulmadan önce zayıf bankaların sistemden çıkarılması veya mali yapılarının güçlendirilmesi gerekir. Bu bağlamda, Türkiye, bankacılık sisteminin etkin bir şekilde düzenlenmesi, denetlenmesi

ve uluslararası standartların mali sisteme aktarılması amacıyla 1999 yılında Bankacılık Kanunu yürürlüğe sokmuş ve bankaların gözetimi ve denetimi özerk bir kuruluş olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'na devredilmiştir. Alınan bu tedbirler ve düzenlemelerle bankacılık sisteminin etkin çalışmasını engelleyen faktörlerin ortadan kaldırılması hedeflenmiştir. Diğer yandan, kamu bankalarının bankacılık sisteminde yarattığı olumsuzluklardan dolayı özelleştirilerek serbest piyasa koşulları çerçevesinde faaliyet gösterecek kurumlar haline dönüştürülmesi, mali bünyesi zayıf bankaların sistemden çıkarılması ve küçük ve orta ölçekli bankaların birleştirilmesi ile sağlam bir bankacılık sisteminin kurulması programın ana hedefleri arasındadır.

Maliye ve gelir politikalarıyla desteklenen döviz kuruna dayalı istikrar programı ile Türkiye'de kurpların önemli ölçüde belirleyici olduğu enflasyon ve enflasyon beklentilerinin minimuma indirileceği beklenilmektedir. Bu açıklamalar doğrultusunda görüldüğü gibi, Türkiye 2000 yılı Stand-By Anlaşması ile modern para kurulu sisteminin öngördüğü politika araçlarını kullanmaya başlamıştır.

Fakat, uygulanan programda mali disiplinin sağlanamaması, yapısal tedbirlerin zamanında alınamaması 2001 yılı krizine neden olmuştur. Kriz sonucu oluşturulan yeni programla sabit kur uygulamasından vazgeçilerek dalgalı kur sistemine geçilmiş ve merkez bankasının bağımsızlığına yönelik çalışmalar ön plana çıkarılmıştır. Bu duruma paralel olarak para politikalarının uygulanmasına yönelik para politikası kurulu kurulmuştur. Böylelikle para politikasının ilke ve stratejisi fiyat istikrarının sağlanması ve milli paranın itibarlı bir duruma getirilmesi şeklinde belirlenmiştir. Ayrıca merkez bankası para politikası stratejisi yönünde hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirleme kararı almıştır. Bu gelişmelerle bağımsız bir merkez bankacılığı hedeflenmiş ve enflasyonla mücadelede döviz çapasından vazgeçilip enflasyon hedeflemesine yönelik bir program hazırlanmıştır.



## SONUÇ

Türkiye, özellikle 1980'li yılların sonundan itibaren, kamu finansman dengesinin bozulması nedeniyle mali disiplinsizlikle karşı karşıya kalmıştır. Ortaya çıkan mali disiplinsizlik Merkez Bankası'nın uygulamakla yükümlü olduğu para politikalarını etkisiz hale getirmiştir. Türkiye dahil pek çok gelişmekte olan ülkelerde iktisat politikalarının enflasyonla mücadelede başarısız olması fiyat istikrarını sağlamaya yönelik alternatif politikaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu alternatif politikalarından biri para kurulu sistemidir.

Para kurulu sistemi enflasyonla mücadelede para arzını kısıtlamaya yönelik politikaları içeren bir sistemdir. Bu kısıtlamayı da iki farklı yöntem kullanarak yapmaktadır. İlk olarak milli para ile rezerv para arasında değiştirilemez bir parite uygulamaktadır. Bir diğer uygulama olarak ise, para arzını arttıran kaynakları kısıtlamaktadır. Yani yerel para tamamen yabancı paralar karşılığında tedavüle çıkarılmaktadır

Para kurulunun başlıca hedefi parasal istikrar, düşük enflasyon ve faiz oranı sağlayarak ülkenin kredibilitesini arttırmaktır. Bu kredibilitenin artması için üç temel şartın gerçekleştirilmesi gerekir. İlk etapta parasal tabanı destekleyen yeterince karşılık rezerv para bulundurulması, ikinci uygulama olarak yeterince sınırlandırılmış mali politikaların uygulanması ve üçüncü olarak da sağlıklı bir finansal sistemin kurulması gerekir. Özellikle para kurulu uygulaması başlatılmadan önce bankacılık krizleri ortadan kaldırılmalı ve tüm bankacılık sisteminde gerekli disiplin çalışmaları yapıp aciz durumdaki bankalar tasfiye edilerek güçlü bir bankacılık sistemi kurulmalıdır.

Para kurulu sistemi sadece sabit döviz kurunu sürdürüp ve ihtiyari para politikası uygulamalarını engellemez. Bununla birlikte mali açıklarının para basarak finansmanını yasaklar. Modern para kurulu sistemi incelendiğinde kurulun bilançosu iki farklı bölümden oluştuğu görülür. Bu bölümler tamamen bankacılık işlemlerinde uğraşacak olan ve gerektiğinde nihai kreditorlük işlemini gerçekleştiren Bankacılık Bölümü ve geleneksel para kurulunu görevini üstlenen Tedavül Bölümü'dür. Bu kurumsal düzenlemelerle bir taraftan ihtiyari para politikası uygulamaları engellenirken

diğer taraftan emisyon hacminde olağandışı dalgalanmalara ve olası bir mali krize karşı gerekli araçlar Bankacılık Bölümünde toplanır.

Para kurulu sistemi geçiş ekonomilerinde güçlü bir değişim sağlamaktadır. Bu değişim sonucu para kurulunun uzun dönemli devam ettirilmesi yapısal reformların tam olarak uygulanmasına bağlıdır. Para kurulu ile birlikte reel sektörün davranışları ve mantelitesi de değişmektedir. Sistemin başarısı finansal alanda oluşan bu kültürel değişimin kabul edilmesine ve uygulanmasına bağlıdır. Para kurulu sisteminde en ciddi tehlike iç ve dış şoklardır. Para kurulu şoklar karşısında sınırlı enstrümanlarını kullanarak bu krizleri ortadan kaldırmaya çalıştığından mümkün olduğunca şoklara neden olacak uygulamalara izin verilmemesi gerekir.

Günümüzde para kurulu uygulamaları ekonomik sorunları ağırlaşan geçiş ekonomisinden piyasa ekonomisine geçiş sürecinde yer alan ülkelerin sorunlarını çözmeye önemli bir alternatif politika olarak görülmektedir. Bugün para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin ortodoks para kurulu sistemine göre daha esnek politikalar içerdiği görülmektedir. Günün şartlarına göre, ülkenin politik, siyasi ve ekonomik yapısına göre, sistemin özünden ayrılmadan, kurulun uygulamalarının değiştiğini görmekteyiz. Dolayısıyla bugün para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde tekdüze bir uygulamadan bahsetmek mümkün değildir. Örneğin, para kurulu sistemini uygulayan Arjantin, Estonya ve Litvanya Para Kurulları aşırı döviz rezervi karşılığında para politikalarını kullanıp banka denetimi yapabilmektedirler. Yine bu ülkeler kısıtlıda olsa döviz rezervlerini kullanarak nihai kredite olme yapmaktadırlar. Arjantin, para kurulu sistemi ile enflasyonla mücadelede sağladığı başarı ve makroekonomik performansı ile önemli bir başarı sağlaması; yine, Sovyetler Birliği'nin dağılması ile para kurulu sistemini uygulayan ülkelere Estonya ve Litvanya'nın ekonomik istikrarını sağlaması ve önümüzdeki 10 yıl içerisinde Avrupa Birliği'ne tam üyelik için davet edilmesi, Bulgaristan'ın 1997 yılında para kurulu uygulaması ile kötüleşen ekonomik tabloyu düzeltme yolunda olumlu sonuçlar almaya başlaması son yıllarda para kurulu sistemine yönelik ilgiyi arttırmıştır.

Türkiye'de para kurulu tartışmaları ilk defa 1994 yılında yaşanan mali kriz sonucu ortaya çıkmış ve yıllardır enflasyonla mücadelede yetersiz kalınması bu sistemi gündeme getirmiştir. Ayrıca, ekonomide yaşanan bu olumsuz gelişmeler merkez

bankasına olan güveni sarsmış ve TCMB'nın fiili olarak bağımsız olmadığı ortaya çıkmıştır. Ekonomide yaşanan bu olumsuz gelişmeler dolayısıyla 1998 yılında Uluslararası Para Fonu (IMF) ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşmasıyla yapısal reformlar alanında, para politikasında ve bütçe uygulamalarında düzenlemeler yapılmış ve 2000 yılında yapılan Stand-By Anlaşması ile IMF tarafından desteklenen 3 yıllık (2000-2002) enflasyonla mücadele programı çerçevesinde para kurulu sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Programın ana hatları incelendiğinde sistemin modern para kurulu sistemi gibi çalıştığı görülmektedir. Fakat, ekonomik reformların zamanında yapılmayarak ertelenmesi, kamu disiplininin sağlanamaması, özellikle özelleştirmelerin zamanında yapılmaması programın sağlıklı bir şekilde yürütülmesini engellemiş ve ekonomik istikrar sağlanamayarak 2001 yılı krizi yaşanmıştır. Yaşanan bu kriz ile birlikte uygulanan modern para kurulu sisteminden vazgeçilmiştir.

Ampirik bulgular sonucunda, Türkiye'de enflasyona neden olan değişkenlerin para kurulunun öngördüğü politikalarla kontrol altına alınabileceği tespit edilmiş, fakat bu politikaların maliye politikaları ile desteklenmesi gerektiği görülmüştür. Maliye politikalarıyla desteklenen bir para kurulu sisteminin enflasyonun en önemli nedenlerinden biri olan mali disiplinsizliği disipline edeceği tespit edilmiştir.

Para kurulu sistemi uygulanırken bazı durumlara da dikkat edilmesi gerekir. Bunlardan ilki, para kurulu sisteminde para arzının ülkenin döviz rezervlerine bağlı olması, döviz girdilerinde sürekliliğin olmasını gerektirmektedir. Bundan dolayı ülke döviz kazandırıcı işlemlerini özellikle ihracat kalemini arttırmak zorundadır. Diğer dikkat edilmesi gereken konu ise, para kurulu sisteminde sabit kur uygulamasından dolayı milli para aşırı değerlendirilebilir. Ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi durumunda ülkenin dış piyasalardaki rekabet gücü azalır, bu durum ülkenin dış ticaret açığının artmasına ve döviz rezervlerinin azalmasına bu da para kurulu sisteminin çökmesine neden olabilir. Dolayısıyla döviz kurlarının ülkenin satınalma gücüne ve ülke içi devalüasyon beklentilerini kaldırarak düzeyde belirlenmesi gerekmektedir.

Yapılan teorik ve ampirik incelemeler sonucunda, Türkiye'de mali politikalarla desteklenen bir para kurulu sisteminin enflasyonla mücadelede başarılı olacağı, fakat sistemin başarısı için siyasi desteğin sağlanması ve yapısal reformların zamanında yapılması gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

### Kitaplar

AKDIŞ, Muhammet, *Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye*, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No.2, 1996.

AKYAZI, Haydar, *Para Kurulu ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:214, Ankara, 1999.

BALINO, Tomas J.T. ve Charles ENOCH, *Currency Board Arrangements and Experiences*, International Monetary Fund Occasional Paper, Nr.151, Washington, 1997.

CUKIERMAN, Alex, *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence*, MIT, Cambridge Massahusetts, London, 1995.

DORNBUSH, Rudiger ve Stanley FISHER, *Macroeconomics*, 5. Basım, McGraw-Hill Publishing Company, Newyork,1990.

DPT, *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Makroekonomik Gelişmeler 1996-2000*, Ankara, 2000.

ERTÜRK, Emin, *Döviz Ekonomisi*, Der Yayınları, İstanbul, 1994.

ENDERS, Wolter, *Applied Econometric Time Series*, Iowa State University, 1. Baskı, Newyork, 1995.

ERTEK, Tümay, *Ekonometriye Giriş*, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 1996.

FISHER, Stanley, *Currency Boards and External Shocks: How Much Pain How Much Gain?*, World Bank Latin American and Caribbean Studies, 1997.

GUJARATI, Domador N., *Basic Econometrics*, McGraw Hill, Third Edition, Newyork, 1993.

GÜLTEKİN, Bülent N., ve Kamil YILMAZ, *Para Kurulu: Nedir? Ne Zaman Gerekir?*, TESEV, İstanbul, 1996.

HOPKINS, Antony G., *An Economic History of West Africa*,. Columbia University Press, Newyork, 1973.

IMF , *International Financial Statistics*, V. LIII, N.10, Mart 1998

—, *International Financial Statistics*, V.XLIX, N.7, Haziran 2000

KAR, Muhsin, An Emprical Investigation of Financial Liberalisation in Turkey:1963-1995, *Doktora Tezi*, Loughborough University, England, 2000.

“HUMPAGE, Owen, F., ve Jean M. MICLNTIRE, An Introduction to Currency Boards, *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, Cilt.31, Sayı.2, Quarter 2 1995” (AKYAZI, 1996, s.85-86'daki alıntı)

“NELSON, Evan William, The Imperial Administration of Currency and British Banking in the Straits Settlements,1867-1908, *Ph.D. Dissertation*, Duke University, 1984”, (SCHULER, 1992. s.44'daki alıntı)

“OW, Chwee-Huay, The Currency Board Monetary System;The Case of Singapore and Hong-Kong, *Ph. Dissertation*, Johns Hopkins University, 1985” (AKYAZI, 1996. s.109'daki alıntı).

PARASIZ, İlker M., *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 4. Baskı, Ezgi Yayınları, Bursa, 1992.

\_\_\_\_\_. *Para Politikası Türkiye Uygulaması*, 5. Baskı, Ezgi Yayınları, Bursa 1998.

PAYA, Merih M., *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Yayınları, İstanbul 1994.

SCHULER, Kurt, *Currency Boards, Ph. D. Dissertation*, George Mason University, Virginia, 1992.

WONNACOTT, Paul, ve Ronald WONNACOT, *Economics*, McGRAW- Hill Book Company, Singapore, 1988.

### **Dergiler**

ABAAN, Demir Ernur, "Government Dept, The Central Bank and Inflation: Testing of Three Hypotheses and The Structure of Turkey", *ODTÜ Geliştirme Dergisi*, C.20, S.3, 1993.

AVRAMOV, Rouman, "The Role of A Currency Board in Financial Crises: The Case of Bulgaria", *BNB Discussion Papers*, DP/6 /1999.

BATIZ, Riveria A., ve N.R. AMADOU, "Currency Board, Credibility and Macroeconomic Behavior", *IMF Working Papers*, WP/00/97, Haziran 2000.

BENETT, Adam, "The Operation of Estonian Currency Board", *IMF Staf Papers*, Vol.40, No.2, Haziran 1993.

BERNANKE, Ben S., ve Mark GERTLER, "Agency Cost, Net Worth; and Business Fluctuations", *American Economic Review*, No.79, Mayıs 1989.

BİNAY, Şükrü ve Kürşat KUNTER, "Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997", *TCMB*, Tartışma Tebliği: 9803, Aralık 1998.

BRUNNER, Karl ve H.Allan MELTZER, "The Uses of Money: Money in Theory of an Exchange Economy", *American Economic Review*, No.61, Aralık 1971.

CHAKRAVORTI, Sujit, "Analysis Of Systemic Risk In The Payments System", *Federal Reserve Bank of Dallas*, Aralık-1996.

CUKIERMAN, Alex, Steven B. WEBB ve Bilin NEYAPTI, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, V.6, No.3, 1992.

ÇELEBİCAN, Gürkan, "Para Kurulu Sistemi", *Asomedy*, Temmuz 1998.

ÇOLAK, Ömer Faruk, ve Selahattin TOGAY, "Currency Board: Para Arzının Kontrolüne İlişkin Moneterist Bir Yaklaşım," *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, No:11 Kasım 1995.

DIAMOND, Douglas, W, ve H. Philip DYBVIK, "Bank Runs, Deposits Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, No.91, 1983.

DOBREV, Dobrislav, "The Currency Board In Bulgaria: Design, Peculiarities and Management Of Foreign Exchange Cover", *Bulgarian National Bank*, DP/9, Ağustos1999.

DOĞAN, Çetin, "Yüksek Enflasyon Dinamikleri ve Türkiye İçin Bir Çözümlemesi", *Ekonomik Yorumlar*, Sayı.3 Mart 1998.

DOMINGO, Cavallo ve F. Cottani JOAQUIN, "Applied Economics in Action: The Intenational Monetary Fund Argentina's Convertibility Plan and The IMF", *American Economic Review*, V.87, No.2, Mayıs 1997.

Economist, "The ABC of A Currency Board", Vol.345, Issue 8041, 11/01/97.

ENOC, Charles and Anne Marie GULDE, "Are Currency Board A Cure For All Monetary Problems", *IMF Working Paper*, V. 35, No 4, Aralık 1998.

\_\_\_\_\_. "Making A Currency Board Operational", *IMF Working Papers*, S.10, KASIM 1997.

ERÇEL, Gazi, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması" konuşması Ankara, 9 Aralık 1999.

\_\_\_\_\_. "Türk Ekonomisinin Makroekonomik Özellikleri ve Beklentileri" konuşması Prag, 26 Eylül 2000.

FISHER, Stanley and Alan GELB, "Issues in Socialist Economic Reform", *Economic Perspective* 5, 1991.

FRATIANNI, Michele ve Jurgen Von HAGEN, "Central Banking as a Political Principal Agent Problem", *Economic Inquiry*, V.35, No.2 Nisan 1997.

GARCIA, Gillian, "Deposit Insurance: Obtaining The Benefits and Avoiding The Pitfalls", *IMF Working Paper*, 96/83, Ağustos 1996.

GHATAK, Subrata, Chris MILNER ve Utku UTKULU, " Trade Liberalisation and Endogenous Growth: Some Evidence for Turkey", *Economies of Planning*, V.28, No.2-3, 1995.

GHOSH, Atish R., Anne Marie GULDE ve Holger WOLF C., "Currency Boards: Ultimate Fix?", *IMF Working Papers*, No.8, 1998.

GOLDSTEIN, Morris, ve Philip TURNER, "Banking Crises In Emerging Economies: Origins and Policy Options", *Bank For International Settlements Economic Papers*, No:40, Eylül-1996.



GROSSMAN, Richard, S, "Deposit Insurance, and Moral Hazard in the Thrift Industry: Evidence for the 1930s", *American Economic Review*, No. 82, Eylül 1992.

GULDE, Anne Marie, "The Role of Currency Board In Bulgaria's Stabilization", *IMF Working Papers*, No.3, Nisan 1999.

GULDE, Marie A., Juha KAHKONEN ve Peter KELLER; "Pros and Cons of Currency Board Arrangements in The Lead-Up to EU Accession and Participation in The Euro Zone", *IMF PDP/00/1*, 2000.

\_\_\_\_\_, "Para Kurulu Sistemine Geçiş", *Ekonomi Başak*, S.99, 1998.

GÜVEL, Alper E., "Türkiye Ekonomisinin Kısa Dönem Analizi (1987-1997): Makro Politikalar ve Ekonomik Dalgalanmalar Üzerine Ekonometrik Bir Analiz", *Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C.8, S.1, 1998.

HANKE, Steve H. ve Kurt SCHULER, "Currency Boards and Currency Convertibility", *Cato Journal*, V.12, No.3, Kış 93.

\_\_\_\_\_. "A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dolarization", *Cato Journal*, V.18, No.13, 1999.

\_\_\_\_\_. "Ruble Reform: A Lesson from Keynes", *Cato Journal*, No.10, Kış 1991.

HAYO, Bernard, "Inflation Culture, Central Bank Independence and Price Stability", *European Journal Of Polical Economy*, V.14, No.2, Mayıs 1998.

HAZLEWOOD, Arthur, "Sterling Balances and the Colonial Currency System: A Reply", *Economic Journal*, V.64, No.255, 1954.

HONOHAN, Patric, "Currency Board or Central Bank? Lessons From The Pound's Link With Sterling:1928-1979", *Center For Economic Policy Research Discussion Paper*, No.1040, Eylül 1994.

\_\_\_\_\_. "IMF Concludes Artical IV Consultation with Latvia", *Press Information Notice*, No.00/48, 2000.

\_\_\_\_\_. "IMF Concludes Article IV Consultation with Argentina", *Press Information Notice*, No.00/9, 2000.

\_\_\_\_\_. "IMF Concludes Article IV Consultation with the Republic of Lithuania", *Press Information Notice*, No. 00/49, 2000.

\_\_\_\_\_. "IMF Concludes Article IV Consultation with the Republic of Lithuania", *Press Information Notice*, No. 99/96, 1999.

KALDIRAR, Cem, "Johansen Eşbütünleşme (Cointegration) Analizi", *Hazine Dergisi*, Sayı.3 Temmuz-1996.

KARASOY, Almila, "Para Kurulu Sisteminin Uygulanması", *TCMB Tartışma Tebliği*, No.9622, Şubat 1997.

KOPCKE, Richard W., "Currency Boards: One and Future Monetary Regimes?", *Federal Reserve Bank*, Boston, Mayıs/Haziran 1999.

KWAN, K, Yum, ve Francis T. LUIS, "Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No.5723, Ağustos 1996.

LAIDLER,E, David, "British Monetary Orthodoxy in the 1870s", *Oxford Economic Papers*, V.19, No.3 Şubat 1987.

LYBEK, Tonny, "Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union, 1995-97", *IMF Working Papers*, WP/99/4, Haziran 1999.

MALATYALI, Kamuran N., "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamaları, Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", *Devlet Planlama Teşkilatı*, Nisan 1998.

MASSON, R. Paul, Miguel A. Savastano ve Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targetting in Developing Countries", *IMF Working Papers*, WP/130, 1998.

MELTZER, Allan, "The Benefits and Costs of Currency Boards", *Cato Journal*, V. 12, No.3, Kış 1993.

MUNDELL, Robert, "Currency Area, Common Currencies, and Emu" *American Economic Review*, V.87, No.2, Mayıs 1997.

NENOVSKY, Nicolay ve Kalın HRISTOV, "Financial Repression and Credit Rationing under Currency Board Arrangement for Bulgaria", *BNB Discussion Papers*, No2, 1998.

\_\_\_\_\_. "Monetary Policy Under Currency Board: The Case Of Bulgaria", *BNB Discussion Papers (E42)*, Ağustos 1999.

\_\_\_\_\_. "Criteria For Evaluation Of The Systemic Risk Under Currency Board", *Bank of National Bank*, Ocak 1998.

ÖZKARAMETE, Nazende, "Türkiye'de Dolarizasyon ve Para İkamesi:1990-1995", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt.7, Sayı.20, Ankara 1996.

PETROVA, Iva, Nicolay NENOVSKY ve Kalin HRISTOV, "Two Approaches to Fixed Exchange Rate Crises", *BNB Discussion Papers*, No.4, 1999.

POLLARD, Patricia S., "Central Bank Independence and Economic Performance", *Federal Reserve Bank Saint Louis*, V.75, No.4, 1996.

ROUBINI, Nouriel, "The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths About The Benefits Of Currency Boards", *Stern of Business*, Newyork University Şubat 1998.

"ROWAN, David, C., The Origins of West African Currency Board, *South African Journal of Economics*, V.22, No.4, 1954", (SCHULER, 1992. s.102'daki alıntı)

SANTIPRABHOB, Veerathai, "Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience", *IMF Working Papers*, No.151, Aralık 1997.

"SCHAWARTZ, Anna, J., Currency Boards: Their Past, Present, and Possible Future Role, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, no.39, 1993." (Gültekin ve YILMAZ, 1996, s.16'daki alıntı).

\_\_\_\_\_. "A Contingency Plan for Dolarizing Hong-Kong", *Hong-Kong Centre for Economic Research Letters*, V.52, Eylül 1998.

\_\_\_\_\_. "The Problem with Pegged Exchange Rates", *Kyklos*, V.52, No:1, 1999.

STAR, Pamela K., "Goverment Coalitions and the Viability of Currency Boards: Argentina Under the Cavallo Plan", *Journal of Interamerican Studies*, V.39, No.2, 1997.

STRONGIN, Steven, "The Identification of Monetary Policy Disturbance: Explaining the Liquidity Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, Haziran 1995.

“SUTTER, Matthias, A Currency Board for European Monetary Union Outsiders, *Intereconomics*, Cilt.31, Mayıs-Haziran 1996”, (Akyazı, 1996. s.131’deki alıntı).

TOBIN, James, “Can National Currencies Survive?”, *The Annual World Bank Conference on Development Economics*, Nisan 1998.

TOKGÖZ, Erdinç, “Merkez Bankalarının Bağımsızlığı”, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt.13, 1995.

VESELINOV, Ivailo, “The Dynamics Of The Balance Of Payments Under Currency Board Arrangement In Bulgaria”, *BNB Discussion Papers*, DP/8, Eylül 1999.

WAGNER, Helmut, “Central Bank Independence and the Lessons for Transition Economies from Developed and Developing Countries”, *Comparative Economic Studies*, V.41, No.4, Kış 1999.

WILLIAMSON, John, “What Role For Currency Board.Policy Analysis in International Economics Series”, *Institute For International Economics*, Washington,1995.

YOTZOV, Victor, “The First Year of Currency Board in Bulgaria”, *BNB Discussion Papers*, No.1, Eylül 1998.

YÜKSEL, Ali Sait, “Merkez Bankasının Özerkliği ve Özellikle Enflasyonist Ekonomilerdeki İşlevleri”, *Marmara Üniversitesi*, No.528, 1993.

ZARAZAGA, Carlos, E., “Arjantina, Meksiko, And Currency Boaed: Another Case of Rules Versus Discretion”, *Federal Rezerv Bank of Dallas Economic Review*, 4. Basım, 1995.

\_\_\_\_\_.“Can Currency Boards Prevent Devaluations and Financial Meltdowns?”, *Federal Reserve Bank of Dallas*, No.4, Haziran 1995.

