

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**132650**

**İSTİKRAR POLİTİKALARI VE DÖVİZ KURU  
SİSTEMLERİ**

**132650**

**Mustafa Özgür ALPARSLAN**

**SBE İktisat Anabilim Dalı İktisat Programında Hazırlanan**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Gülsün Gürkan YAY (YTÜ)**

**İSTANBUL, 2003**

**Y.C. YÜKSEK ÖĞRETİM KURULU  
BİLGİLENDİRME MERKEZİ**

## İÇİNDEKİLER

	Sayfa
SİMGE LİSTESİ.....	iv
KISALTIMA LİSTESİ.....	v
ŞEKİL LİSTESİ.....	vi
ÇİZELGE LİSTESİ.....	vii
ÖNSÖZ.....	viii
ÖZET.....	ix
ABSTRACT.....	x
1. GİRİŞ.....	1
2. DÖVİZ KURLARI ve İSTİKRAR POLİTİKALARI ile İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR.....	3
2.1 Döviz Kurunun Belirlenmesi.....	3
2.1.1 Kısa Dönem Döviz Kuru ve Faiz Paritesi.....	3
2.1.2 Uzun Dönem Döviz Kuru ve Satın Alma Gücü Paritesi.....	5
2.1.3 Reel Döviz Kuru ve Döviz Kurunun Belirlenmesi.....	7
2.2 Döviz Kuru Sistemleri.....	9
2.2.1 Sabit Kur Sistemleri.....	10
2.2.2 Esnek Kur Sistemleri.....	12
2.2.3 Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi.....	13
2.2.4 Yönetimli Dalgalanma Sistemi.....	14
2.2.5 Kayan Pariteler.....	15
2.2.6 Döviz Kontrolleri.....	16
2.3 Uluslar Arası Para Sistemi.....	16
2.3.1 İki Metale Dayalı Sistem.....	17
2.3.2 Klasik Altın Standardı Sistemi (1875-1914).....	18
2.3.3 Dünya Savaşları Dönemi (1914-1944).....	19
2.3.4 Bretton Woods Sistemi (1945-1972).....	20
2.3.5 Esnek Kur Rejimleri.....	22
2.4 Avrupa Para Sistemi.....	23
2.4.1 Avrupa Merkez Bankası.....	25
2.4.2 Parasal Birlikler ve Optimum Para Sahaları.....	25
2.4.2.1 Para Birliğinin Faydaları.....	26
2.4.2.2 Para Birliğinin Zararları.....	26
2.5 Açık Ekonomilerde Makro Ekonomik Politika.....	29
2.6 Dış Denge, Mundell-Fleming Modeli ve Tarihi Gelişim Süreci.....	31
2.7 İstikrar Politikası Teorisi.....	37
2.7.1 Ortodoks İstikrar Politikaları.....	38
2.7.2 Heterodoks İstikrar Politikaları.....	38
2.7.3 Döviz Kuru Tabanlı İstikrar Politikaları.....	40

3.	SABİT KURLAR ve İSTİKRAR POLİTİKALARI.....	43
3.1	Merkez Bankaları Döviz Kurunu Nasıl Sabitler?.....	43
3.2	Para Kurulu.....	45
3.3	Tam Dolarizasyon.....	47
3.4	Sabit Kurlar ve Para Politikası Etkinsizliği.....	49
3.5	Sabit Kurlar ve Maliye Politikası.....	50
3.6	Sabit Kurlar ve Ekonomik Göstergeler.....	55
3.6.1	Sabit Kur Sistemleri ve Enflasyon.....	55
3.6.2	Sabit Kur Sistemleri ve Ödemeler Dengesi.....	55
3.6.3	Sabit Kur Sistemleri ve Büyüme.....	57
3.6.4	Sabit Kur Sistemleri ve Emek Piyasası.....	58
3.6.5	Devalüasyonun Ekonomik Göstergelere Etkileri.....	59
4.	ESNEK KURLAR VE İSTİKRAR POLİTİKALARI.....	61
4.1	Esnek Kurlar ve Para Politikası.....	62
4.2	Merkez Bankalarının Bağımsızlığı.....	64
4.2.1	Yasal-Fiili Bağımsızlık.....	64
4.2.2	Politik-Ekonomik(Amaç-Araç) Bağımsızlık.....	65
4.3	Enflasyon Hedeflemesi.....	66
4.3.1	Sıkı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi.....	69
4.4	Fiyat Düzeyi Hedeflemesi.....	72
4.5	Esnek Kurlar ve Maliye Politikası.....	74
4.6	Esnek Kurlar ve Ekonomik Göstergeler.....	76
4.6.1	Esnek Kur Sistemleri ve Ödemeler Dengesi.....	77
4.6.2	Esnek Kur Sistemleri ve Enflasyon.....	77
4.6.3	Esnek Kur Sistemleri ve Büyüme.....	78
4.6.4	Esnek Kur Sistemleri ve Emek Piyasası.....	80
5.	ÜLKE ÖRNEKLERİ.....	81
5.1	Para Kurulu Örneği ve Arjantin.....	81
5.1.1	Çöküşün Sebepleri.....	88
5.2	Bulgaristan'da Yarı Para Kurulu Uygulaması.....	89
5.3	Yarı Sabit Kur Sistemine Dayalı İstikrar Politikası Örneği: Meksika.....	93
5.3.1	1994 Krizi ve Sebepleri.....	94
5.3.2	Krizden Günümüze Meksika Ekonomisi.....	95
5.4	Enflasyon Hedeflemesi ve Kayan Pariteler Değişik Bir Örnek: İsrail.....	98
5.5	Türkiye'de Kur Çapası Dönemi ve Enflasyon Hedeflemesi Tartışmaları .....	105
5.5.1	Türkiye'de Yarı Para Kurulu: Aralık 1999 İstikrar Programı ve Alınan Kararlar.....	106
5.5.2	Programın Performansı, Kasım 2001 ve Şubat 2002 Krizleri.....	109
5.5.3	Esnek Kura Geçiş Süreci ve Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği Tartışmaları.....	114
6.	SONUÇLAR ve ÖNERİLER.....	119
	KAYNAKLAR.....	121
	ÖZGEÇMİŞ.....	129

## SİMGE LİSTESİ

BP	Ödemeler dengesi
DM	Alman markı
$E_t$	Spot döviz kuru
$E_{t+1}^e$	t+1 döneminde oluşması beklenen döviz kuru
$f_{ABD}$	ABD'de enflasyon oranı
$f_{TR}$	Türkiye'de enflasyon oranı
FFR	Fransız frangı
$i_t$	Yerel nominal faiz oranı
$i_t^*$	Dış ülkede nominal faiz oranı
$L(r, Y)$	Likidite tercihi eğrisi
$M_s/P$	Reel para miktarı
$P_{ABD}$	ABD'de fiyat düzeyi
$P_{TR}$	Türkiye'de fiyat düzeyi
q	Reel döviz kuru
r	Reel faiz oranı
$r^*$	Dış ülkede reel faiz oranı
$\Delta R_t$	Para politikasının tercih edilen enstrümanı
Y	Milli gelir
$\Pi^e$	Enflasyon beklentileri
${}_t\Pi_{t+j}^e$	t zamanındaki verilere dayanarak t+j zamanında otoritelerin beklediği enflasyon oranı
$\Pi_{t+j}^*$	t+j zamanı için hedeflenen enflasyon oranı
\$	ABD doları
£	İngiliz sterlini
$\Upsilon$	Geri besleme parametresi
€	Euro

## KISALTMA LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
AMB	Avrupa Merkez Bankası
APS	Avrupa Para Sistemi
BASIC	Bond Auditing Supervision Information Credit Rating
BDDK	Bankacılık Dzenleme ve Denetleme Kurumu
BNB	Bulgarian National Bank
CETES	Los Certificados De La Tesoreria De La Federacion
ECU	European Currency Unit
ERM	Exchange Rate Mechanism
GSAGP	Görece Satın Alma Gücü Paritesi
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	International Monetary Fund
İBP	İstikrar ve Büyüme Paktı
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
NAFTA	North American Free Trade Agreement
NİV	Net İç Varlıklar
ÖÇH	Özel Çekme Hakları
ÖİM	Özel İmalat Sanayi Endeksi
PETKİM	Petro Kimya Holding Anonim Şirketi
POAŞ	Petrol Ofisi Anonim Şirketi
SAGP	Satın Alma Gücü Paritesi
SEKA	Selüloz ve Kağıt Fabrikaları Anonim Şirketi
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
THY	Türk Hava Yolları
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜPRAŞ	Türkiye Petrol Rafinerileri Anonim Şirketi

## ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 2.1	Para arzı artışının faizlere etkisi.....4
Şekil 2.2	Gelir artışının faizlere etkisi.....5
Şekil 2.3	Sabit kurda döviz piyasası dengesi ve döviz kuru istikrar fonunun çalışması.....11
Şekil 2.4	Ayarlanabilir sabit kur sisteminin işleyişi.....13
Şekil 2.5	Kayan pariteler yönteminin işleyişi.....15
Şekil 2.6	Para birliğine girme kararının iki önemli parametresi.....27
Şekil 2.7	Para birliğine girme kararının verilmesi ve GG-LL eğrileri.....28
Şekil 2.8	Ekonomik şartlardaki değişmelerin birliğe girme kararına etkileri.....29
Şekil 2.9	Açık ekonomilerde makro ekonomik politika.....31
Şekil 2.10	Mundell-Fleming Modeli.....33
Şekil 2.11	Sabit kurlar altında para politikası ve Mundell-Fleming Modeli.....34
Şekil 2.12	Sabit kurlar altında maliye politikası ve Mundell-Fleming Modeli.....34
Şekil 2.13a	Esnek kurlar altında maliye politikası: LM eğrisi BP'den daha yatay konumda iken durum.....35
Şekil 2.13b	Esnek kurlar altında maliye politikası: BP eğrisi LM'den daha yatay konumda iken durum.....35
Şekil 2.14	Esnek kurlar altında para politikasının etkisi.....36
Şekil 3.1	Sabit kurlar altında para politikası etkinsizliği.....49
Şekil 3.2	Sabit kurlar ve tam sermaye akışkanlığı altında maliye politikasının etkisi.....50
Şekil 3.3	Sabit kur ve değişik sermaye akışkanlıkları altında maliye politikasının etkisi.....51
Şekil 4.1	Esnek kurlar ve para politikasının etkisi.....63
Şekil 4.2	Fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesinin politika farklılıkları.....72
Şekil 4.3	Esnek kurlar ve tam sermaye akışkanlığı altında maliye politikasının etkisi.....75
Şekil 4.4	Esnek kurlar ve yüksek sermaye akışkanlığı altında maliye politikasının etkisi.....75
Şekil 4.5	Enflasyon hedeflemesinin esnekliği ve büyüme oranı.....79
Şekil 5.1	Arjantin'de 1980-1998 yılları arasında bütçe açığının GSMH'ye oranı.....83
Şekil 5.2	Arjantin'de 1995-2001 dönemleri arası enflasyon oranları.....85
Şekil 5.3	Arjantin'de 1994-2002 yılları arasında reel GSMH büyüme oranları.....86
Şekil 5.4	Arjantin'de sabit fiyatlarla ithalat ve ihracatın reel milli gelire oranı.....87

## ÇİZELGE LİSTESİ

	Sayfa
Çizelge 3.1 Basitleştirilmiş merkez bankası bilançosu.....	43
Çizelge 3.2 100TL'lik yabancı rezerv satışından sonra merkez bankası bilançosu.....	44
Çizelge 3.3 Basitleştirilmiş para kurulu bilançosu.....	46
Çizelge 5.1 Bulgaristan'da temel ekonomik göstergeler (1991-2001).....	91
Çizelge 5.2 Meksika'da TÜFE'de hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları (1999-2003).....	97
Çizelge 5.3 Meksika'da bazı temel ekonomik göstergeler (1998-2003).....	97
Çizelge 5.4 İsrail'de enflasyon hedefleri ve gerçekleşen rakamlar (1992-2002).....	102
Çizelge 5.5 Türkiye'de maliye politikası hedefleri.....	110



## ÖNSÖZ

Bu çalışmada son zamanlarda önemi gittikçe artan bir konu olan istikrar politikaları ve döviz kuru sistemleri incelenmiştir. Son yılların dünyasında döviz kurları, ülkelerin istikrar veya istikrarsızlığının başlıca sebebi olabilecek öneme ulaşmıştır. Bu tez çalışmasında konu ile ilgili uluslar arası literatürde yer alan belirli araştırmalar gözden geçirilerek bir özet çıkartılmaya çalışılmıştır. Konunun son yıllardaki hızlı gelişimi dikkat çekmektedir. Bundan dolayı çoğunlukla günümüze yakın tarihlerde yayımlanan makaleler tercih edilmiştir. Bu çalışmanın araştırmacılara yardımcı olmasını temenni ederim.

Geçen bir sene boyunca çalışmalarında bilgisi ve iyi niyetiyle yardımını hiç esirgemeyen, bu tez çalışmasının bir nihayete ulaşmasında büyük katkıları olan değerli hocam Prof. Dr. Gülsün Gürkan Yay'a en içten teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Verilerin toplanması esnasında büyük yardımlarından ötürü ağabeyim Bora Alparslan ve Arş. Gör. Tolga Tavşanoğlu'na da teşekkür borçluyum. Okul hayatım boyunca elinden gelen yardımı esirgemeyen Arş. Gör. Hasan Karaduman'a, kendime her zaman örnek aldığım Avni Öztürk ve Filiz Öztürk'e, düşüncelerimde derin etkisi olan ve dünyaya bakışından çok şey öğrendiğim kıymetli dostum Ali Öztürk'e, güler yüzlerini hiç esirgemeyen Bilsay ve Aslı Bilge'ye ve teyzem Fevziye Alpaslan'a da yürekten teşekkür ederim.

Bugüne kadar yaptığım her şeyde desteğini hissettiğim ve en büyük işlere imza atmadan kendisine layık olduğumu hissedemeyeceğim anneme de herkesten ayrı olarak teşekkür etmek isterim.



## ÖZET

Bu tezin amacı istikrar politikaları ile döviz kuru sistemleri arasındaki bağı araştırılmasıdır. İlk olarak konu ile ilgili temel kavramlara değinilmiştir. Daha sonra esnek ve sabit kurların istikrara etkileri ele alınmıştır. Teorik inceleme bölümünde para politikası, maliye politikası ve temel ekonomik göstergelerin ekonomiye etkileri sırasıyla işlenmiştir. En son bölümde ise ülke örnekleri vardır. Arjantin ve Bulgaristan'da para kurulu, Meksika ve İsrail'de enflasyon hedeflemesi ve Türkiye'de son beş yıldaki gelişmeler istikrar politikaları bağlamında ele alınmıştır. Günümüzde kur bandı uygulamalarının önemi azalmakta olduğu için bu konu ile ilgili teorik konulara girilmemiştir. Fakat ülke örnekleri içinde, kısa da olsa kur bantlarının etkileri görülebilir. Döviz kurlarında temel olarak ikili bir ayırım vardır. Bunlardan biri sabit kurlar diğeri esnek kurlardır. Çalışmada sabit kurlarda para kurulu ve esnek kurlarda enflasyon hedeflemesi uygulamalarına öncelik verilmiştir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde para kurulu tipi uygulamaların modası geçmiştir. Kurala bağlı kur sistemleri çoğunlukla küçük ve dış ticaretinin büyük kısmını tek ticaret ortağı ile yapan ülkelerde uygulanmaktadır. Büyük ekonomilerde ise enflasyon hedeflemesi tipi uygulamalar tercih edilmektedir. Gelişmiş ülkelerin çoğunda enflasyon problemi çözülmüştür. Fakat yeni problemler yaklaşmaktadır. Bunlardan en önemlilerinin işsizlik ve gelir dağılımı olduğu kanaatine ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Döviz kuru, istikrar politikası, enflasyon hedeflemesi, para kurulu, optimum para sahaları.

## ABSTRACT

This paper takes a brief look at the relationship between stabilization policies and the exchange rate systems. First of all basic concepts about the subject was mentioned . Then effects of fixed and flexible exchange rates were taken into account. In the theoretical research phase monetary policy, fiscal policy and main economic indicators were studied respectively. At the last part of the paper, country experiences were investigated. Currency boards of Argentina and Bulgaria, inflation targets of Mexico and Israel and Turkey's performance in the last five years were examined. Because of decreasing importance of the exchange rate bands, this kind of regimes were not searched theoretically. But some examples of the exchange rate bands can be seen in country experiences briefly. There is a dual separation in the area of exchange rate regimes. One of them is the fixed rates and the other is flexible. In this study currency boards on the fixed side and the inflation targeting on the flexible side were preceded. In developed and developing countries, currency board type monetary policies are out of fashion. Rule-based exchange rate systems are mostly applied in the small open economies who trades with one dominant trade partner. Big economies are preferring inflation targets. In most of the developed countries inflation problem was solved. But new problems are about to come. This paper draws a conclusion that main problems will be unemployment and income distribution in the near future.

**Keywords:** Exchange rate, stabilizaiton policy, inflation targeting, currency board, optimum currency areas

## 1. GİRİŞ

Bu çalışmanın amacı döviz kuru sistemleri ile istikrar politikaları arasındaki bağı teorik ve ampirik olarak incelenmesidir. Uluslar arası ticaret, Sanayi Devrimi'nden günümüze sürekli artan bir seyir izlemektedir. Ticarete meydana gelen artış döviz piyasalarının da hızla gelişmesini sağlamıştır. Başlangıçta altın ve gümüş ile orantılı olarak değişen ülke paralarının değeri, altın standardı sisteminin çökmesinden sonra, uygulanan istikrar politikalarıyla yakından ilgili hale gelmiştir. Siyasi yönetimler merkez bankalarına da müdahalelerde bulunarak paranın değişim değeri üzerinde etki sahibi olmuştur. Bu durum geçmişte bir çok ülke yönetiminin döviz kurlarını kendilerinin ve ülkelerinin çıkarlarını korumak amacıyla politika aracı olarak kullanmasına zemin hazırlamıştır. 1900'lü yılların ikinci yarısında sonra teknolojinin de hızlı gelişimi iktisat biliminin genel çehresini hayli değiştirmiştir. Açık ekonomilerde uluslar arası sermaye hareketlerinin git gide artan önemi ve gelişen döviz piyasaları, ülkelerin ekonomi programlarının kaderini tayin edebilecek öneme ulaşmıştır. Döviz kurlarında temel ayırım olan sabit-esnek kur tartışmaları temel olarak halen devam etmekle birlikte ülkelerin kur rejimi tercihleri giderek fazlalaşmaktadır.

Döviz kurlarının yanı sıra istikrar politikaları da gelişen bir seyir izler. 1900'lerde ortodoks istikrar politikaları ile başlayan süreç, bu politikaların yetersiz kalması ve ekonomilerin geçirdiği dönüşüm sonucunda heterodoks politikaların ön plana çıkmasını getirmiştir. Ortodoks-heterodoks genel ayırımı kısa zaman dilimi içinde çeşitlenmiş ve yeni alternatifler türetilmiştir. Bu yönüyle istikrar politikalarının gelişim süreci ile döviz kuru sistemlerinin gelişim süreci birbirine benzemektedir.

Bu gelişim süreci içerisinde sabit kalan konular da mevcuttur. Bunun en önemli örneği ülkelerin temel ekonomik amacının istikrarı sağlamak olarak kalmasıdır. Bilimde meydana gelen değişimler bu amacı değiştirmemiş fakat politika araçlarının çeşitlenmesini ve bu araçların etkilerinin daha net bir şekilde izlenmesini sağlamıştır.

Çalışmada ilk olarak istikrar politikaları ve döviz kuru sistemleri ile ilgili temel kavramlar ele alınmıştır. Döviz kurları ve istikrar politikalarının yukarıda kısaca özetlenen gelişim süreci birbirinden ayrı olarak incelenmiştir. Ayrıca uluslar arası para sisteminde meydana gelen değişimler tarihi bir perspektiften sunulmaya çalışılmıştır.

Daha sonraki iki bölümde ise esnek kur-sabit kur temel ayırımı göz önünde tutularak her iki kur sisteminin istikrar politikaları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu inceleme esnasında sabit ve esnek kurların 1990'lardan sonra önem kazanan uygulamaları ön planda tutulmuştur.

Yeni uygulamaların para politikası, maliye politikası ve temel ekonomik göstergeler üzerindeki teorik etkileri sırasıyla ele alınmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın son bölümü ise çeşitli ülke örneklerini içermektedir. Kuşkusuz ki her ülkenin kendine has koşulları vardır ve istikrar politikalarına verdikleri tepkiler farklıdır. Bu açıdan ele alınan teorik konuların uygulamada ne şekilde işlediği beş ülke örneği çerçevesinde incelenmeye çalışılmıştır.

Tez çalışmasının yöntemi istikrar politikaları ve döviz kuru sistemleri üzerine uluslar arası literatürde yayımlanan araştırmaların incelenmesi ve bir derleme yapılarak temel öneme sahip konulara basit bir şekilde değinilmesi şeklindedir. Tezi ilgilendiren alanın çok geniş olması bir çok konuya kısaca değinerek yahut hiç değinmeden geçilmesine sebep olmuştur. Önemi uzun yıllardan beri artarak devam ettiren bu konu hakkında ileride daha geniş ve teorik temelleri daha sağlam çalışmaların gerçekleştirilmesini ümit ederim.



## 2. DÖVİZ KURLARI ve İSTİKRAR POLİTİKALARI ile İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

Günümüz dünyasında, hızla gelişen teknoloji ve ilerleyen bilime rağmen ülkelerin iktisadi problemleri devam etmektedir ve edecektir. Bilim adamları, yaptıkları çalışmalarla bu problemlerin kaynaklarını ve çözümlerini araştırmaktadırlar. Her geçen gün yeni sorulara çözüm getirilmekte ve iktisatçıların uğraşması gereken yeni problemler ortaya çıkmaktadır. Ham maddesi insan olan bir bilimin gelişim sürecinin bu doğrultuda olması da normaldir.

İktisatta, gelişen teknolojinin en hızlı yansıdığı alanlardan biri döviz piyasalarıdır. Dolayısıyla döviz piyasalarının makro ekonomideki önemi giderek artmaktadır. Kimi zaman ekonomik problemlerin tek kaynağı olabilecek kadar önem kazanan bu geniş piyasa, ülkelerin istikrar politikalarında önemli bir yere sahip olmuştur. Bu bölümde geçmişten günümüze döviz kurları ve istikrar politikaları ile ilgili temel kavramlar ve uluslar arası para sisteminin tarihi gelişimi incelenecektir.

### 2.1 Döviz Kurunun Belirlenmesi

Gelişen dünya finans piyasaları, ilerleyen teknoloji ve ülke pazarlarının dışa açılması döviz kuru kavramını iktisadın önemli konularından biri haline getirmiştir. 1973 öncesi sabit kur sistemlerinde, döviz kurlarının makro iktisada etkileri birçok iktisatçı tarafından incelenmiş olmasına rağmen, 1973 sonrası dönemde esnek kurlar ve diğer kur sistemlerinin uygulamaya geçmesi ile birlikte konunun alanı oldukça genişlemiştir. Döviz kurları, sadece uluslararası iktisadın parçası olmaktan çıkmış, para teorisi ve makro iktisat teorisi kitaplarında da yerini almıştır. Bir ülkenin hem iç hem dış politikasını bu kadar yakından ilgilendiren bir kavramın hangi kriterlere göre belirlendiği uzun süre iktisatçıların araştırma konusu olmuştur ve olmaya da devam etmektedir. Döviz kurlarını açıklamaya yönelik teoriler, uzun dönem ve kısa dönem olarak temel iki başlık altında toplanabilir.

#### 2.1.1 Kısa Dönem Döviz Kuru ve Faiz Paritesi

Kısa dönem döviz kurlarını açıklamaya yönelik en önemli yaklaşım faiz paritesi yaklaşımıdır. Bu yaklaşım iç ve dış faiz oranları, döviz kuru beklentileri ve spot döviz kurları arasında bir bağlantı kurar. Faiz paritesi şu şekilde formüle edilir(Blanchard, 1997, 221):

$$i_t = i_t^* + [(E_{t+1}^e - E_t)/E_t] \quad (2.1)$$

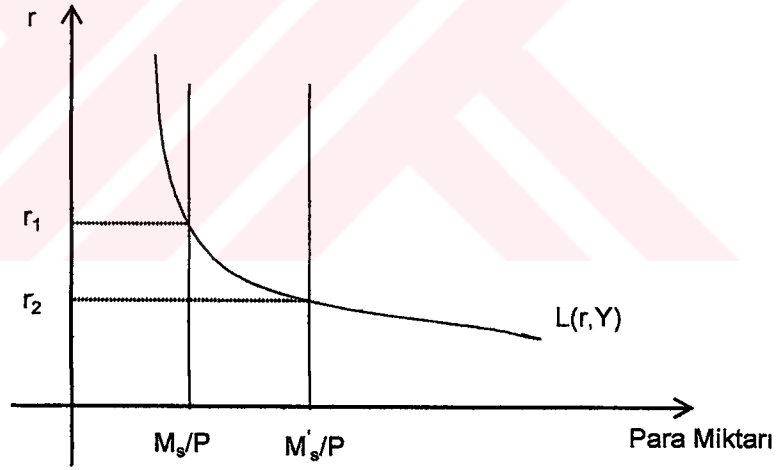
Burada  $i_t$  ülke içi faiz oranlarını  $i_t^*$  ise dış faiz oranlarını ifade etmektedir.  $E_t$  spot döviz kuru ve  $E_{t+1}^e$  de t+1 döneminde oluşması beklenen döviz kurunu göstermektedir. Bu denklemden  $E_t$ 'yi çekerek formülü düzenleyelim.

$$E_t = E_{t+1}^e / (1 + i_t - i_t^*) \quad (2.2)$$

Görüldüğü gibi ülke içi döviz kuru, dış faiz oranları ile doğru, iç faiz oranları ile ters orantılıdır. Yani ülke içi faizler artarsa  $E_t$  azalacak, ülke parası değer kazanacaktır. Dış faizlerin artması ise ülke parasının değer kaybetmesi ile sonuçlanır. Gelecek dönem kur beklentilerinin yüksek olması ise  $E_t$ 'yi arttıracak ülke parasının değerini düşürecektir.

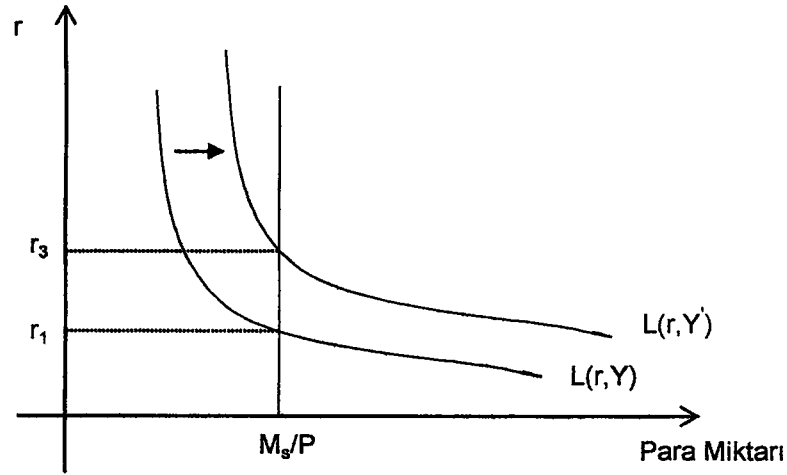
Faiz paritesi yaklaşımı, daha önce de söylendiği gibi kısa vadeli kurları açıklamaya yönelik geliştirilmiş bir yaklaşımdır. Kısa vadede fiyatlar genel düzeyi sabit olarak kabul edilmektedir. Tam istihdam ve üretim faktörleri ile ilgili herhangi bir değişim dikkate alınmaz.

Faiz paritesi, kurlar ile makroekonomik değişkenler arasında bağlantı kurmak için iyi bir başlangıç noktasıdır.



**Şekil 2.1 Para arzı artışının faizlere etkisi**

Şekil 2.1'de  $L(r, Y)$  eğrisi likidite tercihi eğrisi olarak adlandırılır ve para talebini gösterir. Para talebi,  $r$  reel faiz oranına ve  $Y$  çıktı düzeyine bağlı olarak belirlenmektedir.  $M_s/P$  ise reel para arzını göstermektedir. Para arzı dışsal olarak belirlenir.  $r_1$  seviyesi, para arzı ile para talebinin kesiştiği noktada oluşan denge faiz haddidir. Para arzında meydana gelecek bir artış  $M_s/P$  doğrusunu  $M'_s/P$  seviyesine getirir ve yeni denge faiz oranı  $r_2$  'dir. Merkez bankasının para arzını yükseltmesi halkın elindeki reel para miktarının artmasına yol açar. Artan reel para değişik yatırım araçlarına yönlendirilir ve faiz hadleri düşer.



**Şekil 2.2 Gelir artışının faizlere etkisi**

Şekil 2.2'de gelir düzeyinde meydana gelecek bir artışın faizlere etkisi incelenmektedir. Gelir artışı,  $L(r, Y)$  eğrisinin  $L(r, Y')$  seviyesine kaymasına sebep olur. Para arzı veri iken yeni denge faiz haddi  $r_3$  seviyesidir. Gelir seviyesinin artması halkın işlem için daha fazla para talep etmesini beraberinde getirecektir. Para arzı sabit olduğu için faizler yukarı doğru hareket eder.

Yukarıdaki açıklamalar faiz hadleri ile para arzı ve faiz hadleri ile gelir düzeyi arasındaki bağlantıyı anlamakta bize yardımcı olmaktadır. Denklem (2.2) göz önüne alındığı zaman aynı şekilde döviz kurunun da bu değişkenlerle yakın alakası tespit edilebilir.

### 2.1.2 Uzun Dönem Döviz Kuru ve Satın Alma Gücü Paritesi

Kısa dönem döviz kurunun belirlenmesi, ülke içi fiyat seviyesinin ve enflasyon beklentilerinin dışsal olarak kabul edildiği bir modelle incelenmiştir. Fakat ekonomilerde çoğu zaman görülen, döviz kurları, fiyat düzeyi ve enflasyon beklentilerinin birbirleri ile çok yönlü ve yakın ilişki içinde olmalarıdır. Uzun dönem analizinin bir diğer farkı da kısa dönemde yapışkan olan ücretlerin, uzun dönemde piyasayı süpürecek şekilde esnek olabileceği kanaatidir. Satın alma gücü paritesi (SAGP) yaklaşımı, uzun dönem kurları açıklamaya yönelik en önemli teoridir. Teorinin alt yapısını tek fiyat yasası oluşturur (Paya, 1998, 130).

Tek fiyat yasası nakliye ücretlerinin olmadığı ve ülkeler arasında ticari engellerin (kotalar, tarife dışı engeller vs.) olmadığı varsayımına dayanır. Bu varsayımlar altında, iki ayrı ülkede satılan birbirine denk mallar, aynı para birimi ile ifade edildiğinde değerleri birbirine eşit olmalıdır. Bir örnekle açıklamak gerekirse,  $1\$=1000\text{TL}$  olduğu bir durumda Amerika'da bir kazak  $2\$$  ise Türkiye'de  $2000\text{TL}$  olmalıdır. Eğer kazağın Türkiye'de satış fiyatı  $2100\text{TL}$



olursa, varsayımlar da dikkate alınarak, şirketler kazağı Amerika'dan alıp Türkiye'de satarak arbitraj karı elde etme imkanı bulurlar. Bu arbitraj karı, iki ülke fiyatlarının eşit olacağı seviyeye kadar devam edecektir.

SAGP ilk olarak on altıncı yüzyılda İspanya'da ortaya atılmış, yirminci yüzyılın başında Gustave Cassel tarafından tekrar gündeme getirilmiştir (Lafrance ve Schembri, 2002, 28). Cassel teoriyi kur hareketlerinin açıklanmasında temel belirleyici olarak kullanmıştır. SAGP yaklaşımı tek fiyat yasasını temel olarak kullanır ve kur ile fiyat düzeyi arasında bir bağlantı kurar. Teoriye göre iki ülke arasındaki döviz kuru, ülkelerin fiyat seviyesinin oranına eşit olmalıdır. Bir ülkede fiyat seviyesinde meydana gelecek bir artış o ülkenin parasının değer kaybetmesine yol açacaktır. Formülle açıklarsak:

$$E = P_{ABD}/P_{TR} \quad (2.3)$$

Burada E iki ülke arasındaki döviz kurunu,  $P_{ABD}$  Amerika'daki fiyat düzeyini,  $P_{TR}$  Türkiye'deki fiyat düzeyini göstermektedir. Fiyat düzeylerinin belirlenmesinde direkt olarak tüketici fiyatları endeksi kullanılabileceği gibi değişik mal gruplarının yer aldığı özel mal sepetleri de kullanılabilir. Özel mal sepetlerinin kullanılması, tüketici tercihlerinin ve ülkeler arası kültür farklılıklarının daha doğru olarak yansıtılmasını sağlayacağından tercih edilmektedir. Örneğin mal sepetinin fiyatı ABD'de 120\$, Türkiye'de 120000TL ise kur 1\$=1000TL şeklinde oluşacaktır. SAGP'nin tek fiyat yasasından en önemli farkı her malın ayrı ayrı ele alınmaması, toplam mal gruplarını değerlendirmesidir.

SAGP teorisi şüphesiz bir takım eksiklikler ihtiva etmektedir. Bunlardan en önemlisi, malları homojen kabul etmesidir. Farklı ülkelerde üretilen ve aynı işlevi gören mallar birbirleriyle eşdeğer kabul edilmiş, kalite farklılıkları, marka gibi kavramlar dikkate alınmamıştır. Ayrıca sadece dış ticarete konu olan malların ele alınması sözkonusudur. Arz talep kaymalarını dikkate almaması da bir diğer zaafıdır. SAGP üzerine yapılan ampirik çalışmalarda teorinin geçerliliği konusunda ağır eleştiriler getirilmiş, kurları açıklamakta yetersiz kaldığı bir çok iktisatçı tarafından vurgulanmıştır. Fakat buna rağmen uzun vadeli kurların açıklanmasında önemli bir dayanak noktasıdır. Çoğu ülke tarafından SAGP hesaplamaları yapılmaktadır. Teoriden tamamen vazgeçmek yerine geliştirmek ve eksiklerini gidermek yolunda giden iktisatçılar da günümüzde mevcuttur.

Denklem (2.3) SAGP'nin mutlak değerini ifade eder. Uzun dönem kurlarının belirlenmesi için kullanılır. SAGP'ye ilave olarak uzun vade kur değişimlerini açıklamaya yönelik görece satın alma gücü paritesi (GSAGP) kavramı da iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir. GSAGP,



mutlak SAGP'nin yüzdesel olarak ifade edilmiş şeklidir. GSAGP ile teori mutlak kuru açıklamaktan çıkıp kur değişmelerini açıklayan bir yapıya bürünmüştür. Formülle açıklamak gerekirse:

$$(E_1 - E_0) / E_0 = f_{ABD} - f_{TR} \quad (2.4)$$

Bugünkü dönemi 1, başlangıç dönemini 0 ile ifade eder, enflasyon oranlarını  $f$  ile gösterirsek TL kurundaki değişme yukarıdaki gibi olur (Seyidoğlu, 1999a, 370). Burada enflasyon oranı ülkelerin açıkladığı resmi enflasyon oranları olarak değil fiyatlardaki yüzde değişim olarak algılanmalıdır. Bu yapısıyla GSAGP enflasyon oranları ile kur değişmelerini ilişkilendiren önemli bir yaklaşımdır. Geçerliliğinin mutlak SAGP'ye kıyasla daha fazla olduğu söylenebilir.

Sürekli ve aynı oranda bir parasal genişlemenin olduğu ve hem faiz paritesinin hem de SAGP'nin tuttuğu bir ekonomiyi düşünürsek bu iki teoriden çıkan bir diğer sonuca ulaşabiliriz. Bir anda yapılan para arzı artışlarının, döviz kurlarına etkilerini gördük. Fakat bu gerçeklerle örtüşen bir politika değildir. Para otoriteleri daha çok %5, %10 gibi bir büyüme oranı çerçevesinde para arzını ayarlamaktadırlar. Bu da firmaların reel gelirlerini sabit tutabilmek için aynı oranlarda fiyat ve ücretlerini ayarlamasını beraberinde getirmektedir. Ülke sürekli devam eden bir enflasyonla karşı karşıyadır. Sürekli enflasyon faiz oranlarını da etkiler. Böyle bir durumda sonuç, iki ülke arasındaki döviz kuru farklarının beklenen enflasyon farklarına eşit olduğudur. Her şey sabitken bir ülkenin beklenen enflasyonunda meydana gelen bir artış faiz oranlarında da aynı ölçüde bir artışa sebep olacaktır. Faiz oranları ile enflasyon arasındaki bu ilişki Fischer etkisi olarak adlandırılır ve  $i = r + \Pi^e$  olarak formüle edilir (Mankiw, 1999, 169). Fischer etkisinin önemli bir özelliği  $i$  nominal faiz oranı ile  $r$  reel faiz oranı ayırımı yapmasıdır. Bu ayırım döviz kurları için de geçerlidir ve döviz kurlarını açıklamaya yönelik bir diğer yaklaşıma da zemin teşkil etmektedir.

### 2.1.3 Reel Döviz Kuru ve Döviz Kurunun Belirlenmesi

Reel döviz kuru kavramını aşağıdaki eşitlikle tanımlayabiliriz:

$$q = (E * P_{TR}) / P_{ABD} \quad (2.5)$$

Eşitlikten de anlaşılacağı gibi  $q$  reel döviz kuru, nominal kur ile ülkelerin fiyat düzeyleri oranının çarpımı yoluyla bulunur. Bir örnekle açıklamak gerekirse Türkiye'de bir mal sepetinin 1000TL olduğunu düşünelim. ABD'de aynı sepet 120 dolar ise nominal döviz kuru 1TL=0,12\$ olacaktır. Reel döviz kuru ise  $q = (0,12 * 1000) / 120 = 1$  şeklinde hesaplanır. Bir

Amerikan mal sepeti bir Türk mal sepetine eşittir. Nominal döviz kuru iki ülke parasının birbirlerine göre değerini açıklamak için kullanılırken reel döviz kuru iki mal sepetinin birbirine göre konumunu belirler. Reel döviz kurları arz ve talep koşullarını da barındırmaktadır. Böylece nominal kurun eksikliklerinden biri giderilmiş olur. Reel kurların görece daha az dalgalı olduğu da bilinmektedir. Bu sebepten ötürü SAGP hesaplamalarında kullanılması yaklaşımın geçerliliğine olumlu yönde etki yapacaktır.

(2.5) eşitliğini E nominal döviz kuru ifadesini çekerek düzenlersek denklem

$$E = q * (P_{ABD} / P_{TR}) \quad (2.6)$$

şekline dönüşecektir. Yani uzun dönem nominal döviz kuru, uzun dönem reel kura ve ülkeler arasındaki fiyat seviyesi oranına bağlıdır. Böylelikle uzun dönem nominal kurlardaki dalgalı seyrin açıklanmasına para arzı ve talebine ilave olarak çıktı arz ve talebi de ilave edilmiş olur. Değişik durumlar altında kurun seyrini inceleyelim:

- a. Para arzında meydana gelecek artış: Ülke para arzında meydana gelecek bir artış reel kurlar üzerinde etkili olmaz. Sadece ülke mallarının fiyatını yükseltir. Mal fiyatlarının yükselmesi ise nominal kuru arttırıcı etki yapacaktır.
- b. Para arzı büyüme oranında artış: Para arzı büyüme oranında meydana gelecek sürekli bir artış uzun dönem enflasyonda artışa sebep olur. Bu artış Fisher etkisi vasıtasıyla nominal faiz oranlarının yükselmesini sağlar. Reel para talebi azalır. Fiyatlar yükselir. Reel kurda değişiklik olmaz. Yine parasal değişkenlerde meydana gelen bir artış, reel değişkeni etkilememektedir.
- c. Çıktı talebinin değişmesi: Çıktı talebinin değişmesi uzun vadede görece fiyat düzeyleri üzerinde fazla etkili değildir. Nominal kurlarda meydana gelecek değişiklikler reel kurlardan kaynaklanmaktadır. Döviz kurları her ne kadar nominal olarak ifade edilen değişkenler olsa da, nominal olmayan değişkenlerden de etkilenmektedir.
- d. Çıktı arzında artış: Çıktı arzında meydana gelecek bir artış uzun dönemde reel anlamda ülke parasının değer kaybetmesine yol açar. Artan mal miktarı fiyatları düşürecektir. Çıktı arzının artmasının bir diğer etkisi ise artan işlemler sebebiyle para talebinin yükselmesidir. (2.6) denkleminde ABD için düşünersek çıktı artışı q reel kurunu arttırırken  $P_{ABD}$  fiyat seviyesini azaltacaktır. Nominal kurlardaki değişim belirsizdir. Hangi etki ağır basarsa kur o yönde hareket eder.

Yapılan çalışmalarda SAGP'de reel kurların kullanılmasının teorisinin geçerliliğini artırıcı yönde etki yaptığı görülmüştür (Mkenda, 2001, 26). Reel kurlar faiz paritesi yaklaşımında da kullanılabilir.

## 2.2 Döviz Kuru Sistemleri

Bir önceki bölümde döviz kurlarının kısa ve uzun dönemde nasıl oluştuğunu, bileşenlerini ve makro ekonomik değişkenlere etkilerini inceledik. Ülkeler arası serbest ticaret ve sermaye akımlarının artmasıyla döviz kurları gittikçe artan bir öneme sahip olmuş ve bunu gören ülkeler, değişik kur sistemleri kullanmak yoluna giderek kuru, ülkenin iç ve dış dengesinin kurulmasında bir aracı olarak kullanmak istemişlerdir. Özellikle 1914'te altın standardı sisteminin çöküşü döviz kurlarını uluslar arası bir standarttan mahrum bırakmıştır. 1973'te Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ise ülkelerin kur rejimi alternatiflerini arttırmıştır.

Döviz kuru sistemi seçiminde en önemli ayırım esnek kur sabit kur ayırımıdır. Kur sistemini belirleyecek bir ülke önce bu iki sistemden birini tercih etmelidir. Eğer esnek kur seçilecekse bağımsız olarak dalgalanma, yönetimli dalgalanma veya enflasyon gibi belirlenmiş bir çapaya göre kayarak dalgalanma yolu seçilebilir. Ülke parasını sabitlemeyi tercih ederse karşısına tek bir paraya sabitleme, bir para sepetine sabitleme, altın değerine sabitleme gibi ayırımlar çıkacaktır.

Ülkelerin döviz kuru sistemi seçimi belirli ölçütlere göre yapılmaktadır. Başlıcaları şunlardır (Haraf ve Willett, 1990, 6):

- a. Ekonominin büyüklük ve dışa açıklık derecesi
- b. Enflasyon oranı
- c. Emek piyasası esnekliği
- d. Finansal gelişmişlik düzeyi
- e. Politikacıların güvenilirliği
- f. Sermaye akışkanlığı
- g. İç ve dış şokların yapısı
- h. Ticaretin yapısı

Sabit kur sistemlerinin daha çok küçük ve gelişmekte olan ülkeler tarafından tercih edildiğini görüyoruz. Bu ülkeler paralarını bir anahtar para birimine (dolar, euro, isviçre frangı gibi) sabitleme yoluna gitmektedirler. Sabitlemenin bu ülkelere belirli avantajları vardır.

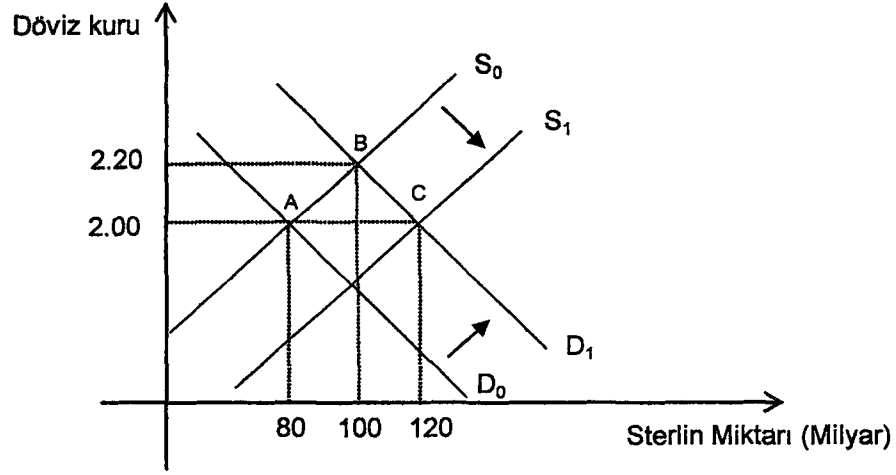
Bunlardan ilki ticarete konu olan malların uluslar arası fiyatlarının istikrar kazanmasıdır. Eğer küçük ülke para birimi sürekli değer kaybediyorsa, fiyat ayarlamaları sebebiyle bir belirsizlik ortamı doğabilir. Menü maliyetleri artar. Sabitleme bu belirsizlik ve maliyetleri ortadan kaldıracaktır. İkinci olarak sabit kur sistemi enflasyona karşı bir çapa olarak kullanılabilir. Anahtar para birimine sabitleme ülke içinde oluşan enflasyonist beklentileri kırarak ve hem döviz kurlarının hem de enflasyonun daha istikrarlı olmasını sağlayacaktır.

Kur sabitleme yoluna giden ülkeler ikincil olarak paralarını tek paraya sabitleme veya bir sepete sabitleme gibi bir ayırımla karşılaşır. Burada ülkenin dış ticaret yapısı önemli bir kriterdir. Eğer ülke dış ticaretinin önemli derecede büyük bir kısmını tek ülke ile yapıyorsa tek paraya sabitleme avantajlı olacaktır. Örneğin El Salvador dış ticaretinin tamamına yakın kısmını ABD ile yapmaktadır. Bu durumda parasını dolara sabitlemesi görünen en uygun çözümdür. Fakat Türkiye gibi değişik ülke gruplarıyla ticaret yapan ülkelerin, paralarını bir sepete sabitlemesi daha doğru olur. Bu sepetin bileşimi, ülkenin ticaret ortaklarının toplam ticaretindeki paylarına bakılarak saptanabilir. Sepete sabitleme döviz kuru hareketleri sebebiyle oluşan fiyat değişmelerini azaltacaktır. Kur hareketlerinin iç dengeye olumsuz etkileri de sepete sabitleme yoluyla giderilebilir. IMF tarafından ağırlıklandırılmış bir para sepeti olan özel çekme haklarına (ÖÇH) sabitleme sistemi de ülkeler tarafından kullanılabilir bir alternatiftir.

### 2.2.1 Sabit Kur Sistemleri

Sabit kur sisteminde bir ülke parasının nominal değerini bir diğer paraya veya altına sabitler. Altın standardı sistemi, sabit kur sisteminin temelini oluşturur. Örneğin ABD bir ons altına 44 dolar değer belirlemiştir. Aynı zamanda İngiltere’de altının onsu 22 sterlidir. Buradan iki ülke arasındaki resmi kur  $(44/22), 1\text{£}=2.00\text{\$}$  şeklinde oluşur. Günümüzde altın önemini kaybetse de anahtar para birimleri bu işlevi yerine getirmektedir. Paralarını dolara sabitlemiş iki ülke arasındaki resmi kur, paraların dolara karşı değerlerinin birbirine bölünmesi yolu ile bulunabilir.

Sabit kur sistemi uygulamak isteyen bir ülkenin ilk belirlemesi gereken parasının resmi kur değeridir. Resmi kur belirlendikten sonra bir döviz kuru istikrar fonu oluşturulur. Bu fon paranın resmi kurda taahhüt edilen seviyede kalması için çalışır



**Şekil 2.3 Sabit kurda döviz piyasası dengesi ve döviz kuru istikrar fonunun çalışması**  
**Kaynak: (Carbaugh, 2000, 500)**

Şekilde kurun denge değerinin  $1\text{£}=2,00\text{\$}$  olduğunu ve resmi sabit kurun da bu değerde belirlendiğini düşünelim. Denge A noktasında oluşmaktadır. İngiltere’de artan faizler sebebiyle ABD’de sterline olan talep artsın. Şu halde talep  $D_0$  seviyesinden  $D_1$  seviyesine yükselecektir. Serbest kur rejimi altında döviz kuru  $1\text{£}=2,20$  olacak (B noktası), dolar değer kaybedecektir. Ancak sabit kur rejiminde para otoriteleri resmi kuru savunmak yoluna giderler. Sterlin talebinin artması  $1\text{£}=2,00\text{\$}$  kuru sabit tutulursa 40 milyar sterlinlik bir talep fazlası oluşturacaktır. Eşit miktarda bir dolar arzı da piyasada mevcuttur. Döviz kuru istikrar fonu işte bu noktada işlev görmektedir. Fon piyasaya müdahale ederek dolar alır ve karşılığında sterlin satar. Bu işlem sonrasında piyasada sterlin arzı artacak ve  $S_0$  seviyesinden  $S_1$  seviyesine yükselecektir. Netice olarak kur resmi olarak belirlenen değerinde C noktasında istikrar kazanır. Eğer dolar talebi artar ve dolar değer kazanırsa fon, dolar satın sterlin almak yönünde piyasaya müdahale edecektir.

Piyasaya bu şekilde yapılan müdahalelerle kısa vadeli dengesizlikler önlenir. Fakat uzun vadede gelir seviyesi farklılıkları, tercihler ve teknolojik gelişmeler sebebiyle temel dengesizlikler ortaya çıkabilir. Sabit kuru devam ettirmek ülke ekonomisinin zararına olabilir. Sabit kur sisteminde temel dengesizliklerin oluşması durumunda başvurulan yol devalüasyon ve revalüasyondur.

Devalüasyon ve revalüasyon, döviz kurunun diğer paralar karşısında sabit bir değerden bir diğer sabit değere düşürülmesi ve yükseltilmesidir. Daha çok bir anda ve büyük oranda yapılan kur ayarlamalarıdır. Uygulamalara bakıldığında zaman devalüasyon ve revalüasyonun çoğunlukla ödemeler dengesinde meydana gelen kronik açık ve fazlaların düzeltilmesi için

kullanıldığını görüyoruz. Kur ayarlamaları yapan ülkeler iç ve dış malların nispi fiyatlarını değiştirerek harcamaları yönlendirme olanağına sahiptir. Şöyle ki ödemeler dengesi açığı ile karşılaşan bir ülke parasının değerini devalüe eder. Bu durumda birim yabancı mal için ödenen yerel para miktarı eskisine göre daha fazla olacaktır. Yani ithalat daha pahalı hale gelecek ve iç pazara olan talep artacaktır. Bir anlamda yerel mallar uluslar arası pazarda ucuzlayacaktır. Diğer yandan bu ucuzlama dış pazarların ülke mallarına olan talebinin de artmasını sağlar. Parasını devalüe eden ülkenin ihracatı da artacak ve ödemeler dengesi açığı kapanacaktır.

Devalüasyon ve revalüasyona başlamadan evvel hükümetler şu üç önemli soruya cevap verebilmelidir (Carbaugh, 2000, 484):

- a. Ödemeler dengesi açığının kapanması için kur ayarlaması gerekli midir?
- b. Ayarlama ne zaman olacaktır?
- c. Ayarlamının büyüklüğü ne olacaktır?

Üzerinde durulması gereken bir nokta kur ayarlamasının piyasalara sezdirilmeden yapılması gerekliliğidir. Aksi takdirde fonların, değeri artan paraya yönlenmesi ve spekülâtörler tarafından haksız kazançlar elde edilmesi önlenemez. Bu da kur ayarlamalarının ülkeye olan maliyetini arttıracaktır.

### 2.2.2 Esnek Kur Sistemleri

Sabit kur sistemlerinin belli avantajları olmasına rağmen bazı ülkeler paralarını dalgalanmaya bırakmayı tercih edebilirler. Esnek veya dalgalı kur sistemi olarak adlandırılan bu sistemde kurlar, tamamen döviz piyasasında oluşan arz ve talebe göre belirlenir. Herhangi bir devlet müdahalesi yoktur. Kurlar günlük olarak belirlenir. Esnek kur sisteminin en önemli avantajı dış dengenin otomatik olarak sağlanmasıdır. Bu sayede hükümetler sadece iç dengeye odaklanabilirler. Esnek kur sistemi her ülkenin arzuladığı enflasyon-işsizlik oranına ulaşmak için bağımsız olarak politika belirlemesine olanak tanır. Ayrıca sabit kur sisteminde merkez bankasında rezerv olarak tutulması gerekli olan döviz kuru istikrar fonu da esnek kurda gerekliliğini kaybeder (Carbaugh, 2000, 492). Bu fonda tutulan para, ekonominin verimi daha yüksek bir kısmına kaydırılabilir. Esnek kur sisteminin ülkeler tarafından tercih edilmesinin bir diğer nedeni de basit bir sistem olmasıdır.

Bu avantajlarının yanı sıra esnek kur sistemi bazı olumsuzlukları da içinde barındırmaktadır. Kuvvetli bir pazar yapısına sahip olmayan ülkelerde esnek kurlar döviz kurlarının aşırı



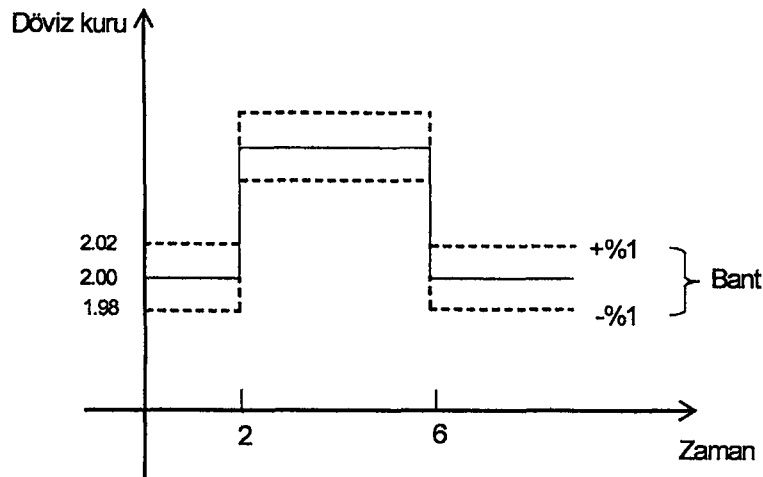
dalgalanmasına sebebiyet verebilir. Bazı iktisatçılar hem reel hem de nominal kurlarda meydana gelen dalgalanmaların uluslar arası ticaret ve yatırımı olumsuz etkileyeceğini savunmaktadırlar. Esnek kur savunucuları ise türev piyasalar sayesinde kur dalgalanmaları riskinin bertaraf edilebileceği görüşündedirler (Haraf ve Willett, 1990, 20).

Hükümetlerin bağımsız para ve maliye politikası uygulayabilme kabiliyeti aynı zamanda bir riski de beraberinde getirmektedir. Finansal disiplinin ve bütçe disiplininin sağlanamaması enflasyon beklentilerini arttırabilir ve bir avantajı dezavantaj haline dönüştürebilir.

Ülkeler hem esnek kurların iradi politika uygulama avantajından hemde sabit kurların kurula bağlı güvenilirliğinden yararlanmak adına ara sistemler geliştirmişlerdir. Ayarlanabilir sabit kur, yönetimli dalgalanma, kayan pariteler gibi adlar alan bu sistemler genel olarak döviz kuru bantları olarak adlandırılır.

### 2.2.3 Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi

Bazı durumlarda ülkeler tamamen sabit veya bağımsız olarak dalgalanan kur sistemleri yerine ara rejimleri tercih edebilirler. Ayarlanabilir sabit kur sistemi, ara rejimlerden biridir. Bu sistemde önce bir merkez parite ve bu paritenin yukarısında ve aşağısında bir dalgalanma bandı belirlenir. Kur belirlenen bant içerisinde serbest olarak hareket eder. Fakat bant dışına çıkmasına merkez bankası müdahaleleri ile izin verilmez. Ayarlanabilir sabit kur sisteminde temel ödemeler bilançosu dengesizliklerini devalüasyon veya revalüasyon ile giderme olanağı da mevcuttur.



Şekil 2.4 Ayarlanabilir sabit kur sisteminin işleyişi Kaynak: (Carbaugh, 2000, 496)

Şekil 2.4'te ayarlanabilir sabit kur sisteminin işleyişi görülmektedir. Başlangıçta 1£=2\$ kuru ve %1'lik bir bant belirlenmiştir. Merkez bankası bu bant içinde olan kur değişikliklerine

müdahale etmez. Diyelim ki ülke ödemeler dengesi açığıyla karşılaşsın. Hükümet bu açığı giderebilmek için 2 olarak belirtilen zamanda devalüasyona gitmiştir. %1'lik bant aralığı, devalüasyondan sonraki seviyede de geçerliliğini koruyacaktır. Aynı şekilde ödemeler dengesi fazlasının sebep olduğu bir revalüasyonda da bandın korunarak kurun yükseltilmesi söz konusu olabilir. 6 olarak belirtilen zamanda revalüasyon gerçekleşmiş ve kurlar ödemeler dengesi fazlasını giderecek şekilde ayarlanmıştır.

Ayarlanabilir sabit kur sisteminde bant aralığı arttırıldıkça sistem esnek kura, daraltıldıkça sabit kura benzer bir yapıya kavuşacaktır. Bu da hükümet politikalarına bağlıdır. Olası bir kur ayarlaması beklentisi yoğun spekülasyonlara yol açabileceğinden kriz yaratmaya elverişli bir sistemdir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, 2).

#### **2.2.4 Yönetimli Dalgalanma Sistemi**

Ekonomik konjunktürde meydana gelen reel faktör değişimlerinden dolayı döviz kurları dalgalanacaktır. İstikrar bozucu spekülasyonlar ve kur sıçramaları da döviz kurlarındaki bu içsel dalgalanmaları şiddetlendirecektir. Az önce de belirttiğimiz gibi dalgalanmaların uluslar arası ticaret ve yatırımlara etkisi negatif olur. Yönetimli dalgalanma sisteminde para otoriteleri kısa vadeli kur hareketlerini kontrol altında tutar fakat uzun dönem kurunun oluşması piyasalara bırakılmıştır (Parasız, 1996a, 19).

Kısa vade yabancı döviz talebinde ve arzında bir artış olduğu zaman bu durum para otoritelerince döviz rezervlerinden karşılanmaktadır. Sisteminde rezerv gereksinimi vardır fakat sabit kura oranla daha az rezerv gereklidir.

Yönetimli dalgalanma 1973 yılında, Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla ortaya çıkmış bir metottur. Bunun arkasında temel olarak iki sebep vardır. İlki ülkelerin uluslar arası piyasada rekabet avantajlarını yitirmemek için döviz piyasalarına müdahale etme isteğidir. İkincisi ise serbest dalgalanma sisteminin istikrarsız kur hareketlerine sebep olarak belirsizlik yaratmasıdır.

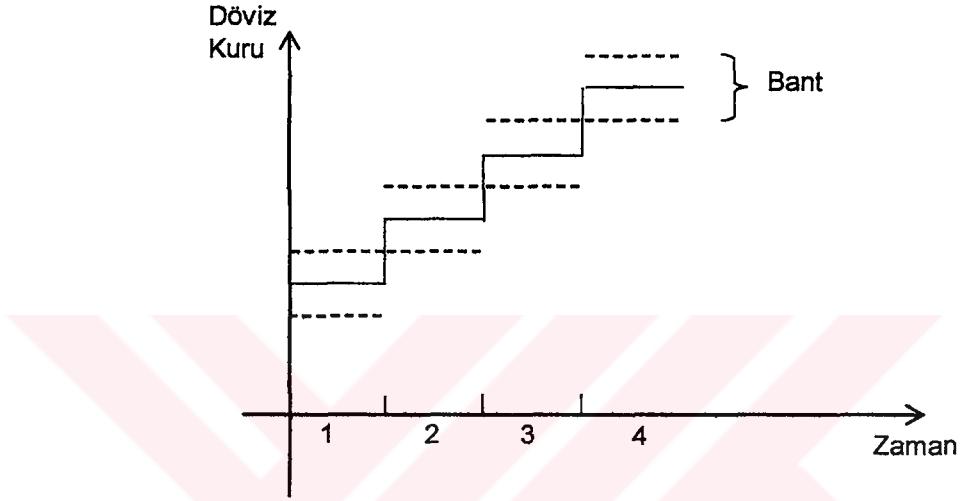
Yönetimli dalgalanma sisteminde piyasalara yapılan sık ve büyük müdahaleler, sistemi sabit kura yaklaştırır. Diğer taraftan küçük ve hacmi az müdahale etme alternatifi kullanılarak esnek kurun avantajlarından faydalanmak da olanak dahilindedir. Para otoriteleri, ani dalgalanmaları önlemek için periyodik olarak her hafta veya her gün döviz kuruna müdahale edebilir. Bu şekilde bir uygulama rüzgara karşı durma (leaning against the wind) olarak adlandırılır (Carbaugh, 2000, 497). Herhangi bir uzun vadeli hedef yoktur. Fakat bazı ülkeler



bir uzun dönem hedef döviz kuru belirler ve bunu destekler. Hedef döviz kuru, ekonomide meydana gelebilecek değişimlere göre yeniden ayarlanabilir niteliktedir.

### 2.2.5 Kayan Pariteler

Kayan parite sisteminde döviz kurları daha önceden ilan edilen miktarlarda ya da yüzdede, sık sık ve açıkça belirlenen zaman aralıklarıyla denge kuruna ulaşınca kadar değiştirilmektedir. Kayan parite tabiri, ülke parasının küçük adımlar halinde bir pariteden diğerine kaymasını açıklamak için seçilmiştir. Sistemin işleyişi aşağıdaki şekilden anlaşılabilir.



**Şekil 2.5 Kayan pariteler yönteminin işleyişi Kaynak: (Parasız, 1996a, 18)**

1968 yılında Brezilya hükümeti çeşitli ekonomik verilerin gidişatına göre yılda birden fazla kur ayarlamasına gitme yolunu seçmiştir. Nispi fiyatlar, döviz rezervlerinin seviyesi, ihracat performansı ve dış ticaretin ödemeler dengesi içindeki görelî payı gibi ekonomik parametreler göz önünde bulundurularak kur ayarlamaları gerçekleştirilmiştir. Arjantin, Şili, İsrail, Peru ve Türkiye de sistemi Brezilya'dan sonra kullanan ülkeler arasındadır.

Kayan pariteler sistemi özellikle kronik enflasyon sorunu yaşayan ülkelerin tercih ettiği bir sistemdir (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000, 4). Güney Amerika ülkeleri fiyat endekslerini temel alarak kur değerlerini belirleme yoluna gitmişlerdir. En önemli amaç enflasyon beklentilerinin kırılması ve ekonomik belirsizliğin ortadan kaldırılmasıdır. Kayan parite uygulamak isteyen ülkeler döviz kurunda yapacağı değişikliklerin miktarına, sıklığına ve dalgalanma bandının genişliğine karar vermek zorundadır.

### 2.2.6 Döviz Kontrolleri

Şimdiye kadar ele alınan döviz kuru sistemleri serbest kur piyasasının varlığı temeli üzerine kurulmuştur. İç para piyasalarına devlet müdahalesi mümkün olsa da ithalat ve ihracata devlet müdahalesi kesinlikle yoktur. Yani serbest döviz piyasası mevcuttur. Fakat bazı ülkeler ekonomik amaçlarına ulaşmak için ödemeler dengesi hesapları ve kurlar üzerinde direkt kontroller uygulayabilir.

Döviz kontrolleri 1930'lardan 1950'lere kadar Batı Avrupa'da kullanılmıştır. Günümüzde ise az gelişmiş Afrika ve Uzak Doğu ülkelerinde kullanılmaktadır. Örnek olarak bir ülke yönetimi, ticaretten kazanılan tüm dövizin yetkili takas kurumları vasıtasıyla ve devletin belirlediği kur değerinden yerel paraya dönüştürülmesi zorunluluğunu getirebilir. Böylelikle döviz piyasası üzerinde tam bir hakimiyete sahip olabilir. Uluslar arası ticarete de nispi fiyatların belirlenmesini sağlayan yine devlet olacaktır.

Böyle bir sistemin avantajı, ithalat ve sermaye çıkışlarına direkt müdahale ile dış dengenin sağlanabilmesidir (Hanke, 1998, 2). Döviz kuru farklılaştırması uygulanarak istenen sektörler desteklenebilir. Döviz kontrolleri uygulayan ülkeler ham madde alımlarında daha düşük kurlardan döviz satarken, lüks tüketimlerde daha pahalı döviz satmışlardır. Bu sayede ekonomik kalkınmaya ulaşmayı hedeflemişlerdir. Bu uygulamaya çoklu döviz kuru denir. Örneğin Şili 1972 yılında lüks mallar için 80 esküdo=1\$ kurundan döviz satışı yaparken ham madde ithalatına 20esküdo=1\$ resmi kurunu kullanmıştır (Carbaugh, 2000, 510).

Benzer bir sistem kısa vadeli sermaye akımlarının zararlı etkilerinden korunmak için de uygulanabilir. Özellikle sabit kur sistemleri ile döviz kontrollerinin beraber uygulanmasının spekülasyon ataklarına karşı koruma getireceği görüşü bazı iktisatçılar tarafından vurgulanmaktadır. Fakat bu konuda görüş ayrılıkları mevcuttur. Daha az sermaye ve döviz kısıtlaması getiren ülkelerin, spekülasyon ataklarına karşı daha meyilli olmadıklarını düşünen iktisatçılar da bulunmaktadır (Glick ve Hutchison, 2002, 18).

Döviz kontrollerinin bir diğer avantajı, dış denge endişesi taşımayan ülke yönetimlerinin iç dengeyi sağlayıcı politikaları daha rahat ve serbest devreye sokma ihtimalinin olmasıdır.

### 2.3 Uluslar Arası Para Sistemi

Döviz kurlarının belirlenmesi ve alternatif kur sistemlerini inceledikten sonra bu bölümde uluslar arası para sisteminin işleyişi tarihsel bir perspektiften ele alınacaktır. Uluslar arası para sistemi, tarihi açıdan şu şekilde sınıflandırılabilir:

- a. İki metale dayalı sistem: 1875'ten önce
- b. Klasik altın standardı: 1875-1914
- c. Dünya Savaşları dönemi: 1914-1944
- d. Bretton Woods sistemi: 1945-1972
- e. Esnek kur rejimleri: 1972'den bugüne

### 2.3.1 İki Metale Dayalı Sistem

İki metale dayalı sistemin özünde, hem altın hem de gümüş paraların dolaşımında olması, uluslar arası ve ülke içi ticarete her iki metalin de kabul görmesi vardır. Altın ve gümüş, değer saklama aracı olarak ve hesap birimi olarak da kullanılmaktadır. Sistem 1880'lere kadar yaşamayı sürdürmüştür. Büyük Britanya'da iki metale dayalı sistem 1816'ya kadar devam etmiştir. 1816'da Napolyon Savaşları'nın sonuca bağlanmasıyla Birleşik Krallık gümüş sikkeleri sistemden çıkarmış ve altına dayalı bir sisteme geçmiştir. ABD ise 1792 yılında Coinage Antlaşması ile iki metalli sistemi kabul etmiş ve 1873 yılına kadar hem gümüş hem de altın paralar dolaşımında kalmıştır. 1873'ten sonra kongre gümüş para basımını durdurmuştur. En uzun süre iki metalli sistemi uygulayan gelişmiş ülke Fransa'dır. Fransız Devrimi ile başlayan sistem 1878'e kadar devam etmiştir. Bu ülkelerin yanı sıra Çin, Hindistan, Almanya ve Hollanda gibi ülkelerin pazarlarında, altın standardı öncesinde, hem altın hem gümüş paraların dolaşımında olduğunu biliyoruz.

Ödemelerin altın ve gümüş paralarla yapılması döviz kurlarının da iki metale göre ayrı ayrı hesaplanması gerekliliğini doğurmuştur. Örneğin 1870'lerde tamamen altın standardında olan İngiltere ile iki metalli sistemde olan Fransa arasındaki döviz kuru iki ülke paralarının ihtiva ettiği altın miktarı ile belirlenmekteydi. Öte yandan gümüşe endeksli bir para olan Alman markı ile Fransız frangı arasındaki kur, paraların gümüş değerlerine göre belirleniyordu. Sterlin ile mark arasındaki kur ise direkt olarak hesaplanamamakta ve paraların franka karşı değerlerine göre oluşmaktaydı.

İki metale dayalı sistem uygulayan ülkelerde Gresham Yasası olarak bilinen "kötü para iyi parayı kovar" sözünün geçerli olduğu görülmüştür. Metaller arasında resmi kur belli olsa da sadece değeri düşük metalin değişim aracı olarak kullanıldığı, değeri yüksek metalin yastık altına gittiğini ve değer saklama amacıyla kullanıldığını görüyoruz. Anlaşılacağı kadarıyla altın standardına kadar uluslar arası para sistemi düzenli bir yapıya kavuşmamıştır. Amerika

kıtasında yeni altın madenlerinin keşfi de sürece tesir ederek iki metalli sistemin çökmesine ve tamamen altına dayalı bir yapının kurulmasına katkıda bulunmuştur.

### 2.3.2 Klasik Altın Standardı Sistemi (1875-1914)

Altının değer saklama, değişim ve hesap birimi olarak kullanılması, paranın bulunuşuna kadar uzanan bir süreçtir. Fakat geçerli sistemin altın standardı olarak adlandırılması için çeşitli özellikleri yansıtması gerekir. Ticarete hakim olan ülkelerde

- a. sadece altının geçerli olması
- b. ulusal paralar ile altın arasında iki taraflı değiştirilebilirlik olması
- c. Altının serbest olarak ithal ve ihraç edilebilmesi

koşulları sağlanırsa “altın standardı sistemi geçerlidir” denilebilir.

Bu anlamıyla klasik altın standardı ilk olarak İngiltere’de 1821 yılında uygulanmıştır. Avusturya (1852) ve Kanada (1853) ilk takipçileri olmuştur. 1879’a kadar Almanya, Hollanda, Belçika, İsviçre, Fransa, Finlandiya ve ABD gibi ülkeler de altın standardını benimsemiştir (Meissner, 1999, 1-2). Sistem 1914 yılında I. Dünya Savaşı sebebiyle ülkeler, paralarının altına dönüştürülebilirliğini kaldırana dek, yaklaşık kırk yıl devam etmiştir. Bu kırk yıllık süre içinde Londra ticaretin merkezi haline gelmiştir. İktisadın gelişmesine katkı yapmış önemli bilim adamlarının İngiltere’den çıkması bu anlamda tesadüf değildir.

Altın standardında ülke paralarının değişim değeri, içerdikleri altın miktarına göre belirlenir. Örneğin İngiltere’de bir ons altın altı sterlin, Fransa’da on iki frank ise döviz kuru  $1\text{£}=2\text{FFR}$  olacaktır. Standardı benimsemiş her ülke parasının birbirlerine karşı değeri bu şekilde kolaylıkla hesaplanabilir. Uygulandığı süre içinde altın standardı sisteminin kurlara istikrar getirdiği gözlenmiştir. Kurlar ani değişikliklere uğramamış, uzun süre dar bantlar içinde kalmıştır.

Kurlarda meydana gelecek yanlış ayarlamalar altın akımları ile otomatikman dengeye gelecektir. Şöyle ki az önceki örnekte İngiliz piyasasında  $1\text{£}=1.80\text{FFR}$  kuru mevcutsa, yani sterlin olması gerekenden daha ucuzsa İngilizler frank karşılığı sterlin alacak fakat sterlin karşılığı frank almayacaktır. Frank almak isteyenler, ellerindeki sterlini altına çevirip Fransa’ya yollamayı ve Fransa’da altın karşılığı frank almayı tercih edeceklerdir. Örnekle açıklamak gerekirse, ticaret yapmak için 1000 frank talep eden bir tüccar bu talebini piyasadan karşılamak isterse 555,56 sterlin ödemesi gerekir. Bunun yerine İngiltere Bankası’ndan 500£ karşılığı 1000/12 ons altın alıp bunu Fransa’ya yollar ve orada Fransız

Bankası'na 1000 frank karşılığı satarsa 55,56 sterlin kar elde edecektir. Bu yolla İngiltere'de kur, normal seviyesi olan  $1\text{£}=2\text{FFR}$ 'ye yükselecektir. Yani sterlin değer kazanacaktır.

Altın standardı sisteminde dış denge otomatik olarak sağlanır. Örneğin İngiltere'nin Fransa'ya ihracatının, Fransa'dan ithalatından fazla olduğu bir ödemeler dengesizliği düşünelim. Bu dengesizlikte mal hareketinin aksi istikametinde bir altın akımı olur. İngiltere'den mal dışarı çıkarken karşılığında altın ülke içine akar. Bunun sonucunda Fransa'da mal arzı artacağından fiyatlar düşer, İngiltere'de fiyatlar yükselir. İngiltere'de fiyatların yükselmesi ihracatı olumsuz etkileyecektir. Yani bir ödemeler dengesi fazlası otomatik olarak dengeye gelir. David Hume bu otomatik dengeyi "fiyat-altın para akımı mekanizması (price-specie-flow)" olarak adlandırmaktadır (Seyidoğlu, 1999b, 422; Formaini, 2003, 2). Otomatik dış denge, kur istikarı, para arzının kurala bağlı olması sebebiyle enflasyonun az olması gibi avantajlarından ötürü altın standardı günümüzde dahi savunucuları olan bir sistemdir. Fakat yeni keşfedilen altın yataklarının gelişen ülkeler arası ticareti karşılamaya yetecek derecede para yaratımını sağlayamayacağı ve ekonomik durgunluğa sebep olacağı görüşü daha ağır basmaktadır.

### 2.3.3 Dünya Savaşları Dönemi (1914-1944)

I. Dünya Savaşı'nın başlaması altın standardı sisteminin çöküşünü hazırlamıştır. İngiltere, Almanya, Fransa ve Rusya gibi uluslar arası ticaretin temelini teşkil eden devletler paralarının altına dönüştürülebilirliğini askıya almışlar ve altın ihracatına yasak koymuşlardır. Savaşın sona ermesiyle birlikte başta Almanya olmak üzere bir çok ülke hiperenflasyon deneyimleri yaşamıştır. 1920'lerin başında ülkeler, dış piyasalarda rekabet avantajı elde etmek için paralarının değerini düşürme yoluna giderek iç dengelerini sağlamak istemişlerdir.

Savaşın etkilerinin ortadan kalkmaya başlaması ile birlikte gelişmiş ülkeler altın standardı sistemini yeniden kurma girişimlerinde bulundular. Eski sistemde İngiltere'nin üstlendiği pazar lideri konumu savaş sonrası dönemde ABD'nin eline geçmişti. Savaş sırasındaki güvenli konumu, yüksek altın rezervleri ve ılımlı enflasyon oranı sayesinde altın standardına dönüşe cesaret edebilecek tek ülke ABD'ydі. 1919 yılında altın ihracatına getirilen kısıtlamalar kaldırıldı. 1925 yılında İngiltere ve 1928 yılına kadar da diğer gelişmiş ülkeler altın standardı sistemine dönüş yaptılar (Galbraith, 1990).

Altın standardına dönüş sanıldığı kadar başarılı olmadı. Ulusal ekonomilerin kalkındırılmasına birinci önceliği veren politikacılar, para ve kredi politikaları uygulayarak sistemin işleyişine müdahale ettiler. Sisteme dönüş için gerekli olan politik kararlılık gösterilemedi. Otomatik denge mekanizması bu sebepten ötürü çalışmamaya başladı.



1929 yılında Büyük Buhran sebebiyle yaşanan iflas artışları ve finansal kriz ortamı ülkelerin sermaye piyasalarının derin yaralar almasına sebep oldu. Krize yakalanan ülkelerden aşırı miktarda altın çıkışları olmaktadır. Kronik hale gelen ödemeler dengesi açıkları ve altın çıkışları sebebiyle rezervlerinin azalmasını sebep gösteren İngiltere Eylül 1931’de parasını dalgalanmaya bıraktığını açıkladı. Daha sene sonu gelmeden Kanada, Japonya, İsveç ve Avusturya altın standardından çıktılar. ABD de Nisan 1933’te banka iflasları ve altın çıkışları sebebiyle sistemi terk etti. 1936’da sistemden çıkan Fransa’nın da sebepleri aynı idi.

Genel olarak bakıldığında Dünya Savaşları dönemi ulusal ekonomilerin ön planda olduğu bir dönemdi. Altın standardına dönüş çabaları olmuş fakat bu çabalar politik destekten mahrum bir şekilde yürütülmeye çalışılınca başarısız olmuştu. Politik istikrarsızlık, banka iflasları ve panik halindeki sermayenin ülkeler arasında yer değiştirmesi dönemin en önemli karakteristik özellikleridir.

#### **2.3.4 Bretton Woods Sistemi (1945-1972)**

1944’te Almanya’nın savaşı kaybetmesinden ve II.Dünya Savaşı’nın büyük ölçüde sona ermesinden sonra kırk dört ülke temsilcisi ABD’de toplanarak yeni ekonomik düzenin nasıl oluşacağı üzerine tartışmalara başladılar. Bretton Woods Sistemi olarak bilinen sistem ve bu sistemin kurumlarından olan IMF ve Dünya Bankası’nın temeli New Hampshire’deki bu toplantılarda atıldı.

Dönemin en ünlü iktisatçısı olan John Maynard Keynes toplantılara İngiltere adına katıldı. Keynes uluslar arası bir takas merkezi kurulmasını önerdi. Bu merkez “bancor” adı verilen bir rezerv para birimi yaratacağı. Her ülke dış ticarete bancor kullanacaktı. Ayrıca ülkelerin takas merkezi ile anlaşarak fazladan kredi kullanma imkanları da olacaktı. Dönemin lideri konumundaki ABD’yi temsil eden Harry Dexter White ise kısa dönemli bütçe açıklarını finanse etme amacıyla bir para havuzu kurulmasını teklif etti (Schwartz, 2000, 28). Hem ABD hem de İngiltere’nin fikir birliğine vardığı konulardan biri altın standardı sistemine dönülmeden kur istikrarını sağlayıcı bir düzenin oluşmasıydı.

Yapılan tartışmalar sonucunda bir dolar otuz beş ons altına eşitlendi. Diğer para birimlerinin değeri dolara karşı olan değerlerinden hareket edilerek hesaplanacaktı. Altına dönüştürülebilirlik sadece dolar için geçerliydi. Ülkeler, dolara bağlı olan paralarının değerini  $\pm\%1$  sınırları içinde tutmakla yükümlüydüler. Bu bandın aşılması durumunda para otoriteleri döviz alıp satarak piyasaya müdahale edecek ve kısa vadeli dalgalanmalar giderilecekti. Temel dengesizliklerin oluşması durumunda ise ülkeler paralarının değerini devalüe veya

revalüe etme hakkına sahiptiler. Bu işleyişi itibarıyla Bretton Woods Sistemi ayarlanabilir sabit kur sistemini andırmaktadır. Fakat ülkelerin kur ayarlamalarına gitmemesi sistemi altın döviz standardı sistemine dönüştürmüştür.

Sistem, ülkelerin uluslar arası ödemelerde hem altın hem de döviz kullanmasına imkan tanımaktaydı. Bu sayede sınırlı altın miktarının gelişmekte olan ticarete yapacağı deflasyon etkisi geçersiz kalıyordu. Ayrıca rezerv olarak tutulan altın ülkelere faiz getirmezken döviz rezervleri faiz kazancı sağlıyordu. Ülkeler arası altın nakliyatı giderleri de azalmaktaydı.

Bu faydalarına rağmen Robert Triffin, "Triffin Açmazı" olarak bilinen eleştirisi ile sistemin uzun vadede çökeceğini söyledi (Congdon, 2002, 6). Triffin'e göre ülkelerin artan rezerv ihtiyaçları, rezerv paraya sahip ülkeyi sürekli ödemeler dengesi açıklarıyla karşı karşıya bırakacak ve uzun vadede rezerv paraya olan güveni sarsacaktı. Rezerv paraya olan güvenin azalması sistemin çöküşünü beraberinde getirecekti. Nitekim öyle de oldu. 1950'lerde ABD ödemeler dengesi açıkları artmaya başladı. 1960'larda ABD'deki altın miktarının yabancı ülkelerdeki dolar miktarını karşılamaya yetmeyeceği hesaplanabiliyordu. Bu durum dolar bazlı sistemin devam edebilirliğine olan güveni sarsmaya başladı. Fransa Bankası hükümetten gelen talimat üzerine elindeki dolarları altına dönüştürdü. ABD'nin altın rezervleri erimeye başladı. Buna karşılık ABD hükümeti bir takım doları koruyucu önlemler alma yoluna gitti ve IMF tarafından özel çekme hakkı (ÖÇH) olarak adlandırılan yeni bir rezerv birimi oluşturuldu (Boughton, 1998, 41). Dolar üzerindeki olumsuz baskının azaltılması için değişik ülkelerin paralarını belli oranlarda bir sepette toplayan ÖÇH, ülkelerin IMF ile olan ilişkilerinde temel para işlevi görmeye başladı. Altın ve dolara ek olarak yeni bir hesap birimi uluslar arası piyasaya girmişti.

ÖÇH başlangıçta on altı para birimini içeren bir sepetti\* (Boughton, 2001, 925). Her ülkenin payı dünya ihracatındaki paylarına göre ağırlıklandırıldı. Zamanla ÖÇH sadece bir rezerv para işlevi görmekten öteye gitti. Tek para birimine göre daha istikrarlı bir seyre sahip olduğu için hesap birimi işlevi de görüyordu. Uluslar arası ticaret ve finansal işlemlerde kur belirsizliğini azaltmak için kullanılmaya başlandı.

1960'ların sonu ve 1970'lerin başında ABD'nin Vietnam Savaşı'nı finanse etmek için genişleyici para politikası izlemesi ve buna bağlı olarak enflasyonun artması diğer ülkeleri zor durumda bıraktı. Dolar, diğer gelişmiş ülke paraları karşısında aşırı değerlenmişti.  $\pm\%1$ 'lik bandı korumak isteyen ülkeler, piyasaya yüklü miktarda müdahaleler yapmak zorunda kalıyordu. 1971 yılına gelindiğinde ABD başkanı Nixon doların altına dönüştürülebilirliğini

\* 1980'li yıllara gelindiğinde bu sayı beşe düşmüştür.

askıya aldı ve ülke dışına altın çıkışına vergi koydu. Sistemin işleyişi yıkılmak üzereydi. Bunu gören on gelişmiş ülke ABD’de bir araya gelerek Smithsonian Antlaşması’nı imzaladılar. Alınan kararlar üç başlık altında toplanabilir(Parasız:1996a, 152-153):

- a. Kur 38\$= 1ons altın olacak şekilde devalüe edildi.
- b. Katılımcı diğer dokuz ülke, dolara karşı paralarının değerini %10’a varan seviyelerde arttırdılar.
- c. Bant aralığı  $\pm\%1$ ’den  $\pm\%2.25$ ’e çıkarıldı.

Smithsonian Antlaşması’nda alınan kararlar kısa bir süre uluslar arası sisteme nefes aldırdı. Fakat 1973’e gelindiğinde dolara olan baskı yine artmıştı. Dolar değerinin bir kez daha ayarlanması ve 42\$=1ons altın seviyesine getirilmesi de yetmedi. Mart 1973’te Japonya ve Avrupa ülkeleri sistemden çıkarak paralarını dalgalanmaya bıraktılar. Bretton Woods Sistemi Triffin’in öngördüğü şekilde yıkılmıştı.

### 2.3.5 Esnek Kur Rejimleri

Uluslar arası para sisteminde belirsizliğin artması üzerine IMF’ye üye ülkeler 1976’da çözüm getirmek için Jamaika’nın Kingston şehrinde toplandılar. Toplantıdan temel olarak üç sonuç çıktı:

- a. Esnek kur rejimi IMF üyeleri tarafından kabul edilebilir bir rejim olarak yerini aldı.
- b. Altının uluslar arası rezerv olarak kullanılmasına son verildi. IMF’nin elinde olan altının yarısı satıldı, diğer yarısı fakir ülkelerin kullanımına sunuldu.
- c. Petrol ihraç etmeyen ve gelişmekte olan ülkelerin IMF ile ilişkilerinin artırılmasına karar verildi.

Jamaika Antlaşması ile IMF’nin uluslar arası para sisteminde, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önemi artıyordu. Bu ülkelere verilen kredilerin miktarı artırıldı. Şarta bağlı krediler ve destekleme programları yürütüldü. Aynı zamanda istikrar politikaları için teknik destek de verilmeye başlandı. Ekonomik dengesizliklerle karşılaşan ülkeler IMF ile koordineli programlar yürütme yoluna gittiler.

Esnek kur sistemine geçilmesi ile birlikte döviz kurlarının daha dalgalı bir seyir izlediği görülmüştür. 1980’de Reagan’ın başkan seçilmesi ile ABD, yüksek faiz politikası uygulamış, finansal açık ve bütçe açıklarını dışarıdan yatırım ve sermaye ithal ederek kapatma yoluna



gitmiştir. Bunun sonucu, artan dolar talebi ve doların diğer gelişmiş ülke paraları karşısında aşırı değerlenmesi olmuştur. Aşırı değerlenen dolar Amerika'nın dış ticaret dengesinde yüksek açıklar meydana getirmiş ve bu sonuç G-5 olarak bilinen Japonya, Fransa, Almanya, İngiltere ve ABD'yi konuyla alakalı önlemler almaya sevk etmiştir. Plaza Anlaşması'nda bir araya gelen G-5 ülkeleri, doların değerinin düşürülmesi ve bu sayede ABD dış ticaret açığının giderilmesine yönelik kararlara imza atmışlardır (Pesaran, 1993, 265). Ülkeler alınan kararlar doğrultusunda iç piyasalara müdahale etmişlerdir. Fakat bir süre sonra doların bu kez aşırı değersiz olmasının ABD'ye rekabet avantajı sağladığını gören ülkeler Paris'te tekrar bir araya gelme ihtiyacını duymuşlardır. Louvre Anlaşması ile aralarına İtalya ve Kanada'nın katıldığı G-7 ülkeleri iki önemli karar almışlardır:

- a. Döviz kurlarının istikrarlı olması için işbirliği
- b. Makro ekonomik politikalarda koordinasyon

Böylelikle gelişmiş ülkeler, kurların aşırı değer kaybetmesi veya aşırı değerlenmesi durumunda piyasa müdahalelerine olanak veren bir yönetimli dalgalanmayı para sistemi olarak benimsemişlerdir. Günümüzde gelişmiş ülkeler içinde en müstesna konuma sahip olanı Avrupa Birliğidir. Birliğin geliştirdiği Avrupa Para Sistemi diğer gelişmiş ülkelere önemli farklılıklar göstermektedir.

#### **2.4 Avrupa Para Sistemi**

1957 Roma Antlaşması ile kurulan Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET) Bretton Woods Sistemi'nin son yıllarına doğru kendi içinde bir para sistemi kurma yoluna gitti.  $\pm\%1.125$ 'lik bant sistemi getirildi. Bu bant Bretton Woods'un  $\pm 2.25$ 'lik bandından daha dardı. AET ülkelerinin paraları, dolara ve birlik üyesi olmayan diğer ülke paralarına karşı daha geniş bir bant içinde seyrederken, kendi aralarında daha sıkı bir bantta dalgalanıyordu. "Yılan" adı verilen bu sistemin ömrü çok kısa oldu. Fakat 1972'de "tünelde sürünen yılan" adıyla tekrar gündeme geldi. Tünelde sürünen yılan uygulaması da kısa ömürlü olacak ve 1973 petrol şokuyla tarihe karışacaktı. Her iki yılan uygulamasının amacı da AET üyesi ülkeler arasında döviz kuru istikrarı sağlamak ve bu istikrarın getireceği bölge içi ticaret artışından faydalanmaktı. Roma Antlaşması ile temelleri atılan ekonomik entegrasyon, yılan uygulamalarıyla pekiştirilmek isteniyordu.

1979 yılında Avrupa Para Sistemi (APS) uygulamasına geçildi. APS'nin üç önemli amacı vardı:

- a. Avrupa'da parasal istikrarı oluşturmak.

b. Birlik üyesi olmayan ülkelere karşı kur politikasını koordine etmek.

c. Avrupa parasal birliğinin temellerini oluşturmak

Fransa ve Almanya öncülüğündeki Avrupa ülkeleri, ekonomik entegrasyona giden yolda iki önemli enstrümanı da uygulamaya sokmuşlardı. “ECU” olarak adlandırılan bir para sepeti kabul edildi. AET’ye üye ülkelerin paraları ağırlıklandırılarak sepet içinde yerlerini aldılar. Ağırlıkların belirlenmesinde ülkelerin milli gelirleri ve birlik içi ticaretteki payları göz önünde bulundurulmuştu.

ECU uygulaması diğer önemli enstrüman olan “döviz kuru mekanizmasının” (ERM) da temelini teşkil etmekteydi (Seyidoğlu, 1999a, 556). Döviz kuru mekanizmasında üye ülke paraları, ECU cinsinden hesaplanıyor, dönüşüm değerleri hesaplanırken ECU baz alınıyordu. Örneğin  $1\text{ECU}=2\text{DM}$  ve  $1\text{ECU}=5\text{FFR}$  merkez kurları saptanmışsa  $1\text{DM}=2.5\text{FFR}$  kuru kolaylıkla bulunabiliyordu.

Sistem 1979’da kurulduğunda ülke paralarının birbirlerine göre dalgalanma bandı  $\pm\%2.25$  olarak belirlenmişti. Yalnız lîre  $\pm\%6$  dalgalanma payı ile diğer paralardan farklı tutulmuştu. Daha sonraları çeşitli şoklar sebebiyle bu bant  $\pm\%15$ ’lere kadar çıkartıldı. Paralarının bant dışına çıkmasını istemeyen ülkelerin piyasaya müdahale edebilmesi için bir fon oluşturuldu. APS 1990’da iki Almanya’nın birleşmesi sebebiyle bir kriz yaşadı. I. Dünya Savaşı sonrası acı bir enflasyon deneyimi yaşayan Almanlar, aynı durumla tekrar karşılaşmamak için faiz oranlarını yüksek tutuyordu. Sermayenin Almanya’ya akması sebebiyle zarara uğradığını belirten İngiltere ve İtalya 1992’de döviz kuru sisteminden çıktılar. İtalya 1996’da sisteme geri döndü.

1991 yılında Avrupa Birliği’nin önemli adımlarından biri olan Maastricht Zirvesi toplandı. Bu zirvede alınan karara göre üye ülke paraları 1 Ocak 1999’dan itibaren ortak bir Avrupa para birimi oluşturmak amacıyla sabitlenecekti. Merkezi Almanya Frankfurt’ta olan bir Avrupa merkez bankası oluşturulacak ve ABD’deki Federal Rezerv sistemi benzeri bir para otoritesi oluşturulacaktı. Maastricht Kararları ile üye ülkeler para maliye ve döviz politikalarında koordinasyon sağlayacak önlemleri aldılar. Kararlara göre

a. bütçe açıklarının GSMH’ye oranı  $\%3$ ’ü aşamayacaktı.

b. Toplam kamu borcunun GSMH’ye oranı  $\%60$ ’ı aşamayacaktı.

c. Yüksek seviyede fiyat istikrarı sağlanacaktı. Enflasyon oranı en düşük üç üye ülkenin  $\%1.5$ ’inden fazla enflasyon oranı olmamalıydı.

d. Kur, döviz kuru mekanizmasında belirtilen aralıklarda hareket edecekti.

Alınan kararlar Avrupa Para Birliği'nin ve euro para biriminin temelini oluşturmuştur. Ayrıca AB üyelerinin ortak bir dış politika ve savunma politikası uygulamasına yönelik kararlar da zirvede kabul görmüştür.

#### 2.4.1 Avrupa Merkez Bankası

Maastrich Zirvesi'nde alınan kararlara ilave olarak 1997'de İstikrar ve Büyüme Paketi (İBP) ile ülkelerin bütçe yapılarına kısıtlayıcı yeni uygulamalar getirildi. Üye ülkelerin bütçeleri orta vadede denk olmalı veya fazla vermeliydi. Almanya gibi düşük enflasyona sahip ülkeler bu anlaşmayla kendilerini garanti altına almak istediler. Çünkü Fransa, İtalya ve Portekiz gibi ülkelerin genişleyici maliye politikası uygulaması, euroyu zayıf bir para birimi haline getirecek ve merkez bankasını para ihracına zorlayacaktı.

Avrupa Birliği'nin yapısı içinde, para otoritesi olarak Avrupa Merkez Bankası (AMB)'nin önemli bir yeri vardır. Merkezi Almanya'nın Frankfurt şehrinde yer almaktadır. Bunun yanı sıra euroya dahil her ülkede yerleşik on beş adet yerel merkez bankası mevcuttur\*. Yerel merkez bankaları AMB ile koordinasyon halinde çalışmaktadır. Sistem Federal Rezerv'e benzemektedir. Banka başkanının da dahil olduğu altı üyeli bir yöneticiler kurulu ve yerel merkez bankalarının başkanları tarafından idare edilmektedir.

AMB mümkün olduğu kadar bağımsız bir yapıda kurulmaya çalışılmıştır. Temel görevi fiyat istikrarını sağlamaktır. Politikacıların bankaya müdahalesi ile meydana gelebilecek enflasyonist baskılardan uzak tutulmak istenmiştir. Herhangi bir üyenin merkez bankasına baskı yapma olanağı yapı itibarıyla mümkün değildir. Banka Avrupa Parlamentosu'na icraatları hakkında bilgi vermekle yükümlüdür fakat parlamentonun banka üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı yetkisi yoktur. Tüm bağımsızlığına rağmen AMB iki açıdan politikacılara bağlıdır. Bunlardan ilki atamaların politikacılar tarafından yapılması, ikincisi ise döviz kuru politikasının politik otoriteler tarafından şekillendirilmesidir. Merkez bankalarının bağımsızlığı konusuna ileride daha geniş bir şekilde yer verilecektir.

#### 2.4.2 Parasal Birlikler ve Optimum Para Sahaları

Avrupa Birliği üyeleri tek para birimine dayalı bir parasal birlik kurmaya karar verdiler. Çünkü böyle bir birliğin faydalarının, zararlarından fazla olacağını düşünüyorlardı. Bu açıdan bakarsak para birliklerinin fayda ve zararlarının neler olduğunu bilmek önemlidir.

\* AMB hakkında daha geniş bilgiye <http://www.ecb.int/index.html> adresinden ulaşılabilir.

### 2.4.2.1 Para Birliğinin Faydaları

Parasal birliğin en önemli avantajı üye ülkeler arasında işlem maliyetlerini ve kur belirsizliğini ortadan kaldırmasıdır (Frankel, 1999, 9). İşlem maliyetlerinin yok olması bireylerin, firmaların ve devletlerin yararınadır. Örneğin turistik amaçla gezi yapan bir kişi, birlik içinde dolaştığı sürece para değiştirmek zorunda kalmayacaktır. Firmalar içinse kazançlar daha fazladır. Para biriminin aynı olması, mal fiyatı kıyaslaması yaparken büyük kolaylık sağlar. Kıyaslama esnasında karşılaşılabilecek hatalar sıfıra iner. Birlik içi ticarete döviz kuru belirsizliği olmayacağı için riskten korunma masrafları olmayacak ve buraya harcanan para, firmanın daha etkin olarak kullanabileceği alanlara yönelecektir. Para alanı içerisinde yatırımlar ve ticaret artacaktır. Şirket birleşmeleri ile kaynakların optimal kullanımı sağlanabilir ve bu da firmalara rekabet üstünlüğü getirir. Artan etkinlik ve rekabet parasal birliklerin önemli bir getirisi.

Bir diğer önemli fayda para politikası için güvenilir bir nominal çapanın oluşturulmasıdır. Bu sayede enflasyonist beklentilerin kırılması için gerekli olan güven ortamı sağlanabilir. Belirsizlik ortadan kalkar. Özellikle ticarete konu olan malların fiyatlarına istikrar gelecek ve bu istikrar diğer mallara zaman içinde yansıtacaktır.

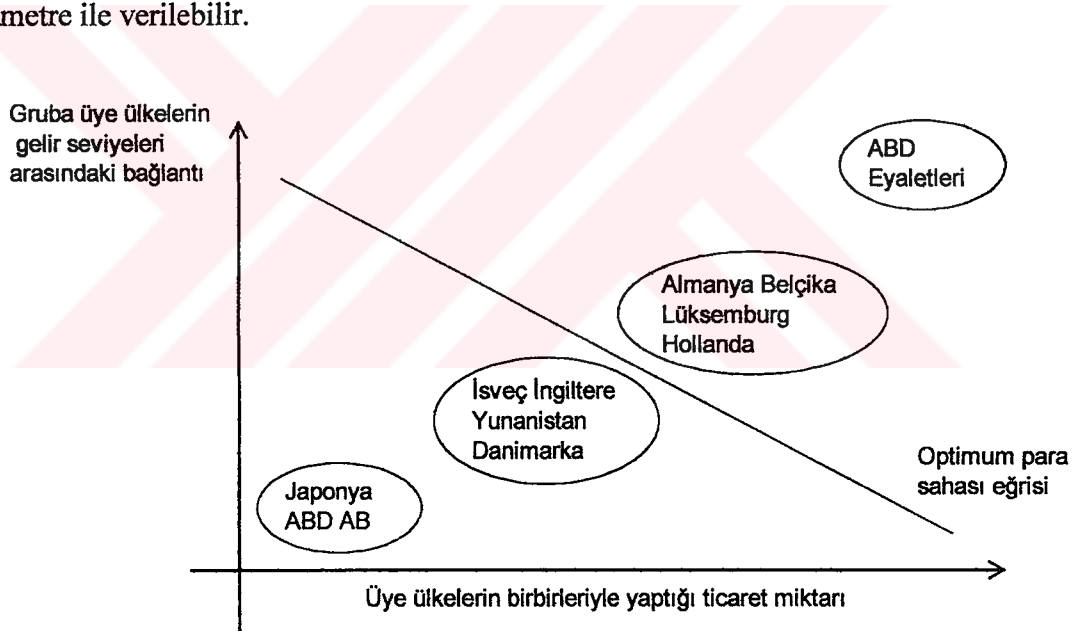
Para birliğinin finansal piyasalara olumlu etkilerinden de söz etmek mümkündür. Birleşme, bölünmüş finansal piyasaları bir araya getirir ve derinleştirir. Ölçek ekonomilerinden faydalanma imkanı doğar. Özellikle dışa açık ve küçük ölçekli ekonomilerin önemli istikrarsızlık kaynaklarından biri olan sıcak para giriş ve çıkışlarını önlemede faydalı olacaktır.

### 2.4.2.2 Para Birliğinin Zararları

Para birliğinin ilk ve en önemli zararı ulusal para ve döviz kuru politikalarının etkin kullanılmamasıdır. Örneğin kağıt endüstrisinde ileri bir ülke olan Finlandiya kağıt fiyatının düşüşü ile gelir kaybına uğrayabilir. Ülkede işsizlik artabilir. Aynı esnada kağıt fiyatındaki düşüş, diğer birlik üyesi ülkelerin ekonomilerine zarar vermeyecektir. Bu tip bir durum “asimetrik şok” olarak adlandırılır. Birlik üyesi olmayan bir Finlandiya, parasını devalüe ederek mallarına olan talebi arttırmak yoluna gidebilir. Yahut iç faiz oranlarını düşürüp yatırımları arttırmayı planlayabilir. Fakat parasal birlik üyesi ise bu politikaların uygulanması imkansızdır. Dolayısıyla asimetrik şoklara müsait bir parasal birliğe üye ülkeler çeşitli kayıplara uğrayabilir. Bu şoklar birliğin yapısına da olumsuz etkide bulunacaktır (Kenen, 2000, 113).

Asimetrik şokların birliğe etkisini önlemek mümkündür. Yukarıdaki örnekte Finlandiya'nın ücretleri düşürmek yoluna gitmesi, devalüasyon ile aynı etkiyi yapacaktır. Fakat bunun için esnek bir emek piyasasına sahip olması gerekir. Yahut emek ve sermaye akışkanlığının fazla olması parasal önlemlere başvurulmadan şokun giderilmesini sağlayabilir. Robert Mundell'in 1961 yılındaki makalesi ile iktisat literatürüne giren optimum para sahası teorisi, faktör mobilitesinin yüksek olmasının parasal birliklerin başarısında önemli bir ölçüt olduğunu ileri sürmektedir (Frankel, 1999, 15). Bu açıdan ele alırsak ABD eyaletlerinin nispeten Mundell'in belirttiği optimal para sahasına daha yakın olduğunu görüyoruz. AB'de ise faktör mobilitesi yeterli seviyede değildir. Ülkeler gerekli mali entegrasyonu sağlayamamışlardır. Dil farklılıkları da emek mobilitesine olumsuz yönde tesir etmektedir.

Parasal birliğe katılmak isteyen ülkeler birliğin, kendilerine sağlayacağı fayda ve zararları iyi analiz etmelidirler. Bunun sonucunda fayda zararı aşıyorsa birleşme yoluna gidilebilir. Ülkelerin para birliğine girme-dışarıda kalma tercihini Şekil 2.6'da belirtilen iki önemli parametre ile verilebilir.

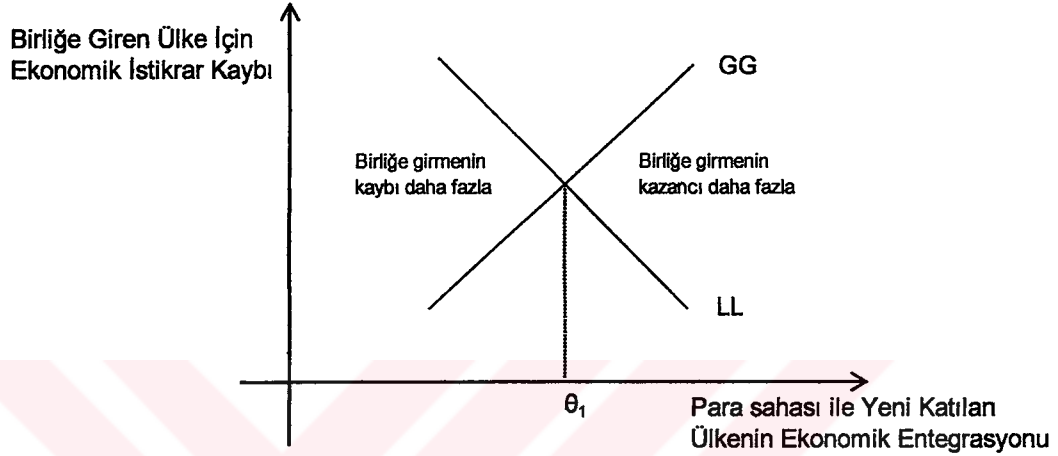


**Şekil 2.6 Para birliğine girme kararının iki önemli parametresi**  
Kaynak: (Frankel, 1999, 39)

Şekilde dikey eksen gruba üye ülkelerin gelir seviyeleri arasındaki bağlantıyı, yatay eksen ise üye ülkelerin birbirleriyle yaptığı ticaret miktarını göstermektedir. Optimum para sahası eğrisi negatif eğimli bir eğridir. Eğrinin yukarı kısmı parasal birliğin baskın olduğu, alt kısmı ise bağımsız para politikasının baskın olduğu durumu göstermektedir. Değişik gruplar halinde ülkeler incelenmiş ve ABD eyaletleri için parasal birliğin faydaları en fazla iken Japonya-ABD-AB arasında para birliğinden kazançlar en az olarak bulunmuştur. Barry Eichengreen ve

Paul Krugman ise parasal birlik kurmak için uzmanlaşmanın önemini de vurgulamaktadır. Belirli endüstrilerde uzmanlaşmış ülkelerin parasal birlik kurması diğer şartlar veri iken birliğin aleyhine işlemektedir. Birden fazla ekonomik dalda faaliyeti olan ülkelerin birlik kurması daha kolaydır. Çok endüstriye ayrılmış yapılar asimetrik şoklardan daha az etkilenmektedir.

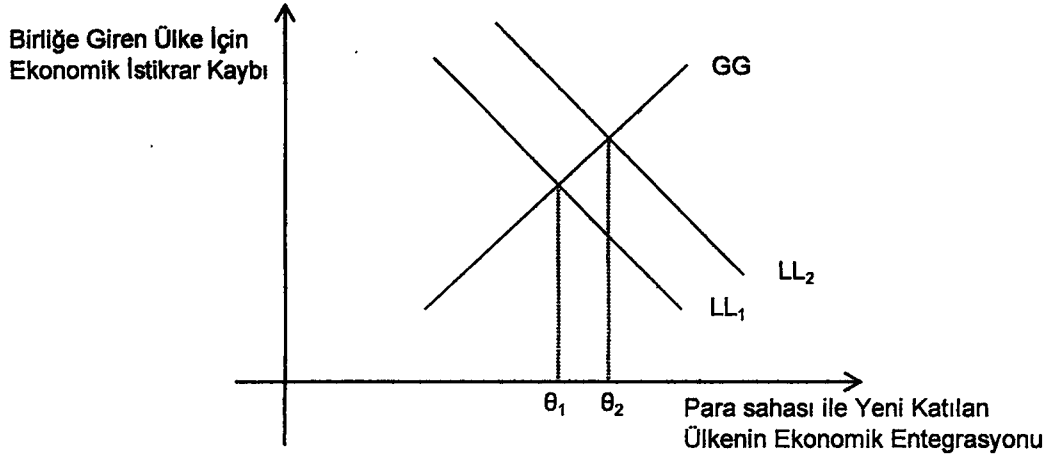
Birliğe girme kararı kayıp kazanç eğrileri ile de verilebilir.



**Şekil 2.7 Para birliğine girme kararının verilmesi ve GG-LL eğrileri Kaynak: (Valentinyi, 2001, 14)**

Bu yaklaşımda düşey ekseninde birliğe girme kararı veren ülkenin ekonomik istikrar kaybı yer almaktadır. Yatay eksen ise para sahası ile ülke arasındaki ekonomik entegrasyon derecesi belirtilmektedir. LL kayıp eğrisi negatif eğimlidir. Yani ekonomik entegrasyon arttıkça kayıplar azalacaktır. GG kazanç eğrisi ise aynı mantıkla pozitif eğimli olarak gösterilmektedir. Şekildeki  $\theta_1$  noktası birleşme için kritik noktadır.  $\theta_1$  noktasının sağında birleşmeden sağlanan kazançlar, kayıpları aşmaktadır. Ülke birliğe katılma yönünde karar verecektir.  $\theta_1$ 'in solunda ise karar, birlik dışında kalmak yönünde olur.





**Şekil 2.8 Ekonomik şartlardaki değişmelerin birliğe girme kararına etkileri Kaynak: (Valentinyi, 2001, 15)**

Kayıp kazanç eğrilerinin bir diğer önemli avantajı, ülkelerin katılım kararlarını dinamik bir mantıkla incelemesidir. Bir ülkenin ekonomik şartlarındaki değişmeler, birliğe katılım kararını etkiler. Örneğin katılım kararı veren ülkenin mallarına olan talebin aşırı dalgalanmalara uğradığını düşünelim. Bu durumda birliğe katılmanın maliyetleri artacak,  $LL_1$  eğrisi  $LL_2$ 'ye kayacaktır. Kritik nokta  $\theta_1$ 'den  $\theta_2$ 'ye çıkar. Buradan elde edilen sonuç, mallarına olan talebin dalgalanmasının, ülkelerin birliğe katılma kararlarını olumsuz şekilde etkilediğidir. 1970'lerde yaşanan petrol şokları, dünya ülkelerinin Bretton Woods Sistemi'ni diriltmek için çaba harcamamalarının bir sebebi olarak düşünülebilir.

## 2.5 Açık Ekonomilerde Makro Ekonomik Politika

Önceki bölümlerde de incelediğimiz üzere ülkeler, içe kapanık yapılanmadan, açık ekonomilere doğru giden bir seyirdedir. Bu seyir ülkelerin makro ekonomik politikalarını etkilemektedir. Dışa kapalı bir ülke kendi hedefleri doğrultusunda politikalarını belirleyebilir. Fakat açık ekonomilerde, ticaret yapılan ülkelerin kararları, diğer ülkelerin ekonomik durumları, sermayenin baskıları gibi faktörler iç politikaların belirlenmesinde önemli etken olmaktadır. Böyle bir ortamda politikaların ülkeler arası koordinasyonu önem kazanmaktadır.

Açık ekonomilerde dış dengeye yönelik alınan kararlar, kısa bir süre içinde iç dengeye de etki etmektedir. Örneğin ithalat kısıtlamasına gidilmesi ilk etapta dış ticaret dengesine etki ederken bir müddet sonra milli gelir ve istihdama da yansımaya sebep olacaktır. İç ve dış politikalar arasında çizilmiş kesin çizgiler ortadan kalkmıştır. İç veya dış denge tercih edilerek ona

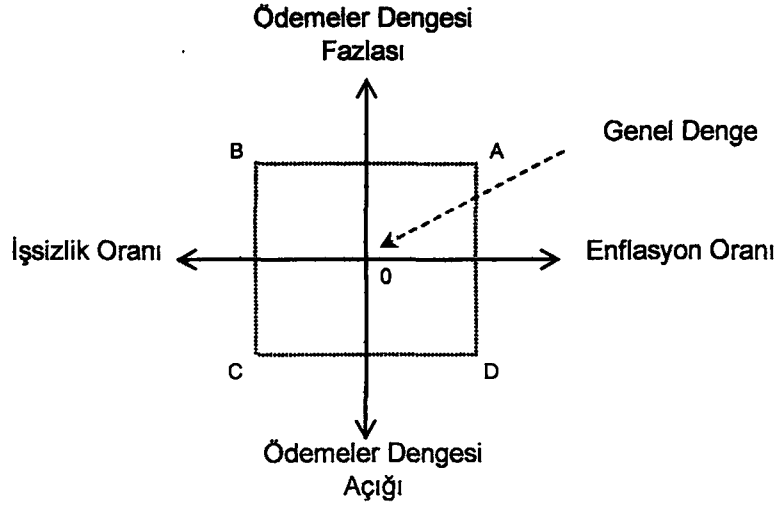
yönelik politika uygulamak imkansızdır. İki kutup arasında denge sağlanmalıdır (Carbaugh, 2000, 513).

Ülkelerin ekonomik politikalar uygulamalarının temel amacı iç ve dış dengeyi sağlamaktır. İç denge iki önemli kola ayrılabilir. Bunlardan biri tam istihdam, diğeri fiyat istikrarıdır. Politikalar sıfır veya makul oranda enflasyona ve sıfır veya düşük işsizlik oranına ulaşmak üzere planlanır.

Dış denge kavramının temel göstergesi ise ödemeler bilançosu ve alt kalemleridir. Ödemeler bilançosu denk olmalıdır. Bir çok ülke birincil olarak iç dengeyi sağlamayı düşünür. Bu düşünce dış açıkların dalgalı bir seyir izlemesine sebep olabilir. Bu iki temel amaca ilave olarak ülkelerin, uzun dönemli ekonomik kalkınma, milli gelirin adaletli bölüşümü, teknolojik ilerleme, temiz bir çevre gibi diğer amaçları da mevcuttur (Eren, 2001, 387).

Tüm bu amaçlara ulaşmak için ülkeler harcama değiştirici (expenditure changing) ve harcama dönüştürücü (expenditure switching) politikalar uygulamaktadır. Harcama değiştirici politikalar maliye ve para politikalarıdır. Maliye politikası, devletin harcamaları ve vergi oranlarını düzenlerken para politikası, merkez bankası tarafınadan arz edilen para ve bunun ekonomiye etkilerini içerir. Bu politikalar ekonominin ihtiyacına göre toplam harcamaları azaltıcı veya arttırıcı yönde kullanılabilir (Carbaugh, 2000, 514). Talep enflasyonu yaşayan bir ekonomide devlet harcamaları azaltılacak, vergiler arttırılacak ve para arzı kısıllacaktır. İşsizlik durumunda ise bunlar aksi şekilde kullanılır. Harcama değiştirici politikalar toplam talep ve arzda kaymalar yaratarak ekonomiyi düzlüğe çıkarmayı amaçlar. Harcama dönüştürücü politikalar ise arz ve talebin içeriğini değiştirici niteliktedir. Mesela dış ticaret açığına sahip bir ülkenin parasını devalüe etmesi harcama dönüştürücü bir politikadır. Devalüasyon ile dış ülke mallarına olan talebin bir kısmı ülke içi mallara kaydırılabilir. Böylelikle toplam talepte bir değişme olmadan dış ticaret açığını kapatmak mümkündür.





**Şekil 2.9 Açık ekonomilerde makro ekonomik politika Kaynak: (Carbaugh, 2000, 516)**

Yukarıdaki şekilde yatay eksen iç dengeyi dikey eksen ise dış dengeyi temsil etmektedir. Genel denge eksenlerin kesiştiği 0 noktasında sağlanır. İlk örnek olarak B noktasını alalım. B noktasında olan bir ülke işsizlik ve ödemeler dengesi fazlasını aynı anda yaşamaktadır. Esnek kur sistemi varsayımı altında merkez bankası para arzını arttırsın. Para arzında meydana gelen artış toplam talebi yükseltecek, işsizliği azaltacaktır. Diğer taraftan ödemeler dengesi açığı azalacak ve ülke 0 noktasına doğru hareket edecektir. D noktasında izlenmesi gereken politika ise tam tersi para arzının daraltılması yönünde olmalıdır. Para politikası kullanılarak denge noktasına ulaşılması B ve D durumundaki ekonomiler için geçerlidir. A ve C noktalarında ise durum biraz farklıdır. Sadece para politikası veya maliye politikası uygulamak ülkeyi dengeye götürmez. C noktasında toplam talebi artırıcı politikalarla işsizliğin önlenmeye çalışılması ödemeler dengesini daha da kötüleştirecektir. A'da ise toplam talebi daraltıcı politikalar ödemeler dengesi fazlasının yükselmesi yönünde bir istikrarsızlığı beraberinde getirir. A ve C noktalarında para ve maliye politikalarının birleşimi kullanılarak dengeye ulaşılmaya çalışılmalıdır. Örneğin C'de işsizliği önlemek için genişlemeci maliye politikası uygulanırken aynı anda devalüasyona gidilmesi dış dengenin sağlanmasını mümkün kılacaktır. Sonuç olarak bakıldığında ulaşılmak istenen nokta 0 noktasıdır ve ülkeler ellerindeki imkanları bu amaç için kullanmaktadırlar.

## 2.6 Dış Denge, Mundell-Fleming Modeli ve Tarihi Gelişim Süreci

Bir ülkenin belirli bir zamana ait cari işlemler dengesi, ülkenin vatandaşlarının yabancı gelir ve çıktılara olan talebinden, dışarıda yerleşiklerin ülke gelir ve çıktılara olan talebinin çıkarılması olarak ifade edilebilir (Obstfeld ve Rogoff, 1995, 3).

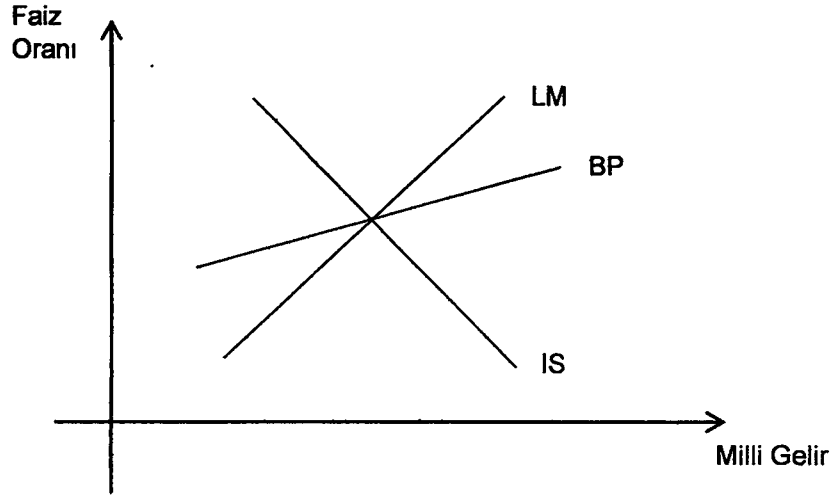
Büyük Buhran'ın ardından klasik iktisadın tam istihdam ve otomatik dış dengeyi savunan görüşleri büyük darbe almıştır. İktisatçılar Keynes'in kullandığı fiyat katılığı, beklentiler ilave edilmesi, analizlerin kısa dönemli yapılması, toplam harcamalardan hareket ederek milli gelirin hesaplanması gibi teknik ve varsayımlardan hareket ederek iktisadın diğer alanları ile alakalı teoriler geliştirmişlerdir. Uluslar arası iktisat ve buna bağlı olarak dış dengenin açıklanması da bu gelişmelerin yoğun olarak yaşandığı bir alandır.

II. Dünya Savaşı sonrasında geliştirilen elastikiyetler yaklaşımı dış dengeyi ithal ve ihraç mallarının fiyat esneklikleriyle açıklamaya çalışan önemli bir yaklaşımdır İthal mallarının yurt içi talep esnekliği ile ihraç mallarının yurt dışındaki talep esneklikleri toplamı birden büyük olmalıdır (Paya, 1998, 134). Marshall-Lerner Koşulu olarak adlandırılan bu durum geçerli ise ülkenin dış açığı devalüasyon yapılarak giderilebilir. Elastikiyetler yaklaşımı dönemin şartlarında kısıtlı olan sermaye akımlarını fazla dikkate almaz. Dış dengenin açıklayıcısı büyük ölçüde nispi fiyat hareketleridir. Elastikiyetler yaklaşımı günümüzde kısa dönemde geçerliliğini koruyan bir yaklaşım olarak göze çarpmaktadır.

Keynesçi görüş mensup iktisatçılar tarafından geliştirilen bir diğer yaklaşım da massetme yaklaşımıdır. Elastikiyetler yaklaşımından daha uzun dönemde gözlenebilen bir niteliktedir. Özet olarak devalüasyon sonrası sağlanan dış denge iyileşmesinin bir müddet sonra ülke içi üretimi arttıracığı ve milli gelirin artması sonucu ithalatın yeniden tetikleneceğini savunur. Parasal önlemler yerine harcama azaltıcı ve gelir arttırıcı politikaların izlenmesi gerektiğini düşünen bir yapıya sahiptir. Dış denge Keynes'in iktisada kazandırdığı toplam harcama ile milli gelirin belirlenmesi esnasından hareketle açıklanmaya çalışılmıştır. Ekonominin reel kesimine parasal kesimden daha büyük bir önem atfedilir.

Yirminci yüzyılda dış dengeye eğilen yaklaşımlar arasında Mundell-Fleming modeli kuşkusuz çok büyük bir öneme sahiptir. Bu model Metzler, Machlup ve Meade gibi Keynesçi iktisatçıların çalışmalarının devamında gelmiştir. Özellikle Meade "The Balance of Payments"(1951) adlı çalışmasında açık ekonomilerde dış denge sorunlarını ve çözümlerini fiyat esnekliği varsayımı altında ve politika önerileri getirerek ele almıştır (Obstfeld, 2001, 4). Mukayeseli statik metodu kullanarak ekonomilerin bir dengeden diğerine nasıl gittiğini araştıran Meade çağının çok ötesinde bir çalışma ile arkasından gelecek diğer iktisatçılara önemli bir kapı aralamıştır.

1960'ların başında Mundell sermaye akımlarını temel olarak alan çalışmasını yayımlamıştır. Mundell-Fleming modeli klasik IS-LM modelinin açık ekonomilere uyarlanmış biçimidir.



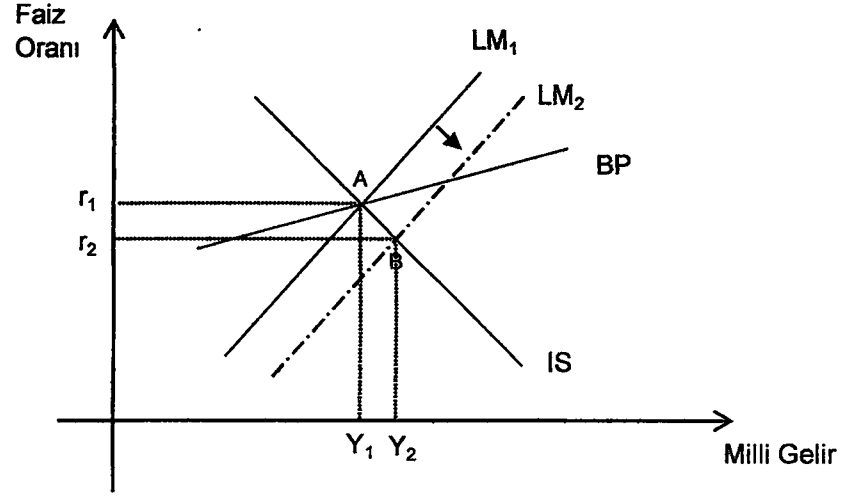
**Şekil 2.10 Mundell-Fleming Modeli Kaynak: (Vane ve Thompson, 1992, 29)**

Şekilde klasik IS-LM modeline BP eğrisi eklenmiştir. BP eğrisi ödemeler dengesini göstermektedir. Eğrinin altı ödemeler dengesi açığına, üstü ise ödemeler dengesini fazlasına işaret etmektedir. BP şu şekilde formüle edilebilir (Eren, 2001, 390):

$$BP = C(Y, E) + K(r, r^x) \quad (2.7)$$

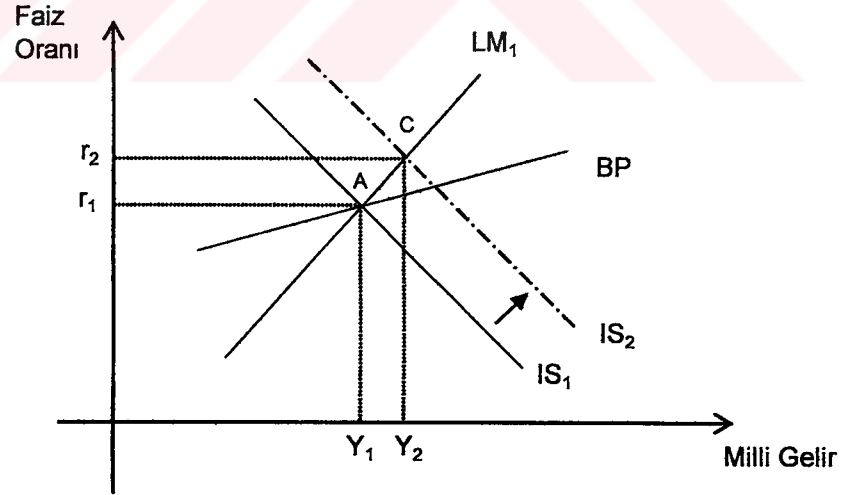
Formüldeki C cari işlemler hesabını göstermektedir ve milli gelir ile döviz kuruna bağlıdır. K ise sermaye hesabıdır ve ülke içi ve ülke dışı faiz oranlarının fonksiyonudur. Y arttıkça ülkenin ithalat talebi artacak ve ödemeler dengesi açık verecektir. E de meydana gelecek bir artış ise ihracatı teşvik edici rol oynayacak ve ödemeler dengesini düzeltecektir. Sermaye akımları ise ülke içi faiz oranları ile ülke dışı faiz oranları farkına bağlıdır. Ülke içi faiz oranları ülke dışındaki faiz oranlarından fazla ise ülke içine sermaye akışı olur ve ödemeler dengesi iyileşir. Bunun tam tersini söylemek de mümkündür.

Mundell-Fleming modeli para ve maliye politikasının etkilerinin gözlenmesi açısından basit ve yararlı bir modeldir. Kurların sabit olduğu varsayılırsa para ve maliye politikasının ekonomiye etkileri şu şekilde olacaktır:



**Şekil 2.11 Sabit kurlar altında para politikası ve Mundell-Fleming Modeli**  
Kaynak: (Vane ve Thompson, 1992, 33)

Şekilde genişlemeci bir para politikasının etkileri görölmektedir. Parasal genişleme sonucu LM<sub>1</sub>, LM<sub>2</sub> 'ye kaymakta ve IS veri iken denge, BP eğrisinin altında B noktasında oluşmaktadır. Bu durumda ödemeler dengesi açığı meydana gelmektedir. Para arzı artışı iç faiz oranlarını düşürmüş ve ülke dışına sermaye çıkmasına sebep olmuştur.

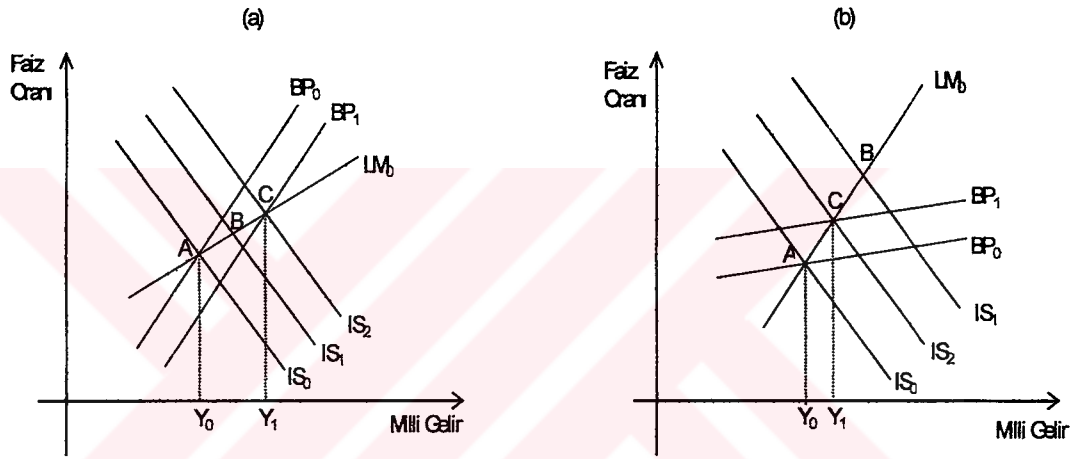


**Şekil 2.12 Sabit kurlar altında maliye politikası ve Mundell-Fleming Modeli**  
Kaynak: (Vane ve Thompson, 1992, 31)

Benzer biçimde mali genişlemenin etkisi de şekildeki IS<sub>1</sub> eğrisinin IS<sub>2</sub>'ye kaymasını beraberinde getirecektir. Yeni denge C noktasında ve BP'nin üzerindedir. Burada bir ödemeler dengesi fazlasından söz etmek mümkündür. Y'deki artış cari hesabı kötüleştirirse de

r'deki artış ülkeye sermaye girişine sebep olmakta ve ödemeler dengesine olumlu yönde tesir etmektedir. Mundell-Fleming modeli maliye politikasının ağırlıklı olduğu karma politikaları önermektedir. İç ve dış dengenin herhangi biri feda edilmeksizin bir dengenin olabileceği savunulmaktadır.

Döviz kurlarının esnek olduğu durumda modelin işleyişinde çeşitli farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Esnek kur ortamında dış denge otomatik olarak sağlanır. Örneğin iç faizler dışarıya göre yüksek ise ülke içine sermaye akışı olacaktır. Ülke tahvillerine yönelen sermaye tahvil fiyatlarının artmasına ve faizlerin düşmesine sebep olur. Öte yandan ülke içine sermaye akması yerel paranın değerini arttıracak ve ithalatı teşvik edici rol oynayacaktır. Yani dış denge faiz ve kur hareketleri sonucu sağlanacaktır.



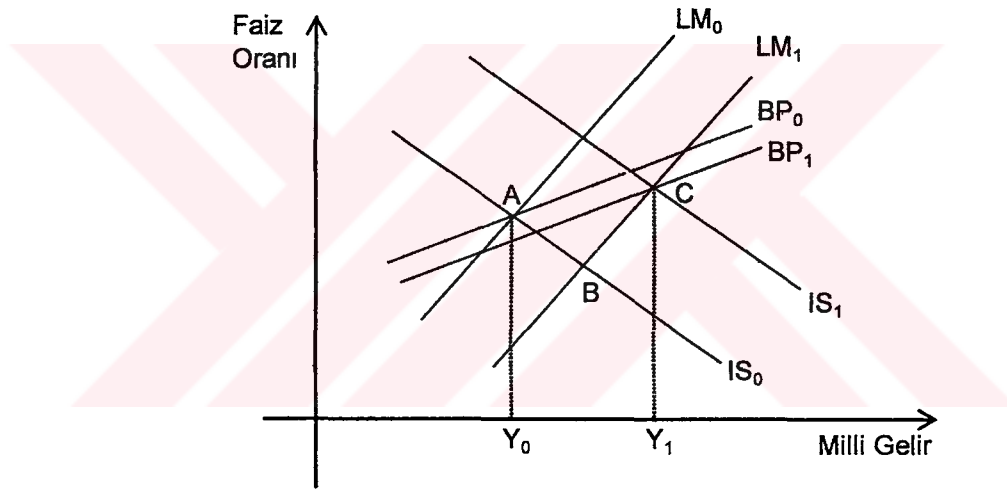
**Şekil 2.13a Esnek kurlar altında maliye politikası: LM eğrisi BP'den daha yatay konumda iken durum**

**Şekil 2.13b Esnek kurlar altında maliye politikası: BP eğrisi LM'den daha yatay konumda iken durum** Kaynak: (Vane ve Thompson, 1992, 44)

Esnek kurlar altında maliye politikasının etkilerini incelerken LM ve BP eğrilerinin konumu önem taşımaktadır. Eğrilerin birbirlerine göre eğimleri maliye politikasının milli gelir üzerindeki etkilerinin gelişim sürecine etki eder. BP eğrisinin daha yatay olması marjinal ithalat eğiliminin daha az ve sermayenin faize duyarlılığının daha fazla olması anlamına gelir. LM'nin yatay olması ise gelir esnekliğinin daha yüksek ve para telebinin faiz esnekliğinin daha az olmasını temsil eder. Şekil 2.13a'da LM eğrisi BP eğrisine kıyasla daha yatay durumdadır. Maliye politikasında meydana gelen genişleme  $IS_0$  eğrisini  $IS_1$ 'e kaydırır. Yeni denge noktası B olacaktır. B noktası  $BP_0$ 'ın altındadır ve ödemeler dengesi açığı vardır. Bu durumda ülke parası değer yitirecektir. Kurlarda meydana gelen oynama  $BP_0$ 'ın  $BP_1$ 'e kaymasına sebep olur.  $IS_1$ 'de  $IS_2$ 'ye doğru hareket eder. Yeni denge noktası C'dir. C noktası

başlangıç denge noktası olan A'ya kıyasla daha fazla milli gelir ve daha yüksek faiz oranlarını işaret etmektedir. Netice olarak esnek kurlar altında LM'nin BP'ye göre daha yatay olması genişlemeci maliye politikasının etkilerini arttırıcı yönde işleyecektir.

Şekil 2.13b'de ise BP eğrisi LM'ye göre daha yatay konumdadır. Böyle bir durumda mali genişleme 2.13a'nın tersine ödemeler dengesi fazlasını getirecektir. Genişlemeci maliye politikası sonucu ulaşılan B denge noktası BP<sub>0</sub>'ın üzerindedir. Bu fazla sonucu yerel para değer kazanır. İthalat artar ve ihracat azalır. Diğer taraftan artan faizler yüksek sermaye akışkanlığı (BP'nin eğimi arttıkça sermaye akışkanlığı artar.) ile birleşerek ülke içine sermaye girişlerini beraberinde getirecektir. Bu durumda BP<sub>0</sub>, BP<sub>1</sub>'e hareket eder. Aynı zamanda IS<sub>1</sub>'de IS<sub>2</sub>'ye gerileyecektir. Ulaşılan yeni denge noktası C'dir. Her ne kadar C noktası başlangıç denge değeri olan A'dan daha yüksek bir milli gelire tekabül etse de BP daha yatay konumda iken kur değerlenmesinin maliye politikasının etkilerini azalttığını söyleyebiliriz.



**Şekil 2.14 Esnek kurlar altında para politikasının etkisi**

**Kaynak: (Vane ve Thompson, 1992, 46)**

Şekil 2.14'te esnek kurlar altında para politikasının etkileri görülmektedir. Genişlemeci para politikası sonucu LM<sub>0</sub> eğrisi LM<sub>1</sub>'e kayar. Bu durumda B noktasına ulaşılır ve ödemeler dengesi açık verir. Yerel para değer kaybedecektir. IS<sub>0</sub> IS<sub>1</sub>'e doğru ve BP<sub>0</sub>'ı BP<sub>1</sub>'e doğru yeni bir denge değerine ulaşmaya kadar kaymaya devam eder. Ulaşılan denge değeri C'dir. C denge noktasında başlangıç denge noktası olan A'ya göre milli gelir ve istihdam daha yüksektir. Esnek kurlar altında genişlemeci para politikası büyümeyi güçlendirici yönde etki yapacaktır.

Mundell-Fleming modelinde sermaye akımları sadece ülkeler arası faiz farklılıklarına bağlanmaktadır. Aynı zamanda sermaye tamamen akışkandır ve ülke faiz haddi, dış faiz



haddinden fazla olduğu müddetçe ülke içine sonzuza dek sermaye akışı olacağı varsayılmaktadır. Bu durum modelin eleştirilen bir kısmıdır. Ayrıca dış dengenin orta vadede yüksek faiz politikaları ile tesis edilmeye çalışılması, ekonomi açısından bir çok sorunu beraberinde getirecektir. Herşeye rağmen Mundell-Fleming modeli kısa vadede ödemeler dengesine önemli açıklamalar getirmiştir.

1970'lere gelindiğinde parasalcı yaklaşımlar iktisatta önemini arttırmaya başlamıştır. Robert Mundell de yaptığı çalışmalarda parasalcı görüşleri daha fazla dikkate almaya başlar. Klasik dönemde olduğu gibi uzun vadeli analizlere olan ilgi artmıştır. Uluslararası iktisada stok-akım değişken ayrımı girmiştir. Dış dengeye paracı yaklaşım sabit kur çerçevesinde ele alındığında ödemeler dengesinde meydana gelen bir fazlalığı temel olarak iki sebebe bağlar. Bunlardan biri ülke içinde ekonominin para talebinin artması, diğeri ise dış dünyada aşırı para yaratılmasıdır (Paya, 1998, 138). Yine aynı dönemlerde geliştirilen portföy dengesi yaklaşımı da para akımlarını, cari dengeyi ve mal fiyatlarını açıklayıcı yaklaşımlarda bulunmuştur. 1970'lerin sonlarında Rudiger Dornbusch "aşırıya kaçma etkisi" (overshooting) olarak bilinen yaklaşımıyla modern dış denge yaklaşımlarına katkıda bulunmuştur. 1970'li dönemlerde yapılan yaklaşımların önemli bir ortak özelliği parayı bir varlık olarak ele almaları ve ekonomik aktörlerin karlarını maksimize edecek şekilde ellerinde para tuttıkları savını kabul etmeleridir. Bu durumda kurlar para talebi ile doğrudan bağlantılı olacak ve para talebi teorisi dış denge üzerinde daha fazla önemli hale gelecektir.

1980'lerin uluslar arası iktisada kazandırdığı en önemli gelişme, dış dengeye dönemler arası yaklaşımın yapılmasıdır. Bu yaklaşımda tasarruf ve yatırım kararlarının geleceği yansıttığı kabul edilir. Dönemler arası yaklaşımı dış dengenin sürdürülebilirliği, denge reel kur seviyesi gibi konulara ışık tutmaya çalışmıştır. Tüketimin dönemler arası ikamesi cari dengenin arkasındaki temel neden olarak düşünülmektedir (Tiryaki, 2002, 6). Dönemler arası yaklaşımı tam esnek iç fiyatlar ve yüksek derecede ekonomik entegrasyon varsayımları altında kısa vadeli dinamik konulara açıklık getirmeye çalışmışlardır.

## 2.7 İstikrar Politikası Teorisi

Ülkelerin ekonomik istikrarı sağlamak için uyguladıkları ve belirli dönemlerle sınırlı programlara istikrar politikaları denir (Eren, 2001, 223). İstikrar politikaları teorik olarak iki önemli bölüme ayrılabilir. Bunlardan ilki ortodoks ikincisi heterodoks olarak adlandırılır. Bu bölümde ortodoks ve heterodoks programlara ilave olarak döviz kuru tabanlı istikrar politikaları da ele alınmaktadır. Döviz kuru tabanlı politikaların hem ortodoks hem de

heterodoks yapıya sahip olanları çeşitli ülkelerde uygulanmıştır. İstikrar politikaları enflasyon, işsizlik gibi refah maliyetleri yüksek olan dengesizlikleri gidermek için kullanılırlarken kendileri de belirli toplumsal maliyetleri içlerinde barındırmaktadır. Bölümün bir diğer konusunu da bu maliyetler oluşturacaktır.

### 2.7.1 Ortodoks İstikrar Politikaları

İstikrar politikalarında ortodoks yaklaşım enflasyonla karşılaşılması durumunda para arzının kısıtlanmasını, yüksek faiz oranlarını, kamu harcamalarının azaltılmasını ve vergi arttırmalarını içerir (Parasız, 1996b, 74). Ortodoks programlar, piyasa mekanizmasının işleyişine güvenen politikalar içerirler.

Ortodoks politikalar talebi kısımaya yönelik sert önlemleri alır. Bu durum, sosyal maliyetleri fazla olduğundan bir çok ülkede tepkilere sebep olmuştur. Ekonomik yükün çoğunluğu ücretliler ve küçük işletmeler üzerine binmektedir. Ayrıca talep daralması gayri safi milli hasılayı düşürmekte, işsizliği arttırmaktadır.

Ortodoks istikrar programlarında bir tercih, maliye politikasına tabanlı olarak uygulamaktır. 1983 yılında Meksika ve 1983-1984 Brezilya programları maliye politikası tabanlı ortodoks programlardır. Bu programlarda operasyonel bütçe açıkları azaltılarak enflasyonu önleme yoluna gidilmiştir. Fakat varılan sonuçta sadece maliye politikasının enflasyonu düşürmekte yetersiz olduğu görülmüştür. Bütçe kısıtlamalarına ilave olarak para arzı da kontrol altında tutulmalıdır. Para arzı enflasyonist beklentilerin kırılmasında bir nominal çapa olarak kullanılabilir. Nominal çapa enflasyonun kendi kendini besleyen dinamiklerine etki etmekte kullanılmaktadır.

### 2.7.2 Heterodoks İstikrar Politikaları

Heterodoks programların ortodoks programlardan en önemli farkı gelirler politikası içermesidir. Gelirler politikası ile hükümetler, ekonomik belirsizliği ortadan kaldıracı önlemler alırlar. Her piyasa aktörünün nasıl oynayacağı piyasaya duyurulur. Bu şartlar altında piyasa oyuncuları kendi stratejilerini belirlemekte serbesttirler. Ortodoks programlarda eksik olan arz yönü bu politikalarla giderilmek istenmektedir. Gelirler politikası uygulamanın esas amacı enflasyonist beklentilerin kırılmasıdır. Ayrıca fiyat ücret sarmallarının oluşması ve programın başarısız olması riski ortadan kaldırılır. Fakat tek başına gelirler politikası uygulamak hiç bir işe yaramaz. Aksine kaynak dağılımının bozulması gibi problemlere de yol açabilir. Heterodoks programların üç önemli ayağı vardır (Parasız, 1996b, 82):

- a. Fiyat ve ücret kontrolleri
- b. Bütçe disiplini
- c. Sabit döviz kuru politikası

Bir ülke uzun süreli yüksek enflasyona sahipse, ülke içindeki ekonomik aktörler enflasyon beklentilerini yüksek tutacak ve bu da enflasyonun daha da artmasına sebep olacaktır. Sürekli artan enflasyon oranı toplumda enflasyonla ilgili bir kötümserliğin oluşmasını sağlayacaktır. Dolayısıyla insanlar aşamalı politikalara kuşkuyla bakarlar. Böyle bir ortamda ücret ve fiyat dondurmalarına gidilmesi şok etkisi yapacaktır. Bu şok, enflasyonist beklentilerin kırılması açısından önemli bir dayanak noktası olabilir. Kuşkusuz ücret ve fiyat kontrolleri belirli maliyetler içermektedir. Fiyat dondurmaları ülke içinde arz kıtlıklarına ve karaborsaya sebep olabilir. Fakat heterodoks politika savunucuları bu maliyetlerin ortodoks politikalara oranla daha az olacağını savunmaktadır. Fiyat kontrolleri piyasa mekanizmasının etkin bir şekilde işleyişini ve kaynak tahsisi işlevini bozacaktır. Fakat uzun vadeli ve yüksek enflasyon ortamında piyasanın bu işlevlerini ne kadar yerine getirebileceği de bir diğer tartışma konusudur.

Enflasyonun bir takım yapısal sebeplerden ileri geldiği açıktır. Heterodoks programlar bir anlamda ekonomiyi ameliyat etmeye benzetilmektedir. Fiyat ve ücret kontrolleri narkoz işlevi görmekte ve ekonomi bayıldıktan sonra gerekli yapısal önlemler alınmaktadır. Fakat uygun müdahale yapılamazsa fiyat ve ücret kontrollerinin etkisi olmayacaktır.

Veiga (1999) tarafından yapılan bir araştırmada istikrar politikalarının başarısızlığını açıklayan üç önemli etkene ulaşılmıştır (Veiga, 1999, 192):

- a. Döviz kurlarının aşırı değerlenmesi
- b. Yüksek bütçe açıkları (bütçe açıklarının gayri safi milli hasılaya oranı olarak ele alınmıştır.)
- c. Uluslar arası rezerv eksikliği (rezervlerin ithalata oranı olarak ele alınmıştır.)

Heterodoks istikrar politikaları bu üç önemli etkene çare bulmak için çeşitli uygulamaları içermektedir. Sıkı maliye politikası bunlardan biridir. Maliye politikasının sıkı tutulması ve bütçe açıklarının kontrol altına alınmaya çalışılması programın başarı ihtimalini arttıracaktır. Fakat bazı gelişmekte olan ülkeler bütçeyi sıkı tutmakta güçlük çekebilirler. Kısa vadede enflasyonun azalması devlet üzerinde maliye politikasının genişlemesi yönünde baskılara

sebepe olabilir. Bu yüzden siyasi kararlılık programının temel ayaklarından birinin gerçekleştirilmesi için önemlidir.

Fiyat ve ücretlerin dondurulması beraberinde döviz kurunun sabitlenmesini getirir. Böyle bir politikanın görevi hızlı döviz kuru yükseliş beklentilerinin kırılmasıdır. Fakat bu politika uygulanırken yerel paranın aşırı değerlenmesi riski dikkate alınmalıdır. Aşırı değerlenme programının başarısızlık ihtimalini artırır. Ayrıca dış ticaret dengesi de böyle bir durumdan kötü etkilenecektir. Rezervler sabit iken ithalatta meydana gelecek artışlar Veiga'nın çalışmasında vurguladığı rezervlerin ithalata oranını düşürür. Programın çökmesine varacak durumlara ulaşılabilir. Ayrıca ihracatta düşüşler yaşanması toplam talebi azaltarak ekonominin yavaşlamasına ve resesyona derinleşmesine sebep olacaktır. İşsizlik oranı artışlarını beraberinde getirecek bu durumun sosyal maliyetleri derinleştirmesini bekleyebiliriz.

Heterodoks programların başka önemli eksiklikleri de mevcuttur. Mesela fiyat kontrollerinin çok küçük bir mali grubun ötesinde zorlanması güçtür. Fiyat kontrollerine gidileceğini önceden anlayan firmalar fiyat artırımları yolu ile gelirlerini korumayı düşünebilirler. Nispi fiyat yapısının bozulması ekonomik maliyetlere sebep olabilir. Enflasyon düşürüldükten sonra kontrollerin kaldırılması da ayrı bir problem yaratacaktır.

Ortodoks istikrar programlarında GSMH büyüme oranı nispeten düşük, işsizlik yüksektir. Bu yüzden büyümeye önem veren gelişmekte olan ülkeler heterodoks programları tercih etmektedir. Fakat bir programın diğerine daha üstün olduğunu söylemek mümkün değildir. Her iki tip programın da başarılı ve başarısız olduğu deneyimler yaşanmıştır.

### **2.7.3 Döviz Kuru Tabanlı İstikrar Politikaları**

Bretton Woods Sistemi'nin yıkılması ve ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakması kronik enflasyon sorunlarını da beraberinde getirmiştir. IMF yöneticileri, döviz kurunun finansal disiplini sağlamakta ve nominal çapa oluşturmada kullanılmasını önermekteydiler. Döviz kurunun, makro ekonomik dengeleri sağlamak için bir enstrüman olarak kullanılması tekrar gündeme geldi. Döviz kuru tabanlı politikalar özellikle Latin Amerika'da uygulama alanı buldu.

Döviz kuru tabanlı istikrar programlarında enflasyonun önlenmesi için kullanılan nominal çapa döviz kurudur. Kurlar sabit tutularak veya enflasyon oranından daha az devalüe edilerek istikrara ulaşılmaya çalışılır. Kurların sabit tutulmasına ek olarak bütçenin sıkı kontrolü de önemlidir. Bütçe açıklarının yüksek olması hem talebi uyararak enflasyonun artmasını hem de

enflasyonist beklentilerin artarak programa olan güvenin sarsılmasını beraberinde getirebilir. Toplumsal mutabakat da bu tip programlar için önemlidir. Ülkedeki bireylerin programa ve siyasi otoritelere güvenmeyerek ücret ve fiyat artışlarını yüksek tutması reel para talebini ve enflasyonu kötü etkileyebilir. Para talebinin karşılanamaması derin bir resesyona ve programın çökmesine sebep olabilir. Bu yüzden programın ve uygulayıcılarının güvenilirliği döviz kuru tabanlı istikrar politikalarının çok önemli bir unsurudur. Bu sebepten ötürü bazı ülkeler döviz kuru tabanlı istikrar politikalarını gelirler politikası eşliğinde uygulamayı tercih etmektedirler.

Şimdiye kadar uygulanan döviz kuru tabanlı istikrar politikalarının üç önemli sebepten ötürü başarısız olduğu görülmektedir (Sobolev, 1999, 2). Bu sebepler “önce patlama sonra daralma hipotezini” de açıklamaktadırlar:

- a. Kredibilite eksikliği
- b. Nominal rijitlikler
- c. Refah etkileri

Kredibilite eksikliği kavramı “geçicilik hipotezi” ile açıklanabilir. Geçicilik hipotezine göre ekonomik bireyler enflasyonu düşürme programının gelecekte çökeceğine inanırlar. Programın faizlerde sağlayacağı düşüş sebebiyle gelecekteki tüketimleri yerine bugünkü tüketimi ikame ederler. Sonuç harcamalarda artış, dış ticaret açığı ve reel döviz kurunun aşırı değerlenmesidir (Rebelo ve Vegh, 1995, 2-3; Uribe, 1997, 198). Geçicilik hipotezinin geçerli olduğu durumlarda döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulanması başlangıçta bir talep patlamasını beraberinde getirecek ve ardından çöküş yaşanacaktır. Para arzını nominal çapa olarak kullanan programlarda ise maliyetler programın başlangıcında ödenir ve önce daralma gerçekleşir; genişleme sonra gelir (Recession now versus recession later hipotezi)(Yay, 2001, 72). Bu teorilerden yola çıkılarak başarılı bir döviz kuru tabanlı istikrar politikası yürütmenin önemli dayanaklarından biri güvenilirlik olmalıdır. Hem siyasi otoritelere hem de para otoritelerine duyulan güven şüphesiz ki programın başarısını arttıracaktır.

Nominal rijitlikler de bir diğer çöküş sebebidir. Faiz paritesi yaklaşımı sonucu program başında düşen nominal faizler, geriye dönük fiyat-ücret endekslemesinin ve enflasyonist beklentilerin olduğu durumda, reel faizlerin düşmesine ve talep patlamalarına sebep olacaktır. Yüksek talep ve enflasyonist süredurum yerel parada aşırı değerlenmeye sebep olur ve spekülatif ataklar kurun sürdürülemez boyutlara ulaşmasını beraberinde getirir (Sobolev, 1999, 7). Cari işlemler dengesinde meydana gelecek kötüleşme de bir diğer yan etkidir. Sonuç



olarak fiyat ve ücret rijitlikleri programın başarısında önemli rol oynamaktadır. Programın heterodoks fiyat ve ücret kontrolleriyle desteklenmesi bu rijitlikleri önleme amacına yöneliktir.

Refah etkilerini dikkate alan yaklaşımlar ise Ricardo denkleğinin olmadığı durumlarda (bugünkü refah artışı gelecekteki vergilerle geri alınmayacaktır), enflasyon vergisinin azalmasından ötürü bireylerin refahında bir artış meydana geleceğini ve programın başlangıç aşamasında talep patlaması yaşanacağını dile getirmektedirler (Rebelo ve Vegh, 1995, 3). Programın başında bu tip bir harcama artışı programın gidişatını zora sokacaktır. Bütçe açıklarının azaltılması ve vergilerin artırılması başlangıç aşamasındaki talep patlamasını önlemek için devreye sokulmalıdır. Bazı görüşlere göre resesyonun başlangıçta yaşanması sebebiyle parasal büyüklükleri nominal çapa olarak kullanan programlarda bütçe kontrolü daha kolay ve başarılı olmaktadır (Tornell ve Velasco, 1995, 2). Hangi tip program uygulanırsa uygulansın bütçenin kontrol altına alınması ekonomik stabilizasyonun en önemli ayaklarından biridir. Aksi takdirde programların zayıflaması ve hatta çökmesi gündeme gelebilir.

Şimdiye kadar uygulanan döviz kuru tabanlı istikrar politikalarında keskin bir yerel para değerlenmesi, başlangıç aşamasında talep patlamaları, dış ticaret açıkları ve para talebinde artışlar görülmüştür (Mendoza, 2000, 4). Fakat her ekonominin aynı şekilde tepki vermediği de bir gerçektir. Döviz kuru tabanlı istikrar politikaları başarılı ve başarısız deneyimleri ile bir çok ülkede uygulanmıştır. Çalışmanın ilerleyen bölümlerine de ışık tutacak önemli bir istikrar programı çeşididir.



### 3. SABİT KURLAR ve İSTİKRAR POLİTİKALARI

Sabit kur sistemlerinin iktisat literatürüne girmesi oldukça eskiye dayanır. Örneğin klasik altın standardı sisteminin bir sabit kur uygulaması olduğunu bir önceki bölümde açıklamıştık. Kur sistemlerinin gelişim süreci içinde sabit kurlar da kendini yenilemiş ve değişik uygulamalarla tekrar gündeme gelmiştir. Bu bölümde, klasik sabit kur sistemi, 1980'lerden sonra gündeme gelen para kurulu ve tam dolarizasyon uygulamaları ve optimum para sahaları teorisi ışığında incelenecektir.

#### 3.1 Merkez Bankaları Döviz Kurunu Nasıl Sabitler?

Sabit kur sistemlerini ve tam sabit kurun bir örneği olarak para kurulu uygulamasını incelemeye önce ilk olarak ele alınması gereken konulardan biri döviz piyasalarında merkez bankasının rolü ve kur sabitlemesinin para otoriteleri tarafından nasıl yapıldığıdır. Çizelge 3.1'de basitleştirilmiş bir merkez bankası bilançosu görülmektedir.

Çizelge 3.1 Basitleştirilmiş merkez bankası bilançosu

AKTİF		PASİF	
DIŞ VARLIKLAR	1000	TİCARİ BANKA MEVDUATLARI	1000
		DOLAŞIMDAKİ PARA	500
İÇ VARLIKLAR	1000	ÖZVARLIKLAR	500

Bilanço, şirket bilançolarında olduğu gibi iki taraflılık esasına göre düzenlenmektedir ve pasif kısmı merkez bankasının yükümlülüklerini, aktif kısmı ise elinde bulunan varlıkları göstermektedir. Aktifte bulunan dış varlıklar kalemi merkez bankasının elinde bulunan yabancı likit rezervler ve yatırım rezervlerini içermektedir. İç varlıklar ise kamuya ve KİT'lere açılan krediler, yerel ticari bankalara açılan krediler ve elde tutulan yerli rezervleri içerir. Pasifteki ticari banka mevduatları, adından da anlaşılacağı gibi ülke içindeki ticari bankaların merkez bankasında tuttuğu zorunlu ve ihtiyari karşılıkları gösterir. Dolaşımdaki para merkez bankalarının bir yükümlülüğü olarak kabul edilir ve bu yüzden pasifte yer almaktadır. Özvarlıklar da merkez bankasının sermayesini gösteren bir kalemdir.

Merkez bankasının alacağı kararlar para arzını doğrudan etkileme olanağına sahiptir. Örneğin yukarıdaki bilançoya sahip bir merkez bankasının döviz piyasasına müdahalede bulunarak 100TL'lik yabancı rezerv satışında bulunduğunu düşünelim. Bu döviz satışı ülke içinde bulunan ekonomik aktörlere yerli para karşılığı olarak yapılsın. Şu halde merkez bankasının

elinde bulunan döviz rezervleri 100TL azalacak ve dolaşımdaki para miktarı da 100TL düşecektir. Yeni bilanço şu şekilde oluşur:

**Çizelge 3.2 100TL'lik yabancı rezerv satışından sonra merkez bankası bilançosu**

AKTİF		PASİF	
DIŞ VARLIKLAR	900	TİCARİ BANKA MEVDUATLARI	1000
		DOLAŞIMDAKI PARA	400
İÇ VARLIKLAR	1000	ÖZVARLIKLAR	500

Görüldüğü gibi merkez bankası açık piyasada işlem yaparak dolaşımdaki para miktarını 100TL azaltmıştır. Aynı işlemler iç varlıklar kalemini kullanarak da yapılabilir. Bir diğer alternatif de pasifte bulunan kalemler arasında bir değişim yaparak dolaşımdaki parayı etkilemektir. Sonucuna örnek olarak merkez bankası bünyesinde tutulan zorunlu karşılıkların miktarının azaltılması, bunların bir kısmının ticari bankalar tarafından kredi olarak değerlendirilmesine olanak sağlayacak ve dolaşımdaki para artacaktır.

Merkez bankaları bazı durumlarda dış varlıklar ve iç varlıklar kalemlerini aksi istikamette hareket ettirerek dolaşımdaki para miktarını sabit tutma politikasını izleyebilirler. Yani piyasaya döviz satıp dolaşımdaki parayı azaltırken eş zamanlı olarak devlet tahvili alıp aynı miktarda parayı piyasaya iade edebilir. Bu işleme sterilizasyon adı verilir. Eş anlı döviz ve para piyasasına müdahale ile parasal taban etkisi karşılanmak istenmektedir (Eren, 2001, 230).

Merkez bankası bilançosunun bu işleyiş şekli önemli bir çıkarsama yapma imkanı doğurur. Diğer şartlar veri iken ödemeler dengesi fazlası veren bir ülkede dış varlıklar kaleminin değeri yükselecek ve para arzı da buna bağlı olarak artacaktır. Ödemeler dengesi açığı durumu ise para arzında daralmaya sebep olur. Bir merkez bankasının ülke içindeki para otoritesi olarak tanımlanmasının sebebi çeşitli ekonomik durumlarda zorunlu karşılık oranlarını, disponibilitate oranlarını, reeskont oranlarını ayarlaması ve açık piyasa işlemleri ile sterilizasyon politikaları uygulayarak ülke içindeki para arzına doğrudan müdahale etme imkanı bulunmasıdır.

Merkez bankaları kuru sabit tutmak istediğinde belirli bir kurdan döviz alıp satmayı taahhüt eder. Piyasada döviz talebi artarsa merkez bankası ilave talebi rezervlerinden karşılayarak kurun sabit kalmasını sağlar. Esnek kur rejiminde yerel paranın değer kaybetmesi ile sonuçlanan talep artışı, sabit kurda merkez bankası müdahalesi ile önlenmektedir.

Faiz paritesi yaklaşımı ve eşitlik (2.1) ele alınırsa sabit kurlar ve tam sermaye akışkanlığı durumunda iç faiz oranları ile dış faiz oranları birbirine eşit olmalıdır (Blanchard, 1997, 263).

Zira eşitlik (2.1)'in beklentilerle alakalı olan  $[(E_{t+1}^e - E_t)/E_t]$  kısmı sifıra eşit olacaktır. Kuşkusuz ki iç ve dış faiz oranlarının eşitlenmesi için piyasalarda devalüasyona dair herhangi bir beklentinin olmaması gereklidir. Gelirde meydana gelen bir artış sebebiyle yerel paraya olan talebin arttığını varsayalım. Bu durumda iç faizler yükselme eğiliminde olacaktır. Merkez bankası piyasadan döviz alır. Bilançoda bulunan dış varlıklar kalemi yükselecek ve aynı zamanda dolaşımdaki para artacaktır. Para arzı döviz alımları ile artacak ve iç faiz oranları ile dış faiz oranları eşitlenene kadar işlem devam edecektir.

Döviz kurunun sabitlenmesi için uygulanan merkez bankası politikası kısaca bu şekilde oluşur. Şimdi sabit kur rejiminin önemli uygulamalarından para kurulu ve dolarizasyon uygulamalarını ve buna bağlı olarak sabit kurlarda istikrar politikalarını inceleyelim.

### 3.2 Para Kurulu

Para kurulu sabit kur rejimlerinin 1980'lerden sonra tekrar önem kazanan bir uygulamasıdır. Para arzını katı bir kurala bağlayan bu sistem ilk olarak 1849 yılında Madagaskar Adası'nın doğusunda Hint Okyanusu'nda bulunan bir Büyük Britanya sömürgesi olan Mauritius'ta uygulanmıştır. 1847 yılında Mauritius'un en önemli ihraç ürünü olan şekerin uluslar arası piyasalarda değerinin düşmesi sonucu ülke ekonomik krize girmiş, emisyon bankası olarak işlev gören iki bankadan biri iflas etmiştir. Ekonomik belirsizlik sebebiyle ülke parasına olan güvenin azalması ve paranın normal değerinin altında işlem görmesi Mauritius yetkililerini bir dizi önlem almaya itmiştir. Bu önlemler çerçevesinde özel bankaların banknot basma yetkisi kaldırıldı. Rezerv olarak kıymetli madenler, dış varlıklar ve bazı iç varlıklar tutulurken sabit döviz kuru gümüş Hint rupisine göre tespit edildi. İç varlıkların tutulmasından kaynaklanan yükek riski azaltabilmek için sömürge hükümeti, rezervlerin dörtte birinin de Londra kaynaklı düşük riskli menkul değerlere ayrılmasını şart koştu (Gültekin ve Yılmaz, 1996, 11). Bu yapıyla Mauritius'ta uygulanan sistem çağdaş para kurulu sisteminin temelini oluşturmaktadır.

Günümüzdeki anlamıyla ortodoks para kurulu ise, döviz karşılığı sabit kur üzerinden para çıkaran oldukça basit bir kurumdur. Para arzı katı kurallara bağlanmıştır ve siyasi otoritelerin para arzına etki etmesi kanunlarla önlenir (Batiz ve Shy, 2000, 6). Para kurulu bilançosunda, merkez bankası bilançosunda görülen iç varlıklar kalemi bilançodan çıkartılır. Devlete, KİT'lere ve özel sektöre verilen kredilerin bu kalem içinde olduğu düşünülürse para arzının nasıl bir garanti altına alındığı daha kolay anlaşılacaktır. Bir başka deyişle merkez bankasının son borç verici olma özelliği para kurulunda ortadan kalkmıştır.

**Çizelge 3.3 Basitleştirilmiş para kurulu bilançosu Kaynak: (Gültekin ve Yılmaz, 1996, 3)**

AKTİF	PASİF
DIŞ VARLIKLAR	DOLAŞIMDAKİ PARA (TİCARİ BANKA MEVDUATLARI) ÖZVARLIKLAR

Görüldüğü gibi para kurulu bilançosunun, merkez bankası bilançosunda en önemli farkı aktiflerin dış varlıklardan ibaret olmasıdır. Merkez bankası bilançosundaki dış varlıklardan farklı olarak para kurulunda gerektiği zaman sabit kur üzerinden para dönüştürülebilirliğini sağlamak için “fazlalık rezervleri” tutmak gereklidir. Bu rezervlerin yüksek olması ülke parasına olan güveni arttıracaktır (Kwan ve Lui, 1996, 1). Pasifte fazla bir değişiklik yoktur. Sadece ticari bankaların merkez bankalarında tuttıkları zorunlu ve ihtiyari karşılıklar para kurulunda biraz daha esnektir.

Bilanço ele alındığında para arzını arttırmanın tek yolunun dış varlıklar kalemini yükseltmek olduğu görülür. Yani kurula belirlenmiş sabit kur üzerinden döviz satıldığı zaman para arzı artacaktır. Dolayısıyla ödemeler dengesi diğer sistemlerde olduğundan farklı bir anlam kazanır. Ödemeler dengesi açıkları para arzı daralmasına neden olurken ödemeler dengesi fazlası ülke içinde para arzının genişlemesini sağlayacaktır. Bu açıdan para kuruluna geçiş aşamasında alınacak bazı kararlar programın sürdürülebilirliği açısından büyük önem taşımaktadır.

Para kurulunun sabit kurla çalışan bir sistem olduğu ve bu sabit kurun kanunla belirlendiği düşünülürse alınacak ilk karar hangi para birimine sabitleme yapılacağıdır. Rezerv para olarak seçilecek yabancı para, ülkenin dış ticaretinde baskın paya sahip bir ülkenin parası olmalıdır. Ayrıca kurun hangi değerden sabitleneceği de bir diğer önemli karardır. Spekülatif hareketlere olanak vermeyecek bir kur değeri belirlenmelidir. Aksi takdirde önemli ödemeler dengesi problemleri ile karşılaşılabilir. Para kurulu sistemi konvertibilite ilkesine dayanır. Yani kurul parası ile rezerv para arasında sınırsız değişim yapılabilmelidir. Bu özellik sebebiyle para kuruluna geçmiş ülkelerde rezervlerin vade yapıları ve miktarı da büyük önem taşır ve başlangıçta kurala bağlanması gereken önemli konulardandır. Bir çok ülkedeki uygulamalarda para tabanının tamamını karşılayacak düzeyde rezerv tutulması uygun bulunmuştur.

Başlangıç kararları verildikten sonra para kurulunun işleyiş şekli basittir. Cari işlemler hesabı dengede olan bir ülkede yabancı mallara olan talebin azaldığını düşünelim. Bu durumda cari

işlemler dengesi fazla verecektir. Cari işlemler dengesi fazlası ülke içinde para arzının artmasını beraberinde getirir. Faizler düşer. Faizlerin düşmesi ile birlikte yatırımlar ve harcamalar artacak, milli gelir yükselecektir. Milli gelirdeki artış fiyatlar genel seviyesini yükseltir. Ülke mallarına olan dış talep gerilerken eş zamanlı olarak ithal mallarına olan ülke içi talep artar. Bu talep yapısı, cari hesap fazlasını dengeye getirici yönde etki yapacaktır (Barışık, 2001, 6). Para kurulu savunucuları, altın standardındakine benzer bir otomatik dış denge mekanizması olduğunu ileri sürmektedirler.

Uygulamada para kurulunun kronik enflasyona sahip, siyasi istikarara sahip olmayan ülkeler tarafından tercih edildiği görülmektedir. İstisnaları olmakla birlikte küçük ve az nüfuslu ülkeler tarafından daha çok tercih edildiği de önemli bir diğer ayrıntıdır. 1990'larda para kurulu uygulayan ülkeler, sistemin çeşitli özelliklerinde esneklikler sağlamak yoluna gitmişlerdir\*. Bu yol ile para kurulu sistemi özünden koparılmadan modernleştirilmiştir. Bu uygulamalar "yarı para kurulu" adı ile anılmaktadır.

### 3.3 Tam Dolarizasyon

Sabit döviz kurlarının 1980'lerden sonra uygulama alanı bulan bir diğer şekli, para kurulunun daha uç noktası olan dolarizasyondur. Dolarizasyonun iki farklı çeşidinden söz edilebilir:

- a. Resmi dolarizasyon
- b. Resmi olmayan dolarizasyon

Resmi dolarizasyon bir ülkenin kendi para basma egemenliğinden vazgeçerek başka bir ülkenin parasını kullanmasına ve bunu devlet tarafından alınan kararlarla yapmasına denir. Ülke parası, yabancı para birimine bire bir eşitlenir. Resmi dolarizasyon 1990'ların sonundan itibaren dikkat çekmeye başlamıştır. Özellikle 1999 yılında Arjantin'in ABD ile yaptığı anlaşma, resmi dolarizasyonu küçük ölçekli sömürge ülkelerinde uygulanan bir yöntem olmaktan çıkarmış, istikrar için kullanılan bir iktisadi tercih niteliğine büründürmüştür.

Resmi olmayan dolarizasyon ise bir ülke vatandaşlarının ellerinde bulunan parasal değerleri enflasyondan korumak için başka ülkelerin parasını kullanmasına denir. Eğer bir ülkede yerel para birimi hesap birimi, değer saklama aracı ve değişim aracı özelliklerinden herhangi birini veya birkaçını yitirmişse, ülkedeki ekonomik aktörler bu işlevleri yerine getirebilecek yabancı bir para birimini yerel para yerine ve gayri resmi yollardan ikame edebilirler. Resmi olmayan dolarizasyon olarak adlandırılan bu durum resmi dolarizasyona göre daha eskiye dayanır ve

\* Sabit kur yerine kayan pariteler uygulanması veya net iç varlıklar kalemine belirli bir bant içinde sınır koyulması bu esneklikler arasında gösterilebilir.



daha yaygın bir kavramdır. Yüksek ve kronik enflasyon sorunu yaşayan bir çok ülkede araştırmalara konu olmuştur.

Dolarizasyon tabiri ilk olarak ABD dolarını çağrıştırırsa da iktisat literatüründe herhangi bir diğer paranın kullanılması da dolarizasyon olarak nitelendirilir (Alesina ve Barro, 2001, 381). Aşağıda inceleyeceğimiz dolarizasyon kavramı devletlerin bir kur rejimi tercihi olan resmi dolarizasyondur. Sabit kur uygulamasının bu nispeten yeni ve uç örneği sabit kur kavramının istikarara etkilerini açıklamakta bize önemli bir dayanak noktası oluşturacaktır.

Tam dolarizasyon olarak da adlandırılan resmi dolarizasyon, yabancı para biriminin yasal para olarak baskın bir rolü olduğu durumlarda ortaya çıkar. Sadece özel kontratlarda değil devlet ödemelerinde de yabancı para birimi kullanılır. Yerel para dolaşımında ise de yalnız küçük hacimli alışverişler için kullanılır (Mack, 2000, 4).

Resmi dolarizasyona geçmiş ülkeler bir para birliğinin parçası haline gelirler. Kur değişimlerinden kaynaklanan riskler mal fiyatlarına yansımaz. Nakliyat ve ilave vergilerin getireceği yükleri hesaba katmazsak mal fiyatları hem para ihraç yetkisine sahip ülkede hem de dolarizasyona geçmiş ülkede eşit olmalıdır. Fakat bu yaklaşım beraberinde eşit enflasyon oranlarını getirmeyebilir. Emlak ve emek fiyatları daha hızlı büyüme oranına sahip olan ülkede yüksek olabilir (Mack, 2000, 8). Fiyatların eşitlenmesi varsayımı sadece dış ticarete konu olan mallar için geçerlidir. Uluslar arası ticareti yapılmayan mallar enflasyon farklarının en temel belirleyicileri olurlar. Herşeye rağmen iki ülke enflasyonu arasında bir bağın oluşacağı da açıktır. Enflasyon oranları istikrarlı bir seyir izyecek ve aşırı dalgalanmalar olmayacaktır. Ayrıca eğer enflasyon eğilimi olan bir ülke, güvenilirliği olan bir çapa ülke parasını kullanırsa, iradi para politiklarından kaynaklanan enflasyon beklentileri kırılmış olur. Bu beklentilerin gerisinde verilen teşvikler ve bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi vardır (Alesina ve Barro, 2001, 382).

Dolarizasyonda para arzı, para kurulundakine benzer şekilde ödemeler dengesine bağlıdır. Ödemeler dengesi açığı para arzının daralmasına, ödemeler dengesi fazlası artmasına sebep olur. Dolayısıyla dolarizasyon uygulayan ülke ile para arzı yetkisine sahip ülke arasında faizler birbirine yaklaşacak, tam sermaye akışkanlığı durumunda ise faiz oranları eşitlenecektir.

Bir ülke dolarizasyona geçerken para kurulundakine benzer başlangıç kararları vermek mecburiyetindedir. Hangi paranın kullanılacağı, rezervlerin bileşimi, döviz kurunun hangi paritede sabitleneceği gibi kararlar uygulamanın sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Ayrıca dolarizasyona geçerken tek taraflı bir bağlanma tercih edilebileceği gibi



iki ülke arasında anlaşmalar yapılarak dolarizasyon uygulayacak ülkeye belirli haklar verilmesi de mümkündür. Örneğin dolarizasyona geçen ülkenin senyoraj kaybindan kaynaklanan zararı tazmin edilebilir.

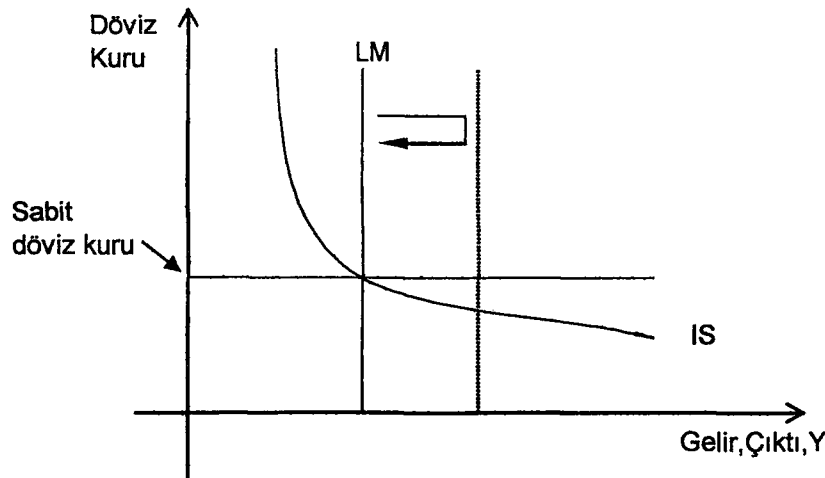
Dolarizasyona geçişin zamanı da oldukça önemli bir konudur. Eichengreen (2002) bu konuda temel olarak iki görüşü dile getirmektedir:

- a. Gerekli makroekonomik değişkenleri ayarladıktan sonra ve piyasaları güçlendirdikten sonra dolarizasyona geçmek
- b. Direkt olarak geçip dolarizasyonun dengeleri sağlamasını beklemek

Dolarizasyon uygulaması bir ülkenin egemenliğinin önemli göstergelerinden biri olan para basma yetkisini ülke yönetiminin elinden aldığı için çeşitli eleştirilere hedef olmaktadır. Siyasi konularda para basma yetkisine sahip olan ülkeye bir çok avantajlar vermektedir. 1988 yılında Panama ile ABD arasında bunun bir örneği yaşanmıştır. ABD yaşanan gerginlik sonrası başkan Manuel Noriega'nın New York bankalarındaki elli milyon dolarını dondurmuş ve bu yolla Panama'nın nakit sıkıntısına girmesine sebep olmuştur (LeBaron ve McCulloch, 2000, 32). Sonuç olarak dolarizasyona geçen ülkenin para basma yetkisine sahip ülke ile hem siyasi hem ekonomik ilişkilerini iyi tutması gerekmektedir. Aksi takdirde olumsuz sonuçlar serbest kur uygulayan ülkelere oranla daha büyük olabilir.

### 3.4 Sabit Kurlar ve Para Politikası Etkinsizliği

Kur sisteminin sabit olması durumunda merkez bankası para politikasında etkinliği kaybedecektir. Klasik IS-LM yaklaşımından hareketle bu durumu daha rahat görebiliriz.



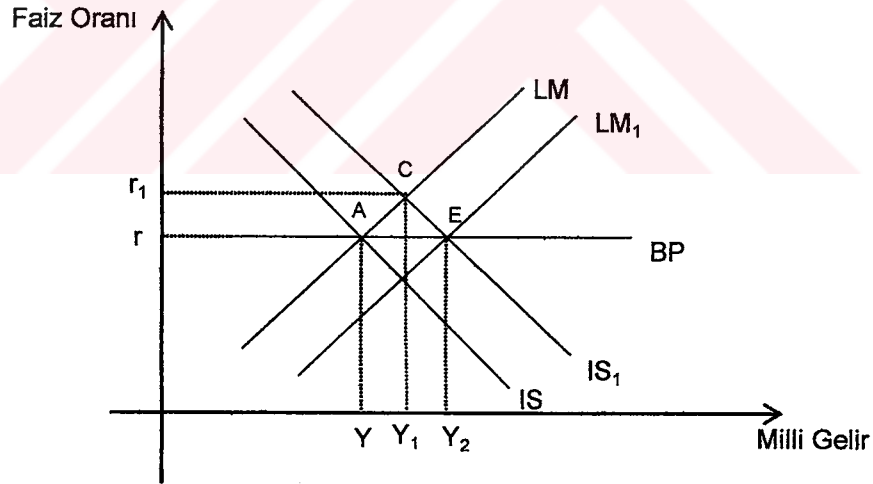
**Şekil 3.1 Sabit kurlar altında para politikası etkinsizliği**  
Kaynak: (Mankiw, 1999, 325)

Şekil 3.1’de piyasadan tahvil satın alarak para arzını arttırmak isteyen bir merkez bankasının sabit kurlar altında karşılaşacağı durum gösterilmektedir. Bu politikanın ilk etkisi LM eğrisini sağa kaydırmak olur. Bu durumda denge sabit döviz kurunun altında olan bir noktada gerçekleşecektir. Aynı zamanda sabit kur gereği, merkez bankasının belirli bir pariteden kur alım satım işlemleri de devam etmek zorundadır. Piyasadaki aktörler merkez bankasına yerel para satın döviz alarak bu durumdan kar edebilirler. Sonuç olarak LM eğrisi başlangıçtaki konumuna geri dönecektir. Yani sabit kurlar altında para politikası etkin değildir.

### 3.5 Sabit Kurlar ve Maliye Politikası

Sabit kur sisteminde para politikasının etkinliğini yukarıda ele aldık. Ekonomik dengeyi sağlamak için kullanılan bir diğer politika olan maliye politikası üzerindeki etkileri ise bu bölümün konusudur. Sabit kurlar altında maliye politikasının etkinliği, para kurulu, tam dolarizasyon ve para sahaları bağlamında ele alınacak ve ardından sabit kur rejimlerinin kamu maliyesine getireceği olası fayda ve zararlar değişik görüşlerle birlikte incelenecektir.

Klasik IS-LM analizi ve tam sermaye mobilitesi altında sabit kurların işleyiş mekanizmasını inceleyelim...



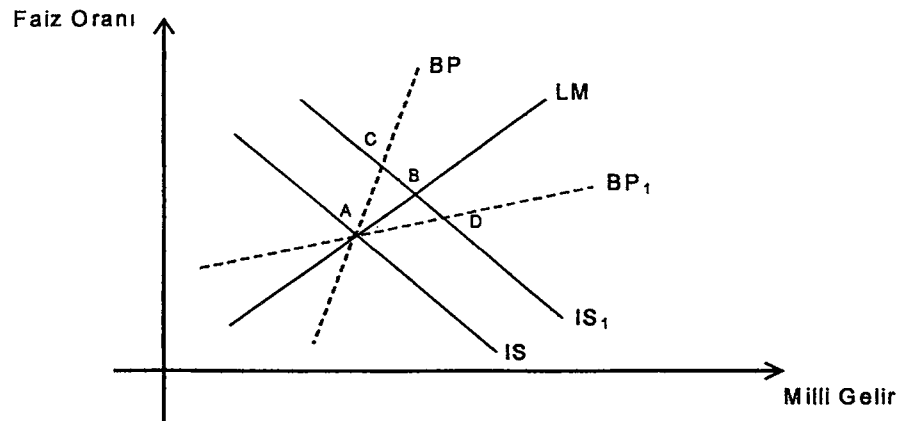
**Şekil 3.2 Sabit kurlar ve tam sermaye akışkanlığı altında maliye politikasının etkisi** Kaynak: (Batiz ve Batiz, 1994, 397)

Şekilde BP eğrisi ödemeler dengesini sembolize etmektedir. Tam sermaye akışkanlığı varsayımı altında eğri yatay eksene paralel hale gelmiştir. Dış ticaret kaleminde açık meydana gelse bile bu açık dünya faiz oranları üzerinden sermaye akımlarıyla kolaylıkla finanse edilebilir. Finansman, devletin dünya piyasalarından borçlanması, özel sektörün borçlanması veya kar arayan yabancı sermayenin ülke içine akın etmesi şeklinde olabilir. Sonuç olarak

ödemeler dengesi eğrisi dünya faiz oranı seviyesinde yatay eksene paraleldir. Eğri üzerinde sağa doğru hareket edildikçe dış ticaret dengesinin kötüleştiğini de söyleyebiliriz. Zira artan milli gelir ithalata olan talebi artırır. Sermaye akımları ile finanse edilmesi gereken dış ticaret açığı artacaktır. Diğer iki eğri klasik IS ve LM eğrileridir.

Şimdi A noktasında iç ve dış dengeye ulaşmış ve sabit kur uygulayan bir ekonomide devlet harcamalarında bir artış meydana geldiğini düşünelim. “Bunun etkileri ne olacaktır?” sorusuna cevap arayalım. Devlet harcamalarında artış sonucu artan para talebi ve toplam talep IS eğrisini  $IS_1$ 'e kaydırır. Ekonominin yeni denge noktası C noktası olacak, milli gelir  $Y$ 'den  $Y_1$  seviyesine gelişirken faizler  $r_1$  değerine yükselecektir. C denge noktasının BP eğrisinin yukarısında olması da ülkede ödemeler dengesi fazlası oluştuğunu göstermektedir. Fakat tam sermaye akışkanlığı ve sabit kurlar altında C noktası bir denge noktası olamaz. Artan faiz oranları sonucunda ülke içine yüklü miktarda sermaye girişi olacaktır. Sabit kur varsayımımızı da hatırlayarak, ülke içine giren yüklü miktarda yabancı sermaye, yerel aktifleri satın almak için ülke parasına dönüşecek ve para arzı yükselecektir. Para arzında yükseliş ise şekilde LM eğrisinin  $LM_1$ 'e kayması ile belirtilmiştir. LM'deki kayma ülke içi faiz oranları ile dış faiz oranları eşitlenene kadar devam eder. Yeni denge E noktasında oluşacaktır. Bu yeni denge noktasında milli gelir hem A hem de C noktasına göre daha yüksektir. Dış ticaret artan ithalat sebebiyle kötüleşmiş, fakat bu kalemde meydana gelen açık sermaye akımları ile kapatılmıştır. Sabit kurlar ve tam sermaye akışkanlığı varsayımı altında maliye politikasının özellikle büyüme oranı üzerinde oldukça etkili olduğu söylenebilir.

Tüm bu açıklamalara rağmen tam sermaye akışkanlığı varsayımı gerçekleri yansıtan bir varsayım değildir. Sermayenin değişik oranlarda akışkan olduğu durumlarda sabit kurun ekonomi üzerindeki etkilerini de incelememiz gerekir.



**Şekil 3.3 Sabit kur ve değişken sermaye akışkanlıkları altında maliye politikasının etkisi**  
Kaynak: (Batiz ve Batiz, 1994, 415)

Şekildeki BP eğrisi düşük sermaye mobilitesini  $BP_1$  eğrisi ise yüksek sermaye mobilitesini temsil etmektedir. Devlet harcamalarında meydana gelecek bir artış IS eğrisini  $IS_1$  konumuna getirecek ve yeni denge noktası B olacaktır. Faizler ve milli gelir başlangıç denge noktasına göre daha yüksektir. B noktasında dış ticaret üzerinde iki farklı etkiden söz edebiliriz. Bunlardan ilki artan milli gelirin dış ticareti kötüleştirici etkisidir. İkinci etki ise yükselen faiz oranlarının ülke içine sermaye akışı yaratarak ödemeler dengesini iyileştirici etkisi olacaktır. Ödemeler dengesinin ne yöne doğru gideceği bu iki farklı yöndeki etkiden hangisinin ağır basacağı ile ilgilidir.

Düşük sermaye mobilitesi varsa ve ödemeler dengesi eğrisi BP şeklinde ise artan ithalatı karşılayabilecek kadar bir sermaye akımı olmaz. Ödemeler dengesi açık verir. Şekilden de görülebileceği gibi B noktası BP ödemeler dengesi eğrisinin altında kalmaktadır. Sabit kurlar altında ödemeler dengesi açığı sonucu para arzı daralacak, ekonomi C noktasına doğru hareket edecektir. Şekilde gösterilmemekle birlikte LM eğrisi C noktasının üzerinden geçecek şekilde sola kayar.

Sermaye mobilitesinin nispeten yüksek olduğu ve ödemeler dengesi eğrisinin  $BP_1$  olarak olduğu durumda ise artan ithalat sermaye akımları ile karşılanabilecek kadardır. Bu durumda, B noktasının  $BP_1$  eğrisinin üzerinde olmasından da anlaşılabilirceği üzere, sonuç ödemeler dengesi fazlasıdır. Sabit kurlar altında para arzı artacak ve ekonomi D denge noktasına ulaşana kadar genişleyecektir. Yine şekilde gösterilmemekle birlikte LM eğrisi D noktasının üzerinden geçecek şekilde sağa kayar.

Sonuç olarak gelinen her iki noktada da (C ve D) milli gelir A başlangıç dengesine göre daha yüksektir. Değişik sermaye mobilitesi varsayımları ve sabit kurlar altında maliye politikasının etkin olduğunu söyleyebiliriz.

Teorik olarak sabit kurların maliye politikasına etkileri bu şekilde oluşmaktadır. Bu etkilerin yanı sıra sabit kurların devlete getireceği fayda ve zararlara da değinmek gerekir.

Sabit kur sistemlerinin en önemli faydalarından biri mali disiplini sağlayıcı yönde işlemesidir. Özellikle enflasyonun en temel ve yaygın sebeplerinden birinin bütçe açıkları olduğu düşünülürse, mali disiplinin ne kadar önemli olduğu anlaşılır. Hükümetlerin enflasyon vergisi yaratma ve para basarak bütçe açıklarını finanse etme olanağı para kurulu, tam dolarizasyon gibi sabit kur rejimlerinde mümkün değildir. Bu imkansızlık hükümetleri bütçe içerisinde hareket etmeye zorlayacaktır. Para otoritesinin yetkisi bütçe otoritesinin üzerinde tutularak bütçe açıkları giderilir (Gültekin ve Yılmaz, 1996, 28). Sabit kur sistemlerinde devlet sürdürülemez borç seviyesine yaklaştıkça iç ve dış piyasalardan borçlanma maliyeti

artacak, sistemin çökmesi tehlikesi ortaya çıkacaktır. Sabit kurun çökmesi gibi bir riski göze almak istemeyen hükümetler, harcamalarında daha dikkatli davranmak zorunda kalırlar. Ayrıca kurala dayalı bir para arzı şeklinde sabit kur tercih eden ülkeler sabit kura geçiş aşamasında zorunluluk olmamasına rağmen bütçe açıklarını azaltmak durumundadır. Aksi takdirde sabit kurun korunamaması ve istikrar politikasının başarısızlıkla sonuçlanma olasılığı büyüyecektir. Hükümetlerin bütçelerini arttırma yolu olarak gelirlerini yükseltmekten ve/veya daha fazla borçlanmaktan başka çaresi yoktur. Dolayısıyla bütçe yapısının şeffaflaşması sabit kurların getirdiği önemli bir avantaj olacaktır.

Sabit kurların bir diğer önemli etkisi faizleri düşürmesidir. Yukarıda dile getirildiği gibi tam sermaye akışkanlığı varsayımı altında faizler, dünya faiz oranları seviyesinde oluşacaktır. Bu durum ekonomik belirsizliği azaltır ve hükümetlere daha düşük faiz oranlarından ve daha uzun vadeli kaynak bulma imkanı sağlar. Sonuç olarak borç servisi maliyeti azalacaktır.

Sabit kur rejimlerinin en önemli dezavantajı devletin senyoraj gelirini yok etmesidir. Senyoraj, bir ülke kağıt para çıkarttığında paranın değeri ile sifıra yakın olan para çıkartma maliyeti arasındaki fark ölçüsünde devletin sağladığı yararadır (Seyidoğlu, 1999a, 295). Bu açıdan bakıldığında para arzını kurala bağlamış ve etkin para politikasından feragat etmiş bir devlet, senyoraj geliri elde etme ihtimalini de sifıra indirmiş olacaktır. Merkez bankası sisteminde hükümet, karşılıksız banknot basarak yani parasal tabanı genişleterek hiç de küçümsenmeyecek miktarda (GSMH'nin %5-10'u) bir senyoraj geliri elde edebilir (Gültekin ve Yılmaz, 1996, 35). Para kurulu, dolarizasyon gibi sabit kur rejimlerinde para, ülke içine giren döviz miktarına bağlı olarak artacağından senyoraj geliri, rezerv para olarak kullanılan para veya paraları ihraç etme yetkisine sahip merkez bankalarına devredilecektir. Senyoraj gelirinden vazgeçmenin maliyetleri hem stok hem de akım maliyetler olarak ülke bütçesine zarar verecektir. Kuruluş aşamasında bir defada bulunması gereken döviz miktarı sabit kur rejimlerinde oldukça fazladır. Aşağı yukarı para tabanı kadar bir döviz rezervlerde tutulmalıdır. Bunun ekonomiye getireceği maliyet senyoraj gelirinden vazgeçmenin stok maliyeti olarak düşünülebilir. Ayrıca bütçeye her sene getireceği yükten de bahsedilebilir. Akım maliyetleri olarak düşünülebilecek bu maliyetler de bütçenin yapısına olumsuz etki edecektir. Akım maliyetini hesaplamının bir yolu dolaşımdaki para miktarı ile yabancı aktiflerin getiri oranlarını çarpmaktır. Diğer bir yol ise para tabanı ile iç enflasyon oranlarını (veya bir belirlenmiş bir iç varlığın getiri oranını) çarpmaktır ki bu genellikle yabancı aktiflerin getiri oranından daha yüksek olacaktır (Mack, 1999, 12). Her ne kadar devlet elinde bulundurduğu yabancı aktiflerden kar ediyor olsa da bu, para basma gelirlerini karşılayabilecek düzeylere çıkmayacaktır. Ayrıca ülke içinde resmi olmayan dolarizasyonun



yaygın olması senyoraj gelirlerini azaltıcı etki yaparken ülkenin sabit kura geçme maliyetlerini azaltıcı yönde tesir eder. Senyoraj gelirleri büyük ve dış ticareti az olan ülkelerde daha fazladır. Dolayısıyla kuru sabitlemekten uğranılan kayıp, ülkenin GSMH'sine ve dışa açıklık oranına bağlı olarak artıp azalacaktır. Çeşitli durumlarda ülkeler parasını sabitlediği ülkelerle iki taraflı anlaşmalar yaparak senyoraj kaybından uğranılan zararın bir dereceye kadar tazminini isteyebilir. Arjantin ile ABD arasında benzer bir anlaşma yapılmış ve bu anlaşma ile sabitlemeden kaynaklanan zararların bir ölçüde giderilebileceği planlanmıştır.

Ayrıca para politikası etkinliğini kaybetmek de önemli bir maliyet olarak göze çarpmaktadır. Sabit kur sistemlerinde konjonktürel dalgalanmaların kontrolü bütçe politikalarına kalır. Fakat hükümet harcamaları, vergiler ve yatırım teşvikleri gibi bütçe politika araçları, bütçede değişiklikler gerektirdiği için para politikaları kadar hızlı devreye sokulamaz. Dolayısıyla kısa vadeli şoklara karşı olan esneklikler kaybedilir ve ek maliyetlerin boyutu artabilir. Kaybedilen politika esnekliği kuralların getireceği güvenilirlikle giderilmeye çalışılır. Ayrıca para politikası etkinliğini kaybetmenin maliyeti para emisyon yetkisine sahip ülke ile parasını sabitleyen ülke arasındaki konjonktür dalgalanmaları ne kadar ilişkisiz olursa o kadar artacaktır (Alesina ve Barro, 2001, 383). Para sahaları açısından bunun bir ilave sakıncasından bahsedebiliriz. Ülkenin asimetrik şoklara maruz kalma ihtimali olan bir ülkeye parasını sabitlemesi, ülke açısından önemli sakıncalar doğuracaktır. Bir para birliği içerisinde asimetrik şok durumunda sabit kurdan vazgeçen bir ülke, diğer ülkeleri etkileyerek problemin onlara da bulaşmasına ve para alanının çökmesine sebep olabilir (Andersen, 1998, 152). Esnek kur savunucularının sabit kurlar aleyhinde dile getirdiği en önemli argümanlardan biri etkin para politikası uygulama avantajının kaybedilmesidir.

Bir diğer dezavantaj sabit kurların sürdürülebilirliği ile ilgilidir. Klein ve Marion Latin Amerika'da 1950'den beri uygulanan altmış bir sabit kur deneyimini incelemiş ve ortalama ömürlerinin otuz iki ay olduğu sonucuna ulaşmıştır (Velasco, 1997, 6). Yani sabit kur rejimleri ülkeler tarafından kalıcı bir rejim olarak uygulama alanı bulmamakta orta vadeli bir istikrar aracı olarak kullanılmaktadır. Bu kullanım şeklinin de çeşitli dezavantajları olacaktır. Kur rejimi tercihinin kısa vadeli olduğu ve terkedilebileceği inancının hakim olması, sağlanmak istenen para politikası disiplininin yok olmasına sebep olur. Kurun uzun süre devam etmeyeceğini anlayan hükümetler bütçe açıkları verme yoluna giderek enflasyonist baskıları bir sonraki döneme aktarabilirler. Bütçe açıkları hem kurun çökmesini hızlandıracak hem de kur çöktükten sonraki dönemde oluşan enflasyon oranlarını arttıracaktır. Bu şekilde



bir gelişme yaşanan ekonomilerde sabit kurun mali disiplin sağlayacağı yönündeki tezler reddedilmektedir.

Sabit kurların maliye üzerindeki fayda ve zararları kur sisteminin kullanım amacı, süresi ve koşulları gibi değişkenler dikkate alınarak daha da artırılabilir. Fakat maliye üzerindeki etkiler temelde bunlardan ibarettir.

### **3.6 Sabit Kurlar ve Ekonomik Göstergeler**

Bir istikrar politikasının oluşturulmasında, gelişmesinde ve genel olarak performansının ölçülmesinde bazı ekonomik göstergeler diğerlerine oranla ön plana çıkmaktadır. Hemen hemen bütün ülkelerde hesaplanmakta olan bu göstergeler ülkeler arasında kıyaslama yapmak için de kolaylık getirmektedir. Bu bölümde enflasyon oranı, ödemeler dengesi, büyüme oranları ve emek piyasası ile ilgili değişkenler dikkate alınarak sabit kur sistemi ile alakaları araştırılacak, sabit kur rejimlerinin avantaj ve dezavantajları değişik yaklaşımlar çerçevesinde ele alınacaktır.

#### **3.6.1 Sabit Kur Sistemleri ve Enflasyon**

Günümüzde sabit kur rejimlerinin enflasyona karşı etkili olduğu ve bir çapa işlevi görerek enflasyonda azalmayı beraberinde getirdiği hemen hemen tüm iktisatçılar tarafından kabul görmektedir. Sabit kurlarda enflasyonun daha az olmasının iki sebebi vardır. Bunlardan ilki disiplin etkisi olarak adlandırılır. Sabit kur rejiminin yıkılmasının riskini göze alamayan politikacılar daha sıkı politikalar izlerler. İkincisi ise güven etkisi olarak adlandırılır ve sabit kura geçişle oluşan güven ortamında yerel para ve aktiflere olan talebin artması anlamına gelir(Ghosh vd., 1996, 1). Teorik olarak para arzının büyüme oranı veri iken para talebinin artması enflasyonu azaltıcı yönde etki yapacaktır. Sabit kur sistemleri de ekonomik belirsizliği azaltarak para talebini artırır. Sabit kur savunucuları, sistemin hem enflasyon oranlarını hem de enflasyonda meydana gelen değişimleri azalttığını iddia etmektedirler.

#### **3.6.2 Sabit Kur Sistemleri ve Ödemeler Dengesi**

Sabit kur savunucuları, sabit kur rejimlerinde otomatik denge mekanizmasının işleyeceğini ve bu sayede ödemeler dengesinin istikrarlı bir yapıya kavuşacağını belirtmektedirler. Sistemin işleyiş şekli basittir. Ödemeler dengesinde meydana gelecek bir açık ülke içi para arzının daralmasına ve faizlerin yükselmesine sebep olur. Faizlerin artması ülke içine sermaye girişlerini arttıracak ve ödemeler dengesi düzelecektir. Diğer yandan para arzının artması sebebiyle değer kaybeden yerel para ihracatı tetikleyecek ve ithalatı azaltacaktır. Ödemeler

dengesinin dış ticaret kalemi de bu sayede iyileşecek ve dış denge sağlanacaktır. Benzer bir mekanizma dış fazla durumunda da ortaya çıkar ve sabit kur rejimlerinde ödemeler dengesi otomatik olarak sağlanır görüşü ileri sürülmektedir. Fakat sabit kur rejimlerinin değişik versiyonlarını uygulamış ülkelerde durumun bu şekilde olmayabileceği gözlenmiştir. Dış şoklara maruz kalan ülkelerde ödemeler dengesinde meydana gelen açıklar ülke içi para arzının daralmasına ve problemin daha da derinleşmesine sebep olabilir.

Özellikle kronik enflasyona sahip ülkelerde sabit kur uygulamaları yerel paranın aşırı değerlenmesi ve bununla birlikte dış ticaret sorunlarını beraberinde getirmektedir (Kenen, 2000, 112). Latin Amerika ülkelerinde devalüasyona ve hatta sabit kur rejiminin yıkılmasına kadar giden ödemeler dengesi sorunlarıyla karşılaşmıştır.

Hükümetler merkez bankalarındaki rezervlerin erimesi veya işsizliğin tahammül edilemeyecek boyutlara ulaşması gibi sebeplerle devalüasyon yolunu tercih edebilirler. Fakat bu gibi göstergelerin oluşmasının ardındaki en önemli sebepler yine hükümetlerin kontrol altına alamadıkları bütçe açıkları ve ekonominin yapısından kaynaklanan problemlerdir (Corden, 1994, 85-86).

Sabit kur rejimlerinin önemli bir avantajı, doğru bir şekilde uygulandığında yerel paraya olan güvenin artmasıdır. Ülke parası belirli bir paraya sabitlendiği ve sabit kur devlet garantisine alındığı zaman yerel para değerinde meydana gelebilecek aşırı dalgalanmalar kontrol altına alınmış olur. Bu durum dış piyasaların ülke parasına olan güvenini artırır. Ülke içi fiyatlar daha istikrarlı bir yapıya kavuşur. Meydana gelen güven ortamında dış ticaret artar. Devalüasyon riski olmadığı durumlarda iç piyasaların da yerel paraya olan güveni artacaktır (Corbo, 2001, 2). İstedikleri zaman uluslar arası piyasalarda kabul görececek bir dövize paralarını dönüştürme imkanına sahiptirler. Sabit kurların dış ticareti arttırıcı etki yaptığı günümüzde bir kısım iktisatçı tarafından kabul görmektedir. Tam dolarizasyon ve para sahaları gibi yerel paranın olmadığı sabit kur rejimlerinde de işlem maliyetlerinin azalacağı ve bu sebeple dış ticaretin gelişeceği dile getirilmektedir.

Sonuç olarak sabit kur sistemleri, kurallara uyularak tatbik edilirse dış ticareti arttırıcı etkide bulunacak ve otomatik denge mekanizması ile ödemeler dengesine istikrarlı bir yapı sağlayacaktır. Fakat uygulamada karşılaşılan bütçe problemleri ve bunun devamında gelen istikrar bozucu spekülasyonlar bazı durumlarda ülkeleri zor durumda bırakabilmektedir.

### 3.6.3 Sabit Kur Sistemleri ve Büyüme

Sabit kur sistemlerinin büyüme üzerindeki etkileri de iki farklı görüşü beraberinde getirmektedir. Daha öncelikli olarak kabul gören düşünce, sabit kur rejimlerinin büyüme konusunda yetersiz kaldığı yönündedir. Döviz kuru rejimi büyümeyi iki kanaldan etkileyebilir. Bunlar yatırımlar ve verimliliklerdir. Yapılan araştırmaların önemli bir kısmında yatırım artışlarının sabit kur rejimlerinde daha fazla olduğu gözlenmiştir. Fakat aynı zamanda GSMH ve kişi başına GSMH gibi göstergelerde artış hızının, esnek kur rejimlerinde daha yüksek olduğu saptanmaktadır. Buradan çıkartılabilecek bir sonuç, sabit kurlar altında verimlilik artışının esnek kurlara göre daha yavaş olduğudur (Ghosh vd., 1997).

Sabit kur rejimi savunucuları, sabit kurların politik belirsizlikleri ve faizleri azaltacağını dile getirmektedirler. Bunun sonucu olarak ülke içi yatırımların artacağı ve büyümenin tetikleneceğini savunurlar (Dornbusch, 2001, 240). Fakat aynı zamanda sabit kurların para alanı dışındaki ülkelere karşı korumacı baskıları arttırması ve kaynak dağılımı etkinliğini sağlamakta sıkıntılar yaşanması durumunda verimlilik artışı yavaşlayacaktır.

Bölüm 2.7.3'te ele alınan önce büyüme sonra daralma etkisi de sabit kurlar altında büyümeyi etkileyen bir diğer kavramdır. Sabit kur uygulamalarına dayalı istikrar programlarında başlangıçta bir genişleme süreci yaşanacak, daha sonraları ise gerekli koşulların sağlanamaması durumunda resesyon gelecektir.

Sonuç olarak sabit kurlar istikrarlı bir para tabanı ve enflasyon çapası oluştursa da büyüme ve kalkınmayı arttırıcı politikaları yetersiz kalmaktadır (LeBaron ve McCulloch, 2000, 35). Çeşitli şoklara maruz kalan sabit kur ülkelerinin büyüme oranları yüksek dalgalanmalar göstermiştir. Örneğin Panama'da yaşanan dolarizasyon uygulaması sonucunda istenen büyüme oranları yaklanamamış ve ABD ile yaşanan gerginlik büyüme oranlarında yüksek düşümlere sebep olmuştur. Yine Afrika'daki frank sahasında da benzer büyüme problemleri yaşanmış ve sorunlar devalüasyon yoluna gidilerek çözülmeye çalışılmıştır. Kur rejimlerinin ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri günümüzde bir çok iktisatçının dikkatini çekmekte ve konu hakkında yapılan araştırmalar gittikçe artmaktadır. İktisatçılar arasında oluşan genel kanaat sabit kurların büyüme üzerindeki etkilerinin zayıf kaldığı yönündedir diyebiliriz. Özellikle aynı dış şoklara maruz kalan değişik kur rejimine sahip ekonomilerde sabit kuru tercih edenlerin daha büyük zararlar gördüğü gözlenmiştir.

### 3.6.4 Sabit Kur Sistemleri ve Emek Piyasası

Emek piyasası verileri de diğer ekonomik göstergeler gibi ekonomik performansın ölçülmesinde mühim bir yere sahiptir. Bir ülkenin iç dengeye sahip olup olmadığını anlamakta en önemli parametrelerden biri işsizlik oranlarıdır. Dolayısıyla kur sistemlerinin performansının ölçülmesine işsizlik ve diğer emek piyasası değişkenleri ele alınması gereken bir diğer konudur.

Sabit kur rejimleri yapı olarak belirli bir işsizliği göze almakta ve işsizliğe çözüm getiremedikleri gözlenmektedir (Barışık, 2001, 13). Bunun en güzel örneklerinden biri Arjantin'de uygulanan para kuruludur. 1991'de ülkede kurulan para kurulu, iki üç sene içinde işsizlik oranını %6'dan %18'lere kadar çıkartmıştır. Benzer yapıya sahip ve benzer talep şoklarına maruz kalan Asya ülkelerinde de işsizlik oranları sabit kur uygulayan rejimlerde daha yüksek boyutlara ulaşmıştır. Ayrıca döviz kurunu sabitleştirmek işsizlikte meydana gelen değişkenliği de arttıracaktır (Eichengreen, 2002, 4). Fakat dönüşüm ekonomileri olan Litvanya, Letonya ve Estonya'da işsizlik ile kur rejimi arasında bir bağlantı ortaya çıkmadığını görüyoruz. Bu ülkelerden Letonya esnek kur uygularken diğer ikisi para kurulunu tercih etmiştir. Ülkelerin işsizlik oranları birbirine yakın seyretmektedir. Herşeye rağmen genel kanaat, istisnalar olmakla birlikte, sabit kur sistemlerinin işsizlik üzerinde etkili olmadığını göstermektedir.

Emek piyasası değişkenlerini sadece işsizlik oranları ile sınırlandırmak yanlış olur. Ülke işgücünün verimliliği, emek akışkanlığı, nominal ve reel rijitlikler ve işgücünün doğru yerlerde konuşlandırılması da emek piyasasına dahil olan kavramlardır.

İşgücü verimliliği oldukça önemli bir kavramdır. Sabit kur rejimini sürdürmenin direkt maliyetini azaltan işgücü verimliliği, kuru devam ettirebilmenin en önemli sağlayıcılarından biridir (Pitt, 2001, 20). Fakat yapılan ampirik çalışmalarda işgücü verimliliğinin sabit kurlarda nispeten daha az olduğunu bir önceki bölümde de ele almıştık. Dolayısıyla emek verimliğinde gelişmenin sağlanamaması halinde sabit kurlar hem büyüme oranlarına hem de emek piyasasına olumsuz yönde etki edecektir.

Emek akışkanlığı ve işgücünün doğru yerlerde konuşlandırılması da emek verimliliğini ve emek piyasasını etkilemektedir. Para sahalarının emek akışkanlığını arttıracığını biliyoruz. Sabit kur savunucuları bu durumun aynı zamanda doğru işgücünün doğru yerlerde istihdam edilmesi sonucunu doğuracağını ve emek verimliliğini arttıracığını dile getirmektedirler.

### 3.6.5 Devalüasyonun Ekonomik Göstergelere Etkileri

Sabit kur rejimleri, bir çok ülkede aynı parite üzerinden ve sonsuza kadar devam edecek bir sistem olarak algılanmamaktadır. Ekonomik istikrarsızlıkların düzeltilmesi için belirli dönemlerde başvurulmakta ve ülkeler istikrar problemini aştıktan sonra terk edilmektedir. Kur sistemini muhafaza edip parite üzerinde oynamalara gitme yolunu seçen ülkelerin olduğu da gözlenmiştir. Genellikle devalüasyonlar şeklinde ortaya çıkan parite oynamaları, sabit kur sisteminin getirdiği dezavantajlar sonucu çeşitli ekonomik göstergelerde sıkıntıya düşen ülkeler tarafından tarihte sıklıkla uygulanmıştır. Sabit kur rejimine sahip bir ülkenin devalüasyona gitmesi yukarıda anlatılan ekonomik göstergeler üzerinde çeşitli etkiler yapar. Bu bölümde bunları kısaca açıklamaya çalışacağız.

Devalüasyon ortamını hazırlayan gelişmelerden en önemlisi ödemeler dengesi açıklarıdır. Bir ülke sabit kura dayalı bir istikrar politikası uygularken yerel parasının aşırı değerlenmesi ithal malların fiyatının ucuzlamasına ve kronik dış ticaret açıklarına sebep olabilir. Böyle bir durumda kuru savunma yoluna giden ülkenin para otoritesi, rezervlerinin erimesi sorunuyla karşılaşacaktır. Rezervlerin erimesi pariteye olan güveni sarsacak ve ülke içeriden ve dışarıdan gelen spekülasyon ataklarına maruz kalacaktır. Yaşanan spekülasyon atakları merkez bankası rezervlerinin erime hızının artmasını beraberinde getirir ve paritenin korunmasını daha da zorlaştırır. Sabit kuru ve pariteyi muhafaza etmek için iç ve dış piyasalardan gerekli rezervin temin edilememesi durumunda ülkenin önündeki çarelerden biri devalüasyondur. Ülke, parasının değerini düşürmek suretiyle dış piyasalarda mallarına rekabet avantajı sağlar ve ödemeler dengesi açıklarının azalmasını bekler. Ayrıca ülke içi faizlerin artması da sermaye girişlerini hızlandıracak ve ödemeler dengesi açıklarının kapanmasını daha kolay hale getirecektir. Yapılan araştırmalarda devalüasyonu takip eden kısa zaman dilimi içinde ülkelerin ödemeler dengelerinin iyileşmediği, beklenen düzelmelerin orta vadede sağlandığı görülmüştür.

Devalüasyonun sebeplerinden bir tanesi de bütçe açıklarıdır. Sürekli olarak bütçe açıkları veren bir ülkede kamu borcunun sürdürülemez boyutlara ulaşması, halkın sabit kur rejimine olan güvenini sarsacaktır. Ani bir devalüasyon, ekonomik aktörlerin elinde bulundurduğu kamu borçlanma senetlerinin getirisini azaltacak ve azalan kısmın devlet kasasına girmesini sağlayacaktır. Böyle bir durumda kamu borç senetlerini almak için daha yüksek getiri oranları istenecek ve risk primi artacaktır. Risk priminin artması faizleri arttırır. Kamu borcunun sürdürülemez boyutlarda devam etmesi devalüasyonu kaçınılmaz kılacaktır. Sabit kur rejimi altında yüksek borç yüküne sahip ülkeler, borç servisi maliyetlerini azaltmak için ani bir devalüasyona başvurabilirler.

Bir diğer devalüasyon sebebi işsizlik oranının yüksek boyutlara ulaşmasıdır. Yapılacak devalüasyon ödemeler dengesi vasıtasıyla ülke içindeki talebi canlandıracak ve istihdamı arttıracaktır. Özellikle ihraç malları üreten sektörlerde canlanma işçi alımlarını beraberinde getirecektir. Talepte meydana gelen canlanmanın etkileri büyüme oranlarına da yansır ve daha yüksek büyüme oranları yakalanabilir. Şu haliyle devalüasyon iç piyasada hükümetin lehine sonuçlar doğuracaktır. Bu avantajların programın kredibilitesini kaybetmesinden doğacak maliyetleri aşığı durumlarda hükümetler devalüasyona gitmeyi seçebilir.

Herşeye rağmen güvenilirlik esasına dayalı olan sabit kur sistemlerinde devalüasyonların yaşanması ekonomik programlara olan güveni sarsacak ve uzun vadede sonuçları olumsuz olacaktır. Halkın satın alma gücü ve yaşama standardı düşecektir. Devalüasyonları sıklıkla yaşayan ülkelerde sabit kur rejimine olan güven sarsılır ve bu güvenin getireceği olumlu sonuçlar elde edilemez.





#### 4. ESNEK KURLAR VE İSTİKRAR POLİTİKALARI

1970'lerde Bretton Woods Sistemi'nin yıkılması ile dünya para sisteminde sabit kurlar ikinci planda kaldı. Milton Friedman ve diğer monetarist iktisatçıların başını çektiği bilim çevrelerinin "kurların piyasada belirlenmesi gerektiği" yönündeki görüşü ağırlık kazanmaya başladı. Esnek kur savunucuları iki önemli noktada esnek kurların büyük avantajlar getireceğini düşünmekteydiler. Bunlardan ilki bağımsız para politikası uygulayabilme avantajıydı. Tamamen akışkan ve sınırlar ötesinde serbestçe dolaşabilen bir sermayeye sahip dünyada hem sabit kurlar hem de bağımsız para politikasını aynı anda kullanmak imkansızdı (Murray, 2000, 43). Para politikası, istikrar politikalarının önemli bir enstrümanı olarak düşünülüyordu ve sabit kurlar ile bundan vazgeçilmesinin ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yapacağı savunuluyordu. Esnek kurlara geçmekle para arzının kontrolü tamamen merkez bankalarına bırakılacaktı. Örneğin işsizlik sorunu ile karşılaşan bir ülke merkez bankası para arzını arttırarak soruna müdahalede bulunabilir. Bunu yaparken önünde koruması gereken bir parite olmayacaktır. Yerel para değer kaybeder, ülke malları ucuzlar ve artan ihracat artışı çıktı miktarını arttırırken işsizliği azaltıcı etkide bulunacaktır. Aynı şekilde ekonomide bir balon oluşması, para arzı kısılarak önlenabilir. Bunu yaparken merkez bankasındaki rezervlerin erimesi kaygısı olmayacaktır.

Esnek kurların lehindeki ikinci görüş ise döviz kuru hareketlerinin şoklara karşı yastık görevi göreceği ve bir şok durumunda ekonominin uğrayacağı zararı azaltacağıdır. Örneğin bir ülke mallarına olan talebin belirli bir zaman diliminde, aniden azaldığını düşünelim. Bu durumda ekonomi bir talep şoku ile karşı karşıyadır. Talebin gerilemesi milli gelirde bir azalmaya sebep olacaktır. Aynı anda kurların değer kaybetmesi yönünde bir baskı oluşur. Sabit kur sistemi geçerli ise kurdaki devalüasyon baskısını azaltmak için merkez bankası yerel parayı satın alır ve döviz satar. Bu durum ülke içi para arzının daha da kısılmasına ve milli gelirdeki azalaşın daha derinleşmesine sebep olur. Esnek kurlarda ise pariteyi koruma görevi olmadığı için merkez bankaları kura müdahalede bulunmaz. Kur bir miktar değer kaybeder. Milli gelirdeki azalış miktarının bir kısmı kurdaki değer kaybı ile telafi edilir. Esnek kurlarda meydana gelen milli gelir azalışı sabit kurlara oranla daha az olacaktır.

Bu iki temel görüşe ilave olarak Bretton Woods Sistemi'nin getirdiği bazı diğer olumsuzluklara karşı da esnek kur savunucuları cephe almıştır. Örneğin ABD'nin dünya para arzını belirliyor olmasından duyulan hoşnutsuzluklar ön plana çıkmıştır. Ülkeler, arzı ABD tarafından belirlenen doları rezerv para olarak tutmakta ve kendi ekonomi politikalarını oluştururken para arzı tahmini sıkıntısı çekmektedirler. Ani dolar arzı artış veya azalışları

sadece ABD tarafından bilinebilir ve ülkeler arasında bilgi farklılıkları oluşabilir. Ayrıca ABD’de oluşacak bir enflasyon, para sistemi içindeki diğer ülkelerin de bu enflasyonu ithal etmesine sebep olacaktır. Bunun yanında ABD açısından da sakıncalar vardır. Her ülke, kalıcı dengesizlikler durumunda parasının dolara karşı değerini ayarlama imkanına sahipken sadece ABD bu imkana sahip değildir. Esnek kurların banimsenmesi bu olumsuzlukları da ortadan kaldıracaktır.

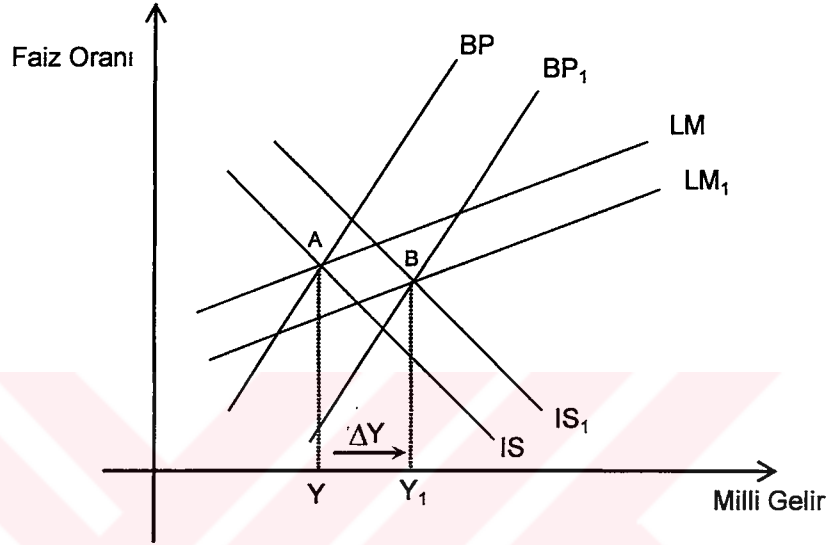
1970’li yıllarda esnek kurlar aleyhinde görüşler de mevcuttur. Bunlardan ilki sabit kur rejimlerindeki disiplinin sağlanamayacağıdır. Para arzının kurala bağlı olmaması merkez bankalarının başına buyruk hareket etmesi sonucunu doğurabilir ve bu durum ekonomik sıkıntıları beraberinde getirebilir. Bir diğer önemli konu istikrar bozucu spekülasyonlardır. Bu tip spekülatif hareketler kısa ve uzun vadede kurların denge değerlerinden yüksek sapmalar göstermesine sebep olabilir. Aşırı değerlenmiş ve/veya düşük değerli yerel paralar ülkeler arasında dengesizlik yaratır, ülke içi ekonomik dengeleri bozar. Sonuç olarak uluslar arası ticaret bu kur dalgalanmalarından zarar görebilir. Esnek kur savunucuları ise spekülasyonun dengeye getirici yönde çalışacağını savunmaktadırlar. İstikrar bozucu spekülasyon yapan ekonomik aktörler bir süre sonra maddi kayıplara uğrayacak ve piyasadan silinecektir.

Her iki görüşün sunduğu avantaj ve dezavantajlar sonucunda 1970’li yıllardan sonra esnek kur sistemleri önemli bir alternatif olarak uluslar arası para sistemine girmiştir. İlerleyen yıllarda enflasyon hedeflemesi, fiyat düzeyi hedeflemesi gibi değişik esnek kur uygulamaları geliştirilmiştir. Bundan sonraki bölümlerde esnek kurlar altında para politikası, maliye politikası ve ekonomik göstergeler yeni esnek kur sistemleri altındaki performansları da dikkate alınarak incelenecektir.

#### **4.1 Esnek Kurlar ve Para Politikası**

Sabit kurlar altında para arzı artışları faizlerin düşmesi vasıtasıyla sermaye çıkışlarını artırır. Sermaye çıkışının yüksek boyutlara ulaşması ödemeler dengesi açıklarına sebep olur ve merkez bankasının para arzını kısmasını beraberinde getirir. Sonuç olarak gelinen noktanın para politikasının etkinsizliği olduğunu bir önceki bölümde görmüştük. Esnek kurlar altında ise durum bundan farklıdır. Para arzı artışlarının ilk etkileri sabit kurda da olduğu gibi faizlerin düşmesi ve sermaye çıkışlarının artması şeklinde olacaktır. Bundan sonraki etkiler ise keskin bir şekilde farklılıklar içerir. Sermaye çıkışlarına bağlı olarak yerel para değer kaybeder. Bu durum ülkenin dış piyasalarda rekabet avantajı elde etmesine ve dış ticaret dengesinin iyileşmesine olanak sağlar. Bir başka deyişle sermaye çıkışları ile kaybedilen

döviz, uygun esnekliklere sahip bir ekonomide, dış ticaret vasıtasıyla giderilecektir. Para arzı artışı durumunda dış denge korunabilir. Diğer taraftan iç piyasalarda düşen faizler yatırımların artmasına ve milli gelirin yükselmesine sebep olacaktır. Toplam olarak gelinen nokta para arzı artışlarının milli geliri arttırdığı yönündedir. Şimdi klasik IS-LM ve BP eğrilerinden yararlanarak durumu görelim.



Şekil 4.1 Esnek kurlar ve para politikasının etkisi Kaynak: (Dunn ve Ingram, 1996, 416)

Şekilde başlangıç denge noktası A'dır. Para arzında meydana gelen artış LM eğrisini LM<sub>1</sub>'e kaydırır. Bunu takiben ülke parası dış piyasalarda değer kaybeder ve BP eğrisi BP<sub>1</sub> yönünde hareket eder. İç piyasalarda yaşanan faiz düşüşleri ile artan yatırımlar da IS eğrisini IS<sub>1</sub> konumuna getirecek ve yeni denge noktası B olacaktır. Sonuç olarak para arzında meydana gelen artış sonucu gelinen yeni denge noktası milli gelirden  $\Delta Y$  kadar bir artış sağlayacaktır. Esnek kurlar altında para politikası etkin olarak çalışmaktadır.

Monetarist iktisatçıların görüşü ise bu yönde değildir. 1970'li yıllarda esnek kur savunuculuğunun başını çeken monetaristler milli gelirden meydana gelen artışların sadece kısa vadede olabileceğini, uzun vadede ise ekonominin potansiyel milli gelir düzeyine tekrar döneceğini savunmaktadırlar. Bu geri dönüş, fiyat artışları mekanizması ile olur. Yerel paranın değer kaybetmesi başlangıçta ilave paranın yatırım kanalları ile değerlendirilmesine sebep olurken ilerleyen dönemde fiyatlar genel düzeyi devalüasyon oranında artacak ve reel para stoku başlangıç seviyesine geri dönecektir. Reel gelir ve çıktı miktarı da uzun vadede değişmez.

Her iki yorum dikkate alındığında da esnek kur sistemlerinde merkez bankalarının belirlediği para arzının önemli bir rolü vardır. Para politikasının etkinliği, para politikası uygulama durumunda bulunan merkez bankasının gücünü ve önemini daha da arttıracaktır. 1970'lerden sonra yaşanan yüksek enflasyon sorununda hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki etkileri önemli bir yer tutmaktadır. Bu sorunun giderilmesi için merkez bankalarının bağımsızlığı tartışmaları, özellikle 1990'larda önem kazanmıştır. Bağımsız merkez bankalarına sahip ülkelerin esnek kur sistemlerinde enflasyonu kontrol altına almakta daha başarılı oldukları düşünülmektedir.

#### **4.2 Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**

Merkez bankalarını siyasi otoritelerin baskılarından kurtarmak ve daha istikrarlı bir paraya sahip olmak isteyen ülkeler, çok geniş bir coğrafyada merkez bankalarını daha bağımsız yapmak için önlemler almaktadırlar. Avrupa Birliği merkez bankası çok geniş bir bağımsızlığa sahip olarak kurulurken sosyalist sistemden piyasa ekonomisine dönen Polonya, Macaristan gibi ülkeler merkez bankalarını daha bağımsız hale getirmek için yasalar çıkartmaktadırlar. Amerika kıtasında ise Meksika, Arjantin, Brezilya gibi ülkeler yaşadıkları enflasyon sorununu ortadan kaldırmak için merkez bankası bağımsızlığının önemini dile getirerek gerekli yasaları 1990'lı yıllardan beri düzenlemektedirler. Asya'da ise en kayda değer örnek Yeni Zelanda'dır. Bağımsızlık yasalarında asıl amaç daha güçlü bir para ile fiyatlar genel düzeyinde istikrardır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde siyasi yapının karışık olması merkez bankası yasalarının uygulanmasında bir takım aksaklıklara sebep olsa da halk tarafından da desteklenmektedir. En basit anlamıyla bağımsızlık, hükümetin merkez bankasına müdahalesinin kaldırılmasıdır. Fakat bu tanım yeterli değildir. Geniş bir tanımla bağımsızlık ise hükümet tarafından hazırlanmış ekonomi politikası çerçevesinde para politikasını belirleyebilme erkini ifade eder (Oktar, 1996, 85). Bir ayırım yapıp incelemek gerekirse birinci kategoride yasal-fiili bağımsızlık, ikinci kategoride ise politik-ekonomik bağımsızlık ele alınacaktır.

##### **4.2.1 Yasal-Fiili Bağımsızlık**

Yasal bağımsızlık, bağımsızlığın koşullarının yasal olarak sağlanmasıdır. Yani politik otoriteden bağımsız olarak karar alabilme yetkisi yasa ile belirlenmelidir. Merkez bankası başkanının atanmasının kim tarafından yapılacağı, ne kadar süreyle görevde kalacağı, görevden azledilebilirliği ve azlin sebepleri, merkez bankası sorumluluğunun belirlenmesi, hükümete açılan kredilerin miktarı ve koşulları yasal bağımsızlığın tanımı içerisinde yer alır.

Yasal bağımsızlık sağlanırken merkez bankasının öncelikli görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu kanunda yer almalıdır. Yasal bağımsızlık önemlidir. Çünkü kanun yapıcının merkez bankasına hangi ölçüde bağımsızlık vermeyi istediğinin göstergesidir (Telman, 1994, 137). Fakat ülkemizden de bilindiği gibi yürürlüğe giren yasalar her zaman uygulamada karşılık bulmamaktadır. Yasaların ne derece uygulandığı konusu fiili bağımsızlığın konusudur. Örneğin 1924 Almanya'sında yasal olarak yetkisi olmasada devlet merkez bankasının yönetiminde tek yetki sahibi olmuştur. Yasal açıdan bağımsızlık olsa bile fiili açıdan olmayabilir. Bu yüzden banka yasalarında bağımsızlık unsurlarının çok net bir şekilde belirtilmesi gerekir.

#### **4.2.2 Politik-Ekonomik(Amaç-Araç) Bağımsızlık**

Politik bağımsızlık merkez bankasının enflasyon ve benzeri hedefleri belirleyebilme kapasitesidir. Aynı zamanda amaç bağımsızlığı olarak da adlandırılır. Hedeflerin belirlenmesinde hükümetin etkilerinden uzak olunması politik bağımsızlığı artırır. Bu tip bir bağımsızlık genel olarak uygulanmamaktadır (Altıntaş ve Taban, 2002, 29). Ekonomik hedefler bir çok ülkede kamu otoriteleri ile merkez bankasının koordineli olarak çalışıp uzlaşmaya varması ile ortaya çıkar.

Araç bağımsızlığı olarak da adlandırılan ekonomik bağımsızlık ise para politikası araçlarının tamamen merkez bankası tarafından belirlenmesidir. Konumuz gereği esas önemli olan nokta araç bağımsızlığıdır. Enflasyon hedeflemesine geçilmesi aşamasında araç bağımsızlığının tesis edilmesi önemli bir aşamadır. Böylelikle merkez bankaları temel hedefleri olan fiyat istikrarını sağlamada seçeceği enstrümanları tamamen kendi görüşleri doğrultusunda oluşturabilir.

Araç bağımsızlığının ölçülmesinde çeşitli ölçütler kullanılabilir. İlk ele alınması gereken konu merkez bankaları ile hükümet arasındaki kaynak ilişkileridir. Hükümetler gelişmiş gelişmemiş her ülkede merkez bankasından kredi kullanmayı bir hak olarak görmektedir. Finansman açıkları merkez bankalarından temin edilecek ucuz kredilerle kapatılmaktadır. Bu olgu hem merkez bankalarının karlılığını hem de fiyat istikrarını olumsuz yönde etkilemektedir. Hükümet ile kaynak ilişkilerinde merkez bankasının gücü, ekonomik bağımsızlık için önemli bir kriterdir. Bu soruna yasalarla bir çözüm getirilmelidir. Gelişmiş ülkelerde en çok tercih edilen yol merkez bankasının kamuya açtığı kredilerin kamu harcamalarına oranının belli bir seviyeyi aşmamasıdır.



Merkez bankaları ile devlet arası ilişkilerin yanı sıra merkez bankaları ile ticari bankalar arası ilişkiler de bağımsızlık açısından önemlidir. Bağımsız merkez bankaları ticari bankaları denetleme yetkisini terk etmektedir. Yapılan araştırmalar ticari bankaları denetleme ve düzenleme yetkisine sahip merkez bankalarının enflasyona sebep olduğunu açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu yüzden bir çok ülkede özerk kurumlar kurularak ticari bankaları denetleme yetkisi bu kurumlara devredilmiştir. Araç bağımsızlığının sağlanması yönünde atılan adımların bir çoğu şeffaflık ve hesap verebilirlik unsurlarını sağlamak üzere gerçekleştirilmektedir.

Sonuç olarak merkez bankası bağımsızlığı, enflasyon hedeflemesi ve fiyat düzeyi hedeflemesi gibi günümüzün esnek kur uygulamalarında önemli bir yer tutmaktadır. Bu uygulamaların sürdürülebilirliğinin olmazsa olmazıdır. Şimdi 1990'lardan sonra önem kazanan bu iki uygulamayı daha yakından inceleyelim.

#### 4.3 Enflasyon Hedeflemesi

Bretton Woods sistemi yıkıldıktan sonra yaşanan yüksek enflasyonlu yıllar dünya para sisteminde bir nominal çapa eksikliğinin en temel belirtisiydi. Bu yıllarda akademik çevrelerin enflasyon konusundaki araştırmaları arttı ve yeni açıklamalar getirilmeye çalışıldı. Monetarist iktisadın enflasyonun parasal bir olgu olduğu görüşü hakimiyet kazandı. Enflasyonist şoklara maruz kalan ülkeler sürekli fiyat artışlarının önüne geçebilmek için para arzını kontrol altına almanın gerekliliğini anladılar. Merkez bankaları ve hükümetler  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_2Y$  vb gibi değişik para arzı tanımlarını hedefleyerek enflasyonu azaltma yoluna gittiler. Daha önceki dönemlerde sabit döviz kuru ile sağlanan nominal çapa yerini para arzına bırakmıştı. Fakat para arzı hedeflemesi uygulamaları çeşitli dezavantajları da beraberinde getirdi. Bir çok teknik ayrıntı içeriyordu. Bu yüzden politikacılar tarafından istismar edilmesi riski fazlaydı. Merkez bankaları üzerinde baskı kurma olanağına sahip ülkenin siyasi otoriteleri bir çok ülkede bu durumdan faydalanarak enflasyonun daha da derinleşmesine sebep olmuştur. Para arzı hedeflemelerinin bir diğer önemli dezavantajı da enflasyona etkisi konusundadır. Enflasyonu belirleyen tek etken para arzı olmadığı için bazı durumlarda para arzı azalışları enflasyonda istenen düşüşü sağlamakta yetersiz kalmıştır.

1990'lı yıllara gelindiğinde Yeni Zellanda hükümeti, merkez bankasına bağımsızlık sağlayan yasaları çıkartarak kurumun fiyat istikrarı üzerinde odaklanmasını sağlayacak düzenlemeler yaptı. Kullanılacak enstrümanlar da merkez bankasına bırakılarak dünyada ilk olarak enflasyon hedeflemesinin temellerini oluşturdu. Esnek kur sistemleri serbest olarak dalgalanmadan enflasyon hedeflemesine ve oradan diğer hedefleme türlerine doğru bir



gelişim süreci içerisindedir. Bu açıdan günümüzdeki ve yakın gelecekteki ekonomik gelişmeleri anlamak açısından enflasyon hedeflemesini anlamak gereklidir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır (Duman, 2002, 3). Tanımdan da anlaşılacağı gibi merkez bankasının araç bağımsızlığı enflasyon hedeflemesi uygulamasının yürütülebilmesi için çok önemli bir kavramdır. Bunun yanında mali piyasaların gelişmiş olması ve enflasyonun para politikalarına yeterli zaman aralığında tepki verebilmesi enflasyon hedeflemesine geçmek isteyen bir ülkenin sağlaması gereken şartlar olarak göze çarpar.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankaları ya tek başına ya da hükümetle koordinasyon halinde geleceğe yönelik bir enflasyon hedefi belirler. Ardından bu hedef kamuoyuna duyurulur. Hedefin tutturulamaması halinde merkez bankasının piyasalara müdahalede hangi araçları kullanacağı programın başlangıç aşamasında duyurulmalıdır. Çoğu ülkede hükümet ile merkez bankaları arasında yapılan anlaşmalar sonucunda sorumluluk merkez bankasına verilmiştir. Merkez bankaları enflasyon hedeflerini, planlanan uygulamaları ve hükümet ile yapılan anlaşmaları raporlar halinde kamuoyuna sunarak şeffaf bir politika izlemelidir. Raporlar her kesim tarafından anlaşılabilir düzeyde olmalı ve herkesin erişebileceği şekilde duyurulmalıdır. Şeffaflık kavramı hem merkez bankalarının güvenilirliğini arttıracak hem de kamuoyunun programa olan güvenini yükseltecektir (Mishkin, 2001, 9). Güven artışlarının beraberinde enflasyon ve enflasyon beklentilerinde azalma yaratacağı düşünülürse şeffaf bir merkez bankasına sahip olmanın önemi daha da önem kazanır.

Enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında, özellikle yüksek ve kronik enflasyon geleneğine sahip ülkelerde, duyurulan enflasyon hedefleri piyasalar tarafından şüphe ile karşılanabilir. Bu açıdan programa başlamadan önce ön adımların atılması ve enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi durumunda programa tam olarak geçilmesi daha doğru olacağı yönünde görüşler vardır. Buna rağmen çeşitli koşulları gerçekleştirmeden enflasyon hedeflemesine geçip daha sonra yapısal önlemleri alan ülkeler de mevcuttur (Mishkin, 2001, 8-9). Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçişte ekonominin aktarım mekanizması ayrıntılı şekilde incelenmelidir. İki önemli zamanlama farkı enflasyon hedeflemesinde problemlere sebep olmaktadır (Dehejia ve Rowe, 2001, 4). Bunlardan ilki enflasyon verilerinin daha geç elde

edilmesidir. Döviz kurları ve faiz oranları gibi veriler anında piyasadan elde edilebilirken enflasyon oranları daha uzun zaman almaktadır. İkinci önemli zaman zamanlama farkı ise uygulanan para politikalarının enflasyonu etkilemesinde geçen süredir. Para politikasında meydana gelen değişikliklerin enflasyon üzerinde ne kadar ve ne zaman etkili olacağını belirlemek bu yüzden oldukça önemlidir. Toplam talep, beklentiler, döviz kuru, dış şoklar gibi bir çok ekonomik değişkenin enflasyon üzerindeki etkileri açıklığa kavuşturulmalıdır. Bu açıdan bakıldığında enflasyon hedeflemesi ekonominin röntgenini çekmek olarak adlandırılabilir. Merkez bankası bağımsızlığı, şeffaflık, hedeflerin belirlenmesinde kullanılacak sistem ve merkez bankasının temel para politikası enstrümanı belirlendikten sonra geçilen bir enflasyon hedeflemesinde fiyat istikrarı daha kolay sağlanacağı da şüphesizdir.

Enflasyon hedeflemesi, uygulanan politikalarda esneklik getirme avantajına sahip bir sistemdir. Fakat merkez bankalarına sağlanan politika esnekliği sınırsız olarak düşünülmemelidir. Güvenilirlik ve esneklik belirli bir dengede olmalıdır. Aşırı esneklik programa olan güvenin sarsılmasına ve merkez bankaları üzerindeki baskıların artmasına sebep olabilir. Aşırı kurala bağlı olmak ise reel sektör üzerinde baskılar yaratabilir.

Belirli ön koşullar sağlandıktan sonra otoriteler sistemi kurmak için dört önemli para politikası aracını devreye sokmalıdır (Masson vd., 1997, 9):

- i) Gelecek bir veya birkaç çeyrek için açık sayısal enflasyon hedeflerinin belirlenmesi.
- ii) Açık ve anlaşılır bir şekilde para politikasında enflasyon hedefinin diğer hedeflerin önünde önemli olduğunun belirtilmesi.
- iii) Gelecek dönemlere dair enflasyon tahminlerinin yapılabilmesi için gerekli değişkenleri içeren bir enflasyon tahmin metodunun kullanılması.
- iv) Enflasyon tahminlerini temel alan ve gelecekteki enflasyon baskılarını tahmin etmeye yarayacak “geleceğe dönük” işleyen bir mekanizmanın kurulması.

Bu şartlardan başka hükümetler uygulanacak enflasyon hedeflemesinin hangi esneklikte olacağına dair de kararlar verirler. İleriki kaç dönem için enflasyon hedefinin belirleneceği, nokta hedefleme mi aralık hedefleme mi yapılacağı, sıfır enflasyona yapılan hedeflemelerin uygun olup olmayacağı gibi konular günümüzün bu yeni politikası için tartışma konusu olmaya devam etmektedir.

### 4.3.1 Sıkı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesini en basit olarak katı ve esnek enflasyon hedeflemesi diye iki kısma ayırabiliriz (Svensson, 1997, 2). Merkez bankasının tek kaygısının enflasyon oranını mümkün olduğunca hedeflenen aralıkta tutmaya çalışmak olması durumuna katı enflasyon hedeflemesi denir. Merkez bankalarının faiz oranları, döviz kurları, çıktı ve istihdam gibi diğer konulara da bir ölçüde önem vermesi durumu ise esnek enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılabilir. Günümüzde esnek enflasyon hedeflemesi daha çok tercih edilen bir uygulamadır. Enflasyonun hangi endeks dikkate alınarak hedefleneceği, geleceğe yönelik tahminler yapmakta kullanılacak metot, enflasyonun hangi nominal düzeyde belirleneceği, hedeflerin gelecek kaç dönem için yapılacağı ve en önemlisi nokta hedefleme aralık hedefleme ayrımı gibi enflasyon hedeflemenin temel öğeleri sıkı ve esnek enflasyon hedeflemesi ayrımında temel değişkenler olarak göze çarpmaktadır.

Bir ülkenin enflasyon hedeflemesi altında politika belirlemesine yönelik geri besleme mekanizması aşağıdaki denklemle ifade edilebilir:

$$\Delta R_t = \gamma (\pi_{t+j}^e - \pi_{t+j}^*) \quad (4.1)$$

Denklemden  $\Delta R_t$  para politikasının tercih edilen enstrümanı,  $\pi_{t+j}^e$  t zamanındaki verilere dayanarak t+j zamanında otoritelerin beklediği enflasyon oranını,  $\pi_{t+j}^*$  ise t+j zamanı için hedeflenen enflasyon oranını belirtmektedir.  $\gamma$  geri besleme parametresidir. j parametresinin özelliği R politika enstrümanının, enflasyon üzerindeki maksimum etkisinin ortaya çıktığı zamana kadar geçen süre olmasıdır (Masson vd., 1997, 10). Bu geri besleme mekanizmasındaki parametrelerin tespiti sıkı-esnek enflasyon hedeflemesindeki parametrelerle benzerlikler göstermektedir.

Enflasyon hedeflemesinde esneklik getirecek konulardan ilki hangi endeksin dikkate alınacağıdır. Ülkeler enflasyon oranlarının ölçümünde çeşitli endeksler kullanmaktadır. Türkiye'de TEFE, TÜFE, Özel imalat sanayi (ÖİM) endeksi gibi bir çok endeks hesaplanmaktadır. Bu endekslerden hangisinin tercih edileceği önemlidir. Denklemden bu konu  $\pi^*$  olarak görülmektedir. TÜFE gibi günümüzde bir çok ülkenin kullandığı endeksin seçilmesi, enflasyon hedeflemesi uygulamasını sertleştirici yönde etki yaratacaktır. Çünkü küçük ve dışa açık ekonomilerde döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisi yüksektir. Şoklara bağlı olarak döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar TÜFE enflasyonunun istikrara kavuşması için faizlerde ve çıktıda yüksek dalgalanmalara sebep olabilir (Larrain ve Velasco, 2001, 44). Bu açıdan enflasyon hedefleme programını esnek tutmak isteyen ülkeler döviz

kurlarının dışarıda tutulduğu yeni bir endeks kullanabilir. Buna ek olarak döviz kurları, ekonomik büyüme, faiz oranları gibi kavramları topluca dikkate alan yeni bir endeksin kullanılması da düşünülebilir. Fakat bu uygulamaların genişletilmesi enflasyon hedeflemesini doğasından uzaklaştırmamalıdır. Aksi takdirde güven problemlerinin ortaya çıkmasına ve programın başarısızlıkla sonuçlanmasına sebep olabilir. Günümüzde ülkeler endeks konusunda esnekliği pek düşünmemekte ve genellikle TÜFE ve muadili enflasyon oranlarını hedefleme yoluna gitmektedir. TÜFE oranlarının her ülkede uzun sürelerden beri hesaplanması ayrıntılı zaman serisi analizleri yapmaya da olanak tanımaktadır. Bu da bir tercih sebebidir.

Bir diğer önemli konu merkez bankalarının enflasyonu hedeflemede kullanacağı enstrümandır. Bu konu denkleme R olarak yansımıştır. Şu ana kadar gerçekleşen enflasyon hedeflemesi uygulamalarında ülkelerin kısa vadeli faiz oranlarını ana enstrüman olarak tercih ettiğini görüyoruz.

Enflasyonun kontrolü üç önemli sebepten ötürü eksiklik taşır. Bunlardan ilki para politikası araçlarının enflasyonu etkilemesinin belirli zaman aralıklarıyla gerçekleşmesidir. Her kanalın etkileme zamanı birbirine göre farklılıklar göstermektedir. İkinci olarak enflasyon oranları, maliye politikası ve iç-dış şoklar gibi para politikası haricindeki diğer gelişmelerden de etkilenmektedir. Üçüncü olarak da ekonomideki aktarım mekanizmasının ayrıntılı biçimde bilinmemesi mevcut durum ve şokların etkilerinin saptanamaması enflasyon kontrolünü zorlaştırır (Svensson, 1997, 3-4). Bu üç değişken dikkate alındığında enflasyon tahminlerinin ileriye dönük yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Geleceğe yönelik tahminlerin kaç periyodu içereceği konusu yine enflasyon hedeflemesinin sıklığıyla ilişkilendirilebilir. Denklemde bu konu  $j$  parametresi ile açıklanmaktadır. Hedeflemelerin çok kısa tutulması hedeflerden sapmaların artmasına yol açabilir. Bu durumda merkez bankası belirlenen enstrümanları daha sık kullanmak ve piyasalara daha sık müdahale etmek zorunda kalır. Sıklıkla yapılan müdahaleler çıktıda ve faizlerde dalgalanmaları beraberinde getirecektir. Hedef zamanlarının uzaması ise programa esneklik getirici yönde etki eder. Fakat aşırı uzun vadeli hedefler enflasyon hedeflemesini amacından uzaklaştırabilir. Bu konuda da iktisatçılar arasında değişik görüşler mevcuttur. Çok kısa süreli hedeflemelerin dezavantajlarından kurtulmak için hedefleme ufkunun iki senelik olarak tercih edilmesi bir görüştür (Mishkin, 2000, 13). Gelişmekte olan ülkelerde bu ufkun biraz daha uzatılması da düşünülebilir. Sonuç olarak kısa zaman dilimleri için yapılan hedeflemeler enflasyon hedeflemesinin sıklığını arttırmakta müddet uzadıkça program esneklik kazanmaktadır. Genellikle ülkeler tarafından altı ve sekiz çeyreklik enflasyon hedeflemesi uygulamaları tercih edilmektedir.

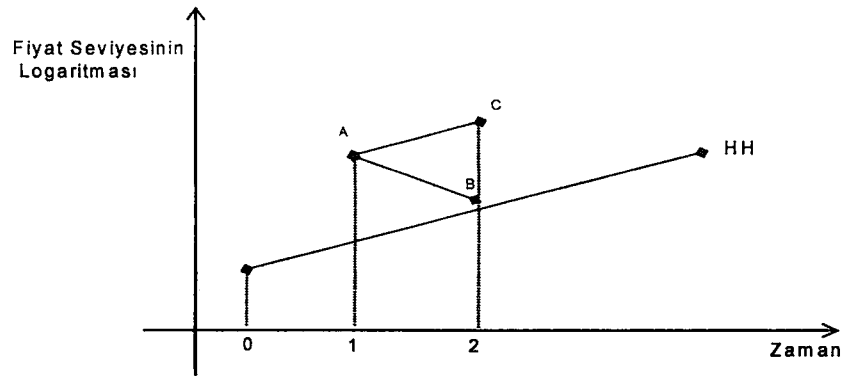
Enflasyonun nominal değerinin ne olacağı da önemli bir konudur. Denklemde  $\pi_{t+j}^e$  parametresi olarak alınmıştır. Otoriteler sıfır enflasyon oranlarından başlayarak yukarıya doğru ve makul seviyelerde kalacak farklı nominal hedeflemelere başvurabilir. Akerlof, Dickens ve Perry (1996) yaptıkları araştırmalarda enflasyon oranının sıfıra yakın seçilmesinin doğal işsizlik oranını arttıracığı ve etkinsizlik yaratacağı sonucuna ulaşmışlardır. Fakat bu konu iktisat literatüründe tartışmalıdır. Sıfır enflasyon oranı aleyhinde bir diğer görüş deflasyonist etkileri olabileceğidir. Sonuç olarak sıfıra yakın enflasyon oranlarının tercih edilmesi programın sıkılığını arttıracaktır. Merkez bankasının sadece enflasyon seviyesine odaklanmasını ve diğer değişkenleri dikkate almamasını beraberinde getirir. Tahammül edilebilir seviyelerdeki artı oranlı enflasyonlar ise programa esneklik kazandırır. Enflasyon hedefinin nominal olarak hangi seviyede belirlenmesi gerektiği günümüzde iktisat literatüründe tartışılan bir konudur. Mishkin'e göre %2 rakamı deflasyonu ve deflasyonun olumsuz etkilerini önleyici etki yapar. Ayrıca merkez bankalarına enflasyonu kontrol altında tutmak için destek sağlar (Mishkin, 2000, 11). Son zamanlarda oluşmaya başlayan kanaat enflasyonun %0-%3 aralığında bir değerde belirlenmesi gerektiği yönündedir.

Enflasyon hedeflemesinin sıkılığının en temel göstergelerinden biri aralıkta hedefleme veya nokta hedefleme tercihidir. Bazı ülkeler hedefledikleri enflasyon oranlarını sabit rakam olarak açıklamakta, bazıları da belirli bantlar içerisinde bu hedeflemeleri yapmaktadır. Makul bant aralıkları içerisinde yapılan enflasyon hedeflemesi programın esnekliğini arttıracaktır. Nokta hedefleme ise tamamen enflasyon oranına odaklanmanın ve katı enflasyon hedeflemesinin göstergesidir. Aşırı geniş bant aralıkları seçilmesi enflasyon hedeflemesinin anlamını yitirmesine sebep olur. Bantların genişliği merkez bankalarının enflasyonu tutturmakta korkularının göstergesi olarak algılanırsa enflasyon beklentilerinde gerekli olan düşüş sağlanamayabilir. Belirli bir bantta hedef belirlendikten sonra enflasyon oranlarının mümkün olduğunca bantın ortalama değerine yakın tutulması da ülkeler tarafından tercih edilen uygulamalardan biridir. Bu uygulamayla hem nokta hedeflemenin yaratacağı güven etkisinden hem de şoklar karşısında bantların getireceği esneklikten faydalanmak amaçlanmıştır. İktisatçılar arasında en keskin fikir ayrılıklarına yol açan konu olarak bantlar kaşımıza çıkmaktadır. Dünyada daha sıklıkla tercih edilen uygulama bantlar olmasına rağmen, ekonominin yapısına göre nokta hedeflemeleri de tercih edilebilir. Sonuç olarak güvenilirliği ön planda tutan ülkelerin nokta hedeflemeye yönelmesi, diğer ekonomik değişkenlere ve esnekliğe önem verenlerin ise aralıkta enflasyon hedeflemesi yapması önerilebilir. Ülkeler daha doğru politikaları uygulamak için güvenilirlik ve esnekliğin uygun bir bileşimini sağlamalı ve ona göre hareket etmelidir.



#### 4.4 Fiyat Düzeyi Hedeflemesi

Fiyat düzeyi hedeflemesi enflasyon hedeflemesine benzer bir uygulamadır. Ülkeler enflasyon oranlarının yerine fiyat endekslerini kendilerine hedef olarak seçerler. Fakat bazı farklılıklar da mevcuttur. Daha iyi anlamak için bir örnekle açıklamaya çalışalım. A ülkesi enflasyon hedeflemesi B ülkesi fiyat düzeyi hedeflemesi uygulamaktadır. A ülkesinin enflasyon hedefi %0 ve B ülkesinin fiyat düzeyi hedeflemesi TÜFE için 100 olsun. Ekonomide yaşanan beklenmedik fiyat artışları karşısında %4'lük bir enflasyon yaşanır ise TÜFE endeksi 104'e çıkacaktır. Bu durumda A ülkesi enflasyon hedeflemesinin doğası gereği mevcut 104 fiyat düzeyini muhafaza etme yolunu seçecektir. Buna karşılık fiyat düzeyi hedefleyen B ülkesi fiyat endeksini 100'e geri getirmeye önlemleri alma yolunu seçer. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi ile fiyat düzeyi hedeflemesi uzun vadede farklılıklar gösterebilir. Enflasyon hedeflemesinde hedeften sapmaların ardından tesadüfi bir seyir izlenmekte, fiyat düzeyi hedeflemesinde ise zaman patikasına geri dönüş gerçekleştirilmektedir (Dehejia ve Rowe, 2001, 4). Dolayısıyla fiyat düzeyi hedeflemesi daha sıkı politikaları içerir. Enflasyon hedeflemesine oranla daha iyi bir fiyat tahmin ufku sunar. Ekonomik aktörler gelecekte fiyatların ne olacağı ile ilgili daha geniş ve ayrıntılı bilgiye sahiptir. Bu durumun uzun vadeli kontratları ve borçlanmaları arttıracığı, güveni sağlamakta faydalı olacağı şeklinde görüşler mevcuttur (Svensson, 1997; Dehejia ve Rowe, 2001). Bu görüşlere rağmen enflasyon hedeflemesini savunanlar da azınlık değildir.



**Şekil 4.2 Fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesinin politika farklılıkları**  
Kaynak: (Fischer, 1996, 35)

Şekilde fiyat düzeyi hedeflemesinin uygulanan politikalar açısından ne gibi farklılıklar içerdiği daha rahat görülebilmektedir. HH doğrusu hedeflenen fiyat düzeyini göstermektedir. Birinci dönem sonunda fiyat düzeyi, hedeflenenin üstünde olmuş ve A noktasında gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesi kullanılması durumunda AC doğrultusunda bir



politika uygulanır. AC'nin eğimi hedeflenen enflasyon oranını göstermektedir. Fiyat düzeyi hedeflemesinde ise AB yönünde bir politika uygulanacak ve ekonomi hedeflenen HH doğrusuna doğru hareket ettirilecektir. Bu etki sıkı para politikası uygulanacağını göstergesidir.

Fiyat düzeyi hedeflemesi savunucuları, sistemin enflasyonist beklentileri kırmakta daha başarılı olacağını savunmaktadırlar. Bununla beraber çıktı oranlarında ve istihdamda daha büyük dalgalanmalar yaratacağı da bir gerçektir. İki hedefleme türünden hangisinin daha verimli olduğu üzerine çeşitli araştırmalar sürmektedir. Henüz genel bir kanaate ulaşılamamıştır.

Bir diğer hedefleme türü olan nominal gelir hedeflemesine de bu aşamada kısaca değinmek gerekir. Temel amaç nominal GSMH'yi ara hedef olarak belirleyerek fiyat istikrarına ulaşmaktır. Nominal gelirin, reel gelir ile fiyatlar genel düzeyinin çarpımı olduğu göz önüne getirilirse fiyatlar genel düzeyi ile olan ilişkisi daha rahat anlaşılabilir. Kökeni 1980'lere dayanan nominal gelir hedeflemesinin temel olarak üç çeşidinden söz edilebilir (Hall ve Mankiw, 1993, 11):

- a. Büyüme oranı hedeflemesi: Nominal gelirin büyüme oranı mümkün olduğu kadar sabit tutulmaya çalışılır.
- b. Seviye Hedeflemesi: Nominal gelir daha önceden belirlenen bir patikada tutulmak istenir
- c. Melez Hedefleme: Sabit bir rakam artı reel gelirin denge değerinden sapması hesaplanarak buna göre nominal gelir belirlenir.

1980'lerde nominal GSMH'yi istikrarlı tutmanın reel çıktı ve işsizlik açısından diğer herhangi bir parasal büyüklükten daha etkili olduğu sonucuna ulaşan iktisatçılar olmuştur (McCallum ve Nelson, 1998). Günümüzde bu görüşler tekrar canlanmakta ve nominal gelir hedeflemesinin modernleştirilmesi düşünceleri literatürde yer bulmaktadır. Nominal gelir hedeflemesinin önemli iki avantajından söz edilebilir (Clark, 1994, 12). İlki toplam talepte meydana gelecek şoklara duyarlı olmasıdır. Örneğin ülkenin ihracatında meydana gelecek ani bir azalma reel GSMH'yi yavaşlatacaktır. Bu durumda ülkenin para otoritesi para arzını genişleterek nominal geliri koruma yolunu seçer. İkinci olarak da arz şoklarında iyi işlemesi gösterilebilir. Petrol fiyatlarında meydana gelen bir artış hem enflasyonu arttıracak hem de reel GSMH'yi azaltacaktır. Böyle bir durumda nominal GSMH'nin hedeflenmesi her iki değişkene de önem verilerek istikrarın sağlanmasında politikacılara avantaj sağlar. Temel politika enstrümanı olarak kısa vadeli faizler kullanılmaktadır. Büyüme oranında meydana

gelecek bir düşüş faizlerin azaltılarak ekonominin canlandırılması şeklinde bir politikayı gerektirecektir. Bu sayede büyüme oranları hedeflenen seviyelere çekilir. Fakat nominal gelir hedeflemesinde büyüme rakamlarının seyrek\* yayınlanmasının uygulamayı kötü etkileyeceği şeklinde görüşler de mevcuttur. Bu durumun hem çıktıda hem de fiyatlar genel düzeyinde istikrarsızlıklara sebep olacağı teorik olarak tartışılmaktadır. Tüm tartışmalara rağmen nominal gelir hedeflemesi ile ilgili araştırmalar devam etmektedir. Gelecek yıllarda uygulama alanı bulması halinde sistemin eksiklikleri ve üstün yönleri daha net bir şekilde ortaya çıkacaktır.

#### 4.5 Esnek Kurlar ve Maliye Politikası

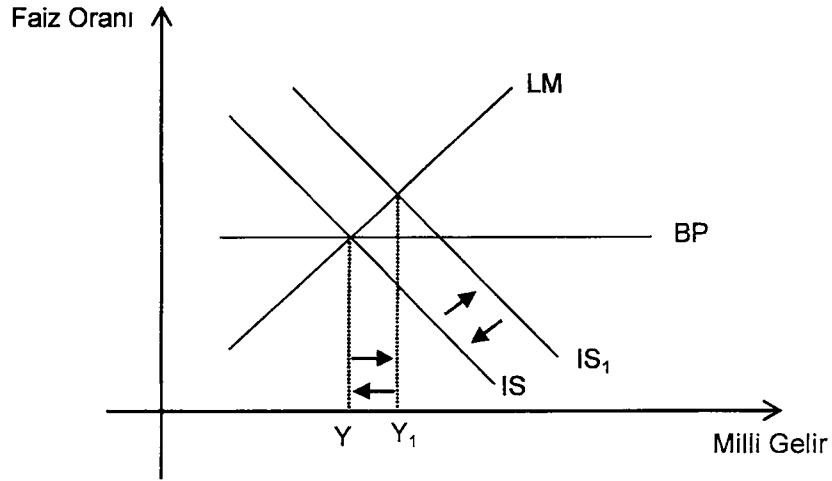
Esnek kurlar altında maliye politikasının etkileri karmaşık ve belirsizdir. Sermaye akımlarının faize duyarlılığı ve milli gelirin ithalata duyarlılığı bunun başlıca sebepleridir. Bu duyarlılıklar ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğinden esnek kurlarda maliye politikasının etkilerinin belirlenmesinde sorunlar ortaya çıkmaktadır.

Bir ekonomide devlet harcamalarının arttığını düşünelim. Standart Keynesyen yaklaşımlara göre devlet harcamaları artışı milli gelirde artışı getirecektir. Milli gelirde meydana gelen artış para talebini uyarır ve faizlerin yükselmesini sağlar. Yüksek faizler yatırımları azaltacak ve milli gelirdeki azalışa sebep olacaktır. Devlet harcamaları sebebiyle meydana gelen milli gelir artışı, yatırım azalması sebebiyle meydana gelen milli gelir azalışından fazla ise sonuç milli gelirin artması şeklinde olacaktır. Fakat ekonominin yapısına göre azalışın baskın çıkma olasılığı da mevcuttur. İç dengede durum belirsizdir.

Benzer şekilde devlet harcamaları artışının dış denge ve kurlar üzerinde de etkileri olacaktır. Devlet harcamaları milli geliri artırır. Faizleri yükseltir. Yüksek ülke içi faizler sermaye akışkanlığı katsayısına bağlı olarak ülke içine sermaye girişlerine sebep olacaktır. Esnek kurlar altında ülke parası değer kazanır. Değerlenen yerel para ihracatı azaltıp, ithalatı arttırarak dış ticaret dengesinin kötüleşmesine sebep olur. Bu duruma milli gelir azalma yönünde tepki verecektir. Sürecin başında yaşanan milli gelir artışı ile süreç sonundaki milli gelir azalışı mukayese edilerek milli gelirin ne yönde gelişeceği belirlenmelidir. Dış dengede meydana gelen gelişmeler de iç dengeyle benzerlikler göstermektedir. Fakat sonuç olarak belirtmek gerekirse destekleyici bir para politikası ile beraber yürütülmemesi halinde esnek kurlar maliye politikasının etkinliğini sabit kurlara oranla azaltmaktadır. Herşeye rağmen merkez bankası mali genişleme ile birlikte para politikasında genişlemeyi uygun görürse milli gelirde artış olması mümkündür.

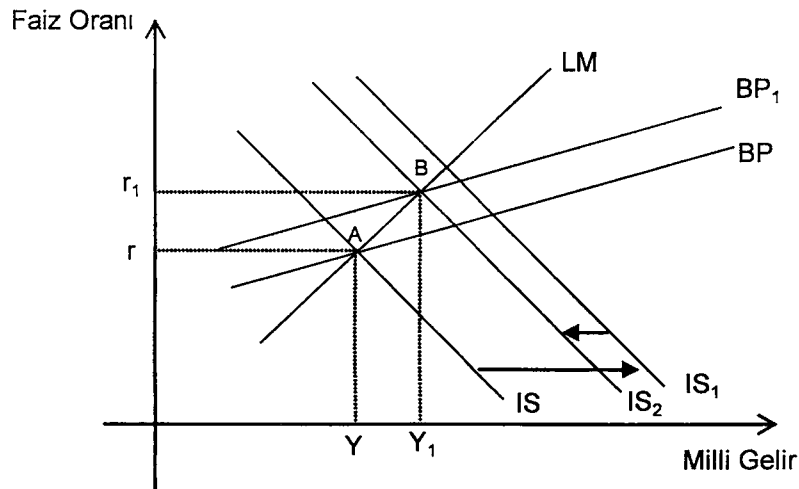
\* Yılın her çeyreğinde ya da senede bir

Bu yaklaşımı IS-LM ve BP eğrileri ile de inceleyebiliriz.



**Şekil 4.3 Esnek kurlar ve tam sermaye akışkanlığı altında maliye politikasının etkisi Kaynak: (Dunn ve Ingram, 1996, 422)**

Şekilde tam sermaye mobilitesi olduğu durumda maliye politikasının etkisi görülmektedir. Devlet harcamalarındaki artış sonucunda IS eğrisi  $IS_1$  konumuna gelir. Faizler yükselir ve tam sermaye akışkanlığı gereği ülke içine yüksek miktarda sermaye girişi olur. Sermaye girişleri yerel paranın değerlenmesine ve IS eğrisinin tekrar eski konumuna dönmesine sebep olur. Tam sermaye akışkanlığı ve esnek kurlar altında maliye politikasının çıktı üzerinde etkisi yoktur.



**Şekil 4.4 Esnek kurlar ve yüksek sermaye akışkanlığı altında maliye politikasının etkisi Kaynak:(Dunn ve Ingram, 1996, 423)**

Sermaye akışkanlığı varsayımını biraz esnetip yüksek sermaye akışkanlığını kabul edersek durum biraz değişecektir. Şekilde başlangıç denge noktası IS-LM ve BP'nin kesiştiği A

noktasıdır. Genişleyici maliye politikası sonucu IS eğrisi  $IS_1$ 'e kayar. Faizler yükselir. Ülke içine akmaya başlayan sermaye yerel paranın değerini yükseltir. Bu yükseliş BP eğrisini  $BP_1$ 'e IS eğrisini  $IS_2$ 'ye kaydırır. Sonuç olarak ekonominin yeni denge noktası B olacaktır. B noktasında ekonominin durumu A'ya göre daha yüksek faiz oranları ve daha yüksek çıktı olarak görülmektedir. Sermaye akışkanlığının yüksek ve kurların esnek olduğu durumda genişleyici maliye politikası çıktıyı ve faizleri yükseltici yönde etki yapacaktır. Fakat bu etkinin sabit kurlara oranla daha düşük olduğu bölüm 3.5 ile kıyaslama yapılarak görülebilir.

Esnek kur sistemlerinin bütçe üzerindeki etkileri pek olumlu olmamıştır. Bir çok ülkede hükümetler disiplinsiz harcamalar yapmış ve bütçe açıkları para basılarak finanse edilmiştir. Bu durum ülkenin uluslar arası rekabetçiliğini sürdürebilmesi için yerel paranın değer yitirmesini beraberinde getirmiştir. Esnek kurların gevşek maliye politikasını beraberinde getirdiği sıklıkla tartışılan bir konudur (Murray, 2000, 54). Bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi 1980'lerden sonra ortaya çıkan esnek kur modellerinde merkez bankası bağımsızlığının önemini bir kere daha kanıtlamaktadır. Buna ilave olarak enflasyon hedeflemesi ve fiyat düzeyi hedeflemesi gibi uygulamalarda bütçe açıklarının enflasyon üzerindeki etkileri dikkate alınarak bir model kurulur. Para politikası ile maliye politikası arasında bir etkileşim kurmak zorunludur. Çünkü büyük miktarlardaki bütçe açıkları enflasyon hedefinin tutmayacağı yönündeki beklentileri artırır. Faizler olumsuz beklentiler sonucunda yükselir. Borç stoku daha da büyür. Programın başarısızlığına kadar gidecek sonuçlar ortaya çıkabilir. Bunun için her iki hedeflemede de hükümetlerin merkez bankasını ve enflasyonu kamu borçlarının finansmanında bir araç olarak kullanmasının önüne geçilmeye çalışılmıştır.

Özellikle bütçe açıklarını yabancı para ile finanse eden ülkeler için ayrı bir soruna da değinebiliriz. Döviz kurlarındaki ani yükseliş bir ülkenin borç stokunda artmalara sebep olabilir. Bu sorun genellikle gelişmemiş ve derinliği az mali piyasalara sahip açık ekonomiler için geçerlidir. Bir anda değer kaybeden yerel para borç yükünü artırıp ülkenin zor durumda kalmasına ve borç çevrilebilirliğinin azalmasına imkan verebilir.

#### **4.6 Esnek Kurlar ve Ekonomik Göstergeler**

Esnek kur sistemleri ödemeler dengesi, enflasyon, büyüme oranları ve emek piyasası gibi ekonomik göstergeler üzerinde belirli karakteristik etkileri yaratmaktadır. Bu bölümde bu etkiler incelenecektir.

#### 4.6.1 Esnek Kur Sistemleri ve Ödemeler Dengesi

Esnek kur savunucularının en önemli dayanaklarından biri esnek kurlar altında ödemeler dengesinin otomatik olarak dengeye geleceğidir. Mekanizma oldukça basittir. Ödemeler dengesinde meydana gelecek bir açık ülke parasının değer kaybetmesine sebep olur. Değer kaybeden yerel para ithal mallarının fiyatının yükselmesine ve ihraç mallarının rekabet avantajı elde etmesine sebep olur. Sonuç olarak dış ticaret dengesi iyileşecek ve ödemeler dengesi açığı kapanacaktır.

Esnek kur sistemlerinde merkez bankaları kurları savunmak için ilave rezerv tutmak zorunda değildir. Böylelikle ödemeler dengesi açıklarının oluşmasının, rezervlerde erime tehlikesi yaratması da imkansızlaşır.

Mussa 1986'da yaptığı çalışmasında esnek kurlar altında reel döviz kurunun daha dalgalı olduğu sonucuna ulaşmıştır (Larrain ve Velasco, 2001, 40). Sabit kur savunucuları hem nominal kurlarda meydana gelen dalgalanmaların hem de Mussa'nın açıkladığı gibi reel kurlardaki dalgalanmaların uluslar arası ticareti azaltıcı yönde işleyeceğini söylemektedirler. Artan belirsizlik ortamında kur oynamalarından ötürü ilave riske girmek zorunda olan şirketler dış ticaret hacimlerini düşüreceklerdir. Esnek kur savunucuları ise böyle bir durumun geçerli olmadığını ve günümüzde bir çok ülkede bulunan türev piyasalar aracılığıyla böyle bir riskin ortadan kaldırılabileceğini savunmaktadır. Ayrıca yapılan araştırmalarda kurların dalgalanması ile ticaret arasında bulunan bağlar tam olarak netlik kazanmış değildir. Bu konuda iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları mevcuttur.

#### 4.6.2 Esnek Kur Sistemleri ve Enflasyon

1970'lerde yaşanan esnek kur rejimleri enflasyonu önlemede pek başarılı olamadılar. Fakat bunu sadece esnek kur rejimine bağlamak anlamsız olacaktır. Petrol fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalar, ülkelerin esnek kurlar hakkında fazla bilgiye sahip olmaması ve dünyanın bugünkünden büyük ölçüde farklı olan yapısı bu enflasyonlarda rol oynamıştır. Serbest dalgalanan kur rejimlerinde bir nominal çapa yoktur. Bu eksiklik parasal tabanı hedefleyen politikalarla giderilmeye çalışılmıştır. Fakat bu sistemin anlaşılmasının güçlüğü ve siyasi istismara açık olması gibi konular esnek kurların enflasyon konusunda başarısız olmasını beraberinde getirmişti.

Günümüzdeki enflasyon hedeflemesi ve fiyat düzeyi hedeflemesi gibi esnek kur sistemleri ise bu konuda başarılı gözükmektedir. Bunları uygulayan ülkelerde, düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına ekonomik büyümeyi azaltmadan ulaşılmaktadır (Mishkin, 2000, 1). Yirmi üç

gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede yapılan araştırmada ortalama enflasyon oranının 8.65'ten 3.23'e gerilediği gözlenmiştir (Cecchetti ve Ehrmann, 1999, 1).

Özellikle enflasyon hedeflemesi enflasyon beklentilerini istikrara kavuşturmakta diğer para politikası uygulamalarından daha fazla işe yaramaktadır (Svensson, 1997, 7). Enflasyonun önemli bir kaynağının da beklentiler olduğunu dikkate aldığımızda modern esnek kur sistemlerinin enflasyon konusunda, en azından günümüze kadarki uygulamalarda, başarılı olduğunu söyleyebiliriz.

Güven ortamının oluşturulması halinde enflasyon hedeflemesi ve fiyat düzeyi hedeflemesi uygulamaları hem esnek kurlardaki nominal çapa işlevini görebilmekte hem de para politikası uygulayabilme esnekliğini ülkelere tanımaktadır.

#### **4.6.3 Esnek Kur Sistemleri ve Büyüme**

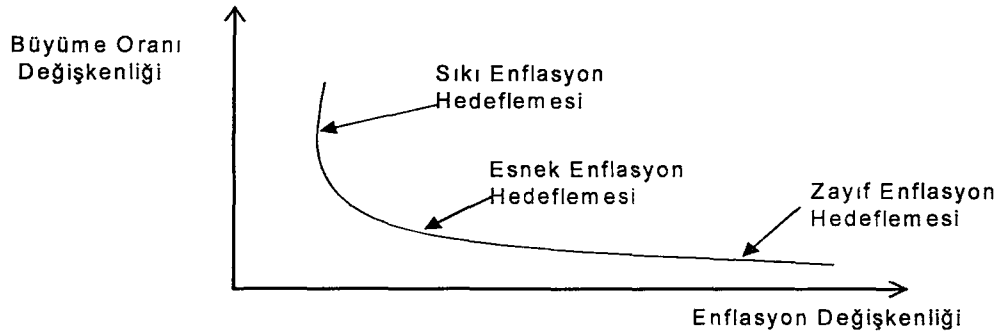
Para arzı hedeflemesi şeklindeki esnek kur uygulamalarının yaşandığı dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde büyüme oranlarının yüksek olduğu bir gerçektir. Fakat bu büyüme oranlarının sebebi olarak sadece kur sistemini göstermek yanlış bir yaklaşım olacaktır. Dönem içerisinde hızla gelişen teknoloji ve buna bağlı olarak artan emek verimliliği, bilgisayarların yaygınlık kazanması ile meydana gelen verim artışları bu büyüme oranlarının yakalanmasında en önemli rolü oynamıştır. O dönemde sabit kur savunucuları ülkelerin kurlara müdahale ederek uluslar arası ticarete rekabet avantajı sağlamanın verimliliği azaltacağını ve teknolojik gelişmelerin üretimde kullanılmasını kısıtlayacağını savunmaktadırlar. Fakat bu tip bir problemin sabit kur ile giderilmesi pek mümkün gözükmemektedir. Problemin kaynağının yapısal olması çözümün de yapısal önlemlerle alınabileceğini göstermektedir.

Günümüzde uygulanan modern esnek kur sistemlerinin enflasyonu kontrol altına alırken büyümeyi azaltmadığı hatta desteklediği gözlenmektedir. Cecchetti ve Ehrmann (1999)'ın çalışmasında yirmi üç ülke için büyüme oranlarının 3.21'den 4.28'e çıktığını görüyoruz. Ayrıca Baillou, Lafrance ve Perrault, 2001'de yaptıkları çalışmada dış piyasalara açık ve gelişmiş finansal sektöre sahip ülkelerde esnek kurların büyümeyi arttırdığı yönünde kanıtlara ulaşımlardır (Baillou, vd., 2002, 2). Aynı isimlerin 2002 yılında yaptığı çalışmada ulaşılan sonuç ise ister sabit ister yarı esnek ister esnek olsun para politikası çapasına sahip ülkelerde büyüme üzerindeki etkilerin olumlu olduğudur. Fakat uzun vadede ekonomik büyümenin artmasını sağlayan değişken verimliliklerdir. Para politikasının haricinde diğer faktörler büyümeyi belirlemektedir ve belirlemelidir. Merkez bankalarının para politikalarında döviz kurunu kullanarak büyümeyi artırması uzun vadede enflasyona sebep olabilir. Bu yüzden



enflasyon hedeflemesi ve fiyat düzeyi hedeflemesinde ülkeler bu durumun önlemini almalıdırlar.

Ayrıca enflasyon hedeflemesinin sıklığı ile büyüme arasında da bir ilişkiden söz etmek olasıdır.



**Şekil 4.5 Enflasyon hedeflemesinin esnekliği ve büyüme oranı Kaynak:**  
(<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0095988.html>)

Şekilden de anlaşılacağı gibi sıkı enflasyon hedeflemesi uygulamaları enflasyon değişkenliğini azaltırken büyümede daha büyük dalgalanmalara sebep olmaktadır. Sistem esnekleştikçe büyüme dalgalanmaları azalır fakat enflasyon değişkenliği artar. Özellikle arz şokları ile karşılaşan bir ekonomide para politikası uygulayıcılarının iki alternatifi vardır. Bunlardan ilki sıkı para politikası uygulayarak enflasyonun makul seviyelere çekilmesidir. Bu durumda ekonomik büyüme frenlenecektir. Diğer alternatif ise daha dikkatli bir yol izlenerek enflasyonun azalmasının zamana yayılması ve büyüme üzerindeki etkilerin ilk duruma göre sınırlı tutulamaya çalışılmasıdır. Enflasyon hedeflemesinin fiyat düzeyi hedeflemesine oranla daha uygun bir sistem olduğu arz şokları ile karşılaşılması durumunda bir kere daha öne çıkacaktır.

Uzun vadede enflasyonun düşük ve istikrarlı olarak tutulması daha yüksek verimlilik ve büyümeyi getirmektedir. Kısa vadede enflasyon kontrolünü sağlamanın yolu ise işsizliği azaltmaktan veya büyümeyi azaltmaktan geçmektedir (Hogan, 1997, 2). Dolayısıyla programa başlamak için yeterli büyüme ve işsizlik oranına sahip ülkelere modern esnek kurlar uzun vadede olumlu etki edecektir.

#### 4.6.4 Esnek Kur Sistemleri ve Emek Piyasası

Modern esnek kurların enflasyon konusunda genelde başarılı olduğuna yukarıda değindik. Bir çok durumda işsizlik ve enflasyondaki başarı doğru orantılı olarak gitmektedir. Ekonomilerde en sık karşılaşılan şoklar talep şoklarıdır. Talep şoklarında enflasyon çıktı ve istihdam aynı yönde hareket etmektedir. Dolayısıyla enflasyonu istikrara kavuşturmak istihdam ve üretimi de istikrara kavuşturmakla eşdeğerdir (Svensson, 1997, 7).

Akerloff, Dickens ve Perry 1996'da yaptıkları çalışmalarda enflasyon ile işsizlik arasında uzun vadeli ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu iktisatçılara göre düşük enflasyon oranları ancak daha yüksek işsizlik ile sağlanabilir. Kısa vadede geçerliliği çoğu iktisatçı tarafından kabul edilen bu görüş uzun vadede itirazları getirmekte ve iktisatçılar arasında tartışma konusu olmaya devam etmektedir. Akerloff, Dickens ve Perry (1996)'nin görüşlerinin genel kabul görmesi modern esnek kur sistemlerinin aleyhine işleyecektir. Ülkeler işsizlik ile enflasyon arasında olası zararlara göre tercih yapmak durumunda kalacak ve kendisi için daha uygun olan tercihi yapacaktır.

Büyüme üzerinde varılan olumlu sonuçların emek piyasalarına etkisi ise olumludur. Daha yüksek büyüme oranları işsizliği azaltıcı yönde etki edecektir. Bu açıdan yeni hedefleme yöntemlerinin büyümeye etkileri ile işsizliğe etkileri aynı doğrultuda devam edecektir diyebiliriz.

Ülkelerin kur rejimi seçimlerinde emek piyasasındaki nominal rijitliklerin de önemi vardır. Esnek emek piyasalarına sahip ülkelerde döviz kurlarının esnekliğine gerek yoktur (Murray, 2000, 44). Esnek emek piyasaları enflasyon hedeflemesi ve fiyat düzeyi hedeflemesinin şoklara karşı yastık görevi görme özelliğini anlamsız kılacaktır. Zira aynı şoklar ücret hareketleri ile de giderilebilmektedir. Emek akışkanlığının yüksek olması da benzer sonuçlar doğuracaktır. Yüksek emek piyasası esnekliğine ve emek hareketliliğine sahip ülkeler bu yüzden modern esnek kurlara geçmekte tereddüt yaşayabilirler.

## 5. ÜLKE ÖRNEKLERİ

Daha önceki bölümlerde istikrar politikaları ile döviz kuru sistemleri arasındaki bağ teorik olarak incelenmeye çalışılmıştır. Bu bölümde ise bu teorik düşüncelerin uygulama alanı bulunduğu bir kaç ülke örneği ele alınacaktır.

### 5.1 Para Kurulu Örneği ve Arjantin

Latin Amerika ülkeleri arasında Brezilya ve Meksika'dan sonra üçüncü büyük ekonomiye sahip olan Arjantin, aynı zamanda ekonomik açıdan büyük problemler yaşamış ve yaşayan bir ülkedir. Bu problemlerin giderilmesi için çok defalar\* istikrar programları uygulanmış ve ülke halkı değişik tipte istikrar programları deneyimlerini yaşamıştır(Parasız, 1996b, 183). 1985'de uygulanan Austral Plan, heterodoks önlemler içeren, şok politikalarla enflasyonu düşürme çabasında olan bir istikrar programıdır. Ülkede yaşanan hiperenflasyon sonucu plan devreye sokulmuş, başlangıçta başarılı sonuçlar elde edildiyse de bir müddet sonra program zayıflamıştır. Austral Plan'ın çöküşünden ve fiyat kontrollerinin kaldırılmasından sonra enflasyon 1988'de tekrar %500'lere ulaşmıştır (Parasız, 1996b, 183). 1988'den 1991'e kadar olan dönem Arjantin'de yeni hükümetin yapısal önlemleri ile geçirilmiştir. Yapılan özelleştirmeler ve sosyal güvenlik sisteminin düzenlenmesi bu döneme rastgelir. Nisan 1991'de ise Konvertibilite Yasası ile Arjantin hükümeti pesoyu dolara bire bir eşitleme yoluna gitmiş ve para kurulu uygulamasını devreye sokmuştur. Bu program (ekonomiye etkileri açısından) bir yandan para kurulu sisteminin klasik özelliklerini taşıırken diğer taraftan Arjantin'in kendine has ekonomik ortamı dolayısıyla ilginç sonuçlar vermiştir. Arjantin'de para kurulu uygulaması on sene kadar devam etmiş ve 2001'de yıkılmıştır. Bu on senelik uygulamayı üç önemli bölüme ayırmak mümkündür. İlk bölüm para kuruluna geçilmesi ile birlikte ekonomik istikrarın tesis edilmesi ve programın başarılı sonuçlara ulaştığı 1991-1994 dönemidir. Fakat Meksika'da 1994'de patlak veren kriz Arjantin'i oldukça fazla etkilemiştir (Edwards, 1998, 22). Ülkenin dış şoklara karşı kırılgan yapısı ortaya çıkmış ve kısa bir dönem gerileme yaşanmıştır. İkinci dönem Meksika krizinden sonra yaşanan toparlanma dönemidir. Program ağır yara almasına rağmen sabit kur muhafaza edilmiş ve Ağustos 1998'de yaşanan Rusya krizine kadar devam eden ılımlı bir toparlanma süreci başlamıştır. Üçüncü dönem ise Rusya Krizi'nden 2001 yılında istikrar programının çökmesine kadar uzanan dönemdir. Bu dönem içerisinde Rusya Krizi'ni takiben 1999 başında Brezilya'nın da krize girmesi Arjantin'i olumsuz etkilemiştir. Geriye çevrilemeyecek bir düşüş devresi başlamıştır. Üçüncü

\* 1952, 1959, 1962, 1967, 1973, 1976, 1979, 1982 ve 1985'de ülke dezenflasyon politikaları uygulamıştır.

dönem her tip ekonomik göstergede kötüleşmenin yaşandığı, ekonomik istikrarsızlıkların ön plana çıktığı bir dönem olarak göze çarpmaktadır. Bu üç dönemin akılda tutulması ekonomik verileri yorumlamakta kolaylık sağlayacaktır.

İstikrar programını takip eden dönemde merkez bankası bir para kurulu işlevi görmeye başlamıştır. Kur 1\$=1Peso olacak şekilde sabitlenmiştir. Para arzının ülkeye giren yabancı sermayeye bağlılığı artmıştır. Böyle bir uygulamanın ülkeyi dış şoklara daha duyarlı hale getireceğini daha önceki bölümlerden biliyoruz. Fakat öte yandan ülke içi faizlerin dünya seviyelerine gerilemesinden ve değişkenliğinin azalmasından elde edilen avantajı da hesaba katmak gerekir. Arjantin'de faiz oranlarında beklenen düşüş ve değişkenliğin azalması Meksika Krizi'nin ekonomiye etkilerinin yaşandığı 1995 yılı ve programın çöküşü öncesi dönem hariç sağlanmıştır. Esnek kur uygulayan diğer iki Latin Amerika ülkesi olan Şili ve Meksika'ya oranla 1991-2001 arası dönemde nominal faizler daha istikrarlıdır (Edwards, 1998, 22). Fakat enflasyon oranlarının düşük olduğu göz önüne alınırsa reel faizlerde, ülke riskinin fazla olmasından kaynaklanan bir yüksek seyirden söz edilebilir. Bunlara ek olarak sabit kurdan çıkışa yönelik stratejinin belirlenmemesi bazı iktisatçılar tarafından eksiklik olarak görülmektedir.

Sabit kur uygulamasının önemli aşamalarından biri de maliye politikasıdır. Arjantin'de uygulanan maliye politikasını daha yakından anlayabilmek için ülkenin iç yapısını yakından tanımak gerekir. Arjantin yirmi üç eyalet ve Buenos Aires'ten\* oluşan federatif bir yapıya sahiptir (Dillinger ve Webb, 1999, 7). Eyaletlerin kendi bütçeleri vardır. Bazı iktisatçıların düşüncelerine göre bu sistem, Arjantin'in hiperenflasyonlar yaşamasında önemli rol oynamıştır. Harcama kısma konusunda isteksiz olan eyalet yöneticilerinin eyalet bankalarından borçlanarak yaptığı yatırım ve harcamalar, ülkenin büyük sıkıntılar çekmesine sebep olmuştur. Çünkü eyalet bankaları tarafından verilen krediler merkez bankası tarafından finanse edilmekte ve para arzı yükseltilmektedir (Dillinger ve Webb, 1999, 6). Eyaletler belirli kalem vergileri kendileri toplayıp harcamakta ve diğer harcamalar federal hükümet bütçesinden karşılanmaktadır. Bu şekliyle Arjantin'de para kurulu öncesi dönemde bütçe yapısının ademi merkeziyetçi bir yapıda olduğunu görüyoruz. Merkezden uzaklaşma beraberinde çeşitli sıkıntıları ve bütçe kontrolünün zorluğunu getirmiştir.

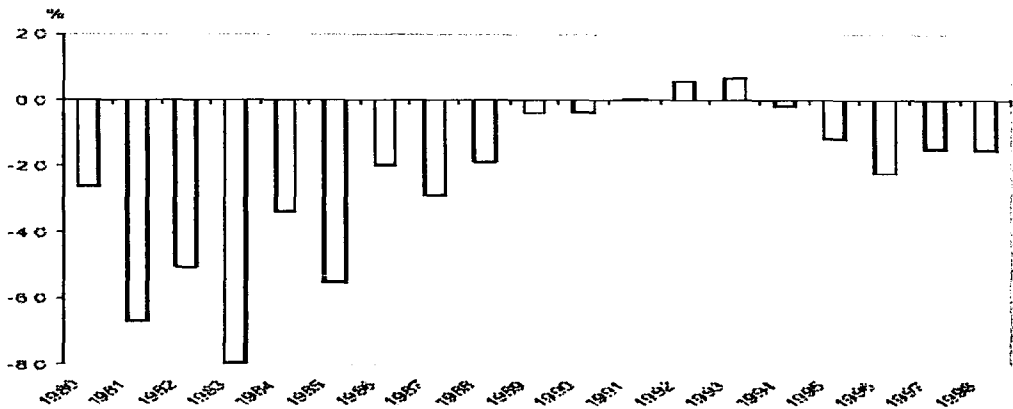
Bütçe disiplini olmadan uygulanan bir para kurulu, reel kurun değerlenmesine, cari açıklara ve rezerv kaybına sebep olmakta, finansal krizleri tetiklemektedir (Aloy vd., 2003, 5). Bu sebepten ötürü para kurulu uygulamasını yürürlüğe sokan Carlos Menem ve hükümeti bütçe

\* 1994'de eyalet statüsü kazanmıştır.

yapısını düzenleme yönünde önemli adımlar atmışlardır. İlk olarak para kurulunun yapısı gereği, eyalet bankalarının federal merkez bankasından borçlanma ihtimali ortadan kalktı. Merkez bankası daha bağımsız bir yapıda olacak şekilde ayarlandı. 1992 yılında alınan bu önlemler yerel yönetimlerin harcama arttırıcı davranışlarını kısıtlamak üzere alınmıştır. Ayrıca eyaletlerin borçlanma senetleri devlet denetiminde tutulmuş, bu senetler ekonomi bakanlığı gözetimine alınarak gereksiz harcamaların engellenmesi düşünülmüştür (Dillinger ve Webb 1999, 6).

Para kurulu ile gündeme gelen diğer konu federal ve eyaletlerdeki gelirlerin arttırılmasıdır. Bunun yolu vergi reformundan geçmektedir. Federal gelir vergisi, katma değer vergisi, üretimden alınan vergiler, gelir vergisi, akaryakıt vergisi ve sosyal güvenlikten alınan vergiler, vergi sisteminin temelini oluşturmaktadır (Dillinger ve Webb, 1999, 5). Bu vergilerde yapılan artışlar federal bütçenin ve eyalet bütçelerinin daha fazla gelir elde etmesi yönünde atılmış adımlardır.

Gelir arttırıcı önlemlerden bir diğeri özelleştirme harcamalarıdır. Arjantin'de özelleştirme hareketleri 1989 yılında başlamış ve para kurulu uygulaması süresince yapılmaya devam edilmiştir (Parasız, 1996b, 187-188). Hem devlete gelir sağlamak hem de üretimi etkinleştirmek adına yapılan özelleştirmeler gerekli etkinliği sağlayamamıştır diyebiliriz. Kamu sektörünü denetim altına almayı amaçlayan bu önlemler, 1991'den 1994 Meksika Krizi'ne kadar olan dönemde federal bütçenin ve eyalet bütçelerinin iyileşmesini beraberinde getirmiştir. Bunda özelleştirmeden sağlanan gelirlerin yüksek olması ve ekonomik faaliyetten alınan vergilerin, yüksek büyüme oranları sebebiyle, artması önemli rol oynamıştır. Fakat Meksika Krizi önemli bir kırılma noktası olmuş ve 1994'ten programın sonuna kadar olan süreçte bütçe açıkları giderek kötüleşen bir seyir izlemiştir.



**Şekil 5.1 Arjantin'de 1980-1998 yılları arasında bütçe açığının GSMH'ye oranı**  
Kaynak:(Shi, 2000, 8)

Şekilde federal bütçe açıklarının gayri safi milli hasılaya oranı görülmektedir. 1994 Meksika Krizi'nden sonra bütçe açıklarının arttığı kolaylıkla görülebilmektedir. Bu durumun başlıca iki sebebinden söz edebiliriz (Aloy vd., 2003, 5):

- a. gizli kamu borçları, sosyal sigorta sistemindeki kayıplar ve eyalet harcamalarındaki artışlar
- b. konjonktür dalgalanması süresince üretim, gelir ve istihdamla aynı yönde hareket eden kamu harcamaları

Meksika Krizi'nden sonraki toparlanma döneminde de bütçe açıkları tam olarak kontrol altına alınamamış ve bütçe açıkları devam etmiştir. Toplam olarak 1990-1998 yılları arasında devlet harcamalarının gayri safi milli hasılaya oranı %45 artmıştır (Greenwood ve Allen, 2002, 3).

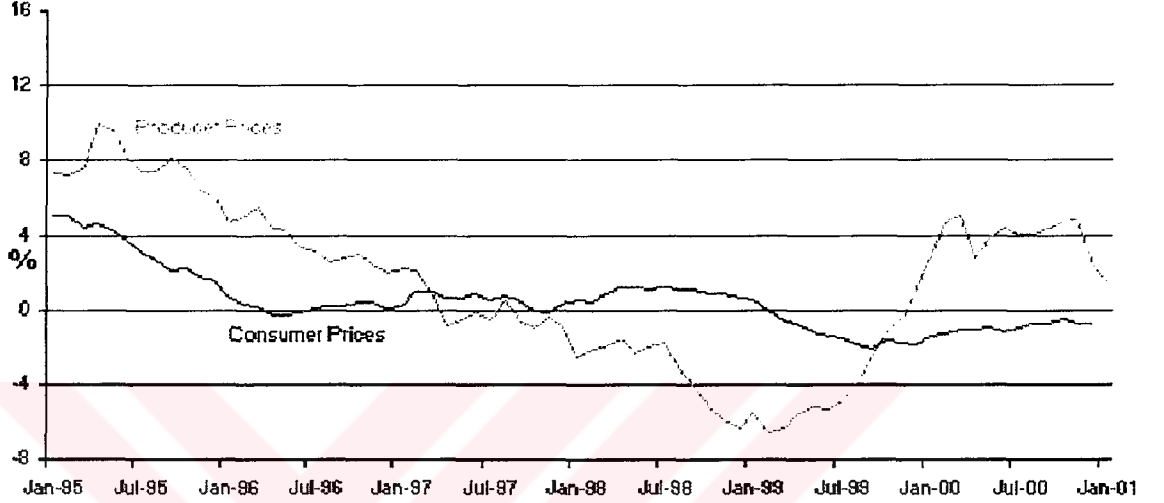
Ağustos 1998'de Rusya Krizi, ani durma (sudden stop) etkisi ile gelişmekte olan ülkelere akan sermaye akımlarının azalmasını beraberinde getirmiştir (Calvo vd., 2003, 8). Bu etkilerle 1999 Brezilya Krizi eklenince Arjantin'deki ekonomik faaliyet ve buna bağlı olarak alınan vergiler (örneğin KDV) azalmıştır. Diğer taraftan ücretler ve sosyal güvenlik harcamalarının ulaştığı yüksek boyutlar bütçe açıklarını sürekli hale getirmiştir. Tüm bu olumsuz koşullara ilave olarak 1999 yılında yapılan başkanlık seçimleri, Carlos Menem'in yeniden başkan seçilebilmek için bütçe açıklarını arttırıcı yönde politka izlemesiyle son bulmuş ve konsolide bütçe açığı gayri safi milli hasılanın %4.5'ine kadar yükselmiştir (Damill vd., 2002, 12). Her ne kadar yeni seçilen hükümet vergileri arttırıp harcamaları kısıtıysa da bu yeterli büyüme rakamlarına ulaşılmasını sağlayamamış ve 2001 yılında para kurulu çökmüştür. Maliye politikası zayıflıkları ve bütçe açıkları, bir çok iktisatçı tarafından istikrar programının sonunu hazırlayan en önemli etken olarak görülmektedir. Bu durum sabit kur uygulamalarında maliye politikasının önemini bir kere daha vurgular niteliktedir.

Ekonomik göstergelerin seyri de Arjantin ekonomisinde dış şoklardan ötürü yaşanan kırılganlıkların etkisini taşımaktadır. Maliye politikasında yapılan üç bölüme ayırma çeşitli ekonomik göstergelerde de etkisini hissettirmektedir.

Oldukça yüksek enflasyon deneyimleri yaşamış bir ülke olan Arjantin'de para kurulunun enflasyonu önlemede oldukça başarılı olduğunu görüyoruz. 1992-2001 döneminde enflasyon, yıllık ortalama %4 seviyesindedir (Kehoe, 2003, 13). 1995 yılında Meksika Krizi sebebiyle toptan eşya fiyatlarında küçük çaplı bir artış meydana gelmişse de bu geçmiş dönemlerin enflasyon rakamları ile kıyaslanamayacak kadar düşük bir seviyededir. Kurların sabitlenmesi uluslar arası ticarete konu olan mallarda çabuk bir ayarlanma meydana getirmiş ve fiyatlar istikrar kazanmıştır. Dış ticareti yapılmayan mallarda, ki bunlar özellikle hizmet sektörünü



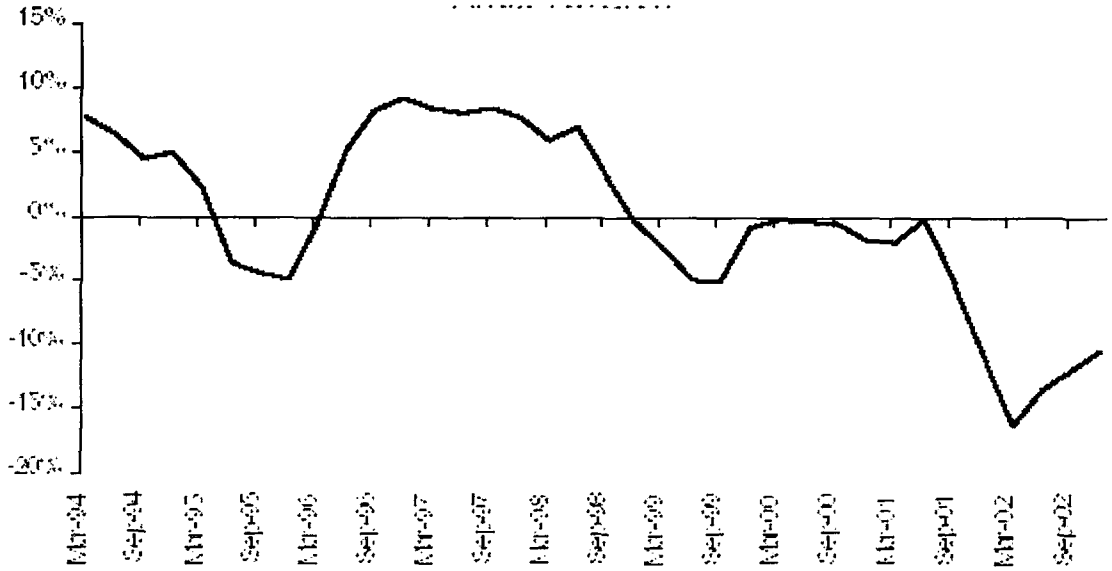
içermektedir, uluslar arası fiyatlara ayarlanma mekanizması daha yavaş işlemiştir. Programın başlangıç aşamasında tüketici fiyatlarının toptan eşya fiyatlarına oranla daha yavaş düşmesi bununla açıklanabilir. Dış kaynaklı krizlerin ise özellikle toptan eşya fiyatlarında dalgalanmalara sebep olduğu, tüketici fiyatlarının ise daha istikrarlı bir seyir izlediği aşağıdaki şekil 5.2’de görülebilmektedir. Açık renkli çizgiler TEFE’yi koyu renk ise TÜFE’yi göstermektedir.



**Şekil 5.2 Arjantin’de 1995-2001 dönemleri arası enflasyon oranları Kaynak: (www.globalfinance.org)**

Sonuç olarak Arjantin’de uygulanan sabit kura dayalı istikrar programında enflasyon verileri, döviz kurunun nominal çapa işlevini iyi bir şekilde yerine getirdiğini göstermektedir. 2001’den sonra programın terk edilmesi enflasyon oranlarında büyük bir yükselişe sebep olmuş, TEFE %118’e TÜFE de %41’e kadar yükselmiştir.

Sabit kur sisteminin enflasyon üzerinde bir çapa işlevi görmesi programın çöküşünü anlamak açısından gerekli veriyi içermemektedir. Enflasyonun ılımlı seyrine rağmen programın neden terk edildiği soru işareti olarak kalabilir. Oysa ki büyüme oranları Arjantin ekonomisinin yaşadığı dış ve iç şokları göstermek açısından daha açıklayıcı veriler içermektedir. Programın üç kısımdan oluşan yapısı büyüme oranlarından çok net bir şekilde izlenebilmekte ve sabit kurlar altında önce patlama sonra resesyon hipotezinin de doğruluğu bir kere daha kanıtlanmaktadır.



**Şekil 5.3 Arjantin’de 1994-2002 yılları arasında reel GSMH büyüme oranları Kaynak: (Blejer, 2003, 4)**

Şekil 5.3’te 1994-2002 yılları arasında Arjantin’de reel GSMH’nin altı aylık büyüme oranları gösterilmektedir. 1991’den 1994’e kadar olan dönemde ise büyüme oranı ortalama %7.7 olmuştur (Çiloğlu, 2002, 1). Meksika Krizi’nin etkilerini özellikle 1995’de görülen eksi büyüme oranları ile anlayabiliyoruz. 1996’dan Rusya Krizi’ne kadar olan bölümde ise başlangıç büyüme oranlarından daha ılımlı bir genişleme söz konusudur. Şekilden de görülebileceği gibi Rusya ve ardından Brezilya’da yaşanan krizlerden sonra Arjantin’de büyüme oranları programın çöküşüne kadar hep eksi olmuştur. Sabit kurun ekonomi üzerindeki baskısını ve yıkılmaya kadar giden süreci bu eksi büyüme oranları daha iyi açıklamaktadır.

Az sonra görülebileceği gibi başlangıç büyüme oranları ile dış ticaret dengesi aksi istikamette hareket etmektedir. Yani büyüme ithalat ile sağlanmıştır (Damill vd., 2002, 7). Daha sonraki yıllarda ise dış açıklarda meydana gelen aşırı yükselme para arzında daralmaya ve ekonomik faaliyette gerilemeye sebep olacaktır. Ani durma olarak adlandırılan dönemden sonra ise Arjantin’e sermaye akımlarının azalması ödemeler dengesinin açık vermesine, ülke riskinin artmasına ve para arzının daha da kısılmasına sebebiyet vermiştir. Bunun ilk etkileri şirket bilançolarının kötüleşmesi yönünde olmuştur (Calvo vd., 2003, 3). Devlet sektörü gerekli önlemleri alamamış ve kısa bir zaman dilimi içerisinde iflaslar yaşanmaya başlamıştır. Bu iflasların büyüme üzerindeki etkileri ise şüphesiz olumsuz yöndedir. Özetlemek gerekirse Arjantin’de kaydedilen büyüme oranları, ülkenin dış şoklara karşı oldukça kırılgan yapıda olduğunu göstermektedir. Dünyada yaşanan gelişmeler büyüme oranlarına kısa zaman aralıklarıyla yansımış ve devlet bunlara karşı önlem almakta yetersiz kalmıştır.

Sabit kur rejimlerinde dış dengenin önemi de oldukça fazladır. Enflasyona sabit kur sistemi ile çözüm arayan ülkelerde, yerel paranın aşırı değerlenmesi ve buna bağlı olarak meydana gelen dış ticaret açıkları sıkça gözlenen bir olgudur. Arjantin’de de benzer durumlar yaşanmıştır.



**Şekil 5.4 Arjantin’de sabit fiyatlarla ithalat ve ihracatın reel milli gelire oranı Kaynak: (Damill vd., 2002, 73)**

Şekil 5.4’te kesikli çizgi ithalatı, kesiksiz çizgi ihracatı göstermektedir. Düşey ekseninde reel milli gelire oranları ve yatay ekseninde de yıllar yer almaktadır. 1990 yılından sonra ithalat büyük bir sıçrama yaparak yükselmeye başlamıştır. İhracat artışları ise aynı oranda yüksek olmamıştır. Arjantin, kurun çökmesine kadar olan zamanda sürekli dış ticaret açıkları ile karşılaşmıştır. Nominal kurlar sabit olduğu için ilk akla gelen reel kur değerlenmesi olabilir. Oysa ki Arjantin’de bir çok endeks reel kurda aşırı değerlenmenin olmadığını ve ihracat sektörünün istikrarlı bir büyüme kaydettiğini göstermektedir\*. Aşırı değerlenme olduğu yönündeki ifadeler daha dikkatli incelenmelidir (Hanke ve Schuller, 2002, 45-46). ABD tüketici fiyatları endeksine göre yapılan hesaplamalarda reel kurların nominal kurlar gibi istikrarlı bir seyir izlediğini söylemek mümkündür. Fakat aynı dönem içerisinde ABD dolarının değerlendirildiği ve bunun Arjantin’in diğer ticaret ortakları karşısında parasının değerlenmesini getirdiği sıkça vurgulanan bir görüştür (Hanke ve Schuller, 2002, 43).

Ülkenin karşılaştığı sermaye akımları da dış denge açısından önemli bir durumdur. 1995-2001 yılları arasında cari denge sürekli açık verirken bu açık sermaye girişleri ile dengelenmektedir. Para kurulunun çökmesinden sonraki büyük azalmanın haricinde sermaye akımları dalgalı bir seyir izlemektedir. 1995’in ilk çeyreğinde ABD’nin uyguladığı daraltıcı para politikası sonucu eksi sermaye akımları yaşanmıştır. Bundan sonra ise IMF’den gelen 11

\* 1999 Brezilya Krizi dönemi hariç

milyar dolarlık kredi ülkenin dış dengesinin düzelmesinde katkıda bulunmuştur (Damill vd., 2002, 8-9). Ani durma etkisi de bir diğer yaklaşımdır. Bu yaklaşımın etkileri 1999 yılından sonra sermaye akımlarının giderek azalması olarak görülmektedir.

Emek piyasası verileri de istikrar programında önemli bir yer tutmaktadır. Büyük kısmını hizmetler sektörünün oluşturduğu Arjantin emek piyasası, sendikaların hakim olduğu bir yapıdadır. İşçiler, toplu olarak hareket etme olanağına sahip bir güç odağı konumundadırlar. Hükümet açısından düşünülürse bu durum bir dezavantajdır. Aynı zamanda emek piyasasında rijitliklere sebep olmaktadır. Para kurulu uygulamasına geçildiği yıllarda emek piyasasına yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Labor Code adı altında yapılan bu değişiklikler, küçük ve orta ölçekli işletmelerin karlılık oranlarında azalmaya sebep olduğu için firmalar, denetimin yetersizliğinden de faydalanarak yasa dışı işçi çalıştırma yoluna gitmişlerdir. (Dominguez, 2001, 4). Emek piyasasında rijitlikler ve denetim eksikliği para kurulu rejiminin aleyhinde işleyen bir faktördür.

Büyümeye baktığımızda genel olarak işsizlik oranlarının aksi istikametinde hareket ettiğini görüyoruz. Büyümenin yüksek olduğu ilk dönemlerde işsizlik de azalmış, Meksika Krizi ise işsizlik üzerinde olumsuz etki yapmıştır. Meksika Krizi'nden sonraki toparlanma ve Rusya Krizi ile başlayan geri dönülemez çöküş işsizlik üzerinde oldukça etkili olmuştur. İstikrar programının üç zamandan oluşan gelişim süreci işsizlik oranlarında da kendini göstermektedir. İşsizliğin azaldığı dönemlerde dahi oranlar, gelişmiş ülkelerle kıyaslanamayacak kadar yüksektir. Sabit kur uygulamalarının işsizlik üzerinde etkisiz kaldığı ve enflasyonun işsizliği arttırmadan düşürülemeyeceği şeklindeki teorik görüşler Arjantin örneği için geçerlidir.

### 5.1.1 Çöküşün Sebepleri

Arjantin'de para kurulu sisteminin çöküşünü açıklamaya yönelik temel olarak iki yaklaşım vardır (Rozenwurcel, 2003, 4):

- a. Yüksek kamu borcu ve bütçe açıkları ile sabit kurun götürülememesi
- b. Doların ve buna bağlı olarak pesonun değerlenmesi, aynı zamanda diğer Latin Amerika ülkelerinin paralarını devalüe etmelerinden kaynaklanan rekabet dezavantajı

Kamu borçlarının büyük ölçüde kontrol altına alınamayan sosyal güvenlik sisteminden geldiği görülmektedir. Ülke yönetimi sosyal güvenlik sistemini düzenlemede gerekli kararlılığı göstermemiştir. Diğer taraftan kaybedilen rekabet avantajı ve kötüleşen dış ticaret dengesi ani

durma etkisinin de tesiriyle ülkeden sermaye çıkışlarına ve para arzında daralmaya sebep olmuştur. Arjantin'in en büyük ticari rakiplerinden biri olan Brezilya'nın parasını devalüe etmesi hem bu ülke ile yapılan ticareti azaltmış hem de Arjantin mallarına olan dış talebin azalmasını beraberinde getirmiştir.

Krizde bankacılık sektörünün de önemli etkileri olmuştur. Esas olarak Arjantin bankacılık sistemi 1994 Meksika Krizi'nden sonra alınan önlemlerle güçlü bir yapıda görünmektedir. BASIC sistemi ve diğer düzenlemeler bankacılık sektörüne olan güveni arttırmış ve 1996'dan 2001'e kadar olan dönemde yabancı bankaların sektördeki payı yükselmiştir (Kaya, 2001, 25). Krize yaklaşıldıkça Arjantin'de faaliyet gösteren bankaların portföy dengeleri bozulmaya başlamış ve düşük riskli olduğu düşünülen kamu kağıtlarının payı yükselmiştir (Mondino, 2002, 4). Temmuz 2001'de yaşanan kısa süreli bir kriz sermaye çıkışlarına ve bankaların zor durumda kalmasına sebep olduysa da IMF'den gelen yardımla önlenebilmiştir. Fakat devletin hızla artmakta olan borcu çevirmekte güçlükler yaşayacağı söylentileri artmaya başlamıştır. 1 Aralık 2001 tarihinde hükümet bankalardan mevduat çekişlerine kısıtlama getirmek yoluna gitmiştir. Tüm iç ve dış borçlar askıya alınmış, vadeli hesaplar vadesi geldiğinde ödenmemekte yeniden vadelenmektedir (Turşucu ve Arıcan, 2002, 1). Bunun sonucu halkın bankalara akın etmesi ve sistemin sürdürülebilirliğine olan güvenin kırılmasıdır. Açıklanan geri ödeme planı halkı tatmin etmemiştir. Sisteme olan güven kısa süre içinde sıfıra inmiştir. Devlet borçlarının sosyal güvenlik kuruluşlarının varlıklarından ödeneceği söylentileri ekonominin çöküş sürecini hızlandırmıştır. Oluşan kara borsa döviz piyasalarında yüksek fiyatlardan dolar satılmaktadır. Reel sektörün ve devletin ödeme güçlükleri bankaların dengesiz portföyleri ile birleşince kriz kaçınılmaz olmuştur.

Bütün bunlara ilave olarak ülke tasarruflarının düşük seviyelerde olması, yaşanan siyasi istikrarsızlık, dünya piyasalarında durgunluk ve yapısal problemler de krizin derinleşmesinde önemli rol oynamıştır. Sonuç olarak 2002'nin Ocak ayında Arjantin parasının dolara dönüştürülebilirliğini kaldırmış ve para kurulu uygulaması sona ermiştir.

## **5.2 Bulgaristan'da Yarı Para Kurulu Uygulaması**

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra Bulgaristan'da komünist sistemden koparak piyasa ekonomisine geçiş süreci başlamıştır. Bu sürecin maliyeti ilk aşamalarda ülke açısından oldukça yüksek olmuştur. 1991-1997 yılları arasında yönetimli dalgalanma sistemi uygulayan ülke bir çok sorunla baş etmek zorunda kalmıştır. Düşük büyüme oranları, yüksek enflasyon, finansal kesimde krizler ve yapısal problemler 1996'nın sonu ve 1997'nin başında

hiperenflasyon mertebesine ulaşmıştır. Bunda yüksek bütçe açıklarının monetize edilmesi ve finansal kesim açıklarının merkez bankası tarafından finanse edilmesi önemli rol oynamıştır.

Ekonominin bir nominal çapa olmadan istikrara kavuşamayacağını düşünen ülke hükümeti, 1 Temmuz 1997 tarihinde IMF'nin de desteğiyle para kurulu uygulamasına geçmiş ve 1000leva=1DM olarak döviz kuru sabitlenmiştir. Bulgaristan'da uygulanan para kurulu, yarı (quasi) para kurulu olarak tanımlanabilir. Bu uygulamaya geçmek için ilk olarak merkez bankası kanunu değiştirilmiştir. Bulgaristan Merkez Bankası (BNB), emisyon bölümü ve bankacılık bölümü olarak iki kısma ayrılmıştır. Emisyon bölümü yarı para kurulu uygulamasının görevlerini yerine getirmekte, bankacılık bölümü ise hem ortodoks para kurulunun içerdiği banknotlar ve madeni paraları, hem de yarı para kurulunun içerdiği özel banka karşılıkları ve devletin tuttuğu karşılıklara bilançolarında yer vermektedir (Nenovsky ve Hristov, 1999, 7). Bulgaristan'da uygulanan para kurulu ortodoks para kuruluna oranla bir çok esneklikleri bünyesinde barındırmaktadır. Bunu ilk olarak hükümet ve özel banka karşılıklarının merkez bankası bilançosunda yer almasından anlayabiliyoruz. Bu iki kalem, Bulgaristan'ın para kurulu öncesi yaşadığı krizin izlerini taşımaktadır. Hükümetin merkez bankasında tuttuğu karşılıklar, yabancı rezerv tutularak garanti altına alınmaktadır. Bu uygulamanın lehindeki en önemli görüş, yüksek akışkanlığa sahip sermayenin (özellikle dış şoklara maruz kalınması durumunda) para arzı üzerindeki olumsuz etkisinin ortadan kaldırılmasıdır (Nenovsky ve Hristov, 1999, 6). Bu sayede programa olan güven artacaktır. Özel banka karşılık oranları ise zayıf olan banka kesiminin bir son borç vericiden mahrum kalmaması için tesis edilmiştir. Zorunlu karşılık oranı %11 olarak belirlenmiştir. Çeşitli şoklar durumunda merkez bankası zorunlu karşılık oranını değiştirerek para politikasına etki etme olanağına sahiptir. Aynı alternatif, kamu karşılıklarının bilanço hareketleri ile de sağlanabilir. Fakat bu imkanların keyfi kullanılmaması için gereken önlemler de alınmıştır. Finansal kesime destek sağlamak için ve bütçe açıklarının likidite üzerindeki olumsuz etkilerini giderilmesi için komiteler ve fonlar oluşturulmuştur (Gulde, 1999, 2).

Para kurulu ile kaybedilen senyoraj geliri döviz kuru dönüşümlerinden %0.5 oranında komisyon olarak azaltılmaktadır. Merkez bankası döviz satışlarında 1000leva=1DM kurunu kullanmakta, alışlarda ise 995leva=1DM kuru kullanılmaktadır (Dobrev, 1999, 9). %0.5 bandı geçerli olmak suretiyle alınan komisyonda değişiklikler yapılması merkez bankasının tasarrufundadır.



Bu yapısı ile Bulgaristan'da uygulanan para kurulu, belirli esneklikleri ve para politikası araçlarını içermektedir. Para politikası transmisyonu temel olarak iki kanaldan sağlanır (Nenovsky ve Hristov, 1999, 8):

- a. hükümetin etkilediği rezerv para
- b. faiz oranları

Böylelikle ortodoks para kurulundaki ödemeler dengesi ile para arzı arasındaki direkt ilişki kopmuş olur. Ayrıca faiz oranlarının dünya faiz oranları seviyesinde istikrar kazanması durumu da gerçekleşmeyecektir. Uygulanan politikalar sonucu kısa vadeli borçlanmanın faiz oranları %300'lerden 2001 yılında %11.7'ye gerilemiştir (Zaimov ve Hristov, 2002, 7). Fakat bu seviye dünya faiz oranlarının oldukça üzerindedir.

Bulgaristan'ın bir dönüşüm ekonomisi olması yapısal önlemler ve özelleştirme uygulamalarının da geniş ölçüde yapılmasını gerektirmektedir. 1991-1997 dönemi içerisinde gerekli ekonomik ortamın oluşturulamaması sebebiyle dönüşüm sekteye uğramış, fakat para kurulu ile sağlanan güven ortamı hem kamuda hem de özel kesimde dönüşüm sürecini hızlandırmıştır. Ortodoks para kurulunun en önemli şartlarından biri olan bütçe dengesi yarı para kurulunda da önemini sürdürmektedir. Bu konuda Bulgaristan hükümeti oldukça başarılı bir grafik çizmiştir. Hükümet sıkı bütçe politikası uygulamış ve 1991-1996 döneminde GSMH'nin %6.9'u olarak gerçekleşen bütçe açıkları 1997-2002 döneminde %1'lere kadar gerilemiştir (Zaimov ve Hristov, 2002, 21). Diğer taraftan yaklaşık 1000 tane olan ekstra bütçe fonları 10'a indirilerek bütçe yapısal olarak şeffaflaştırılmıştır. Sağlanan güven ortamı sebebiyle faiz harcamalarının azalması, ekonomik aktiviteden alınan vergilerin artması, devletin GSMH'den aldığı payın büyümesi ve özelleştirme gelirleri sonucu bütçe sağlam bir yapıya kavuşmuş, bu da programa olan iç ve dış güvenin tesisinde önemli bir yer tutmuştur (Zaimov ve Hristov, 2002, 19). Sağlam bütçe yapısının etkileri diğer ekonomik göstergelere de yansımaktadır.

Çizelge 5.1 Bulgaristan'da temel ekonomik göstergeler (1991-2001)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Enflasyon Oranı (%)	473,9	79,5	63,8	122	32,7	311,6	547,7	1,6	6,9	11,3	4,8
Büyüme Oranı (%)	-11,7	-7,3	-1,5	1,8	2,1	-10,9	-6,9	3,5	2,4	5,8	4
Faiz Oranı	-	-	-	-	79,8	300,2	209,8	14,1	13,5	12,2	11,7
İşsizlik Oranı	11,1	15,3	16,4	12,8	11,1	12,5	13,7	12,2	16	17,9	

Bulgaristan'da para kurulunun enflasyon üzerindeki etkileri, 1991-1997 dönemine oranla, oldukça olumludur. İstikrar programı öncesindeki altı senenin ortalama enflasyon oranı %233 gibi oldukça yüksek seviyededir. 1997 yılında %550'lere varan bir hiperenflasyon dönemi

yaşanmıştır. 1998-2002 yıllarının ortalaması ise %6,15 gibi makul seviyelerdedir. Çizelge 5.1'den de para kurulunun enflasyon üzerindeki etkileri kolaylıkla izlenebilmektedir. Fakat enflasyon oranları AB ile kıyaslandığı zaman yüksek seviyededir. Bu da en önemli ticaret ortağına karşı paranın reel olarak değerlendirilmesi ve dış ticarete rekabet avantajının kaybı gibi sorunlar yaratabilir.

Para kuruluna geçildikten sonraki dönemde Bulgaristan dış ticaret dengesi sürekli fakat makul açıklar vermektedir. Bu açıklar hizmetler ve ülke içine giren sermaye ile karşılanabilmektedir. Özelleştirme ile gelen sermaye ve direkt yatırımların da fazla olması dış denge problemini büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadır. Yapılan dış ticarete en temel ülkeler AB ve ABD olarak göze çarpmaktadır. Bulgaristan'ın AB'ye giriş süreci içerisinde ilerleyen yıllarda birlik ile yaptığı ticaretin daha da artarak devam etmesi beklenmektedir. Bu sayede dış dengenin daha istikrarlı bir yapıya kavuşması da tahmin edilen gelişmeler arasındadır.

Bulgaristan'ın en önemli problemi olarak işsizlik oranları göze çarpmaktadır (Panev, 2002, 3). İşsizlik oranları para kurulu uygulamasından sonra daha da artmış ve 2000 yılında %18'lere kadar yükselmiştir. Bu rakam AB ülkeleri ile kıyaslandığı zaman oldukça yüksektir. Birliğe giriş sürecinde çözümlenmesi gereken en önemli problem olarak göze çarpmaktadır. Emek piyasası ile bağlantılı olarak alınması gereken bir diğer önlem sosyal güvenlik sisteminin düzenlenmesidir (Zaimov ve Hristov, 2002, 22). Gittikçe artan yaş ortalaması sosyal güvenlik sisteminin üzerine binen yükü ağırlaştıracaktır. Bunun önlemlerinin şimdiden alınmaya başlanması gelecekte daha olumlu sonuçlar elde edilmesini kolaylaştıracaktır. Herşeye rağmen kanuni düzenlemelerle yabancı sermayenin özendirilmesi dönüşüm sürecindeki Bulgaristan'a parasal sermaye ile birlikte insan sermayesini de getirmekte, verimlilik artmakta ve yeni bir şirket kültürünün oluşması kolaylaşmaktadır. Şüphesiz ki dönüşüm sürecinin emek piyasasına etkileri daha yavaş olacaktır. Bu yüzden emek piyasası hakkında yorum yapmak için bir müddet daha beklenmesi, yorumların geçerliliğini arttıracaktır.

Para kurulu uygulamalarının büyüme performansı ile alakalı olumsuz teorik görüşler Bulgaristan örneğinde geçerliliğini yitirmektedir. Ülke, para kurulu öncesi eksi büyüme oranlarından kurtulmuş ve büyüme sürecine girmiştir. Bunun devam edip etmeyeceği ise gelecek dönemlerde daha net bir şekilde ortaya çıkacaktır. Fakat Bulgaristan'a giren sermayenin direkt yatırımlara yönelmesi büyümede meydana gelecek dalgalanmaları azaltacaktır. Arjantin'de portföy yatırımlarının yüksek olması kriz anında yoğun sermaye çıkışlarına sebep olmuş ve krizi daha da derinleştirmiştir. Benzer bir durumda Bulgaristan'daki etki bu kadar büyük olmayacaktır.

Toplam olarak bakarsak Bulgaristan, para kurulu uygulamasında başarı sağlamıştır denilebilir. Arjantin gibi başarısız bir örnekle kıyaslandığında dört önemli etken dikkati çekmektedir (Sorsa, 2002, 5):

- a. Bütçe açığı makul seviyelerde tutulabilmiştir.
- b. Mantıklı maliye-gelirler politikası ve AB'ye giriş süreci, Bulgaristan'ın rekabetçiliğini korumasında faydalı olmuştur.
- c. Bulgaristan'ın dış şoklara karşı direnci Arjantin'den daha yüksektir.
- d. Sabit kurdan çıkış stratejisi nettir. Sabitleme yaptığı para birimi ile alakalı problemler yaşamamıştır.

### **5.3 Yarı Sabit Kur Sistemine Dayalı İstikrar Politikası Örneği: Meksika**

Meksika 1980'lerden sonra, diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla erken denilebilecek tarihlerde dünya piyasaları ile entegrasyona girmiş bir ülkedir. Özellikle 1982 yılında başlayan ağır kriz ortamı ortodoks tipte bir istikrar programı ile giderilmeye çalışılmış ve yıl sonunda uygulamaya koyulan bu program süresince gerçekleştirilen yapısal reformlarla dünya ile bütünleşme yolunda kesin adımlar atılmıştır. Fakat 1980'lerde düşen petrol fiyatları, petrol ihraç eden bir ülke olan Meksika'yı zor duruma sokmuş ve ekonomik kriz 1983 ve 1984 yıllarında ağırlaşarak devam etmiştir. Hükümet tarafından alınan sert önlemler dış dengeyi bir süre toparlayabildiyse de 1986 yılına gelindiğinde ülke çok ağır bir krize daha girmiş ve üç rakamlı enflasyon ve ekonomik daralma aynı anda yaşanmıştır.

Bir çok ülkede enflasyonların temel nedenlerinden birinin bütçe açıkları olduğunu görüyoruz. Meksika'da ise kriz dönemleri boyunca bütçenin fazla vermesi ilgi çekici bir noktadır. Kriz deneyiminden sonra özellikle ücret, kur ve kamusal mal fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisinin yüksek olduğunu anlayan Meksika hükümeti 1987-88'de "ekonomik dayanışma paketi" olarak adlandırılan programı devreye sokmuştur. Bu programın içeriğinde döviz kurunun çapa olarak kullanılmasına ilave olarak ücret ve fiyatların dondurulması gibi heterodoks önlemler de mevcuttur. Sıkı maliye ve para politikası, yapısal önlemler ve dış açılma sürecinin devam etmesi de geçen programlarla aynı doğrultuda devam ettirilmeye çalışılmıştır. Programın ilk yılında genişleme yaşanmış ve harcamalarda artış meydana gelmiştir. 1988 yılında kur, KİT fiyatları ve ücretler gibi anahtar fiyatlarda yeni düzenlemelere gidilmiş ve temel hedef enflasyonu önlemekten sürdürülebilir büyümeyi yakalamak olarak değiştirilmiştir. 1989-1994 yılları arası "istikrar ve büyüme paketi" olarak adlandırılan düzenlemelerle geçmiştir. Heterodoks programın her iki ayağında da enflasyonist

beklentilerin kırılmaması sebebiyle faizlerin yüksek seyretmesi programları kötü etkilemiştir. 1988-1994 yılları arasında Meksika, önce genişleme sonra daralma etkisinin klasik bir örneğini göstermiştir denilebilir. 1994 yılında başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere tüm dünyada olumsuz etkiler yaratan bir finansal krizle sabit kur uygulaması son bulmuştur. Şimdi 1994 krizini ve sonrasında olanları daha yakından inceleyelim.

### 5.3.1 1994 Krizi ve Sebepleri

1988 yılında alınan önlemler, Meksika ekonomisinde gerekli olan istikrarı sağlamakta yetersiz kalmıştı. Özellikle dış ticaret dengesinde meydana gelen açıklar kısa vadeli sermaye akımları ile karşılanmakta ve bu da dış yükümlülüklerin yerine getirilmesine dair güvensizlikleri getirmekteydi. Peso iç ve dış şoklara karşı kırılğan hale gelmeye başlamış ve sabit kurun sürdürülebilirliğine olan güven azalmıştı. Krizden hemen önceki dönemde bu kırılğanlığın iki önemli belirtisi ortaya çıkmıştır (Calvo ve Mendoza, 1996, 171). Bunlardan ilki parasal büyüklüklerdeki dengesizliktir. Reel para arzı uluslar arası rezervleri çok aşmış ve ani para talebi şoklarının karşılanamaması riski belirlemiştir. İkincisi ise borçlarda meydana gelen dengesizliktir. Borçlar, uluslar arası rezervlerden daha hızlı büyümüştür. Ülke içine giren sermaye uzun vadeli yatırımlara değil kısa vadeli ve dolara endekli hazine senetleri olan Tesobono'lara yönelmiştir. Kısa vadeli borçları karşılayabilecek düzeyde rezervlerin bulunmaması programa olan güvenin önlenemez bir azalma sürecine girmesini beraberinde getirmiştir. Diğer taraftan ülkede meydana gelen çeşitli siyasi ayaklanmalar ve başkan adaylarından Colosio'nun Mart 1994'de öldürülmesi krizi tetikleyen unsur olarak gözükmektedir. Colosio Suikasti'ni takip eden dönemde ülkeden yoğun biçimde sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu sermaye çıkışları bertaraf edilebilirdiyse de Aralık 1994'te hükümetin devalüasyona gitme teşebbüsü sabit kurun sonunu hazırlayan etken olmuştur. Rezervlerin karşılayamayacağı meblağlarda sermaye çıkışları sabit kurun sonunu getirmiş ve ülke zorunlu olarak parasını dalgalanmaya bırakmıştır.

Reel kurlarda meydana gelen aşırı değerlenme ve bunun sonucu olarak dış ticaret dengesinin kötüleşmesinin krizin en önemli sebebi olduğunda neredeyse bir uzlaşma vardır (Kalter ve Ribas, 1999, 3). Yapılan bir çok araştırmada değişik yollarla hesaplanan reel kurların %35-40'lı seviyelerde değer kazandığı görülmektedir (Gil-Diaz ve Carstens, 1996, 164).

Bozulan dış denge diğer problemleri de beraberinde getirmiştir. Kamuda ve özel sektörde borcun vade yapısı giderek kısalırken peso cinsinden borçlar azalmış ve dolar cinsinden borçlar yükselmiştir. Ülke finansal kesiminin zayıf olması da krizin derinleşmesinde katkısı olan bir diğer faktördür. Zayıf bankacılık kesimi, sistemin yapısı gereği son borç verici olma

özelliğini kısıtlamış bir merkez bankasının varlığı ile daha da belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. Kalter ve Ribas (1999) tarafından dile getirilen bir diğer sebep kamu maliyesine yöneliktir. Bütçe açıkları olmasa da hükümetin artan harcamaları vergi artışları ile karşılanmış ve girdi maliyetlerinde yükselmeye sebep olmuştur. Diğer taraftan ticarete konu olan ve olmayan mallar arasında dengesizliklerin ortaya çıkması da ekonomiyi olumsuz etkilemiştir.

Ülke içi ekonomiden kaynaklanan problemlerin yanı sıra dış piyasalarda (Özellikle ABD’de) faizlerin yükselmesinin Meksika’ya etkileri olumsuzdur. Ülke içine giren sermayede azalma olması mevcut krizi daha da derinleştirir niteliktedir.

### 5.3.2 Krizden Günümüze Meksika Ekonomisi

1994 Krizinin ardından Meksika’da yarı para kurulu sistemi sona ermiş ve peso dalgalanmaya bırakılmıştır. 1995 yılında hükümet krizin aşılmasına yönelik üç adım atmıştır (Carstens ve Werner, 2000, 81):

- a. Maliye politikası sıkılaştırıldı.
- b. Uluslar arası piyasalardan ve IMF’den 52 milyar \$’a yakın kredi alındı.
- c. Bankacılık kesimi başta olmak üzere yapısal önlemler alındı.

1995 yılında alınan kararlar ekonominin düzelmesi yönünde etki etti ve kurlarda aşırıya kaçma etkisinin hakim olduğu 1995 yılından sonra 1996 ve 1997 toparlanma yılları olarak göze çarptı (Leon, 2000, 64). Ekonominin kriz ortamından çıkması sonrasında 1996 yılında alınan önlemler Meksika’nın bugüne kadarki istikrar politikasının da temelini oluşturmaktadır.

1996’dan sonra Meksika’nın para politikası üç önemli unsuru içerir (Carstens ve Werner, 2000, 17-18):

- a. Yıllık enflasyon hedefi
- b. Para arzına yönelik kurallar ve net iç krediler, net dış krediler gibi ara hedeflerin sayısal olarak belirlenmesi
- c. İradi para politikası uygulamanın mümkün olması

Para politikasına yönelik en önemli adımlardan biri sıfır ortalama rezerv sistemi ile krizin sebeplerinden biri olan bankacılık kesiminin ve faizlerin kontrol altına alınmaya çalışılmasıdır (TBB, 2001, 6). Bu sistem çerçevesinde kriz sonrasında yara alan merkez bankası güvenilirliği de yeniden tesis edilmeye çalışılmıştır. Sisteme göre ticari bankaların rezerv



hareketleri yirmi sekiz günlük periodlar içerisinde incelenmekte ve merkez bankasında fazladan rezerv tutmaları engellenmektedir. Pozitif bakiyesi olan bankalara faiz verilmemekte ve negatif bakiyesi olanlardan faiz alınmamaktadır. Para politikası merkez bankasında tutulan rezervlerden hareket edilerek oluşturulmaktadır. Bankaların rezervleri sıfıra eşitse para politikası değişmemektedir. Ortalama bakiye negatif ise bankalar açık pozisyonundadır ve faizler üzerinde artış baskısı olması beklenmektedir. Ortalama bakiyenin pozitif olduğu durumlarda ise tersine faizlerin aşağıya doğru hareket etmesi beklenecektir. Merkez bankası sıfır ortalama rezerv sistemi ile piyasalara sinyal göndermekte, alacakları kararlarda onları yönlendirmektedir. Meksika gerek sabit kur döneminde gerekse esnek kur döneminde dış şoklara karşı duyarlı bir yapıdadır. Meydana gelen enflasyonun sebepleri incelendiğinde para tabanı artışlarından çok dış şoklar sonucu değer kaybeden yerel para, artan ücretler ve KİT fiyatları olduğu bulunmuştur. Bu yüzden iradi politikalar kullanılarak dış şokların bertaraf edilmesi Meksika para politikasının temel amacıdır (Carstens ve Werner, 2000, 29). Meksika kriz sonrası dönemde 1995-1998 yılları arasında enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli zemini oluşturmuş ve 1999 yılında sisteme tam olarak geçmiştir.

Bu ana hatları ile uygulamaya koyulan para politikasının 1995'ten bugüne başarılı bir seyir izlediği görülmektedir. Kriz sonrası dönemde kaybolan merkez bankası güvenilirliği yeniden sağlanmış ve pesoya endeksli bonolar olan CETES'in faizleri 1995'te %80'lerden 2003'te %4.7'ye kadar gerilemiştir. Uluslar arası derecelendirme kuruluşlarının ülke hakkındaki notları giderek düzelen bir seyir izlemektedir. Ayrıca merkez bankası bağımsızlığı yönünde atılan adımlar da bu faiz düşüşlerinde etkili olmuştur.

Kamu maliyesinde de yeni ekonomik program çerçevesinde adımlar atılmıştır. Meksika daha önce de vurgulandığı gibi bütçe açıklarından yana sıkıntısı fazla olmayan bir ülkedir. 1994 krizi öncesi bütçe fazlaları vardır. Esnek kur uygulamasından bugüne ise GSMH'nin %1'i seviyelerinde makul sayılabilecek bütçe açıkları verilmektedir. Hükümetin amacı bütçe açıklarını GSMH'nin %0.5'i seviyelerine çekmektir. Meksika bütçesinde petrol fiyatlarının önemli bir rolü vardır. Değişken olan bu fiyatlar direkt olarak bütçe dengesine tesir etmektedir. Hükümet bu etkileri ortadan kaldırmak için gerekli eylem planlarını yapmıştır. Gelirde meydana gelebilecek bir azalış ister petrol fiyatlarından kaynaklansın isterse diğer kesimlerden dolayı oluşsun hangi tipte harcama kısıtlamalarına gidileceği önceden belirlenmiştir. Uluslar arası piyasalardan alınan 50 milyar dolarlık borçların büyük bölümü 1997 yılı sonuna kadar geri ödenmiştir. Bu başarı bütçe üzerindeki faiz yükünü azaltmakta ve bütçe kontrolünü kolaylaştırmaktadır. Diğer taraftan bürokrasiyi azaltacak ve üretimi etkin kılacak yapısal önlemler de alınmaya devam etmektedir.



Bütçe sıkıntısı olmasa da vergi sisteminde çeşitli sorunlar mevcuttur. Hükümetin vergi gelirleri 1982-2003 döneminde artmış olsa da diğer ülekelerle karşılaştırıldığında düşük kalmaktadır. Bunun için ekonomik faaliyetten alınan vergilere yönelik çeşitli düzenlemeler getirilmektedir. Vergi alınan tabanın genişletilmesi ve vergi kaçaklarının önlenmesi Meksika'nın önündeki çözüm bekleyen iki önemli problem olarak göze çarpmaktadır. 2001 yılında gelir artırıcı çeşitli önlemler alınmıştır ve önümüzdeki yıllarda bu önlemlerin artarak devam etmesi beklenmektedir.

Yeni programın ekonomik veriler üzerindeki etkisi de genel olarak olumludur. Olumlu enflasyon rakamlarına ılımlı büyüme ve düşük işsizlik eşlik etmektedir. Dış dengede de durum iyidir ve ticaret dengesi eksi olmakla birlikte ödemeler bilançosu fazla vermektedir.

**Çizelge 5.2 Meksika'da TÜFE'de hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları (1999-2003)**

Yıllar	Enflasyon Oranı (%)	
	Hedeflenen	Gerçekleşen
1999	13	12,3
2000	10	9
2001	6,5	4,4
2002	4,5	5,7
2003	3	4,1

Şekilden de görüldüğü gibi Kriz sonrasında iki haneli enflasyon rakamları enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra düşüş sergilemiştir. 2000 yılından bu yana enflasyon tek haneli rakamlara gerilemiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının Meksika'da enflasyonu düşürmekte başarılı olduğu görülmektedir. Merkez bankası başarılı bir politika uygulamakta ve güvenilirliğini her geçen gün arttırmaktadır.

**Çizelge 5.3 Meksika'da bazı temel ekonomik göstergeler (1998-2003)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003(*)
TEFE(%)	19,4	8,7	7,4	2,6	6,3	3,6
Reel Büyüme (%)	4,9	3,7	6,6	-0,3	0,9	1,6
İşsizlik (%)	2,6	2	1,9	2,5	2,1	3,5
Dış Tic. Dengesi (milyon\$)	-7914	-5584	-8003	-9729	-7997	-6525
Sermaye Hesabı (milyon\$)	18639	13768	17952	25276	22207	23646

(\*) 2003 yılı verileri yıl ortasında oluşan değerler dikkate alınarak verilmiştir.

Kriz sonrası dönemde büyüme rakamları da oldukça olumlu bir seyir izlemektedir. Çizelge 5.3'te 2001 yılı hariç son beş senelik dönemde büyüme oranlarının pozitif olduğu görülmektedir. Bu seyir 1996 yılından bu yana devam etmektedir. Yatırımların kriz sonrası

dönemde artan bir seyir izlemesi bu büyümenin arkasındaki önemli sebeplerden biridir (Lederman vd., 2003, 149).

Meksika'da emek piyasası esnek bir yapıda değildir. Ülkede sendikalaşma oldukça gelişmiştir. Emeğin %25'i sendikalıdır. Kriz döneminden sonra emek piyasasına düzenlemeye yönelik yapısal adımlar da atılmıştır. 1997 yılında işyeri güvenliği ve sağlığı yasaları çıkarılmıştır. Ülkede her sene sendikalarla koordinasyon halinde asgari ücret hesaplamaları yapılmaktadır. Diğer taraftan Çizelge 5.3'te de görüldüğü gibi ülkede işsizlik oranları oldukça düşük seviyelerdedir. Bu ekonomik göstergede Meksika, gelişmiş ülkeler seviyesini yakalamıştır.

Bir diğer önemli ekonomik gösterge de dış dengeye yönelik verilerdir. Meksika'nın 1994 yılında NAFTA'ya üye olması kriz sonrası dönemde toparlanmaya yardımcı olmuştur. Dış ticaretin %90'ı ABD ile yapılmaktadır. İkinci önemli ticaret ortağı ise Kanada'dır. 1994'ten sonra dış ticaret hacmi artan bir seyir izlemiştir. Dış ticaret dengesi açık vermekle birlikte GSMH'ye oranı uygun sayılabilecek seviyelerdedir. Ülke içine giren sermaye akımları kriz yüzünden sekteye uğramışsa da gelişen bir seyirdedir. 1997 yılında ithalat ve ihracat prosedürünü basitleştirmeye yönelik adımlar atılmış ve ticaretin gelişmesine devlet tarafından destek sağlanmıştır. Öte yandan esnek kura geçişten sonra reel olarak değer kaybeden peso, 1996 yılından itibaren toparlanma sürecine girmiştir. 1998 yılının ortalarından sonra pesonun istikrarlı bir yapıya kavuştuğu görülmektedir.

Yapısal önlemler de 1980'lerden bu yana Meksika istikrar programlarının önemli bir ayağı olmuştur. 1994 Krizi sonrası dönemde de önemini korumaktadır. Bankacılık sektörünün düzenlenmesi, emek piyasasında düzenlemeler, dış ticaretin kolaylaştırılması, patent hakları ile ilgili alınan kararlar ve daha bir çok yapısal reform 1994-2003 süresine sığdırılmıştır. Bu reformlar ilerleyen yıllarda da devam edecektir. Meksika, yaşadığı başarısız kur çapasına dayalı heterodoks programdan sonra esnek kur sisteminin de avantajlarını kullanarak gelişme sürecine girmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin de enflasyon hedeflemesini başarıyla uygulayabileceğinin önemli kanıtlarından biridir. Türkiye ile bir çok konuda benzerlikler taşınması da Meksika'yı daha yakından izlemenin gerekliliğinin bir diğer sebebi olabilir.

#### **5.4 Enflasyon Hedeflemesi ve Kayan Pariteler Değişik Bir Örnek: İsrail**

Orta Doğu'nun siyasi ve ekonomik olarak önemli güçlerinden biri olan İsrail, kuruluşundan günümüze bölgede kendine has konumunu devam ettirmiştir. Arap ülkeleri ile kuşatılmış bir konumdadır. Gelişmiş ülkelerle olan yakın ilişkileri ülkeye siyasi ve ekonomik bir çok avantaj

sağlamaktadır. Fakat bu yakınlık 1970'li yıllardan 1980'lerin ortalarına kadar devam eden kronik enflasyon sorununu engellemeye yetmemiştir. 1980'lerin başındaki kısa süreli istikrar programlarından sonra Temmuz 1985'te ülke geniş çaplı bir istikrar programına girişmiştir. Başlangıçta heterodoks yapıda ve döviz kuru sabitlemesi ile başlayan program hiç bir krizle kesintiye uğramadan şekil değiştirerek günümüze kadar devam ettirilmiştir. Yıllar ilerledikçe sabit kur uygulaması kayan banda ve oradan da bant aralıkları genişletilerek esnek kura doğru yol almıştır. Son ulaşılan nokta enflasyon hedeflemesidir. Şimdi bu süreci 1970'lerden başlayarak daha yakından inceleyelim.

1970'lerde gerek dışsal gerek içsel şoklardan ötürü ülke ekonomik sıkıntılar çekmiştir. 1973 yılındaki Yom Kippur Savaşı ve bunu takip eden yıllarda yaşanan iki petrol şoku ülke ekonomisinde tamir edilmesi güç sorunlara neden olmuştur. 1970'li yıllardan 1980'lerin ortalarına kadar olan dönemde kronik enflasyon sorunu başlıca ekonomik problem olarak göze çarpmaktadır. Bu enflasyon sorununun altında yatan en önemli sebep bütçe açıklarıdır (Bruno, 1986, 6). Özellikle tarım ve dış ticaret kesimi başta olmak üzere verilen sübvansiyonlar bütçe açıklarında önemli bir yere sahiptir. İsrail'de kronik enflasyon yaşayan diğer ülkelerde de olduğu gibi yaygın bir endeksleme ve para ikamesi mevcuttur. Bu endekslemenin etkileri emek piyasasında açık olarak görülebilmektedir.

1970'li yıllardaki kronik enflasyon sorunu, yaygın endeksleme sebebiyle başlangıçta ülke halkının refah düzeyinde gözle görülür bir kayba sebep olmamışsa da zamanla etkiler hissedilmeye başlanmıştır. 1982-83'te hükümetin Latin Amerika ülkelerini model alarak uyguladığı ortodoks tipte istikrar politikası kısa zamanda başarısızlığa uğramış ve 1984 yılı enflasyonun tepe noktasına çıktığı yıl olarak kayıtlara geçmiştir. Hiper enflasyon, merkez bankası tarafından finanse edilen yüksek bütçe açıkları, ödemeler dengesi sorunları ve yüksek reel ücretler dönemin başlıca özellikleri olarak sıralanabilir. Ortodoks önlemler ile soruna çözüm getiremeyeceğini anlayan İsrail hükümeti 1985 yılının Temmuz ayında heterodoks tipte yeni bir istikrar programını devreye sokmuştur. Programın başlangıcında toplumun değişik kesimleri aynı amaç için bir araya gelmiş ve toplumsal mutabakat ile enflasyonun üzerine gidilmiştir. Bu istikrar programı İsrail ekonomisinde önemli bir yere sahiptir ve günümüze kadar gelen istikrar politikası sürecinin temelini oluşturmaktadır.

1985 İstikrar Programı başlıca iki amacı gerçekleştirmek için devreye sokulmuştur. Bunlardan ilki enflasyonu ani bir şekilde düşürmek ve aylık %20'ler civarında seyreden rakamları %0 seviyesine çekebilmektir. Aylık %1-2 gibi seviyeler de kabul edilebilirdir. İkinci önemli hedef ise ödemeler dengesinin tesis edilmesidir. Yüksek enflasyon ve kaybedilen güvenilirlik

sebebiyle ülkeden çıkan yüksek miktarda sermayenin geri döndürülmesi ve dış ticaret dengesinin geliştirilmesi hedeflenmektedir.

Bu iki amaca yönelik çalışmalar yapan grup istikrar politikasının heterodoks önlemler içermesi gerektiği ve şok bir programla ekonomiye müdahale edilmesi gerekliliğini dile getirmişlerdir. İlk olarak para birimi şekel %18.8 oranında devalüe edilmiş ve ardından 1\$=1500Şekel seviyesinde sabitlenmiştir. Programın temel nominal çapa olarak belirlediği büyüklük döviz kurudur. Fakat tek nominal çapaya aşırı yüklenilmesi ve programın tehlikeye girmesi ihtimaline karşılık başka büyüklükler de sabitlenmiştir. Bunlar ücretler, fiyatlar ve merkez bankasının açtığı kredilerdir. Ücret dondurmaları programın en zor ayaklarından birini oluşturur. Güvenilirliğini kaybetmiş hükümet, toplu görüşmeleri yürüten Histodrut adlı sendika ile enflasyonu düşürdükten sonra reel ücretlerde iyileşme garantisi vererek ücretleri dondurmaya başlamıştır. Şekel ile hesaplanan tüm fiyatlar kısa süreli olarak sabitleştirilmiştir (Dornbusch ve Simonsen, 1987, 57).

Daha önceki deneyimlerinden bütçe açıklarını kontrol altına almadan enflasyonu düşüremeyeceğini bilen hükümet bu yönde de önemli adımlar atmıştır. Merkez bankasından kredi alınarak borçların finanse edilmesi 1985'te çıkarılan kanunla yasaklanmıştır. Savunma harcamaları büyük çapta azaltılmıştır. Önemli bir bütçe kalemi olan sübvansiyonlar kaldırılmıştır. Devlet harcamaları ve yatırımlar kısılrken vergiler arttırılarak hem bütçe dengesi hem de gelir dağılımı tesis edilmeye çalışılmıştır. Kamuda istihdam da %3 oranında azaltılarak harcama kısıcı önlemler desteklenmiştir. Tüm bu önlemlerin etkisi olumlu olmuş ve 1984 bütçesine göre 2-2.5 milyar dolarlık (GSMH'nin %10'u) bir tasarruf sağlanmıştır.

Para politikasında da radikal önlemler alındığını görüyoruz. Mevduat munzam karşılık oranı ve reeskont kredi faizleri arttırılarak sıkı bir para politikası izlendi. Dolara endekslenmiş mevduat hesapları olan PATAM'lara çeşitli kısıtlamalar getirildi. Bir yıldan kısa vadede hesapların açılması yasaklandı (Bruno, 1986, 15). Bu yolla yaygın olan para ikamesinin önüne geçilmeye çalışıldı. Güvenilirliğin yeniden sağlanması için merkez bankası bağımsızlığı arttırıldı. Hükümet bonolarının satıldığı taban genişletilerek merkez bankasının açık piyasa işlemleri ile ekonomideki etkisi yükseltildi.

Programda dış dengeye yönelik de çeşitli önlemler alınmıştır. Şekelin devalüe edilmesi ilk karar olarak göze çarpan uygulamadır. Diğer taraftan ithalat ve ihracat için efektif döviz kuru aynı seviyeye getirilmiştir. Enflasyonun önemli kaynaklarından biri olarak görülen ihracat teşvikleri kaldırılmıştır.

İstikrar programının ömrü bir yıl olarak belirlenmiştir. İlk üç ay ve altı ay sonunda çeşitli fiyatlar ve ücretlerde yeni ayarlamalar yapılmıştır. Altıncı aydan sonra fiyat kontrollerinin kaldırılmasına başlanmıştır. Genel olarak bakıldığında programın üç haneli enflasyonu önlemede başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Kısa bir zaman dilimi içinde enflasyon %20'ler seviyesine inmiş ve 1991'e kadar bu seviyelerde istikrar kazanmıştır. İkinci önemli hedef olan dış dengede de gelişmeler olumludur. Dış piyasalardan alınan borçlar ve özel sermayenin ülkeye girişi ödemeler bilançosunda iyileşmeyi beraberinde getirmiştir.

1985 İstikrar Programı sonrası dönem üç önemli bölüme ayrılabilir (Bufman ve Leiderman, 2001, 2). Bunlardan ilki 1985-1991 döneminde programın sonuçlarının alındığı ve ekonominin istikrara kavuştuğu dönemdir. 1992-1996 yıllarında enflasyon %10'lar seviyesine gerilemiş ve kur sistemi kayan bant olarak belirlenmiştir. 1996-2003 dönemi ise tek haneli enflasyonlar, enflasyon hedeflemesinin net olarak geçerlilik kazanması ve kur bandının azami seviyeye çıkartılması dönemidir. 1985 yılından bugüne istikrar programında çeşitli aksamalar olduysa da bunlar Meksika veya Arjantin'de olduğu gibi krizlere dönüşmemiştir. Uygulanan politikaların içeriği değişse de temel olarak uzun süreli tek istikrar programı gibi görülebilir. İsrail'de 1985-2003 dönemi yukarıdaki üç temel zaman aralığı dikkate alınarak fakat bir bütün gibi incelenecektir. İlk olarak temel hedefler olan enflasyon ve dış denge incelendikten sonra para politikası, maliye politikası, emek piyasası ve büyüme ele alınacaktır.

1985 İstikrar Programı ile enflasyonda geçmiş yıllara oranla büyük kalıcı düşüşler yaşanmıştır. Fakat enflasyonun gelişmiş ülkeler seviyesine düşme süreci oldukça uzun bir zaman dilimi içinde olmaktadır. 1985-1991 yılları arasında İsrail'de enflasyon %20'li seviyelerdedir. Programın ilk altı ayından sonra fiyat kontrollerinin kaldırılması ile bu seviyelere gelinmiştir. 1985-1988 yılları arasında yaşanan ekonomik balon ve kırılmayan beklentiler enflasyonun daha fazla düşürülememesinde etkili olmuştur. 1992 yılında ise enflasyon rakamları bir anda %10'lar seviyesine gerilemiştir. Bu düşüş bir çok sebebin birleşmesi sonucu varılan bir noktadır. Sıkı para ve maliye politikaları, dış fiyatlarda düşüş, işsizlikte artış ve yapısal önlemler başlıca sebepler olarak sayılabilir (Bufman ve Leiderman, 2001, 12). İsrail 1992 yılından itibaren enflasyon hedefleri belirlemekte ve bu hedeflere ulaşılmaya çalışılmaktadır. Çizelge 5.4'te hedefler ve gerçekleşen rakamlar görülmektedir.



**Çizelge 5.4 İsrail’de enflasyon hedefleri ve gerçekleşen rakamlar (1992-2002)**

Yıllar	Enflasyon Oranı (%)	
	Hedeflenen	Gerçekleşen
1992	14-15	9,4
1993	10	11,2
1994	8	12,3
1995	8-11	10,1
1996	8-10	11,3
1997	7-10	9
1998	7-10	8,6
1999	4	1,3
2000	3-4	0
2001	2,5-3,5	1,4
2002	2-3	7,7

Enflasyon TÜFE endeksi temel alınarak hedeflenmekte ve bazı yıllar bir nokta hedefi koyulurken bazı yıllar aralık tercih edilmektedir. Enflasyon hedefleri temel olarak gittikçe azalan bir seyir izlemektedir. 2003 yılında %1-3 arasında bir değer hedeflenmiştir. Enflasyon hedeflemesi 1993 ve 1994 yılları hariç başarıyla işlemektedir. 1998 yılının son mevsiminde de bir artış baskısı gelmiş fakat hedef belirlenen bant içinde gerçekleştirilebilmiştir. 1993 yılının ikinci yarısında yaşanan yoğun sermaye çıkışları sebebiyle kurun değer kaybetmesi hedefin tutturulamamasının başlıca sebebi olarak görülmektedir (Kadioğlu vd., 2000, 28-29). 1994 yılında ise faizleri düşük tutarak işsizliği azaltma yolunda izlenen politika ve artan para arzı, enflasyonist beklentilerin artmasına sebep olmuştur. Ücret ve fiyat ayarlamalarında bu beklentilere göre hareket edilmesi enflasyonu daha da kötü etkilemiş ve hedef çok yüksek bir sapma ile tutturulamamıştır (Kadioğlu vd., 2000, 29). Bu sapmaların önlenmesi için çeşitli adımlar atılmıştır. Piyasalara müdahale için seçilen temel enstrüman kısa vadeli faiz oranlarıdır.

Enflasyondaki bir diğer kırılma noktası 1998 yılından sonra tek haneli rakamlara düşüş sürecidir. Bu ani düşüşün temel olarak üç sebebinden bahsedilebilir (Bufman ve Leiderman, 2001, 12):

- Dış fiyatlardaki düşüşün ülkeye olumlu etkisi
- Büyüme yavaşlarken işsizliğin artması
- Faizlerin artması

Bu üç sebep bir araya gelince İsrail enflasyon rakamlarında gelişmiş ülkeler seviyesini yakalamıştır.



İsrail’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin en önemli farkı kur hedefleri ile bir arada yürütülmesinden ileri gelmektedir. Enflasyon hedefine ilave olarak kayan bir bant içinde ülke parasının bir sepet karşısında devalüasyonuna dair hedefler de belirlenmektedir. 1985 yılında sabitlenen kur değeri kısa bir dönemden sonra kaldırılmış ve esnek kura doğru tedrici bir geçiş süreci başlamıştır. 1989 yılından %6’lık bir bant etrafında dalgalanmaya izin verilmektedir. 1991 yılında ise yaşanan spekülasyon ataklarından sonra kayan bant sistemine geçilmiştir. Ülke parası, hedeflenen enflasyondan daha az olmak suretiyle, devalüe edilmekte ve kur ilave çapa olarak kullanılmaktadır. Kayan bantın aralığı yıllar geçtikçe %10’dan %35’lere kadar yükseltilmiştir (Leiderman ve Liviatan, 2003, 116). Ülkenin en önemli hedeflerinden biri olan dış dengenin sağlanmasında bu sistemin önemli etkileri vardır.

1990’lardan günümüze kadar cari denge rakamlarının eksi değerlerde seyrettiği görülmektedir. 1991 yılında Sovyetler Birliği’nin dağılması ile cari denge bozulma artmış, 1995 yılında yüksek kamu harcamalarının da etkisiyle doruk noktasına ulaşmıştır. 1995’de 5 milyar dolara kadar çıkan açık kamu ve özel harcamalardan azalış ile o günden bu yana istikrarlı bir azalma sürecine girmiştir. 2002 yılında açık 1.2 milyar dolara kadar gerilemiştir. Uzun yıllar boyunca devam eden cari açık ülke içine giren kısa ve uzun vadeli sermaye ile kapatılmıştır. 1985 programını takiben IMF ve ABD’den gelen krediler, 2000 yılından sonra Asya ülkelerinden gelen sermaye 1995 yılı hariç cari açıkları karşılamaya yeterli düzeydedir. Toplam olarak bakıldığında 1985-2003 döneminde ödemeler dengesindeki problemlerin aşıldığı ve ülkenin yabancı rezervlerinin arttığını söyleyebiliriz.

İsrail’in para politikasında ve faizlerde de dönem içinde önemli adımlar attığını görüyoruz. 1985-1991 yılları arasında uygulanan faiz politikası sadece kuru korumaya yöneliktir. 1992’den başlayarak durum değişmiş ve enflasyon hedefine ulaşılması için kullanılmaya başlanmıştır (Leiderman ve Liviatan, 2003, 116). Belirlenen enflasyon hedeflerine paralel olarak nominal faizler uzun süreden beri düşüş eğilimindedir. Ülke faizleri ile gelişmiş ülke faizleri arasındaki fark gittikçe azalmaktadır. Faizlerdeki düşüş başlangıçta sermaye çıkışları endişesi yaratsa da İsrail’in sağlam ekonomik temelleri bu şüpheyi yersiz kılmaktadır (Bufman ve Leiderman, 2001, 15). Enflasyonun en önemli belirleyicilerinden birinin faiz oranları olması merkez bankasının faiz politikasının da önemini bir daha ortaya çıkarmaktadır. Öte yandan dar para arzı olan  $M_1$ ’in gittikçe azalan bir seyir izlediği görülmektedir. Buna ilave olarak net iç kredilerin aşamalı bir gerileme sürecinde olduğu da gözlemlenmektedir.

Enflasyon hedeflemesi ve kayan döviz kuru bandının İsrail para politikası üzerinde olumsuz etkilerinden söz etmek de mümkündür. Enflasyon hedefine ulaşmak için kısa vadeli faizlerin yüksek tutulması durumunda ülke içine sermaye girişleri olabilir ve bu durum yerel paranın değerlendirilmesi ile sonuçlanabilir. Bu yüzden enflasyon hedeflemesinde para politikasının sadece enflasyon hedefine yönelik olarak kullanılması teorik olarak daha uygundur. Fakat enflasyon rakamları iki hedefe yönelik politikanın İsrail’de iyi çalıştığını göstermektedir.

İsrail’de istikrar programı sürecinin en önemli ayaklarından birini maliye politikası oluşturmaktadır. Devletin ekonomideki payı yüksektir (Bufman ve Leiderman, 2001). KİT fiyatları, savunma harcamaları ve sübvansiyonlar gibi kalemler önemli bir büyüklüğe sahiptir ve geçmiş dönem enflasyonlarında da temel unsur olarak bütçe açıkları göze çarpmaktadır (Bruno, 1986, 6-7). Enflasyon ve toplumda oluşan enflasyon beklentileri bütçe açıklarına oldukça duyarlıdır. Bu yüzden 1985’den beri bütçeyi kontrol altında tutmaya yönelik radikal adımlar atılmıştır. 1985 İstikrar Programı’nın devlet bütçesine yönelik uygulamalarına yukarıda değinmiştik. 1985 sonrası dönemde de bir çok yenilik gerçekleştirilmiştir. Değişikliklerin temelinde bütçe açıklarının GSMH’ye oranının azaltılması vardır. Alınacak önlemler bu amaçtan hareket ederek saptanmakta ve uygulamaya konmaktadır. İsrail’de bütçenin belirli rakamları aşması yasa ile sınırlandırılmıştır. Bütçeye yönelik hedefler belirlenmektedir. Bu hedeflerin aşılması durumunda ise önemli bir yaptırım yoktur. Bir sonraki döneme ait bütçeler, açıkların etkisi dikkate alınarak düzenlenmektedir. Devlet gelirlerini arttırmaya yönelik önlemlerin başında vergi arttırmaları ve yeni vergilerin getirilmesi vardır. Buna ilave olarak piyasa ekonomisine geçiş sürecinde özelleştirmelerin yapılması ilave katkılar getirmiştir. Telekom, elektrik, rafineriler gibi bir çok alanda özelleştirme uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Önemli bütçe kalemlerinden biri olan savunma harcamaları bölgenin istikrarsızlığı sebebiyle belirli ateşkes dönemleri hariç azaltılamamaktadır.

İsrail’de büyüme rakamları 1985 sonrasında oluşan ekonomik balonun da etkisiyle 1988’e kadar %5’ler seviyesindedir. 1988-89’da %2’lere gerilemiştir. 1990-1996 yılları arasında büyümede tekrar bir canlanma sürecini görüyoruz. Ortalama %6 civarındaki büyüme rakamları ekonomiye dair olumlu işaretler vermektedir. 1990-1996 döneminde yaşanan barış ortamının ve teknoloji sektöründeki gelişmelerin büyüme üzerinde etkileri oldukça yüksektir. 1996 yılından sonra ise büyüme rakamları genel bir düşüş eğilimine girmiştir. 2000 yılında kaydedilen %7.5’lik büyüme rakamları hariç ekonomik büyüme sürekli gerilemektedir. 2001 ve 2002 yıllarında eksi büyüme rakamları mevcuttur. 1998 yılından başlayarak yaşanan bu gelişmelerin ardında çeşitli etkenler vardır. Dünya piyasalarında ve özellikle ABD’de yaşanan

durgunluk İsrail ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Teknoloji ürünlerinin ağırlıkta olduğu Nasdaq endeksinin düşmesi bu borsada firmaları olan İsrail'in durumdan kötü etkilenmesini getirmektedir. Öte yandan iç piyasada turizm, dayanıklı tüketim malları ve inşaat sektörlerinde yaşanan durgunluk büyüme oranlarının düşmesinin bir diğer sebebi olarak öne çıkmaktadır. Barış ortamının kaybolması ve çatışmalarda yaşanan artış da bu sektörleri şüphesiz olumsuz etkilemektedir.

İsrail, sendikaların ve ücret endekslemelerinin yoğun olduğu rijit bir emek sektörüne sahiptir. Eğitim düzeyi yüksek işçilerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Teknoloji sektörüne verilen ağırlık eğitilmiş emeğin daha da artmasını beraberinde getirmektedir. Bununla beraber emek maliyeti de yüksektir (Bufman ve Leiderman, 2001, 15-16). 1996 yılından sonra ekonomideki daralma işsizlik oranlarında artışa sebep olmuş ve oranlar 1996'da %6.7'den 2002'de %10.3'e kadar yükselmiştir. Bu işsizlik seviyeleri gelişmiş ülkeler düzeyinin üzerinde kalmaktadır.

Genel olarak bakıldığında İsrail'de istikrar politikası sürecinin 2000'li yıllara kadar olumlu bir seyir izlediğini görüyoruz. Fakat son bir iki senede sistemde çeşitli aksaklıklar meydana gelmektedir. Enflasyon, büyüme ve işsizlik gibi temel göstergelerdeki kötüleşme İsrail'i yeni önlemler almak zorunda bırakacaktır. Bu önlemlerin bir kriz sonrası mı yoksa daha önceki dönemler gibi bir yumuşak geçiş sürecinde mi olacağını zaman gösterecektir.

### **5.5 Türkiye'de Kur Çapısı Dönemi ve Enflasyon Hedeflemesi Tartışmaları**

Türkiye 1980'de 24 Ocak Kararları ile başlayan bir dışa açılma ve dünya piyasaları ile bütünleşme sürecine girmiştir. Bundan sonraki dönemlerin ekonomik gelişmelerinde 24 Ocak kararları önemli bir yer tutmaktadır. Daha sonraları para politikasında 1986 yılında alınan radikal önlemler büyük bir öneme sahiptir. 1994 yılında yaşanan kriz ve bunun sonucunda alınan önlemler de Türkiye ekonomisi için önemli bir yerdedir ve yerli ve yabancı bir çok araştırmaya konu olmuştur. 1980-1999 yılları arasında Türk ekonomisinde bir çok kararlar alınmıştır ve her biri ayrı bir çalışmanın konusu olabilecek ayrıntıları içermektedir. Bu noktada konumuz gereği 1999 yılının Aralık ayında yürürlüğe giren istikrar programı ve 2001 Şubat'ta bu sistemin çökmesinden günümüze kadar devam eden esnek kur sistemi ele alınacaktır. İlk olarak 1999 İstikrar Programı'nda alınan kararlar incelenecektir. Bir sonraki bölümde bu kararların ekonomiye etkileri Kasım ve Şubat krizleri ile birlikte gözden geçirilecektir. Üçüncü ve son bölümde ise esnek kur sistemine geçildikten sonra oluşan ortama kısaca değinildikten sonra enflasyon hedeflemesinin Türkiye'de uygulanabilirliği tartışılacaktır.

### 5.5.1 Türkiye’de Yarı Para Kurulu: Aralık 1999 İstikrar Programı ve Alınan Kararlar

IMF tarafından yapılan araştırmalarda Türkiye’de kronik enflasyonun altında yatan en önemli sebebin bütçe açıkları olduğu belirlenmiştir (Aruoba, 2001, 4). Bütçe açıkları belirli kriz dönemlerinde duruma göre azaltılmış fakat konu ile ilgili yapısal önlemlerin alınması hep ertelenmiştir. Bütçe problemleri bir çok defalar ve farklı görünüşlerde Türkiye ekonomisinde krizlerin başlıca sebepleri olmuşlardır. Bunun bilincinde olan dönemin hükümeti IMF ile anlaşma yoluna gitmiş ve 1999 yılının Aralık ayında Türkiye ekonomisinde daha önce uygulanmamış tipte bir istikrar programı devreye sokulmuştur. Program yarı para kurulu şeklinde bir para politikası, maliye politikasında kısıtlamalar, kayan pariteler ile belirlenmiş bir döviz kuru politikası içermektedir. İlave olarak yapısal önlemler ve gelirler politikası kullanılmaktadır. Üç sene boyunca uygulanacak programda temel olarak bu süre zarfında enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesi hedeflenmektedir. IMF’ye sunulan niyet mektubunda programın unsurları şöyle sıralanmıştır (Çolak, 2001, 6):

- a. Sıkı maliye politikası uygulayarak bütçede faiz dışı fazlanın arttırılması
- b. Yapısal reformların gerçekleştirilmesi
- c. Özelleştirmenin hızlandırılması
- d. Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası izlenmesi
- e. Ekonomik birimlere uzun vadeli bakış açısı kazandıracak kur ve para politikası

Bu beş temel unsur enflasyonun önlenememesinin sebepleri olarak da görülebilir. Programın başında bu unsurlara yönelik alınan önlemleri sırayla inceleyelim...

Diğer para kurulu benzeri uygulamalarda olduğu gibi Türkiye’de de istikrar programında maliye politikasının önemi çok büyüktür. Maliye politikasında temel hedeflerden biri faiz dışı bütçe fazlasının iyileştirilmesidir. Bunun için üç kamu bütçesi değerine yönelik hedefler belirlenmiştir ve dikkatle incelenmektedir (Kadıoğlu vd., 2001, 3-4):

- a. Özelleştirme gelirleri hariç toplam kamu sektörü faiz dışı fazlasının 2000 sonu itibarıyla 4.5 katrilyonun altına inmemesi,
- b. Özelleştirme gelirleri dahil edildiğinde bu büyüklüğün 9.1 katrilyon düzeyinde gerçekleşmesi ve
- c. 2000 yılı sonunda toplam kamu sektörü açığının 18.8 katrilyon TL düzeyini aşmaması öngörülmektedir.

Bütçe kavramı mümkün olduğu kadar geniş tutulmuştur. Çeşitli fonlar, KİT bütçeleri, sigorta kurumları ve kamu bankalarını da içine alan konsolide bütçe tanımı kullanılmaktadır. Bu yolla devlet harcamalarının diğer devlet kurumları üzerinden gerçekleştirilmesi engellenmektedir. Faiz dışı fazla hedefi GSMH'ye oran olarak da takip edilmiş ve 2000 yılında %2.2, 2001 ve 2002'de ise %3.7 rakamları performans kriteri olarak belirlenmiştir. Performansa kriterleri üç aylık bazda koyulmaktadır.

Bütçeye yönelik performans kriterlerinin tutturulabilmesi ve programın başarıya ulaşabilmesi için çeşitli yapısal reformların gerçekleştirilmesi taahhüt edilmiştir. Yapısal önlemlerin başında tarım kesimine yönelik sübvansiyonların azaltılması ve alım fiyatlarının dünya fiyatları dikkate alınarak belirlenmesi gelmektedir. Bütçede bir kara delik olarak tabir edilen sosyal güvenlik kurumlarına yönelik önlemler de büyük önem taşımaktadır. IMF'ye emeklilik yaşının yükseltilerek dünya seviyelerine çekilmesi ve işçi ve işveren primlerinin arttırılması taahhüdü verilmiştir. Bütçenin şeffaflaşması yolunda önlemler alınacak ve çeşitli fonlar ile görev zararları ortadan kaldırılacaktır. Bu önlemlerin devlet giderlerini azaltıcı yönde etkiler getirmesi beklenmektedir. Gelir arttırıcı önlemlerin başında ise yeni vergilerin çıkartılması, vergi arttırmalarına gidilmesi ve vergi kaçaklarını önlemeye yönelik tedbirlerin alınması gelmektedir. Kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınması uzun süreden beri Türkiye'nin gündemini işgal eden bir konudur. Buna yönelik yeni tedbirler alınacağı garanti edilmiştir (TCMB, 1999). Farklı bir diğer yapısal önlem bankacılık sektörünün düzenleme ve denetlemesine dair kurumsal alt yapının oluşturulmasıdır. BDDK'nın kurulması ve işlemeye başlaması program başında düşünülmüş ve programın ilerleyen dönemlerinde devreye sokulmuştur. Yapısal önlemler oldukça geniş bir toplum kesimini ilgilendirmekte ve ekonominin işleyişini topyekün değiştirmektedir. Bu yüzden programın sürdürülebilirliği açısından kilit bir öneme sahiptir.

Gerek bütçeye kaynak yaratılması gerekse ekonominin daha etkin çalışmasına yönelik olarak özelleştirme niyet mektubunda yer alan bir diğer konudur. THY, POAŞ, PETKİM, TÜPRAŞ, SEKA gibi önemli ve büyük devlet kuruluşları özelleştirme kapsamına alınmıştır. 2000 yılında 7.6 milyar dolarlık özelleştirme yapılacağı planlanmış ve IMF'ye bildirilmiştir (TCMB, 1999). Özelleştirmelerle ilgili yasal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi de planlanmıştır.

Aralık 1999 Programı heterodoks önlemler de içermektedir. KİT fiyatları ve memur ücretleri TEFE enflasyon hedefi ile uyumlu olarak ayarlanmıştır. Kira sözleşmelerinin de hedef enflasyona yönelik yapılması yönünde mahkeme kararları çıkmıştır. Devlet piyasa aktörlerine



nasıl davranmaları gerektiği konusunda tavsiyelerde bulunmuş ve belirsizliği ortadan kaldırma yönünde adımlar atmıştır. Gelirler politikası ile geçmişe dönük enflasyon beklentileri de kırılmaya teşebbüs edilmiş ve geleceğe dönük bir endekslemenin yerleştirilmesine çalışılmıştır.

1999 İstikrar Programı döviz kurunu çapa olarak kullanan, yarı para kurulu tipinde bir politikadır. Türk lirasının değeri  $1\$/0.77\text{€}$ 'luk bir kur sepetini karşısında kademeli olarak azaltılmaktadır. Bu işlem hedeflenen enflasyon oranı temel alınarak gerçekleştirilir. Merkez bankası tarafından her üç ayda gelecek bir senenin devalüasyon oranları açıklanır. Kayan pariteler metodu ile piyasada oluşan kur belirsizliği tamamen ortadan kaldırılmıştır. Ekonomik aktörler bir yıl sonraki kur değerini kolaylıkla hesaplayabilmektedir. Sepetin seçilmesinde dış ticaretin yapısı göz önünde bulundurulmuştur. Kur politikası temmuz 2001'e kadar bu şekilde devam ettirilecek, daha sonra İsrail'de olduğu gibi kayan bant uygulamasına geçilecektir. Başarı halinde bant aralıklarının zaman içinde genişletilmesi ve esnek kura doğru hareket edilmesi planlanmaktadır. Kur çapasından çıkış stratejisi programın başında ilan edilmiştir.

Merkez bankası bilançosunda net iç varlıklar (NİV) kalemine sınırlama getirilmesi en temel para politikasıdır. NİV kalemi açığı her üç aylık dönemde (yeniden değerlendirme katsayısı hariç) 1.2 katrilyonu geçmemelidir. NİV'de meydana gelen günlük hareketler ise bir önceki günün %5'ini aşmayacak şekilde ayarlanmalıdır (Kadıoğlu vd., 2001, 5-6). Merkez bankasının bu önemli kalemine kısıtlama getirilmesi para arzının net dış varlıklara bağlı olarak belirlenmesini getirecektir. Yani merkez bankası bir miktar esneklik içeren para kurulu şeklinde çalışacaktır. NİV kısıtı programın en temel özelliklerinden biridir. Para politikasının yabancı rezervlere bağlı olması dış ticaret ve sermaye akımlarının da ekonomideki etkilerini arttırır.

Ekonomik göstergelere yönelik belirli hedefler de niyet mektubunda yer almıştır. Enflasyon oranı TÜFE'de 2000, 2001 ve 2002 yıllarında sırasıyla %25, %12 ve %7 olarak planlanırken TEFE'de %20, %10 ve %5 olarak düşünülmektedir. Üç senelik süre sonunda her iki endekste de tek haneli enflasyon rakamları hedeflenmektedir. Büyüme oranları aynı üç yıl için sırasıyla %5.6, %5.2 ve %5.8 olarak IMF'ye bildirilmekte ve cari işlemler açığının GSMH'ye oranı %1.8, %1.6 ve %1.5 tahmin edilmektedir. Dış dengede likidite yaratma mekanizması ve ödemeler dengesinin sağlanması yönünde dönemler arası yaklaşımın teorik temelleri kabul edilmiştir (Yeldan, 2001, 4). 2000 yılındaki uygulamaların performansı bu hedefler dikkate alınarak ölçülmelidir.



### 5.5.2 Programın Performansı, Kasım 2001 ve Şubat 2002 Krizleri

Aralık 1999 Programı uygulamaya girdikten sonra ülkede genel bir belirlilik havası ve güven ortamı oluşmuştur. Faizlerin bir anda düşmesi olumlu ekonomik ortamı sağlamaya yetmiş ve tüketim patlaması yaşanmıştır. Genellikle dayanıklı tüketim mallarına ve otomotiv sektörüne yönelen talep, bu sektörlerin satışlarını gözle görülür şekilde arttırmıştır. İlave olarak enflasyonun düşmeye başlaması programa olan güvenin kısa vadede artmasını beraberinde getirecektir. Fakat enflasyondaki düşüşün beklenen seviyelerde gerçekleşmemesi reel kurda değerlenmeyi ve dış ticaret dengesinde kötüleşmeyi de beraberinde getirmiştir. Programın başlangıç aşamasında bu durum tahmin edilmesine rağmen gerçekleşen dış ticaret açıkları umulanın üzerinde olmuş ve dış açık ülke ekonomisinin işleyişini tehdit eder boyutlara yükselmiştir. Ülke programın ilan edilmesinden dokuz ay sonra Kasım 2000'de ağır bir krize girmiş ve ülkeden yoğun sermaye çıkışları yaşanmıştır. Merkez bankasının programın dışına çıkarak piyasalara müdahalesi ile ancak önlenebilen kriz kısa bir zaman sonra Şubat 2001'de tekrarlanmış ve kur çapasına bağlı istikrar programı IMF gözetiminde terk edilerek esnek kura geçilmiştir. Kısaca bu şekilde özetlenebilecek gelişmelerin yaşandığı dönemin ayrıntılarını incelerken program başında açıklanan ve bir önceki bölümde değinilen beş performans kriterlerini göz önünde tutmak gelinen noktayı anlamak açısından daha yararlı olacaktır.

Temel olarak bakıldığında programın maliye politikası ile ilgili performans hedeflerinin tutturulabildiğini görüyoruz. Çizelge 5.5'te hedef olarak belirlenen üç değişik faiz dışı fazla hedefi ve bunların 2000 yılı sonunda gerçekleşme oranları izlenebilmektedir. Sadece özelleştirme gelirlerinin dahil edildiği toplam kamu sektörü faiz dışı fazlası kaleminin yıl sonu değeri hedeflenenden küçük bir miktar sapmıştır. Verilerin çeyrekler halinde ele alınması Kasım Krizi'nin faiz dışı fazlada olumsuz etkilerini görmemiz açısından faydalı olmaktadır. Aralık ayı verileri Kasım Krizi'nin olumsuz etkilerini içermekte ve bir önceki çeyreklerde olumlu yönde yüksek bir sapma ile tutturulan hedefler son çeyrekte hedef değerlere yaklaşmakta yani kötüleşmektedir. Herşeye rağmen devletin maliye politikasının ve bütçe hedeflerinin programın gidişatını olumsuz yönde etkileyecek bir etkisinin olmadığı açıkça görülebilmektedir.

**Çizelge 5.5 Türkiye’de maliye politikası hedefleri (Kümülatif, trilyon TL),  
Kaynak:(Kadıoğlu vd., 2001, 4)**

Toplam Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazlası (Özelleştirme Gelirleri Hariç)		
2000		Hedef Gerçekleşme
Mart	Performans Kriteri	1550 2810
Haziran	Performans Kriteri	2600 4283
Eylül	Performans Kriteri	3900 5967
Aralık	Performans Kriteri	4500 4651
Toplam Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazlası (Özelleştirme Gelirleri Dahil)		
2000		Hedef Gerçekleşme
Mart	Gösterge Taban	2150 2827
Haziran	Gösterge Taban	3850 5009
Eylül	Gösterge Taban	5900 7522
Aralık	Performans Kriteri	6700 6582
Toplam Kamu Sektörü Dengesi (Faiz Ödemeleri Dahil, Özelleştirme Hariç)		
2000		Hedef Gerçekleşme
Mart	Gösterge Taban	-6000 -4495
Haziran	Gösterge Taban	-12150 -9319
Eylül	Gösterge Taban	-15850 -11988
Aralık	Gösterge Taban	-18750 -16663

Para ve politikasında da çeşitli hedefler belirlenmiştir ve bu iki uygulama birbirleri ile paralel götürülmektedir. 2000 yılında döviz kuru politikasında ilan edilen değerler sıfır sapma ile yerine getirilmiştir. Bu durum hükümet açısından başarı gibi gözükse de az sonra ele alacağımız enflasyon oranlarındaki düşüşün döviz kuru düşüşlerine geç intibak etmesi, yerel paranın aşırı değerlenmesi olgusunu yaratmıştır. Reel olarak değerlendirilen TL, cari açıkları beraberinde getirmiş ve programın çöküşünün önemli etkenlerinden biri olmuştur.

Para politikasının en önemli hedefi net iç varlıklar kaleminin belirlenen %5’lik bant içinde tutulabilmesidir. Programın ilk dokuz ayında bu hedefe ulaşılmıştır. Kasım krizinde ise merkez bankası yükselen faizleri aşağı indirmek için son çare olarak net iç varlıklar kalemi hedefinin aşılması yönünde hareket etmek zorunda kalmıştır. Piyasalar açık piyasa işlemleri ile fonlanmış ve yarı para kurulu işlevi kısa bir süre için askıya alınmıştır. Bir diğer önemli kalem olan ve para tabanını doğrudan etkileyen net dış varlıklar kalemi de 2000 yılında benzer bir seyir izlemektedir. Programın başlangıcından Kasım Krizi’ne kadar olan süre içerisinde ülke içine yoğun sermaye akışı olmuştur (Akyüz ve Boratav, 2003, 1549) . Faizler hızla düşmesine rağmen hala enflasyona kıyasla yüksek seviyelerdedir. Kur belirsizliğinin de olmaması gerek yerel kuruluşların gerekse yabancı şirketlerin devlet tahvillerine olan ilgisini arttırmıştır. Uzun vadeli portföy yatırımları kısa vadeli fonlar ile gerçekleştirilmiştir. Ülke içine giren sermaye hedeflenen değerlerden %40-50 daha fazla olmuştur. Programın yapısı gereği merkez bankasının sterilizasyon politikası izlememesi para arzında da yükselişi

beraberinde getirecektir. Bir yandan düşen faizler öte taraftan artan para arzı programının ilk aylarında tüketim patlamasının yaşanmasını beraberinde getirmiştir. Sağlanan belirlilik ve güven ortamı ile tüketim kredilerinin maliyetleri azalmış, vadeleri uzamıştır. Halk da fırsatı değerlendirerek gelecekteki tüketimleri yerine bugünkü tüketimi ikame edip harcamaların daha da yükselmesine katkıda bulunmuştur (Kadıoğlu vd., 2001, 8). Öte yandan bankalar yurt dışından getirdikleri kısa vadeli fonları devlet tahvillerine ve hazine bonolarına yatırarak fahiş karlar elde etmektedir. Açık pozisyonlar giderek artmakta ve ekonomi açısından tehlikeli hale gelmektedir. Bunu gören hükümet çeşitli düzenlemelerle merkez bankasında tutulan rezerv oranlarını arttırsa da bu etkili olmamıştır (Akyüz ve Boratav, 2003, 1554-1555). Yasaların boşluklarından yararlanan bankalar, gelecek piyasalarında kontratlar yaparak fonlamalarını bilançoların dışında tutmayı ve bu yolla rezerv yükümlülüklerinden korunmayı başarmışlardır. Ekonomide oluşan bu tablo dış piyasalarda yakından izlenmektedir. Eylül ayına gelindiğinde Türkiye'nin uluslar arası piyasalardaki tahvillerinin faizleri yükselme eğilimine girmiştir. Ülkenin dış borç yükümlülüklerini ödeyemeyeceği söylentileri gittikçe artarak dile getirilmeye başlanmıştır. Bu arada bankacılık sektörünü düzenlemek üzere 31 Ağustos 2000'de faaliyete geçen Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) sekiz bankayı kısa aralıklarla fona devretmesi piyasalarda tedirginliği arttırmıştır. Yıl sonu bilançolarının düzenlenmesi çalışmalarına girilmesi de piyasada likidite talebinin artmasını getirmiştir. Aşırı derecede artan likidite talebi bankalar arası piyasalarda faizlerin yükselmesine sebep olmuştur. Tedirgin olan diğer ekonomik aktörlerin piyasadaki kaçmaları ve sürü psikolojisi sonucu ülkeden beş milyar dolara yakın sermaye çıkışı yaşanmıştır (Güloğlu, 2001, 6). Bu ortam içinde merkez bankası açık piyasa işlemleri ve reeskont işlemleri ile piyasaya likidite sağlamıştır. Uygulama, önemli hedeflerinden biri olan net iç varlıklar kaleminin aşılmasına ve programın kısa süreli olarak askıya alınmasına sebep olmuştur. Öte yandan gelişmeleri izleyen IMF Türkiye'ye ek rezerv kolaylığı olarak kısa vadeli ve yüksek faizli 7.5 milyar dolar kredi vermeyi taahhüt etmiştir (Uygur, 2001, 23). Dış piyasalardan alınan diğer borçlar ile toplam 10 milyar dolara yakın sermaye girişi sağlanmıştır. Bu durum para arzının artmasına ve TL faizlerinin düşmesine ortam hazırlamış kriz atlatılmıştır.

Merkez bankasının 30 Kasım'da programın devam ettirileceğine dair açıklamaları piyasaları yeniden tedirgin etmiştir. Öte yandan uluslar arası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin ve bazı kurumların notlarını düşürmesi programa olan güvenin daha da erimesine sebep olmuştur. 6 Aralık 2000'de piyasada önemli bir paya sahip olan ve portföyünde yüksek miktarda devlet kağıdı bulunduran Demirbank'ın tasarruf mevduatı sigorta fonuna

devredilmesi ülkedeki durumu daha da kötüleştirmiştir (Güloğlu, 2001, 6). IMF'ye verilen ek niyet mektubu ve alınan krediler piyasaların tedirginliğini azaltmaya yetmemiş ve Şubat 2001 sonunda Milli Güvenlik Kurulu'nda yaşanan siyasi gelişmeler krizin tetikleyicisi olmuştur. Faizler daha da yükselmiş ve borsa ani düşüşler yaşamıştır. 22 Şubat 2001 tarihinde kur çapası ve buna bağlı olarak uygulanan istikrar programı son bulmuştur.

2000 yılında programın dış dengede yaşadığı çeşitli sıkıntılara yapısal reformlar ve özelleştirmede yaşanan olumsuz performans da eklenmiştir. Niyet mektuplarında dile getirilen çeşitli yapısal önlemlerden çok az bir kısmı belirlenen zaman içerisinde gerçekleştirilebilmiştir (Aruoba, 2001, 13). Bazı önlemler geç alınmış ve bazıları da hiç yapılmamıştır. Gerçekleştirilen önlemler arasında banka mevduatlarının devlet güvencesine alınması, BDDK'nın kurulması, Türk Telekom'un özelleştirilmesi için kanunun çıkarılması ve kayıt dışı ekonominin önlenmesi yolunda yeni adımların atılması sayılabilir. Bu önlemler IMF'ye verilen niyet mektuplarında belirlenen zaman içerisinde gerçekleştirilebilmiştir. Yirmi bütçe fonunun tasfiye edilmesi, tarım sektörüne yönelik çeşitli önlemler, bankacılık kesimine yönelik yeni muhasebe sisteminin getirilerek kayıtların düzenlenmesi ve sermaye piyasasına yönelik tedbirler ise gecikmeli olarak gerçekleştirilen önlemler arasında sayılabilir. Fakat bu gerçekleştirilen önlemlerle yeterli düzenlemelerin sağlanamadığı da açıktır. Yapısal reformlar tam olarak gerçekleştirilememiş ve yarıda kesilmiştir. Örneğin yirmi bütçe fonu tasfiye edilmesine rağmen planlanan bir o kadar daha fon tasfiye edilememiştir. Bankacılıkta rezerv yükümlülükleri ve risk yönetimi üzerine alınmak istenen önlemler gerçekleştirilememiştir. Türk Telekom özelleştirilmesi, çeşitli siyasi tartışmalara sebep olmuş ve başladığı gibi devam ettirememiştir.

Özelleştirmede de programın ilk aylarında olumlu bir hava hakim olmuş ve başarı elde edilmiştir. Sene sonu performans kriteri olarak belirlenen 7.6 milyar dolarlık özelleştirme programının ilk aylarında TÜPRAŞ'ın kısmi satışından gelen 1.2 milyar dolar ilk aşamalarda hedeflere ulaşılabilceği umudunu güçlendirse de ilerleyen dönemlerde beklenen özelleştirmeler yapılamamıştır (Aruoba, 2001, 14). Bunda kısmen siyasi anlaşmazlıklar kısmen de yabancı yatırımcıların yeterli ilgiyi göstermemesi rol oynamaktadır. POAŞ'ın kısmi satışı ise 2000 yılı içerisinde özelleştirmede gerçekleştirilen diğer önemli adımdır. Netice olarak özelleştirme hedeflerine ulaşamamış ve yıl sonu değerleri 3.2 milyar dolar gibi oldukça düşük sayılabilecek bir rakamda kalmıştır. Programın önemli bir özelliği olan gelirler politikasının da topluma yeterli derecede anlatılamadığı yönünde eleştiriler mevcuttur. Bir çok sözleşmede hedeflenen rakamların üzerinde fiyat artışları yaşanmış ve geçmişe dönük beklentiler hakim rol oynamıştır. Amacı enflasyon beklentilerini kırmak olan gelirler

politikasının toplum tarafından benimsenmemesi, enflasyon rakamlarının istenilen seviyelerde çıkmamasına sebep olmuş ve reel kur başta olmak üzere çeşitli ekonomik değişkenlerde olumsuz etkiler yapmıştır.

Aralık 1999 Programı'nın ana hedeflerinden bir enflasyonu kısa sürede aşağı indirmektir. Yıl sonunda TEFE'de %32.7 ve TÜFE'de %39 olarak gerçekleşen rakamlar hedeften yüksek bir sapmanın olduğunu açıkça ortaya çıkarmaktadır. Her ne kadar enflasyonda düşüş yaşanmış olsa da bu geç ve yetersiz olmuştur. Bunun sebebi olarak dört önemli olaydan bahsedilebilir (Akyüz ve Boratav, 2003, 1555):

- a. Petrol fiyatlarındaki yükselişin maliyetlere yansımaları
- b. Bütçe kaygılarından dolayı KİT fiyatlarında artış yaşanması
- c. Kamu ve özel sektör ücretlerinde hedeflenen enflasyonun üzerinde yaşanan artışlar
- d. Kiralar başta olmak üzere endekste önemli yer tutan bazı kalemlerde görülen artışların hedeflenenden yüksek olması

Enflasyonda hedeflerin tutturulamaması, başta reel kurların aşırı değerlenmesine ve oradan da dış ticaret dengesinde açıkların ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Cari açığın GSMH'ye oranı hedeflenenin oldukça üzerinde %4.8 olarak gerçekleşmiştir (Yeldan, 2001, 8). İthalatta meydana gelen artışların en önemli kaynaklarından biri artan petrol fiyatlarıdır. Öte yandan artan iç talep ve düşen faizler değerlenen yerel para ile birleşince talebin ithalata karşılanması daha uygun olmaya başlamıştır. Önemli bir diğer faktör de döviz piyasalarında doların euro karşısında değerlenmesidir. Türkiye'nin AB'den ithalatı parite değişiklikleri sebebiyle daha da ucuzlamıştır. Gümrük birliğinin ithalatı kolaylaştırması diğer faktörlerle birleşerek AB'den yapılan ithalatta patlamayı da beraberinde getirmiştir (Uygur, 2001, 13). AB'ye ihracat ise aynı mantıkla azalmaktadır. Toplamda bakıldığında bir önceki yıla göre ihracatta artış yaşansa da bu artış oldukça düşük kalmaktadır. Cari dengenin önemli kalemlerinden biri olan turizm gelirlerindeki artış ve bavul ticaretinin genişlemesi yükselen açıkları kapatmaya yetecek düzeyde değildir.

Büyüme rakamlarında ise oldukça yüksek bir artış göze çarpar. 2000 yılında Türkiye ekonomisi bir önceki yıla oranla %7.2 büyümüştür. Bu yüksek rakamın sebeplerinden biri 1999 yılında yaşanan deprem felaketi sebebiyle ülkede yaşanan %4.7 oranındaki küçülmüdür. 2000 yılı toparlanma dönemi olmuş ve rakamlar büyüme oranlarına yansımıştır. İlave olarak programın ilk dokuz ayında toplam talepte meydana gelen artışlar, tüketim patlaması ve



büyümenin ithalata olan duyarlılığı rakamların beklenenden yüksek çıkmasının sebepleri olarak sıralanabilir.

Sonuç olarak Türkiye, uyguladığı kur çapasına dayalı istikrar programında başarısızlığa uğramış ve program çökmüştür. Çeşitli kesimler IMF'yi bu tip bir programı tavsiye ettiği için eleştirmektedirler. Bu eleştiriler haklı gibi görünse de ülke içindeki beklentilerin kırılmaması, bankacılık sektörü zaafiyetinin fark edilememesi ve siyasi istikrarsızlıktan kaynaklanan olumsuzluklar programı çöküşe götüren iç unsurlardır.

### **5.5.3 Esnek Kura Geçiş Süreci ve Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği Tartışmaları**

Kur çapasına dayalı istikrar programının 22 Şubat 2001'de terk edilmesinden sonra zorunlu olarak esnek kura geçildi. Hakim olan yoğun belirsizlik ortamı ve güvensizlik ekonomik dengelerin topyekün kötüleşmesine ve ağır bir kriz ortamının hakim olmasına sebep oldu. Kur çapasının kaldırılmasından sonra TL'de yüksek oranlarda değer kaybı yaşandı. Enflasyon yüksek artışlar gösterdi ve ekonomi küçülmeye başladı. Yaşanan iflaslar finansal kesimden başlayarak reel kesime doğru hızla ilerlemekteydi. Borçların sürdürülemez seviyelere ulaşması moratoryum söylentilerinin dahi çıkmasına sebep olmuştu. Siyasi otoritenin kurun savunulamamasından dolayı uğradığı itibar kaybı, alınacak yeni önlemlerin de güvenilirliğini sarsacaktı. Bu sebepten ötürü hükümet, parlamento içinden birini ekonominin başına getirmek yerine ABD'den Kemal Derviş'i getirmeyi tercih etti. Çok kısa bir zaman dilimi içerisinde köklü önlemler alınması ve ekonominin rayına oturtulması gerekiyordu. Bu amaçla üç aşamalı bir strateji izleneceği açıklanmıştır. İlk olarak krizin başladığı yer olarak görülen finansal kesime yönelik önlemler alınacak, ikinci aşamada dış ödemeler sorunu ve dış açığı gidermek, enflasyonu düşürmek ve istikrarı sağlamak için IMF ile anlaşma yapılacak ve üçüncü aşamada yapısal değişim gerçekleştirilecektir (Uygur, 2001, 36). Kısa ve yoğun bir çalışmadan sonra ekonominin gereksinimleri ve zaafı ele alınarak Nisan 2001'de Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan program devreye sokuldu. Programın kapsamında önceki programda gerçekleştirilemeyen yapısal önlemler, bankacılık kesimine yönelik düzenlemeler, kamu sektörünün yeniden yapılandırılması ve şeffaflaştırılması, ekonomide rekabeti arttıracak yasal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi ve çeşitli makro ekonomik hedefler yer almaktadır (TCMB, 2001). Genel olarak ekonominin yapısal problemlerinin giderilerek kalıcı istikrarın sağlanması temel hedef olarak belirlenmiştir. Genel olarak bakıldığında çok fazla yenilik içermemekte olan program çeşitli kesimler tarafından eleştirilere de uğramıştır. IMF ile Mayıs ayında destekleme anlaşması imzalanmış ve 8 milyar



dolarlık kredi alınmıştır. 2001 yılının ikinci çeyreğinden başlayarak ekonomi yüksek oranlarda küçülmüştür. Bu küçülme üçüncü ve dördüncü çeyrekte devam edince sene sonunda ekonomi toplam olarak %9.4 oranında daralmıştır (Eğilmez, 2003). Diğer taraftan yıllık enflasyon oranları da TEFE ve TÜFE’de sırasıyla %88.6 ve %68.4 olarak gerçekleşmiştir. Kamunun toplam borç yükü neredeyse iki katına çıkmıştır. Cari dengede yerel paranın değer yitirmesine bağlı olarak bir iyileşme yaşanmıştır. Fakat bu iyileşme toplam ticarete artış şeklinde değil ithalatta keskin bir düşüş şeklinde kendini göstermiştir. 2002 yılındaki gelişmeler ise ekonominin olumlu yönde hareket ettiğini gösterir niteliktedir. Yıl içerisinde yukarıda sayılan bütün ekonomik parametrelerde kısmi toparlanmalar görülmüş ve ekonominin rayına oturmaya başladığı gözlenmiştir. Sadece işsizlik oranlarında artış vardır.

Henüz kur çapası yıkılmadan 18 Aralık 2000 tarihli niyet mektubunda Türkiye, mümkün olan en kısa zamanda resmi enflasyon hedeflemesine geçmek istediğini ve bunun için gerekli şartların oluşturulması yönünde adımlar atılacağını IMF’ye bildirmiştir (TCMB, 2000). Yaşanan kriz sebebiyle geçiş süreci kesintiye uğradıysa da enflasyon hedeflemesinin Türkiye’de uygulanabilirliği tartışmaları bu tarihten itibaren artarak devam etmiştir. Enflasyon hedeflemesinin Türkiye’nin ekonomik yapısına uygun olup olmadığı ve uygulanacaksa yapılması gerekenler daha sıklıkla dile getirilmeye başlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesine geçmek için belirlenen üç temel koşul ön plana çıkmaktadır (Tutar, 2002, 5-6):

- a. Mali baskınlığa mahal vermeyecek seviyede merkez bankası bağımsızlığı
- b. Açık bir enflasyon hedefi
- c. Para politikası ile enflasyon arasında istikrarlı bir bağlantının varlığı

Bu üç koşulun ve buna bağlı olarak ortaya çıkan diğer koşulların oluşturulması enflasyon hedeflemesinin yararlı bir şekilde uygulanabilmesini sağlayacaktır. İlk olarak ele alınan konu merkez bankasının bağımsızlığıdır. Burada amaçlarda bağımsızlıktan çok araç bağımsızlığı kastedilmektedir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Kanunu, enflasyon hedeflemesine geçilmesi çalışmaları kapsamında ve IMF desteğiyle 25 Nisan 2001’de yeniden düzenlenmiştir. Yeni kanunda merkez bankasının temel yükümlülüğünün fiyat istikrarını sağlamak olduğu açık bir dille belirtilmektedir. Bu hedefe ulaşmakta kullanılacak araçlar da devlet baskısı olmadan banka yönetimine belirlenmektedir. Her ne kadar merkez bankası başkanının atanma şekli, atanma süresi ve hazinenin banka içindeki payı bağımsızlığı azaltıcı yönde etkiler içerse de konuyla ilgilenenlerin genel kanaati TCMB’nin enflasyon hedeflemesini uygulamaya yetecek derecede bağımsızlığı olduğu yönündedir. Bankanın

devlet ile olan kredi ilişkilerinin düzenlenmesi yönünde adımlar 25 Nisan 2001 tarihli kanun ile atılmıştır. Yayınlanan raporlar ile halkın ve siyasi otoritelerin bilgilendirilmesi bankanın şeffaflığını arttırmaktadır. 2001 Krizinden sonra görevi bırakan merkez bankası başkanı Gazi Erçel, 19 Ekim 2000 tarihli konuşmasında enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için politik hedeflerden arındırılmış, elindeki para politikası araçları üzerinde tam kontrol sağlamış ve temel hedefi fiyat istikrarı olan merkez bankasının gerekliliğini dile getirmektedir (Erçel, 2000). Son merkez bankası yasası bu isteklere cevap verir nitelikte düzenlemeleri içermektedir. İngiltere'nin enflasyon hedeflemesine başlarken merkez bankası araç bağımsızlığına sahip olmadığı da düşünülürse TCMB'nin bağımsızlık yönünden yeterli olduğu görülebilmektedir.

Merkez bankasının bağımsız olması mali baskınlık etkisini tek başına ortadan kaldırmaya yetecek bir uygulama değildir. Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin önündeki en önemli engel olarak mali baskınlık gösterilmektedir. Genel anlamda düşük bir mali baskınlığın özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Öztürk, 2003, 10):

- a. Kamu sektörünün merkez bankasından borçlanması ya hiç mümkün değildir ya da son derece düşüktür.
- b. Ülke geniş bir gelir tabanına sahip olmalıdır.
- c. Mali piyasalar kamu borçlarını karşılayacak ölçüde derin olmalıdır.
- d. Kamu borçlarının tutarı ekonomik açıdan yıkıcı olmamalıdır.
- e. Hükümet senyoraj gelirlerine bağlı olmamalıdır.

Son çıkartılan yasa ile merkez bankasının kamu sektörü ile ilişkileri düzenlenmiştir. Kamuya açılan krediler merkez bankasının inisiyatifindedir. Kasım 2001'den beri hükümete kredi verilmediği merkez bankasının başkanı tarafından dile getirilmiştir (Milliyet, 2003, 9). İkinci ve üçüncü koşullarda ise sıkıntılar mevcuttur. Türkiye'de hem gelir tabanı düşüktür hem de mali piyasalar gelişmiş ülkelere oranla sığdır. Sığlığın göstergesi olarak alınan  $M_2$  veya  $M_2Y$  para arzının GSMH'ye oranı gelişmiş ülkelere oranla düşük çıkmaktadır (Malatyalı, 1998, 59). Bunun yükseltilmesi gereklidir. Gelir tabanı ise daha uzun vadeli bir konudur ve hedeflemeye geçildikten sonra bu faktörün oluşmasının bekleneceği görülmektedir. Dördüncü koşulda da Türkiye, enflasyon hedeflemesine geçen ülkelere geri kalmaktadır. Kamu borçları 2001'de meydana gelen krizden sonra yüksek tutarlara çıkmıştır. Bu tarihten sonra ise konulan yüksek faiz dışı fazla hedefleri ile azaltılmaya çalışılmaktadır. 2003 yılı sonu itibarıyla borçların çevrilebilirliği konusunda şüpheler ortadan kalkmış olsa da çeşitli

İktisatçılar kamu borcunu hala büyük bir problem olarak dile getirmektedirler. Özellikle sığ piyasalar ile birleşen kamu borçlanma gereksinimi merkez bankasının enflasyon hedefine odaklanmasını güçleştirecektir. Yüksek meblağlı devlet tahvili ihaleleri beklentiler kötü ise faizlerin yükselmesine ve para politikasında serbestliğin sınırlanmasına sebep olacaktır. TCMB'nin para politikası enstrümanı olarak kısa vadeli faizleri açıkladığı göz önüne alınırsa kamu borcu enflasyon hedeflemesinin önündeki en önemli engel olarak göze çarpmaktadır. Bu borcun senyoraaj geliri ile kapatılması güdüsü de ekonomiye ve programa bakışı olumsuz yönde etkileyecektir (Apak vd., 2001, 7). Son merkez bankası kanunu devletin bu baskısına karşı gelebilecek düzenlemeleri içermektedir. Mali baskınlığa toplam olarak bakıldığında beş önemli kavramdan sadece ilk ve sonuncusunun tam olarak sağlandığı görülmektedir. Diğer üç konuda gelişmeler kaydedilmişse de bunların etkili bir enflasyon hedeflemesi için yeterli olup olmadığı tartışma konusudur.

İkinci olarak açık bir enflasyon hedefinin belirlenmesi gelmektedir. Bu konuda çeşitli görüşler geçmişte tartışılmıştır. Hedeflenmesi gereken endeks TÜFE, GSMH deflatörü veya ÖİM olarak ön plana çıkmaktadır. Her üç endeks de uzun vadeli seriler olarak mevcuttur. TCMB tercihini TÜFE'den yana kullanılmıştır. Ancak diğer çekirdek endekslerin de yakından takip edileceği dile getirilmektedir. Hedefin aralık-nokta hedeflemesinden hangisi olması gerektiği yönünde farklı görüşler mevcuttur. Öte yandan merkez bankası diğer teknik konular hakkında çalışmalarını tamamlamıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının enflasyon hedeflemesi için temel politika enstrümanı olarak belirlendiği ve 2003 yılı itibarıyla enflasyon hedeflemesinin örtük olarak uygulandığı merkez bankasınca yayınlanan para programlarında dile getirilmektedir (TCMB, 2003). Resmi olarak hedeflemeye geçmek için gerekli ortamın oluşması beklenmektedir. Bankacılık kesiminin kırılğan yapısı giderilmesi gereken eksiklikler arasındadır (Apak vd., 2001, 7). Bir diğer önemli konu da ülkede yaşanan gayri resmi dolarizasyonun enflasyon hedeflemesine olumsuz etkileridir. Kurlar ile fiyatlar arasında güçlü bir bağ bulunmaktadır. Bu bağın zaman içerisinde tutarlı politikalarla kırılması merkez bankasının hedefleri arasındadır. Enflasyon oranlarının yüksek olması hedeflemeye geçiş aşamasını geciktirmektedir. Literatüre göre %10-15 gibi enflasyon oranlarının sağlanması enflasyon hedeflemesine başlangıç aşamasında istenen bir durumdur. Bu rakamlar enflasyonun 2003 yılındaki seyri incelendiğinde kısa bir zaman dilimi içerisinde ulaşılabilir görünmektedir.

Üçüncü önemli konu, para politikası ile enflasyon arasındaki bağın istikrarlı olmasıdır. Tutar (2002)  $M_1$ , TÜFE, nominal döviz kuru, GSMH ve faiz oranlarını kullanarak yaptığı modellemede Türkiye için enflasyon ile para politikası arasındaki bağın zayıf olduğu

sonucuna ulaşmıştır. Enflasyonun kaynağı temel olarak beklentilerdir. Buna karşılık merkez bankasının yaptığı çalışmalarda ücretler, uluslar arası ekonomik gelişmeler, enflasyon beklentileri, toplam arz, toplam talep, döviz kuru, kamu tarafından belirlenen fiyatlar, ithalat, ihracat ve sermaye hareketleri gibi ekonomik değişkenlerin enflasyon üzerindeki etkileri araştırılmış ve tahmin modelleri oluşturulmuştur. Bu tahmin modelleri doğrultusunda hedeflemenin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Sonuç olarak enflasyon hedeflemesinin aleyhine işleyecek en önemli konu mali baskınlıktır. Kamu borç yükünün azaltılması, para programına siyasi destek verilmesi, finansal piyasaların gelişmesi, enflasyon oranının makul seviyelere düşürülmesi, gelir düzeyinin artması, yerel paraya olan güvenin tesisi ile para ikamesinin tersine çevrilmesi ve bankacılık sektörünün etkinliğinin artırılması gibi konular halledilmelidir. Enflasyon hedeflemesinin resmi olarak uygulamaya geçirilmesi bu konulardan bazılarının halledilmesinden sonra olacaktır. Geri kalan engellerin ise enflasyon hedeflemesi politikası altında giderilmesi düşünülmektedir.



## 6. SONUÇLAR ve ÖNERİLER

Bu çalışmanın temel amacı döviz kuru sistemleri ile istikrar politikaları arasındaki bağı incelemektir. Ülkelerin istikrar arayışları ekonominin varoluş süreciyle birlikte başlamış, günümüze kadar gelmiştir. Bu uzun süreç iktisadın gelişimi ile paralel devam etmiştir ve etmektedir. İstikrar politikaları kavramı başlı başına binlerce sayfalık teorik tartışmaları ve ülke örneklerini içinde barındıran karmaşık bir konudur. Bu yüzden kesin yargılara varmak neredeyse imkansızdır. Bu imkansızlık iktisat biliminin her döneminde konuya olan ilgiyi canlı tutmuştur. İstikrar kavramı sınırsız sayıda değişkeni içinde barındırmaktadır. Gelişen insanlıkla birlikte her geçen gün bu değişkenlere yenileri eklenmektedir.

Döviz kuru sistemleri ise nispeten daha kolay anlaşılır niteliktedir. Neticede bir ülkenin kur rejimi alternatifleri sınırlı sayıdadır. Bununla birlikte döviz kurlarının her geçen gün artan bir öneme sahip olduğunu görmekteyiz. Günümüz dünyası uluslar arası ticaret bakımından yüz sene evveline göre inanılmaz bir mesafe katetmiştir. Teknolojideki büyük gelişim iktisat alanında kendini döviz piyasalarında göstermiştir denilebilir. Bu yüzden gelecek yıllarda yaşanacak teknolojik gelişmelere paralel olarak döviz kurlarının önemi artacak veya azalacaktır.

Kurlar temel olarak sabit ve esnek olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Özellikle 1980'lerde bu iki sisteme yeni ara rejimler ilave edilmiştir. Fakat şu gün itibarıyla ara rejimler önemini kaybetmiş görünmektedir. Tam sabit veya serbest olarak dalgalanan kurların daha uygun olduğu bir çok iktisatçı tarafından dile getirilmektedir. Sabit kurlar açısından bakıldığı zaman önemli bir tartışma olarak optimum para sahaları ön plana çıkmaktadır. Bir çok ülkenin para birliklerine katıldıkları ve bunun tüm dünyayı kapsayan bir para birimine dek gidip gidemeyeceği tartışmalara konu olmaktadır. Genel kanaate göre bu pek mümkün görünmese de para birliklerinin öneminin artmakta olduğunu söyleyebiliriz. Diğer taraftan gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için, para kurulu ve dolarizasyon tipi para arzını kurula bağlayan uygulamaların hızla gündemden çıktığı görülmektedir. Bu tip rejimler sadece küçük ve dış ticaretinin tamamına yakını tek ticaret ortağı ile yapan ülkeler için geçerliliğini korumaktadır. Ayrıca (Bulgaristan, Litvanya, Estonya gibi) para birliklerine giriş sürecindeki ülkelerde de başarılı olduğu gözlemlenmiştir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ise tercihlerini hedeflemelerden yana kullanmaktadırlar. Enflasyon hedeflemesi uygulama alanı bulan tek hedefleme türü olsa da iktisadi açıdan fiyat düzeyi hedeflemesi ve nominal gelir hedeflemesi günümüzde yoğun teorik tartışmalara sahne

olmaktadır. Fiyat düzeyi hedeflemesi ve nominal gelir hedeflemesi gibi konuların uygulama alanı bulduktan sonra bu tartışmaların daha da alevleneceğini söylemek yanlış olmaz. Hedeflemelerin önemli bir adımı olan merkez bankası bağımsızlığı da bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede sağlanmıştır. Böylelikle bütçe açıklarının enflasyon yaratıcı etkileri belirli ölçüde kısıtlanmaktadır.

Dünya'da 1980'ler ve 1990'lar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyonların yaşandığı yıllar olarak görülmektedir. Hatta istikrar programları çoğu zaman dezenflasyon programları olarak adlandırılmakta ve aynı anlamda kullanılmaktadır. 2000'li yılların başında ise bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke enflasyon problemlerini çözmüştür veya çözmeye yolunda önemli adımlar atmıştır. Fakat enflasyonun durdurulması başlı başına istikrarı sağlamaya yetecek bir unsur değildir. Çalışmada ele alınan diğer başlıca ekonomik değişkenlerde de ilerlemeler kaydedilmesi istikrar arayışlarını daha olanaklı kılacaktır.

Gelecek dönemlerde enflasyonun problem olmaktan çıkıp bunun yerine diğer ekonomik göstergelerde sıkıntı yaşanacağını tahmin etmekteyim. Özellikle ilerleyen teknolojinin insanların yerini alacak makinaları geliştirmesi, milli gelirden önemli bir azalış olmadan yaşanacak işsizliği beraberinde getirebilir. Bu durumun iktisadi verileri yorumlamada değişik ufuklar açması olasıdır. Özellikle gelir dağılımı üzerinde etkiler olumsuz olacaktır. Bu açıdan işsizliği ve gelir dağılımını konu alan sağlam teorik ve metodolojik temele oturmuş çalışmaların yapılması istikrar arayışlarının geleceğini anlamakta büyük faydalar sağlayacaktır kanaatindeyim.

Diğer taraftan para sahaları altında uygulanan enflasyon hedeflemeleri de ilginç bir konudur. Hem sabit hem de esnek kurların iki revaçta olan konusunu bir araya getiren bu alanda çalışmalar yapılması bilimsel açıdan oldukça faydalı olacaktır.



**KAYNAKLAR**

- Akerlof, G.A., Dickens, W.T. ve Perry, G.L. (1996), "Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996(1):1-59.
- Akyüz, Y. Ve Boratav, K. (2003), "The Making of the Turkish Financial Crisis", *World Development*, 31(9):1549-1566.
- Alesina, A. ve Barro, R. (2001), "Dollarization", *American Economic Review*, 91(2):381-385.
- Aloy, M, Moreno, B. ve Nancy, G. (2003), "Does Fiscal Policy Matter in a Currency Board Regime? The Case of Argentina", [http://www.ecomod.net/conferences/ecomod2003/ecomod2003\\_papers/Nancy.pdf](http://www.ecomod.net/conferences/ecomod2003/ecomod2003_papers/Nancy.pdf), May 2003.
- Altıntaş, H. Ve Taban, S. (2002), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı: Karşılaşılan Güçlükler ve Sınırlamalar", *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(2):27-45.
- Andersen, M.T. (1998), "Shocks and Viability of a Fixed Exchange Rate Commitment", *Open Economies Review*, 9(2):139-156.
- Apak, S., Oğuzhan, A. ve Aytaç, A. (2001), "Price Stability, Growth and the Exchange Rate the Case of Turkey: 1980-2001", <http://www.econ.metu.edu.tr/cong2001/abstracts/papers/p055.pdf>.
- Aruoba, B. (2001), "The December 1999 Stabilization Program of Turkey", <http://www.ssc.upenn.edu/~aruoba/papers/stabilization.pdf>, 24 August 2001.
- Bailliu, J., Lafrance, R. ve Perrault, J.F. (2002), "Does Exchange Rate Policy Matter for Growth", *Bank of Canada Working Paper*, No: 2002-17.
- Barışık, S. (2001), "Para Kurulu Sistemi, Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(2):1-22.
- Batiz F.L. ve Batiz L.A.R. (1994), *International Finance and Open Economy Macroeconomics*, Maxwell Macmillan International, New York.
- Batiz, L.A.R. ve Shy, A.N.R. (2000), "Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior", *IMF Working Paper*, No:00/97.
- Blanchard, O. (1997), *Macroeconomics*, Prentice Hall, New Jersey.
- Blejer, M.I. (2003), "Why the Argentina Currency Board Collapsed", [http://www.cbbh.ba/april\\_konferencija/blejer.pdf](http://www.cbbh.ba/april_konferencija/blejer.pdf).
- Boughton, J.M. (1998), "Harry Dexter White and the International Monetary Fund", *Finance and Development*, 35(3):39-41.
- Boughton, J.M. (2001), *Silent Revolution the International Monetary Fund 1979-1989*, IMF Publications, Washington DC.

- Bruno, M. (1986), "Generating a Sharp Disinflation: Israel 1985", NBER Working Paper, No: 1822.
- Bufman, G. ve Leiderman, L. (2001), "Surprises on Israel's Road to Exchange Rate Flexibility", High Level Seminar on Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating, March 19-20 2001, Washington DC.
- Calvo, G.A. ve Mendoza, E.G. (1996), "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", American Economic Review, 86(2):170-175.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A. ve Talvi, E. (2003), "Sudden Stops, Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", NBER Working Paper, No:9828.
- Carbaugh, R.J. (2000), International Economics, South-Western College, Cincinnati, Ohio.
- Carstens, A.G. ve Werner, A.M. (2000), "Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime", High Level Seminar: Implementing Inflation Targets, 20-21 March 2000, Washington DC.
- Cecchetti, S.G. ve Ehrmann M. (1999), "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes", NBER Working Paper, No: 7426.
- Clark, T.E. (1994), "Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize the Economy?", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 3:11-25.
- Congdon, T. (2002), "America's Deficit, the Dollar&Gold", World Gold Council Research Study, No: 28.
- Corbo, V. (2001), "Is it Time for a Common Currency for the Americas?", Journal of Policy Modeling, 23(3):241-248.
- Corden, W.M. (1994), Economic Policy, Exchange Rates, and the International System, University of Chicago Press, Chicago.
- Çiloğlu, B. (2002), "Arjantin Ekonomik Krizi: "Bir Arjantinli Kadar Zengin" Deyiminden Ekonomisi Çöken Arjantin'e", Stratejik Analiz, 2(22).
- Çolak, Ö.F. (2001), "Finansal Kriz ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine bir Eleştiri", Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 2.
- Damill, M., Frenkel, R. ve Maurizio, R. (2002), "Argentina: A Decade of Currency Board An Analysis of Growth, Employment and Income Distribution", International Labour Office Geneva Employment Paper, No:2002/42.
- Dehejia, V.H. ve Rowe, N. (2001), "Macroeconomic Stabilization: Fixed Exchange Rates vs Inflation Targeting vs Price Level Targeting", CEPR Discussion Papers, No:2460.
- Dillinger, S. ve Webb, S.B. (1999), "Fiscal Management in Federal Democracies: Argentina and Brasil", World Bank Working Papers, No:2121.

Dobrev, D. (1999), "The Currency Board in Bulgaria: Design, Peculiarities and Management of Foreign Exchange Cover", Bulgarian National Bank Discussion Papers, No:9.

Dominguez, K. (2001), "Argentina Current and Future Challenges", [www-personal.umich.edu/~kathrynd/Argentina.542.pdf](http://www-personal.umich.edu/~kathrynd/Argentina.542.pdf), 16 April 2001.

Dornbusch, R. ve Simonsen, M.H. (1987), "Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel", NBER Working Paper, No: 2153.

Dornbusch, R. (2001), "Fewer Monies, Better Monies", American Economic Review, 91(2):238-242.

Duman, A. (2002), "Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries", The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Working Paper, No:7.

Dunn, R.M. ve Ingram, J.C. (1996), International Economics, Wiley, New York.

Edwards, S. (1998), "Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion", NBER Working Paper, No:6756.

Eğilmez, M. (2003), "Türkiye Ekonomisi Gözlem Tablosu", [http://www.mahfiegilmez.nom.tr/turkiye\\_ekonomisi\\_gozlem\\_tablosu.xls](http://www.mahfiegilmez.nom.tr/turkiye_ekonomisi_gozlem_tablosu.xls).

Eichengreen, B. (2002), "When to Dollarize", Journal of Money Credit and Banking, 34(1):1-24.

Erçel, G. (2000), "Açış Konuşması", Enflasyon Hedeflemesi Konulu Konferans, 19 Ekim 2000, TCMB Ankara.

Eren, E. (2001), Makro İktisat, Avcıo1 Basım Yayın, İstanbul.

Fischer, S. (1996), "Maintaining Price Stability", Finance and Development, 33(4):34-37.

Formaini, R.L. (2003), "David Hume Foundations of the Classical School of Economics", Economic Insights, 8(1):1-4.

Frankel, J.A. (1999), "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times", NBER Working Paper, No:7338.

Galbraith, J.K. (1990), Para Nereden Gelir Nereye Gider, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.

Ghosh, A., Ostry, J.D., Gulde, A. M. ve Wolf H.C. (1996), "Does the Nominal Exchange Rate Matter for Inflation and Growth", IMF economic Issues, No:2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues2/index.htm>.12/5/2003.

Gil-Diaz, F. ve Carstens, A. (1996), "One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales About Mexico's 1994-1995 Crisis", American Economic Review, 86(2):164-169.

- Glick, R. ve Hutchison, M. (2002), "Capital Controls and Exchange Rate Instability in Developing Economies", <http://www.hkimr.org/download/glick-paper171002.pdf>, 11/8/2003.
- Greenwood, J. ve Allen, D. (2002), "Did the Currency Board Fail Argentina or Did Their Government Fail the Currency Board?", [www.cf.ac.uk/carbs/econ/matthewsk/CurrencyBoards0302.pdf](http://www.cf.ac.uk/carbs/econ/matthewsk/CurrencyBoards0302.pdf), 15/8/2003.
- Gulde, A.M. (1999), "The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization", *Finance and Development*, 36(3):36-39.
- Güloğlu, B. (2001), "İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri)", *Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel Sayısı I, Eylül-Ekim 2001*.
- Gültekin, B. ve Yılmaz, K. (1996), *Para Kurulu: Nedir, Ne Zaman Gerekir?*, TESEV Yayınları, İstanbul.
- Hall, R.E ve Mankiw, N.G. (1993), "Nominal Income Targeting", NBER Working Paper, No: 4439.
- Hanke, S.H.(1998), "Financial Meltdowns and Exchange Rate Regimes", Cato Institute 16<sup>th</sup> Annual Monetary Conference, 22 October 1998, Washington DC.
- Hanke, S. ve Schuller, K. (2002), "What Went Wrong in Argentina", *Central Banking Journal*, 7(3):42-48.
- Haraf, W.S. ve Willett, T.D. (1990), *Monetary Policy for a Volatile Global Economy*, AEI Press, Washington DC.
- Hogan, S. (1997), "What Does Nominal-Wage Rigidity Imply for Monetary Policy", Bank of Canada Working Paper, No: 97-13.
- Kadıoğlu, F., Özdemir, N. ve Yılmaz, G. (2000), "Inflation Targeting in Developing Countries", The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Paper, No: 2000/6
- Kadıoğlu, F., Kotan, Z. ve Şahinbeyoğlu, G. (2001), "Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000", TCMB Tartışma Tebliđleri, No: 2001-51.
- Kalter, E ve Ribas, A. (1999), "The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of Government Expenditure and Relative Prices", IMF Working Paper, No:WP/99/160.
- Kaya, Y.T. (2001), "Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Arjantin Örneği", Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu MSDP Çalışma Raporu, No:2001/2.
- Kehoe, T.J. (2003), "What Can We Learn from the Current Crisis in Argentina?", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report, No:318.
- Kenen, P.B. (2000), "Fixed Versus Floating Exchange Rates", *Cato Journal*, 20(1):109-113.
- Kwan, Y.K. ve Lui, F.T. (1996), "Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes", NBER Working Paper, No: 5723.

- Lafrance, R. ve Schembri, L. (2002), "Purchasing Power Parity: Definition, Measurement, and Interpretation", Bank of Canada Review, Autumn:27-33.
- Larrain, F. ve Velasco, A. (2001), "Exchange Rate Policy in Emerging Markets: The Case for Floating", Essays in International Economics, No:224.
- LeBaron, B. ve McCulloch R. (2000), "Floating, Fixed, or Superfixed? Dollarization Joins the Menu of Exchange-Rate Options", American Economic Review, 90(2):32-37.
- Leiderman, L. Ve Liviatan, N. (2003), "The 1985 Stabilizaiton from the Perspective of the 1990's", Israel Economic Review, 1(2003):103-131.
- Lederman, D., Menendez, A.M., Perry, G. ve Stiglitz, J. (2003), "Mexican Investment After the Tequila Crisis: Basic Economics, "Confidence" Effects or Market Imperfections?", Journal of International Money and Finance, 22:131-151.
- Leon, R.S. (2000), "Mexico, Currency Reform, and the Stabilization Imperative", Cato Journal, 20(1):61-67.
- Mack, C. (2000), "Basics of Dollarization", Joint Economic Committee Staff Report, <http://users.erols.com/kurrency/basicsup.htm>, January 2000.
- Malatyalı, N.K. (1998), "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporu, No:1998-01.
- Mankiw, G.N. (1999), Macroeconomics, Worth Publishers, Massachusetts.
- Masson, P., Savastano, M. ve Sharma, S. (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Cuntries", IMF Working Paper, No:97/130.
- McCallum, B.T. ve Nelson, E. (1998), "Nominal Income Targeting in an Open-Economy Optimizing Market", NBER Working Paper, No:6675.
- Meissner, C.M. (1999), "Gold Standard Entry for the Oxford Encyclopedia of Economic History", [http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/meissner/gold\\_oeeh.pdf](http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/meissner/gold_oeeh.pdf), 9/8/2003.
- Mendoza, E.G. (2000), "On the Benefits of Dollarization When Stabilization Policy is Not Credible and Financial Markets are Imperfect", NBER Working Paper, No:7824.
- Milliyet Gazetesi (2003), 19 Eylül 2003, sayfa:9
- Mishkin, F.S. (2000), "Issues in Inflation Targeting", <http://www.bankofcanada.ca/publications/working.papers/2000/mishkin.pdf>, June 2000.
- Mishkin, F.S. (2001), "One Decade of nflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", NBER Working Paper, No:8397.
- Mkenda, B.K. (2001), "An Empirical Test of Purchasing Power Parity in Selected African Countries - a Panel Data Approach", Göteborg University Department of Economics working papers in Economics, No:39.



Mondino, G. (2002), "Argentina's Banks on the Road to Collapse", NBER Conference on Argentine Crisis", 17 July 2002, Cambridge.

Murray, J. (2000), "Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate", The North American Journal of Economics and Finance, 11(1):41-60.

Nenovski, N. Ve Hristov, K. (1999), "Monetary Policy Under the Currency Board: The Case of Bulgaria", International Workshop on Currency Boards: Convertibility, Liquidity, Management, and Exit, 9 October 1999, Hong Kong.

Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1995), "The Intertemporal Approach to Current Account", NBER Working Paper, No:4893.

Obstfeld, M. (2001), "International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model", NBER Working Paper, No:8369.

Oktar, S. (1996), Merkez Bankalarının Bağımsızlığı, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

Özdemir, K.A. ve Şahinbeyoğlu, G. (2000), "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Eylül 2000.

Öztürk, S. (2003), "Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", [http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/enflasyon\\_hedeflemesi%C4%B0\\_.htm](http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/enflasyon_hedeflemesi%C4%B0_.htm).

Panev, P. (2002), "The Importance of the Currency Board in Bulgaria's Accession to the EU", <http://icp.gmu.edu/course/syllabi/capstone/Summer2002/Panev.pdf>, Summer 2002.

Parasız, İ. (1996a), Uluslararası Para Sistemi, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.

Parasız, İ. (1996b), Kriz Ekonomisi Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.

Paya, M. (1998), Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitabevi, İstanbul.

Pesaran, H. (1993), "Discussion: The Role of the Exchange Rate Policy-The Experience of Other Countries", Reserve Bank of Australia Conference, 12-13 July 1993, Sydney.

Pitt, A. (2001), "Sustaining Fixed Exchange Rates: A Model With Debt and Institutions", IMF Working Paper, No:01/27.

Rebelo, S. Ve Vegh, C.A. (1995), "Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories", NBER Working Paper, No:5197.

Rozenwurcel, G. (2003), "The Collapse of the Currency Board and the Hard Way Back to Normality in Argentina", Third FES-SWP North South Dialogue on Global Government Challenges: Reshaping Globalization: A New Order for Financial Markets, 15-16 May, Berlin.

Schwartz, P. (2000), "A New Bretton Woods or Monetary Competition?", Cato Journal, 20(1):27-33.



Seyidoğlu, H. (1999a), Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul.

Seyidoğlu, H. (1999b), İngilizce-Türkçe Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük, Güzem Can Yayınları:15, İstanbul.

Shi, M. (2000), "Case Study: Reducing Inflation in Argentina", Multinational Business Finance ders notları, [http://instruction.bus.wisc.edu/mshi/fin745/lecture\\_notes/mission\\_impossible.pdf](http://instruction.bus.wisc.edu/mshi/fin745/lecture_notes/mission_impossible.pdf).

Sobolev, Y. (1998), "Exchange-Rate-Based Stabilization Syndrome: Credible Disinflation, Capital Inflows, and the Domestic Banking System", Doktora Tezi, Rice University, Houston, Texas, UMI Number: 9827446, (Yayımlanmamış).

Sorsa, P. (2002), "The Currency Board is Likely to Continue to Serve Bulgaria Well", Economist Conference on Bulgaria, 6 March 2002, Sofia.

Svensson, L.E.O (1997), "Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?", Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series, No: G97/8.

TBB (2001), "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", Bankacılık ve araştırma grubu, [http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/Dergi36/Meksika.%20\(s.37\).doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/Dergi36/Meksika.%20(s.37).doc), Mart.

TCMB (1999), "9 Aralık 1999 Tarihli IMF Niyet Mektubu", [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

TCMB (2000), "18 Aralık 2000 Tarihli IMF Niyet Mektubu", [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

TCMB (2001), "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

TCMB (2003), "2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Sayı:2003-2, 3 Ocak 2003.

Telman, Ö.T. (1994), Merkez Bankalarının Bağımsızlığı, Güray Matbaası, İstanbul.

Tiryaki, T.S. (2002), "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No:8.

Tornell, A. ve Velasco, A. (1995), "Money-Based versus Exchange Rate-Based Stabilization With Endogenous Fiscal Policy", NBER Working Paper, No:5300.

Turşucu, T. ve Arıcan, T. (2002), "Arjantin Raporu", Alan Yatırım Menkul Değerler Araştırma Bölümü, <http://www.alanyatirim.com.tr/admin/raporlar/sirket/Masa%20Notlari%20ARJANTIN%20RAPORU.pdf>.

Tutar, E. (2002), Inflation Targeting in Developing Countries and Its Applicability to the Turkish Economy, Yüksek Lisans Tezi, Virginia Polytechnic University (yayımlanmamış).

Uribe, M. (1997), "Exchange-Rate Based Stabilization: The Initial Real Effects of Credible Plans", Journal of Monetary Economics, 39:197-221.

Uygur, E. (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No:2001/1.

Valentinyi, A. (2001), “International Monetary Theory and Policy Ders Notları”, <http://www.economics.soton.ac.uk/courses/ec247/imoney114up.pdf>.

Vane, H.R. ve Thompson, J.L. (1992), *Current Controversies in Macroeconomics An Intermediate Text*, Edward Elgar, Liverpool.

Veiga, F.J. (1999), “What Causes the Failure of Inflation Stabilization Plans?”, *Journal of International Finance*, 18:169-194.

Velasco, A. (1997), “When are Fixed Exchange Rates Really Fixed?”, *Journal of Development Economics*, 54(1):5-25.

Yay, G.G. (2001), “Enflasyonu Düşürme Politikalarının Maliyetleri: Teori, Uygulama ve Türkiye”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 184:67-83.

Yeldan, E. (2001), “On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or a Recipe for Impoverishment and Financial Chaos?”,

Zaimov, M. ve Hristov, K. (2002), “Shadowing the Euro: Bulgaria’s Monetary Policy Five Years On”, *Bulgarian National Bank Discussion Papers*, No:27.

**ÖZGEÇMİŞ**

Doğum Tarihi 31.03.1978

Doğum Yeri İstanbul

Lise Kadıköy Anadolu Lisesi

Lisans İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Türkçe İşletme Bölümü

