

FIYAT İSTİKRARININ SAĞLANMASINDA PARA KURULU SİSTEMİ VE TÜRKİYE

Rahmi YAMAK*
Haydar AKYAZI**

Özet: Türkiye sahip olduğu enflasyon oranı ile, gerek ülke içerisinde gerekse uluslararası alanda pek çok problemlerle karşı karşıya kalmaktadır. Oysa dünya geneline bakıldığında enflasyon sorunun artık gündemden çıktığı görülmektedir. Örneğin Türkiye ile aynı kategoride değerlendirilen Arjantin, uygulamaya koyduğu ve para kurulu sistemini de kapsayan istikrar programı sayesinde enflasyon oranını %3000'lerden % 4'lere kadar indirebilmiştir. Türkiye, geldiği nokta itibariyle fiyat istikrarı sağlanmaksızın ekonomik gelişmenin istikrarlı olamayacağı gerçeğini görmüş durumdadır. Nitekim mevcut hükümet programında enflasyonla mücadele tek ve en âcil hedef durumundadır. Sorun, bunun nasıl başarılabileceği noktasında düşünülmektedir. Bu konuda birçok tartışmalar yapılmakta ve öneriler ortaya atılmaktadır. Bunlardan birisi de değişik versiyonları ile dile getirilen para kurulu uygulamasıdır. Para kurulu sisteminin geçmişi 19. yy'a kadar uzanmaktadır. Sistemin esaslı ulusal paranın güçlü bir paraya endekslenmesi ve sadece döviz rezervleri karşılığında arz edilmesine dayanmaktadır. Doğrudan enflasyonla mücadeleyi amaçlayan sistemde para politikası tamamen pasifize edilmektedir. Çalışma, para kurulu sistemini geniş bir şekilde tanıttıktan sonra, mevcut tartışmalar ışığında Türkiye için gerekliliğini ve uygulanabilirliğini incelemeye yönelik olarak ele alınmıştır.

I. Giriş

Türkiye'de bugün % 90'larda seyreden enflasyon oranı Avrupa Birliği üyelerinin sahip olduğu enflasyon oranları toplamından bile daha yüksektir. Özellikle 1994 yılında yaşanan mali krizle birlikte Cumhuriyet tarihinin en yüksek rakamına ulaşan enflasyona karşı çeşitli çözüm önerileri ortaya atılsa da, bunlar ciddi boyutta ve geniş kapsamlı istikrar paketleri çerçevesinde ele alınmalarını nedeniyle sözde kalmaktan öteye gidememişlerdir. Refahiyol hükümeti döneminde olduğu gibi bugünlerde de gündeme sıkça getirilen konulardan birisi doğrudan enflasyonla mücadele etmeyi amaçlayan ve günümüz merkez bankacılığına karşı alternatif bir sistem olarak ortaya atılan para kurulu (currency board) sistemidir.

Geçmiş 19. yy.'daki İngiliz ve Fransız sömürgelerine kadar uzanan ve son yıllarda da serbest piyasa ekonomisine geçiş süreci yaşayan eski Sovyet

* Doç.Dr. K.T.Ü. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü

** Arş.Gör. K.T.Ü. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü

Cumhuriyetleri için önerilen para kurulu, döviz kuru politikası ile para politikası bileşiminden oluşan bir sistemdir. Para kurulu sistemi en katı şekliyle iki unsura sahiptir. Birincisi sabit döviz kuru sistemi olup, ulusal paranın güçlü bir paraya sabit bir orandan bağlanmasını ifade etmektedir. Diğeri de, para politikası esnekliğinin ortadan kaldırılarak, sadece döviz rezervleri karşılığında para basımına imkan tanınmasıdır.

Para kurulu sisteminin geçmişte Afrika ve Asya'da İngiliz ve Fransız sömürgelerinde ve son zamanlarda da Singapur, Hong Kong ve Arjantin'de başarılı sonuçlar verdiğiine dair gözlemler olmalı ki, Türkiye'nin de bu tür bir uygulamaya geçmesi gerektiğine ilişkin bazı görüşler ortaya atılmış hatta Refahyol hükümeti zamanında bu konuda resmi çalışmaların yapıldığı medyada sıkça yer almıştır¹. Şimdilerde ise Anasol-D hükümetinin ekonomiden sorumlu bakanı Güneş Taner ve Başbakan Mesut Yılmaz'ın basına yansıyan bazı açıklamalarıyla para kurulu sistemi yeniden gündeme gelmiştir. Görsel ve yazılı medyadan elde edilen bilgilere göre, Refahyol projesinde, ABD dolarına eşit değerde olan Yeni Türk Lirası (YTL) adı altında bir para biriminin piyasaya sunulması ve dolar gibi alınıp satılabilmesi; mevcut TL'nin ABD doları karşısındaki değeri dalgalanırken, YTL'nin sabit kalması ve döviz karşılığında basılması öngörülmüştü. Bu uygulama şekli ile sistem, 20. yy. başlarında Rusya'da ve günümüzde ABD ve Kanada sınırında uygulanan "paralel para" şekline benzemektedir. Taner'in projesi, Refahyol'un projesiyle benzerlikler göstermekle birlikte ondan farklı olarak, YTL'nin çıkarılması ile birlikte eski TL'nin tamamen tedavülden kalkmasını öngörmektedir. Nihayet Başbakan Yılmaz'ın basına yansıyan açıklamalarına göre para politikasında yapılacak değişikliklerle yakın zamanda "melez para kurulu sistemi"ne geçilmesi düşünülmektedir. Bu çerçevede TL'in döviz rezervleri karşılığında arz edilmesi ve başka bir paraya veya para sepetine endekslenmesi düşünülmemektedir. Anlaşılacağı üzere para kurulu sisteminin iki versiyonunda da temel amaç para arzına bir sınırlama getirmek ve böylece enflasyonu aşağı çekmektir.

Bu çalışmanın temel amacı, günümüz temel ekonomik problemlerinden biri olan enflasyon problemini gidermede etkin bir yöntem olarak ileri sürülen para kurulu sisteminin gerek tarihsel gerekse uygulama sürecindeki gelişimini ele alarak, Türkiye örneğinde gerekliliğini, uygulanabilirliğini ve etkinliğini tartışmaktır.

¹ Örneğin, Bozkurt (1996), Gürbüz (1996), Gökçe (1996a, 1996b), Oğuz (1996), Bolak (1996), ve diğerleri.

II. Para Kurulu Sisteminin İşleyişi ve Özellikleri

Parasal güvenilirliğin ve buna bağlı olarak mali sistemde istenilen istikrarın sağlanamadığı ülkelerde, parasal bir yaklaşımla para arzını kontrol etmek suretiyle parasal güvenilirliği yeniden sağlamayı amaçlayan para kurulu sistemi, merkez bankacılığı sistemine kıyasla basit sayılabilecek bir işleyiş mekanizmasına sahiptir.

Para kurulu sistemi, genel anlamıyla parasal taban yaratmada uygulanan bir politika kuralıdır. Para otoritesi, yani para kurulu, ulusal parayı sabit bir kurdan ABD doları veya Alman markı gibi seçilen rezerv bir paraya karşılık basmaktadır. Kural aşağıdaki basit formülle ifade edilebilir (Zarazaga, 1995, s.15):

$$\frac{X}{\text{Belirlenen Döviz Kuru}} = \text{Rezerv Para Stoku}$$

Burada, X; eşitliği sağlayan parasal taban düzeyidir. Para kurulunun yapacağı iş, belirlenen döviz kurunu sabit tutacak X'i yani parasal tabanı ayarlamaktır. Bu ifadeden aşağıdaki formüle ulaşmak mümkündür.

$$\text{PT(DK)DR} = \frac{\text{Parasal Taban}}{\frac{\text{Belirlenen Döviz Kuru}}{\text{Rezerv Para Stoku}}}$$

Eşitlikte, PT; parasal tabanı, DK; belirlenen döviz kurunu ve DR; döviz rezervlerini ifade etmektedir. Eşitliğin sol tarafı, para kurulu sistemi gereğince "1"e eşit olur ki buna "para kurulu kuralı" denilmektedir. Buradan para kurulu kuralını $\text{PT(DK)DR}=1$ şeklinde de ifade etmek mümkündür. Anlatılanlar Türkiye için tartışılan YTL açısından ifade edilirse:

$$\text{DK}(1\text{YTL} = 1\$) = \frac{\text{PT}}{\text{DR}} \text{ yazılabilir.}$$

Sistem gereğince belirlenen döviz kurunun sabit kalabilmesi için parasal taban ile rezerv para stoku arasındaki ilişkinin bire bir olması gerekmektedir. Buna göre, ülke içindeki parasal taban döviz rezervlerine bağlı olarak değişecektir. Örneğin, eğer yabancı sermaye girişi dolayısıyla ülkenin

döviz rezervleri 0.10 artarsa, para otoritesinin taahhüt ettiği sabit döviz kurunun korunabilmesi için parasal tabanın 0.10 artması, tersi durumda 0.10 azalması gerekmektedir. Bu kuralın ekonomik anlamı parasal tabanın tamamen döviz rezervleri karşılığında oluşturulmasıdır. Bu sistemde para arzının itibari olarak yaratılması söz konusu değildir (Walters ve Hanke, 1992, s.558). Bu durum şüphesiz % 100 rezerv karşılığının uygulandığı katı para kurulu sistemi için geçerlidir. Geçmişte ve günümüzde, zaman zaman belirli sınırlar içerisinde kalmak suretiyle itibari paranın yaratıldığı para kurulu sistemine de rastlamak mümkündür. Bu sistem literatürde yarı esnek veya yumuşak para kurulu sistemi olarak adlandırılmaktadır.

Para kurulu sisteminde, kurul önceden belirlenmiş sabit kurdan ulusal parayı, sınırlama olmaksızın, talep halinde rezerv paraya dönüştürmek zorundadır. Sistem, bunu garanti etmektedir. Para kurulu sisteminde bu fonksiyonun yerine getirilebilmesi için kurul, en az % 100 oranında rezerv para tutmak zorundadır. Humpage ve McIntire (1995) tarafından yapılan bir araştırmaya göre para kurulları, rezervleri üç değişik şekilde ve oranda tutmaktadırlar. Birinci grup, % 30 ile % 50 arasında değişen oranda tutulan “likit rezervler”den oluşmaktadır. İkinci grup ise “yatırım rezervleri” olup % 50 ile % 70 arasında değişen oranda seyretmektedir. Nihayet son grupta ise % 5 ile % 10 arasında yer alan “fazla rezervler” yer almaktadır².

Parasal tabanın rezerv para karşılığında oluşturulması sistemin güvenilirliği ve devamı için büyük önem taşımaktadır. Bunun yanında konvertibilitenin tam ve herhangi bir şarta bağlı olmaması ulusal paraya olan güvenin sağlanması açısından çok önemlidir. Ulusal paraya olan güven ancak bu şekilde sağlanabilir. Bu yüzden para kurulu sistemine geçilirken Merkez Bankası bilançosunun pasifinde yer alan kalem değerlerinin toplamı kadar rezerv para bulundurulması zorunludur. Ayrıca sabit kurun sürdürülebilmesi için de bütçeyi dengeleyebilecek geniş anlamda bir vergi reformu, özelleştirme, kamu sektörünün enflasyonist finansmanının önlenmesi, devlet yardımlarının kaldırılması ve para kurulunun önceden ilan edilen döviz kurundan yerli parayı rezerv paraya dönüştürmeye hazır olması gibi önlemler paketinin uygulanması

² Kuzey Rusya'daki uygulamada % 100'lük rezervlerin % 25'lik kısmı Kuzey Rusya devlet tahvillerinden oluşmuştur (Hanke ve Schuler, 1993, s.17). Aynı şekilde Arjantin yarı para kurulu sisteminde de devlet tahvillerinin uluslararası rezervlere eklenmesine izin verilmiştir. Ancak dolara veya aftına endeksli devlet tahvillerinin merkez bankası rezervleri içindeki payı yüzde 10 ile sınırlandırılmıştır (Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.21).

gerekir (Reynolds, 1993, s.664). Bu önlemler, sistemin başarılı bir şekilde çalışması için gereklidir³.

Para kurulu sistemi, yüksek ve kronik enflasyonun yaşandığı ve buna bağlı olarak parasal güvenilirliğinin kalmadığı ülkelerde, her ne kadar merkez bankacılığı sisteminin bir ikamesi olarak düşünülse de yapısı itibariyle merkez bankaları ile bazı benzerlikler yanında bazı önemli farklılıklar da taşımaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Oktar, 1995, s.123-124):

1) Para kurulunun para yaratması ancak, döviz rezervlerindeki artışa bağlı olarak söz konusu olabilir. Yani para kurulu, ulusal parayı sadece döviz karşılığında yaratır. Para kurulu kendisine, elinde dövizle başvuran her kişiye yerli para vermeyi taahhüt eder. Bu konuda bir sınırlama söz konusu değildir. Merkez bankaları tarafından paranın ihtiyari olarak yaratılması, para kurulu için düşünülemez.

2) Para kurulunun temel görevi yerli paranın değerini korumaktır.

3) Para kurulu politik müdahalelerden bütünüyle bağımsız bir kuruluştur. Yani para kurulu üzerinde siyasi otoritenin bir direktifi ya da doğrudan müdahalesi söz konusu olamaz.

4) Para kurulu, ülkenin döviz kuru hedefinden bağımsız bir enflasyon hedefi ortaya koyamaz. Oysa günümüzde bağımsız merkez bankaları para politikasının kredibilitelerini artırabilmek ve toplumun enflasyon beklentisini krabilmek için enflasyon hedefi belirleyebilmektedir.

5) Sabit kur sistemi esas olduğundan, ülkedeki faiz hadleri ve enflasyon oranı ulusal paranın bağlandığı ülkelerdeki oranlara eşit olur.

6) Para kurulunun para politikasının düzenlenmesinde herhangi bir yetkisi yoktur.

Bunlara ilave olarak, para kurulu sisteminde güvenilirlik, açıklık, sadece faizlerden senyoraaj geliri elde etme, en son ödünç veren kurum olmama özelliği, tam konvertibilite, az sayıda görevlinin çalıştırılması gibi merkez bankacılığı sisteminden farklılıklar arz eden özellikler de mevcuttur (Hanke ve Schuler, 1994, s.4). Merkez bankacılığı sistemi ile onun ikamesi olarak düşünülen para kurulu sistemi arasındaki farkı bir de bilanço yapılarını ortaya koyarak görmek mümkündür. Şekil 1, bu amaca yönelik olarak verilmiştir.

³ Örneğin, günümüzde para kurulu sistemini en iyi şekilde uygulayan Arjantin'de geniş çaplı istikrar programının içeriği belirtilen bu hususların büyük çoğunluğunu kapsamaktadır.

Basitleştirilmiş Para Kurulu Bilanço Örneği	
Aktifler	Pasifler
Dış Varlıklar	Tedavüle Çıkan Para (Ticari Banka Mevduatı)
Likit Rezervler	Özvarlıklar
Yatırım Rezervleri	
Fazlalık Rezervler	
Basitleştirilmiş Merkez Bankası Bilanço Örneği	
Aktifler	Pasifler
Dış Varlıklar	Tedavüle Çıkan Para
Likit Rezervler	Ticari Banka Mevduatı
Yatırım Rezervleri	Özvarlıklar
İç Varlıklar	

Şekil 1: *Merkez Bankası ve Para Kurulu Sisteminde Basitleştirilmiş Bilançolar*

Kaynak : Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.3.

Basitleştirilmiş bilançolardan da anlaşılacağı üzere tipik bir merkez bankası ile para kurulu arasındaki en önemli fark, merkez bankasının aktiflerinde dış varlıkların yanı sıra iç varlıkların da bulunmasıdır. Bilindiği üzere iç varlıklar, hazineye, kamuya ve özel sektöre açılan kredileri kapsamaktadır. Bu krediler, kısa vadeli avans, reeskont kredileri ve selektif para politikası aracılığı ile verilmektedir. Bütün bu krediler sonuçta parasal tabanı etkilemektedir. Buradan, merkez bankalarının parasal tabanı hem dış hem de iç varlıkları kullanmak suretiyle değiştirebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Oysa para kurulu sisteminde iç varlıklar vasıtasıyla parasal tabanı etkilemek mümkün değildir. Çünkü sistemin önemli bir özelliği olarak, kurul, ne özel ne de kamu sektörüne (Hazine ve kamu kuruluşları) kredi verebilir. Ayrıca para politikası araçlarını kullanarak para arzını da etkileyemez. Pasifteki kalemlere bakıldığında bankalar mevduatı, kamu mevduatı ve açık piyasa işlemleri gibi kalemlerin olmadığı görülmektedir. Bunun anlamı, para kurulunun ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemlerini yapamaması, reeskont kredileri verememesi ve ticari bankaları zorunlu karşılık oranı ve likidite oranı gibi yaptırımları kullanarak kontrol edememesidir (Karasoy, 1997, s.134).

III. Para Kurulu Sisteminde Toplam Talep Politikalarının Etkinliği

Para kurulu sisteminde maliye ve para politikalarında önemli kısıtlamalar mevcuttur. Maliye politikası açısından açık bütçe uygulamalarına son verilmektedir. Böylece bütçe açıklarının enflasyonist finansmanın ortadan kaldırılmasının bir yolu da açılmış olmaktadır. Ayrıca kamu harcamalarının disipline edilmesi de bu sistemle birlikte zorunlu olarak gündeme gelmektedir. Aynı zamanda, maliye politikası kapsamında vergi uygulamalarının da büyük bir önemi vardır. Bu sistemle birlikte hükümetlerin bütçe açıklarını merkez bankası kaynaklarını kullanarak karşılama imkanları olmadığından, bütçe fazlası veya en azından denk bütçe ile hareket etmesi zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Sonuçta kamu harcamalarının finansmanında üç seçenek kalmaktadır. Bunlar, kamu harcamalarını ve faaliyetlerini sınırlandırmak, vergi ve harç gelirlerini artırmak ve dış kaynaklı ticarî kredi temin etmektir (Fieleke, 1992, s.22).

Bütçe disiplinini sağlamaya yönelik kısıtlamalar, hükümetleri özellikle vergi politikalarında yeni ve ciddi düzenlemeler yapmaları konusunda bir zorunlulukla karşı karşıya bırakmaktadır. Hatta bunların para kurulu sistemine geçmeden önce yapılması gerekmektedir. Ayrıca, parasal finansman yolunun kapanmış olması hükümetlerin iç ve dış piyasalarda mali rekabetle karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır. Bu da hükümetin güvenilirliği ile yakından ilgilidir. Yapılan çalışmalar, para kurulu sistemine geçişle birlikte ülkelerin bütçe fazlası verdiklerini ortaya koymuştur. Singapur ve Hong Kong 1960-1980 döneminde çoğunlukla fazla vermişlerdir (Ow, 1986, s. 48-51). Aynı şekilde Estonya'nın 1992'deki bütçe açığını GSMH'sının % 4'ünden % 0'a indirmeyi başarması ve dolayısıyla iç borçlanma ihtiyacını sıfır düzeyinde tutması da önemli bir örnek oluşturmaktadır (Bennett, 1995, s.40).

Maliye politikasında yapılacak düzenlemelerin anlamlı olabilmesi para politikasında yapılacak değişikliklerle desteklenmesi ile mümkündür. Bu gerçekten hareketle, para kurulu sistemine geçişle birlikte para politikasında da önemli kısıtlamalar gündeme gelmektedir. Bunların ilki para kurulunun para politikasını belirleme yetkisinin olmamasıdır. Kurul tamamen pasifize olmuş ve otomatik olarak çalışan bir sisteme sahiptir. Para kurulu sisteminde para arzı içsel olarak belirlenmektedir. Kurulun tek görevi sabit kur üzerinden ulusal banknot ve madeni paraları yabancı para ile değiştirmektir. Merkez bankasından farklı olarak hükümetin enflasyonist finansörü olarak hareket edemez (Hanke ve Schuler, 1992, s.15). Böylece para politikasının maliye politikasının emrine girmesiyle gelişmekte olan ülkelerin en büyük problemi

olan monetizasyon problemi de ortadan kalkmaktadır. Bu da enflasyonun kontrol altına alınmasında önemli bir başlangıç olmaktadır.

Para kurulu sisteminde merkez bankacılığı sistemindeki gibi reeskont politikası kapsamında çalışan en son ödünç veren kurum olma özelliği yoktur. Bu açıdan sistem eleştirilmekle birlikte, sistemi savunanlar bunun alternatiflerini ortaya koymaya çalışmışlardır. Bunlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Hanke ve Schuler, 1994, s. 86-88):

1) Merkez bankası olmasa bile hükümet en son ödünç veren kurum özelliği taşıyabilir. Hükümet ticari bankalara bütçe fazlalıklarından ödünç verebilir. Nitekim Hong Kong hükümetinin bunu birkaç kez uygulamış olması örnek olarak gösterilmektedir.

2) Eleştirilere verilen temel cevaplardan birisi, en son ödünç verme mekanizmasının çözüldüğünden daha çok problem yarattığı şeklindedir. Çoğu merkez bankası sadece ticari bankalar için değil aynı zamanda kamu kuruluşları için de en son ödünç veren kurum olma fonksiyonunu yerine getirir. Merkez bankaları ticari bankalar için en son ödünç veren kurum olarak nitelendirilmekle birlikte, likiditeleri zayıfladığında merkez bankalarının kendilerini kurtaracağını bildiklerinden ahlaki tehlike söz konusu olabilir.

3) En son ödünç veren kurum olarak merkez bankalarının olmayışı, para kurulu sisteminin olumsuzluğu olarak görülmekle birlikte, geçmişte para kurulu sisteminde büyük ticari bankaların başarısız olmaları ve sadece birkaç küçük ticari bankanın mevduat kayıplarının gerçekleşmesi ileri sürülen olumsuzlukları önemsiz kılmaktadır.

4) Para kurulu sisteminde ticari bankaların istikrarı için iki önemli kaynak vardır. Bankalar arası ödünç piyasası ve uluslararası şube ağıdır. Ticari bankalar hem bankalar arası piyasadaki doğrudan doğruya hem de Europara piyasasından borçlanabilirler.

5) Para kurulu sisteminde olası mali panikleri önlemede iki yol vardır. Bunlardan birincisi özel ihtiyari mevduat sigortasıdır. Diğeri de mudi ile ticari banka arasındaki geri alma şartı kontratıdır. Bu kontrata göre ticari banka, mudilerin banknotlarını para kurulu parasına dönüştürme isteklerini geciktirmek için genel faiz oranından daha fazla, örneğin %3 gibi, faiz ödeyebilecektir.

Katı para kurulu sisteminde en son ödünç veren kurum olmama özelliği, bazı uygulamalarla esnek hale getirilebilmektedir. Örneğin Estonya para kurulu sisteminde Estonya Bankası'nın Bankacılık Bölümü belirli sınırlamalar

çerçevesinde, en son ödünç veren kurum olarak görev yapabilmektedir. Bölüm, banknot ihraç bölümünün kendisine aktaracağı fazla rezervlerden bankaları finanse edebilmektedir. Bunlara ilave olarak, hükümetler para kurumlarının kendilerine bağışlayacağı rezervlerle veya dış kaynaklı kredilerle bankalara ödünç verebilmektedir. Singapur Para Otoritesi bunu yapmıştır. Ayrıca Arjantin, son zamanlarda IMF ve özel finans kaynaklarından borçlanarak bankacılık sisteminin sıkıntılarını gidermeye çalışmıştır (Humpage ve McIntire, 1995, s. 8-9).

Para kurulu sisteminde para politikasının bir diğer sınırlaması da yabancı rezervlerdeki değişikliklerin parasal etkilerini sterilize etme veya açık piyasa işlemlerini kullanmak suretiyle faiz oranlarını etkileme imkanının bulunmamasıdır. Faiz oranlarına müdahale edilmeyip, piyasada belirlenmesi söz konusudur. Bu durum, en son ödünç veren kurum özelliğinin ve açık piyasa işlemlerinin olmaması veya sınırlı bir düzeyde tutulmasının doğal bir sonucudur.

Katı para kurulu sisteminde görülen diğer bir sınırlama da açık piyasa işlemlerinin olmamasıdır. Ancak para kuruluna esneklik kazandırılan uygulamalarda, bu araç belli sınırlar içerisinde kullanılabilir. Örneğin Arjantin para kurulu sisteminde sadece dolara endekli kağıtlarla açık piyasa işlemi yapılabilir. Kanunla bu işlemin hacmi para bazının maksimum % 20'si ile sınırlandırılmıştır. (Fındıkçıoğlu, 1996, s.71). Aynı şekilde Estonya para kurulu sisteminde açık piyasa işlemlerine konu olan Estonya Bankası tahvilleri bulunmakla birlikte bunların temel gayesi bankaların birbirinden ödünç almalarını kolaylaştırmaya hizmet etmektir. Gerçekte Estonya'da açık piyasa işlemleri ve iskonto penceresi uygulanmamıştır (Bennett, 1995, s.41).

Görüldüğü üzere para kurulu sistemi ile birlikte para politikası araçlarına ve amaçlarına önemli kısıtlamalar getirilmektedir. Zaman zaman vurgulandığı gibi para kurulunun temel amacı fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak para arzını kontrol etmektir. Buradan, çağdaş merkez bankalarının tek hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu şeklindeki ortak fikirle bir paralellik kurmak mümkündür.

IV. Para Kurulunun Kuruluşu ve Rezerv Paranın Seçimi

Politik kararlılığın sağlanması halinde para kurulunun kuruluş süreci son derece kolay olmakta ve kısa bir sürede gerçekleşebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankası tecrübelerine bakıldığında, bütçe açıkları

finansmanının önemli ölçüde merkez bankaları tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. Devamlılık gösteren politik baskıların mevcudiyeti düşünüldüğünde ise, politikacıların bu alışkanlığı birden bire bırakmalarının güç olabileceği düşünülebilir. Ancak ekonomik problemlerin artması durumunda bunun kaçınılmaz olduğu anlaşıldığında para kuruluna geçiş süreci kolay olabilecektir. Bu gerçek anlaşıldığında ve politik güçlükler aşıldığında merkez bankasından para kuruluna geçiş son derece kolay olacaktır. Öncelikle kurulun oluşturulması yönünde yasal düzenlemelerin yasama organından geçmesi gerekmektedir. Yöneticiler atanmalı, merkez bankasının banknot tedavül hakkı kurula aktarılmalı ve kurul için gerekli aktifler hükümet tarafından sağlanmalıdır. Sözün özü, siyasilerin istemesi halinde para kurulu çok hızlı bir şekilde tesis edilebilecektir (Dowd, 1993, s.563).

Para kurulunun kuruluş sürecinin belirli aşamalardan geçtiği muhakkaktır. Mevcut merkez bankasının para kuruluna dönüştürülmesi halinde para kurulunun oluşum süreci şu şekilde sıralanabilir (Hanke ve Schuler, 1994, s.59-62):

- 1) Merkez bankasının parasal tabanı sağlama dışındaki tüm fonksiyonları başka kuruluşlara bırakılır,
- 2) Kısa bir süre için yerli para, döviz kurunun gerçek değerinin belirlenmesi amacıyla, serbest dalgalanmaya bırakılır,
- 3) Merkez bankasının faaliyetleri açık ve önceden tahmin edilebilir hale getirilir,
- 4) Ticari bankaların bazı zorunlu rezervleri ticari bankaların isteğine bağlı olarak ya para kurulu banknot ve ufaklık parasına ya da yabancı tahvillere dönüştürülür, kalan rezervler iptal edilir,
- 5) Rezerv para ile sabit kur oluşturulur,
- 6) Dolaşımdaki yerli banknot ve madeni paraların % 100'üne eşit miktarda yabancı rezerv sağlanır,
- 7) Merkez bankasının geri kalan aktif ve pasifleri para kuruluna aktarılır ve kurul çalışmaya başlar.

Sıralanan bu aşamaların 120 gün gibi kısa bir sürede tamamlanması uygun görülmektedir. Geçmişte Filistin, Filipinler ve Libya para kurulları ile günümüzde Estonya ve Arjantin para kurullarının oluşumu merkez bankalarının para kuruluna dönüştürülmesiyle gerçekleştirilmiştir.

Para kurullarının bir de “paralel para kurulu” şeklinde bir versiyonu vardır. Türkiye’de son günlerde gündemde olan “YTL” önerisi ve tartışmaları paralel para kurulu uygulamasına benzemektedir. Bu sistemin katı para kurulu sisteminden farkı, para kurulu yanında merkez bankasına sahip olmasıdır. Sistem, merkez bankasının tedavüle sunduğu ve güçsüz para olarak nitelendirilen mevcut para ile para kurulunun bastığı sağlam ya da kredibil para arasındaki rekabete dayanmaktadır.

Para kurulu sisteminde bir diğer konu da rezerv paranın seçimi meselesidir. Rezerv paranın seçimi meselesi önemlidir. Bunun için bazı kriterler vardır. Bunlar şu şekilde özetlenebilir (Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.4):

- 1) Rezerv para olarak seçilen yabancı para birimi uluslararası piyasalarda kabul gören istikrarlı bir para birimi olmalıdır,
- 2) Parası seçilecek ülkenin önemli ticaret ortaklarından birisi olmalıdır,
- 3) Fiyatların ve ücretlerin esnek olmadığı şartlarda, rezerv paranın seçiminde aranacak kriter, iki ülke ekonomisinin benzer talep ve arz şoklarına dahil olmasıdır.

Uygulamaya bakıldığında rezerv para olarak daha çok ABD doları tercih edildiği görülmektedir. Bunun nedeni doların diğer paralara göre daha çok uluslararası ticaret parası olma özelliği taşımasıdır. Alman markı güçlü bir para olmasına rağmen, Alman piyasalarına girişin çok zor olması önemli bir dezavantajı oluşturmaktadır. ECU ise şimdilik bir belirsizlik dönemindedir. Buna rağmen bazı ülkelere kullanılması düşünülmüştür. Nitekim Estonya 1992’de para kurulu sistemine geçtiğinde Kron’u ECU’ya bağlamayı düşünmüş, ancak rezerv yönetimi ve döviz kuru ile ilgili olarak yaratacağı sorunlar dikkate alınarak bundan vazgeçilmiştir (Çolak ve Togay, 1995, s.36). Türkiye için yapılan çalışmalarda, YTL’nin ABD dolarına bağlanması öngörülmektedir. Buna karşılık IMF, YTL’nin Alman markına bağlanmasını da ayrıca önermiştir.

V. Para Kurulu Sisteminin Geçmişi ve Günümüzdeki Durumu

Merkez bankacılığının 300 yıldan fazla bir geçmişe sahip olmasına karşılık, para kurulu sistemi yaklaşık yüz elli yıllık bir geçmişe sahiptir. Bugüne kadar 70 civarında ülke veya sömürgelerde uygulanan bu sistem günümüzde özellikle eski Sovyet Cumhuriyetleri yanında Latin Amerika ülkeleri için de önerilmektedir. 19. yy. ortalarından itibaren uygulanan bu sistem özellikle İngiliz sömürgeleri başta olmak üzere, Amerikan, İtalyan ve Fransız

sömürgelerinde yoğunlaşmıştır. Fransız sömürgelerinde uygulanan sistemin para kurulu olmayıp, buna benzer uygulamalar olduğunu belirtmekte yarar vardır⁴.

Son yıllarda para kurulunu uygulayan ülke ve bölge sayısının zamanla azalmasına rağmen sistemi uygulayan ülkelerden bazılarının büyük ülke olması, bazılarının da geçiş dönemi ekonomilerine sahip olması önemli bir özellik olarak kabul edilebilir. Günümüzde para kurulunu uygulayan ülke sayısı 10 civarındadır. Yine bu ülkelerin Arjantin hariç hemen hepsi küçük ülke konumundadır (Tablo 1).

Tablo-1: *Günümüzde Para Kurulu Sistemindeki Ülkeler*

Ülke / Bölge	Kuruluş Tarihi	Nüfus (Temmuz 1994)	Rezerv Para
Arjantin	1991	33.912.994	ABD Doları
Bermuda	1915	61.158	ABD Doları
Bruney	1987	284.663	Singapur Doları
Cayman Adaları	1972	31.970	ABD Doları
Estonya	1992	1.616.862	Alman Markı
Falkland Adaları	1899	2.261	İngiliz Sterlini
Faroe Adaları	1940	48.427	Danimarka Kronu
Cebelitank	1927	31.684	İngiliz Sterlini
Hong Kong	1983	5.548.754	ABD Doları
Litvanya	1994	3.848.389	ABD Doları
Bulgaristan*	1997	8.400.000	Alman Markı

Kaynak: Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.7. (*) Bulgaristan tabloya sonradan ilave edilmiştir.

⁴ Geçmişte uygulanan para kurullarının sömürgelerin bağımsızlığını kazanmaları ile önemli bir kısmının ortadan kalktığı gerçeğini göz önüne alarak, bunlar hakkında ayrıntılı bilgi vermek yerine sadece adlarını ve uygulanma zamanını belirtmek daha uygun olacaktır. İngiliz sömürgeleri : Mauritius (1849); Seylan (1885); Singapur, Penang ve Malacca'yı içerisine alan Boğazlar Yönetimi para kurulu (1899); Falkland adaları (1899); Batı Afrika (Gambia, Gold Coast, Nijerya ve Sierra Leone) para kurulu (1912); değişen sayıdaki sömürgeler için Doğu Afrika para kurulu, ki burada Kenya ve Uganda (1919), Tanzanya (1920), Zambia (1936), Somali, Eritre, Etyopya ve Aden (1940'larda birkaç yıl için) gibi sömürgeler vardı. Diğer para kurulları Filistin (1927) Ürdün; Kıbrıs (1928); 1930'larda Irak, Mauritius ve Seychelles, Fiji, British Guiana, Barbados, Trinidad, Malay, Malta, Güney Rodezya; Burma (1947); 1960'larda Kuveyt, Aden, Bahrain, Katar, Dubai ve Umman para kurulları vardı. Ayrıca 1950'lerde bağımsızlığını kazanan Sudan 1957-1960 arasında para kurulu sistemini uygularken, Kuzey Yemen 1964-1971 yılları arasında bu uygulamayı gerçekleştirmiştir. (Schwartz, 1993, s.151-168).

Aslında Tablo 1'e Singapur da dahil edilebilirdi. Ancak Singapur 1899-1973 yılları arasında para kurulu sistemini uygulamışken, 1973'den sonraki uygulama para kurulunun değiştirilmiş bir halini almıştır. Singapur, Singapur dolarının yabancı paralara karşı dalgalanan para durumuna geçmesinden sonra para kurulu sisteminin geleneksel olmayan versiyonunu izlemeye başlamıştır. Rezervler yüksek güçlü parayı (parasal taban) % 100 veya daha fazla oranda korumakla birlikte, Singapur doları talep halinde sabit kurdan rezerv paraya dönüşmemektedir. Bu nedenle Singapur para sisteminin geleneksel para kurulu sistemi olmadığı ileri sürülmektedir. (Schuler, 1992, s.171). Estonya'da ve Arjantin'de uygulanan para kurulu sistemlerinin hem uygulama tarzı hem de ülkelerin özellikleri bakımından biraz daha geniş ele alınması zorunluluğu vardır.

A. Estonya Para Kurulu

Estonya, piyasa ekonomisine geçiş aşamasında para kurulu sistemini uygulayan ilk eski Sovyet Cumhuriyeti olma özelliğini kazanan ülkedir. 20 Haziran 1992'de Ruble alanını terk ederek kendi ulusal parasını para kurulu sistemi altında piyasaya sürmüştür. Başlangıçta, Estonya, kronunu İsveç kronuna bağlamayı düşünmüşse de daha sonra Alman markına bağlamıştır. Bu seçim para kurulunun başarısı açısından olumlu olarak nitelendirilmektedir. Çünkü Alman markı istikrarlı bir para olduğu gibi Almanya Estonya'nın en önemli ticari ortaklarından birisi konumundadır. Böylece rezerv para biriminden kaynaklanan muhtemel şokların Estonya ekonomisi üzerindeki etkisinin asgariye indirilmesi mümkün olmuştur (Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.16).

Estonya'nın uyguladığı para kurulu sistemi geleneksel uygulamalardan farklılıklar arz etmektedir. Estonya Bankası "Banknot İhraç Bölümü" ve "Bankacılık Bölümü" olmak üzere iki ayrı bölüme ayrılmıştır. Bunlardan İhraç Bölümü para kurulu gibi çalışırken; Bankacılık Bölümü, fonksiyonları kısıtlanmış merkez bankası olarak çalışmaktadır. Bu bölüm esas olarak Estonya ile eski Sovyet Cumhuriyetleri arasındaki ödeme antlaşmalarından sorumlu olup, bankaların ihtiyaç duymaları halinde onlara kredi temin etmektedir. Ayrıca bankaların kuruluş izinleri ve denetlenmesi yine bu bölüm aracılığı ile gerçekleştirilmektedir (Bennett, 1993, s.454; Osband ve Villanueva, 1993, s.203). Bankacılık Bölümünün bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamasının para kurulu sisteminin bütünlüğünü genel anlamda bozmadığı kabul edilmektedir. Buna gerekçe olarak, para kurulunun sahip olduğu ihtiyaç

fazlası senyorej gelirlerinin Bankacılık Bölümüne aktarılması gösterilmektedir. Kısaca bu bilinen anlamıyla tam bir reeskont kredisi uygulaması değildir.

Estonya, piyasaya sürdüğü kronu 11.3 ton gibi önemli bir altın rezervi ile desteklemiştir. Estonya'nın bu altınları bulması zor olmamıştır. Çünkü, II. Dünya Savaşı sonrasında İngiltere Bankası'nda biriken altın hesabı 1991'den itibaren Estonya'ya aktarılmaya başlanmıştır. Bu özelliği ile Estonya, zamanla bölgenin en istikrarlı parasına sahip olmuştur. Böylece küçük bir ülkenin yeni bir para birimi olan kron ile kazandığı olağanüstü bir başarı ortaya çıkmıştır (Reynolds, 1993, s.669).

Estonya para kurulu sisteminin sonuçlarını değerlendirmek için zaman henüz erken sayılabilir. Bununla birlikte alınan başarılı sonuçlar gelecek için ümit verici niteliktedir. Özellikle enflasyonla mücadelede önemli başarılar elde edilmiştir. 1992 yılında tüketici fiyatları bazında % 950 olan yıllık enflasyon oranı Mayıs 1995'de % 21'lere kadar düşmüştür. Enflasyondaki düşüşle birlikte reel üretimdeki aşırı dalgalanmalar azalmıştır. Diğer bir başarı da faiz oranlarında yakalanan düşük seviyedir. 1993-1994 yılı boyunca üç aylık mevduat faiz oranları % 15-20'ler düzeyinde seyretmiştir. Bu başarının altında sabit kur uygulamasıyla devalüasyon beklentilerinin kırılması ve risk priminin düşürülmesi olduğu savunulmaktadır (Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.17-18).

B. Arjantin Para Kurulu

Arjantin para kurulu sistemi birçok farklı özellikler taşıyan bir sistemdir. Başlangıçta sistemin para kurulu olup olmadığı tartışıldığını belirtmekte yarar vardır. Hanke (1993), Arjantin'deki para kurulu şeklinin, merkez bankası fonksiyonlarının kısıtlanmasından ibaret olduğunu ve dolayısıyla bu uygulamanın tam anlamıyla bir para kurulu nitelendirilemeyeceğini savunmaktadır. (Hanke, 1993, s.50). Buna karşılık birçok iktisatçı da bu uygulamanın "yarı para kurulu" sistemi olduğuna inanmaktadır.

Arjantin para kurulu sistemi, Arjantin'in büyük ve dünyaya açık bir ülke olması, ekonomik sorunlarının büyüklüğü ve Latin Amerika için örnek teşkil etmesi nedeniyle dikkatle izlenmektedir. Gerçekten de Arjantin 1994 verileri itibarıyla 34 milyon civarındaki nüfusu, 8 bin \$'lık kişi başına düşen geliri ile Dünya Bankası'nın yaptığı sıralamada orta gelirli ülke grubunun üst diliminde yer almıştır (World Economic Report, 1996, s.189). Ayrıca, Arjantin

bu gelir düzeyi ile Brezilya, Şili ve Uruguay ile oluşturdukları Mercosur ticaret bloğunun da en zengin üyesi durumundadır (Kozlu, 1997, s.13).

Arjantin para kurulunun, geleneksel para kuruluna göre üç önemli farkı vardır. Bunlardan birincisi, 1991 yılında uygulanan Konvertibilite Kanunu'na göre merkez bankasının hükümete ödünç fon verilebilmesidir. Ancak fon miktarı parasal tabanı aşan miktardaki uluslararası rezervlerle sınırlı tutulmuştur. Sistemin ikinci önemli farkı, uluslararası rezervlere doların yanı sıra dolar veya altına endeksli devlet tahvillerinin de dahil edilmesidir. Hükümet gerektiğinde devlet tahvillerini merkez bankasına satarak bütçe açıklarını finanse edebilmektedir. Bunun sınırlanmaması itibari para hacminin genişlemesi anlamına geleceğinden, alınan bir karar sonucu dolara veya altına endeksli devlet tahvillerinin merkez bankası rezervleri içindeki payı %10 ile sınırlandırılmıştır. Arjantin para kurulunun bir diğer farkı da kurulun mevduat sigortası ve en son ödünç veren kurum olma özelliğini devam ettirmesidir. Para kurulu 50 milyon doları ve mudi başına 1000 \$'lık mevduatı sigortalamıştır. Kurul açık piyasa işlemlerini de sadece aylık geçici nakit taleplerindeki dalgalanmaları dengelemek için kullanabilmektedir.

Arjantin, para kurulu sistemine geçiş aşamasında çok önemli mali reformlar gerçekleştirmiştir. Şöyle ki, Arjantin ekonomisindeki yeniden yapılanmanın mimarı sayılan Cavallo'nun (maliye bakanı) ifadesiyle Arjantin'de yaşanan mucizenin iki ana nedeni vardır. Birincisi, her istikrar paketinin olmazsa olmaz ögesi olan mali reform ve ikincisi, iki paralı bir para kurulu ve tam konvertibilitenin uygulandığı para politikasıdır (Fındıkcıoğlu, 1995, s.71). Mali reformlar kapsamında Dünya Bankası yardımıyla sürdürülen ve vergi gelirlerini ikiye katlayan vergi reformu, yaklaşık % 20 oranında istihdamın azalmasıyla sonuçlanan devletin küçültülmesi, kamu harcamaları üzerinde kontrolün gerçekleştirilmesi, sosyal içerikli yardımların taşra teşkilatlarına bırakılması, ihracat üzerinden alınan vergilerin kaldırılması, ithalat vergilerinin ve kotaların azaltılması, borç vadelerinin uzatılması gibi çok önemli düzenlemeler mevcuttur.

Arjantin'in para kurulu sistemine geçişinden bu yana yaklaşık 6 yıl geçmiştir. Böylesine radikal önlemlerin sonuçlarını değerlendirmek henüz erken sayılabilir. Ancak elde edilen sonuçlar gerçekten mucizevi niteliktedir. Alınan sonuçlardan yola çıkarak uygulanan sisteminin Arjantin gibi gelişmekte olan ülkeler için de uygulanabileceği yönünde iyimser bir hava oluşmuştur. Özellikle enflasyonun düşürülmesindeki başarı dikkat çekicidir. Nitekim 1980-1990 döneminde hiper enflasyon yaşayan Arjantin'de yıllık enflasyon

%3000'lere kadar ulaşmıştır. Hatta bu oran 1990 yılının Mart ayında yıllık %20.266 gibi rekor bir düzeye erişmiştir. Enflasyonun durdurulmasında gösterilen basiretsizlik, halkın makroekonomik politikalara ve merkez bankası dahil bu politikaları uygulamaktan sorumlu olan bütün kurumlara olan güvenini tamamen ortadan kaldırmıştır. (Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.9). Ancak uygulanan reform programı sonucu, enflasyon oranı son 51 yılın en düşük düzeyine inmiştir. Ayrıca, Arjantin'de ilk kez yedi yıldır üst üste, enflasyon oranında düşüş kaydedilmiştir (Yeni Yüzyıl, 1997, s.9). Enflasyonda sağlanan bu başarının yanında dış yatırımcıların ve finansörlerin güveni de tesis edilmiştir. Vergi gelirlerinde de önemli artışlar sağlanmıştır. Nitekim 1989 yılında GSMH'nin %1.6'sı düzeyindeki bütçe açığı, artan vergi gelirleri sonucu fazlalığa dönüşmüş ve 1992 yılında GSMH'nin % 2'si oranında fazla vermiştir. Reformların olumsuz etkisi olarak işsizlik bir miktar artsa da Arjantin'de yaşanan gelişmeleri mucize olarak nitelendirmek mümkündür.

VI. Para Kurulu Sisteminin Fayda ve Maliyetleri

Para kurulu sisteminin uygulanması ile birlikte bir takım faydaların yanında maliyetler de söz konusudur. Sağlanan faydalardan birincisi, tam konvertibiliteye geçilmesi ve para kurulu pasiflerinin yabancı rezervlerle güvence altına alınması ile birlikte ulusal paraya olan güvenin sağlanması gelir. Üstelik bu, çok kısa bir zaman içerisinde gerçekleştirilebilir. Ulusal paraya olan güven yanında, elde edilen başarılı sonuçlar ekonomik kurumların itibarını da artırmaktadır. Sağlanan güven ortamı ayrıca iktisat politikalarının etkinliğini de yükseltmektedir.

Para kurulu sisteminin sağladığı faydalardan ikincisi, mali disiplini oluşturmasıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bağımsızlığının yeterince sağlanamaması nedeniyle bütçe açıkları büyük ölçüde merkez bankaları kaynakları ile finanse edilmektedir. Bu da enflasyonun parasal dinamiğini oluşturmaktadır. Nitekim birçok çalışmada Latin Amerika ülkelerindeki yüksek enflasyonun nedeni olarak hükümetlerin her yıl büyük mali açıklarla çalışmış olmaları ve bu açıkların önemli bir kısmının merkez bankası kaynaklarıyla finanse edilmesi gösterilmektedir (Dutton, 1981, s.245). Para kurulu sisteminde kamu açıklarının bu yolla finansmanının mümkün olmaması veya kısıtlanması hükümetleri mali disiplin sağlamaya zorunlu kılmaktadır.

Para kurulu sisteminin faydalarından üçüncüsü de ödemeler dengesi üzerindeki etkisiyle ilgilidir. Gelişmekte olan pek çok ülkede değişik aralıklarla

krizle sonuçlanan kronik dış ödemeler dengesi açıkları para kurulu sisteminde sürdürülemez. Dış denge kendiliğinden sağlanır. Makroekonomik disiplinle sağlanan ücret, fiyat ve döviz kuru istikrarı sonucunda hem dış ticaret hacminin genişlemesi hem de ihracat ve ithalattaki dalgalanmaların azalması gibi ödemeler dengesi ile ilgili olumlu gelişmeler sistemle birlikte görülmektedir (Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.30).

Özetle para kurulu sistemi, parasal sistemi politik kararlardan ayırarak devlet hazinesinin israf edilmesini, sabit kur sistemi ile de döviz kurunun siyasi ve ekonomik problemlerin çözümünde kullanılmasını önlemekte, sorumsuz hükümetleri disipline etmekte, enflasyonist finansman imkanlarına karşı çıkarak popülist politikaları frenlemede önemli yararlar sağlayabilen bir sistem olarak değerlendirilmektedir.

Para kurulu sisteminin getirdiği maliyetlerden birincisi bütçe problemi'dir. Sistemle birlikte hükümetin enflasyon vergisi gelirinden mahrum olması, bütçe probleminin ortaya çıkmasına neden olabilmekte ve böylece bütçe açığının kapatılması ihtiyacı ortaya çıkacaktır (Meltzer, 1993, s.708). Para kurulu sisteminin getirdiği maliyetlerden ikincisi, para politikasının pasifize hale gelmesidir. Maliye politikasına göre daha hızlı uygulanabilen ve sonuçlarının daha erken alınabildiği bu politikanın kısıtlanmış olması olası iç ve dış konjonktürel dalgalanmaların önlenmesinde güçlükler yaratabilir. Sistemin olumsuz yönlerinden üçüncüsü de en son ödünç veren bir kurumun olmamasından doğabilecek finansal kriz olasılığının artmasıdır. Hem hükümet için hem de bankacılık sektörü için bu fonksiyonun olmaması veya kısıtlanması, parasal krizin bankacılık krizi gibi daha büyük krizlere dönüşmesine neden olacaktır (Fisher, 1996, s.37).

VII. Türkiye İçin Para Kurulu Tartışmaları

Türkiye'de enflasyonun temel nedenleri arasında genellikle bütçe sorununun olduğu kabul edilmektedir. Bir türlü hedeflenen seviyelere indirilemeyen kamu kesimi borçlanma gereği ve bunun yol açtığı finansman baskısı enflasyonun parasal dinamiğini artırmaktadır. Bu aşamada Türkiye'deki enflasyonun parasal bir olgu olup olmadığının sorgulanması gündeme gelse de, ülkedeki enflasyonist bunalımın aşılmasının ana nedeninin enflasyonun parasal bir olgu olduğunun görülebilmesi veya görülmek istenmemesi yönündeki görüşler (Çolak, 1996, s.29) bizi sorunun temelinde parasal olguların önem taşıdığını ve bunun kontrol edilmesinin gerektiği noktasına getirmektedir. Bununla birlikte ülkemizdeki parasal sorunların parasalcı bir yaklaşımla ele

alınıp alınamayacağı konusunun daha fazla tartışılmasının gerekli bir olgu olduğunun altının çizilmesinde yarar görülmektedir.

Türkiye’de hükümetlerin para otoriteleri üzerindeki yetkilerini iki yolla kısmak mümkündür. İlki para kurulu sistemi gibi radikal bir çözümlerle hükümetlerin para arzını tayin etmedeki yetkilerini tamamen kaldırmaktır. İkincisi ise, merkez bankasının anayasal düzenlemelerle özerkleştirilmesidir (Gültekin ve Yılmaz, 1996, s.46). Hiç şüphesiz uygun olan ikinci mekanizmadır. Çünkü mevcut merkez bankacılığı tecrübesiyle gerekli şartların sağlanması halinde para kurulunun yapabileceği bütün işler merkez bankacılığı sistemi ile rahatlıkla yapılabilir. Ancak Türkiye’nin yaşadığı merkez bankacılığı tecrübesi buna olan inancı ve beklentileri oldukça sarsmış durumdadır. Buchanan’ın “sınırı çizilmemiş otorite, siyasi baskılar altında enflasyona yatkındır...” sözü bunun doğal olduğunu ortaya koymaktadır. Buchanan hükümetlerin nasıl kısıtlanacağı sorusuna da, “... denetimden yoksun bütçe açıklarını ve para tekeli devleti kötüye kullanmasını önlemenin çaresi, demokrasiyi disiplin altına sokmaktır, yani bütçe ve para arzı kuralları ve kurumları ile hükümeti bağlamak ve halkın çoğunluğunun onayı olmadan bunları değiştirmemek” (Yeni Yüzyıl, 1996, s.11) şeklinde açıklık getirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan tecrübeler bunu merkez bankası ile gerçekleştirilmenin zor olduğunu ortaya koymaktadır. Bu aşamada merkez bankasına alternatif kurum olarak para kurulu tartışmaları gündeme gelmiştir. Türkiye için özellikle 1994 yılı mali krizden sonra enflasyonla mücadelede birçok öneriler gündeme getirilse de hiçbiri Yeni Türk Lirası (YTL) projesi kadar dikkat çekmemiş ve tartışılmamıştır.

YTL projesi hakkında gerek Refahiyol hükümeti zamanında gerekse Güneş Taner’in son günlerde medyaya yansıyan açıklamalarında tam bir netlik yoktur. Ancak Refahiyol hükümeti adına çalışmaları yürütmüş olan Altuğ’un hazırlamış olduğu (1) Yeni Türk Lirası (YTL) = (1) \$ Projesinde 1YTL = 1\$ şeklindeki düzenlemenin önerilen esasları şöyle sıralanmaktadır (Altuğ,1997, s.11-12): 1) Halkın karşılığa verdiği önemi göz önüne alarak, yeni paranın eski TL’den ayrı bir para olduğunu belirtebilmek için psikolojik tesiri dolayısıyla TCMB’da karşılık tahsis edilerek YTL arzı (belirlenen sabit kurdan 1 YTL = 100.000 TL) ülkenin döviz rezervi karşılığı arz edilecektir. 2) Halihazırdaki döviz rezervlerinin belirli bir yüzdesine tekabül eden \$ karşılığı YTL piyasaya arz edilecektir. Böylelikle, YTL miktarını tahdit ederek, enflasyonist bir politikadan uzaklaşmış olduğu kesin olarak ifade edilecektir. 3) YTL ile güvenilir ve sabit değerli bir değer ölçüsüne kavuşulacak, halkın elinde olduğu tahmin edilen 20 milyar \$ tutarındaki kayıtdışı döviz rezervi, bu yolla banka

sistemine sokulacak ve YTL'nin içte ve dışta itibarı artacaktır. 4) Tedavüle çıkacak YTL ile devlet iç borç ana para ve faizleri ile devlet memur maaşlarının ödenmesini yapacak yeniden borçlanmasına ve para basılmasına gerek kalmayacaktır. 5) Hükümete finansman açıklarını kapatmak üzere YTL üzerinden ödünç verilmeyecek, eski TL üzerinden de emisyon durdurulacaktır. Hükümet sadece USA ve diğer gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarından \$ olarak borç alabilecektir. 6) YTL faiz oranları temel olarak piyasada belirlenecektir. 7) Vergilerin ve harçların (1) YTL = (1) \$ şeklinde basılacak yeni para ile ödenmesi sağlanarak emisyondaki (eski) para hacmi daraltılacaktır. 8) Bankalarca mevduat karşılıklarının YTL olarak yatırılması 9) Piyasadaki (\$)ların YTL'ne dönüştürülmesinin cazip hale getirilmesi 10)YTL ile eski TL'nin yarıştırılması.

Taner'in projesine göre, Refahiyol hükümeti döneminde gündeme gelen Yeni Lira'ya, yüzde 4 faiz verilecek, memur maaşları başta olmak üzere devletin ödemeleri yeni para birimiyle yapılacak. Yeni Lira'nın çıkmasıyla birlikte eski lira tamamen tedavülden kalkacak. Uygulamanın başladığı tarihteki dolar kuru esas alınacak ve dolar artıkça YTL da buna paralel olarak gelişecektir. (Milliyet, 1997, s.7). Görüleceği üzere enflasyonun indirilmesi amacına yönelik olan iki proje de esasında aynıdır. Farklı olarak Taner'in projesinde eski TL tedavülden kalkarken; Altuğ'un projesinde eski TL ile YTL'nin bir rekabeti söz konusudur. Bir diğer farklılık da Taner'in projesinde YTL'ye %4 gibi sabit bir faiz oranı uygulanırken; Altuğ'un projesinde ise piyasada geçerli olan faiz oranı uygulaması öngörülmektedir.

Nihayet para kurulu ile ilgili son gelişme Başbakan Mesut Yılmaz'ın açıklamasında olmuştur. Yılmaz'ın yaptığı açıklamada, enflasyonla mücadele para politikasında yapacak değişikliklerle birlikte çok yakında para kurulu uygulamasına benzer bir uygulamanın kullanılabileceği anlaşılmaktadır. Hazine ve Merkez Bankası'nın yaptığı çalışmaya göre Türkiye için düşünülen "melez para kurulu" şöyle işleyecek (Sabah, 1997, s.1) :

-Merkez Bankası'nın iç varlıklarına sınırlama getirilecek. Böylece Merkez Bankası'nın Hazine'ye, KİT'lere, özel sektör bankalarına vermiş olduğu kredilere önemli sınırlamalar getirilmiş olunacak.

-Piyasada para miktarını ayarlamak için yapılan "açık piyasa işlemleri"ne de sınırlama getirilecek. Diğer bir ifade ile Merkez Bankası'nın Hazine Bonusu ve Devlet İç Borçlanma Senetleri karşılığında bankalara verdiği kısa vadeli kredilere de kısıtlamalar getirilecek.

-Piyasaya arz edilen para miktarı, döviz rezervlerine bağlanacak. Merkez Bankası, bankaların TL ihtiyacını, bankalardan döviz satın alarak karşılayacak.

Yapılacak düzenlemelerle bu önlemler alınırken, para arzının döviz rezervlerine eşitlenmemesi ve TL'nin de yabancı bir para veya para sepetine bağlanmaması öngörülmektedir. Uygulanması düşünülen yumuşak para kurulu uygulaması daha önce bahsedilen klasik para kurullarına göre belirli farklılıklar içermekle birlikte, iç varlıkların sınırlanmasıyla para arzını kontrol etmek ve böylece enflasyonu aşağıya çekme amacıyla da klasik parakurulu uygulamasına benzerlik göstermektedir. Enflasyonla mücadelede bu sistemin veya başka bir sistemin ne şekilde uygulanacağına dair de hiçbir ciddi ve güven verici resmi açıklama henüz kamuoyuna yapılmamıştır.

YTL'si mekanizmasının işlerlik kazanması halinde şu sonuçlar beklenilebilir (Karslı, 1996):

1) YTL ile, uzun zamandır yoksun kalınan güvenilir ve sabit değerli bir değer ölçüsüne kavuşulacak, 2) Bugün piyasada gayrimenkul fiyatları, işyeri kiralari, bilgisayar fiyatları, vadeli satışlar vs. dolar yerine YTL ile belirlenecek, 3) Bugün Türk halkının elinde kısmen banka ve özel finans kurumlarında olmak üzere 20 milyar dolar tahmin edilen bir döviz rezervi bulunuyor. Bu para Türk ekonomisine rezerv olarak dönebilecektir, 4) Çözülen döviz iddiharı piyasada döviz arzını artıracığı için, Yeni TL'nin değeri belki de doların üzerine çıkacaktır. O zaman YTL'nin iç ve dış piyasada itibarı artar. Hukuken konvertibl olan Türk Lirası böylece fiilen de konvertibl hale gelmiş olur. Yabancı döviz rezervlerine olan ihtiyaç azalır. 5) Tedavüle çıkarılacak YTL ile devlet, iç borç anapara ve faiz ödemelerini yapmak suretiyle yeniden borçlanmasına ve para basmasına gerek kalmayabilecektir.

Bütün bunlara rağmen projeye olumsuz bakanların sayısı oldukça fazladır. Bunları ayrıntılı olarak ortaya koymaktansa olumsuz yaklaşımların gerekçelerini özetlemek daha uygun olacaktır.

Yeni lira ile ilgili eleştirilen hususlar :

1) 1 YTL = 1 \$ şeklindeki sabit kuru sağlayacak yeterli döviz yoktur. Böyle bir kur üzerinden para kurulu sistemine geçmek için 10 milyar \$ düzeyinde ek, taze rezerve ihtiyaç vardır,

2) % 100 karşılığında tabi tutulacak parasal miktarın hesaplanması hususunda önemli problemler vardır,

3) Böyle bir sisteme geçilmesi ile birlikte hükümet önemli miktarda senyoraaj gelirinden mahrum kalacaktır,

4) Para kurulu sistemi ile birlikte en son ödünç veren kurumun olmaması nedeniyle (veya sınırlandırılmış halde bulunması) mali kriz durumunda bankaların bunu atlatıp atlatamayacakları kuşkuludur,

5) Bütün sorunlar halledilse bile para kurulu sistemi, özelleştirme, vergi reformu gibi geniş kapsamlı istikrar paketleri ile desteklenmedikçe başarılı olamaz,

6) Belirtilen geniş kapsamlı istikrar paketi uygulanması halinde para kurulunun yapabileceği bütün işleri merkez bankası da yapar,

7) Ekonomi politikaları paranın endekslendiği ülkenin ekonomi politikalarına bağımlı hale gelir,

8) Bu kadar yüksek enflasyonda sabit döviz kuruna geçilmesi ciddi sorunlara yol açabilir.

Refahiyol hükümeti ile Merkez Bankası arasında yaşanan ve hükümetin kredibilitesini olumsuz yönde etkileyen 138 trilyonluk Merkez Bankası kararının (üstelik kesinleşmemiş) Hazine'ye gelir olarak aktarılması tartışmaları, Merkez Bankası'nın nasıl bir politik baskı altında kaldığını ve kalacağını göstermesi açısından çok önemlidir. Buna ilave olarak Barro'nun Türkiye'nin enflasyondan kurtulmasında para kurulunun yararlı olabileceğini ve Merkez Bankası'nın ülke parasını ABD doları, Alman markı gibi güçlü bir paraya ya da sepete bağlaması önerisine de dikkat çekmek gerekir. Daha da önemlisi, Barro tartışma konusu olan para kurullarının küçük ölçekli ülkelerde uygulanabileceği hususuna açıklık getirerek, para kurulu uygulaması için ülke büyüklüğünün önemli olmadığını, ülkede kredibilite yoksa, uzun yıllar yüksek enflasyon içinde yaşıyorsa daha sert önlemlerin alınmasını savunmuştur (Arın, 1997, s. 13).

VII. Sonuç ve Değerlendirme

Gelişmekte olan ülkelere merkez bankasına alternatif kurum olarak düşünülen para kurulu son yıllarda literatürde sıkça ele alınan konular arasına girmiştir. İlk kez 1847 yılında Mauritius'da uygulanan para kurulu sistemi, 150 yıllık bir tecrübeye ve 70 civarında sömürge veya devlette uygulanma imkanına sahip olmuştur. Yapılan çalışmalar, para kurulundan merkez bankasına geçen ülkelerin ekonomik performanslarının olumsuz yönde etkilendiğini göstermiştir.

1950'li ve 1960'lı yıllarda sömürgelerin bağımsızlıklarını kazanmaları ile birlikte, daha çok siyasi nedenlere bağlı olarak, merkez bankacılığına geçiş süreci hızlanmıştır. Ancak 1994 yılında yaşanan Meksika krizi ve 1990'lı yıllardan itibaren dağılan Sovyet Birliği'nin eski cumhuriyetlerinde gündeme gelen serbest piyasa ekonomisine geçiş çalışmaları para kurulu sistemini yeniden gündeme getirmiştir. Türkiye 1994 yılında yaşadığı mali krizle birlikte para kurulu sistemi tartışmalarının içerisine girmiştir.

Para kurulu sistemi tam para kurulu sisteminden yarı para kurulu sistemine doğru bir değişime uğramıştır. Tam para kurulu sisteminde % 100 karşılık sistemi, sabit döviz kuru, en son ödünç veren kurumun bulunmayışı, hükümete ve kamu kuruluşlarına hiçbir suretle finansman imkanının sağlanmaması gibi özellikler mevcutken, günümüzde örneğin Estonya ve Arjantin para kurulu sisteminde bunlara bir miktar esneklik getirilmiştir.

Para kurulu sistemi, kolay kurulabilme özelliğinin yanında, basit işleyiş mekanizmasına, kredibilitiyi kısa zamanda sağlayabilmesi özelliklerine bağlı olarak gelişmekte olan ülkeler için önemli avantajlar sağlama imkanına sahiptir. Uygulanabilmesi halinde istikrarlı, kredibil ve tam konvertibl bir para yaratılabilmesinin yanında sağlanan güven ortamı sayesinde uluslararası yatırımlara imkan sağlayabilmektedir. Para kurulu, bu yararların yanında para politikasının sınırlandırılması, senyoraj gelirinden mahrum olma, en son ödünç veren kurumun olmaması gibi nedenlerle de çeşitli eleştirilere maruz kalmaktadır.

Konunun bizi ilgilendiren yönü YTL ile ilgili boyutudur. Her ne kadar resmi bir açıklama yapılmasa da Refahyol hükümeti zamanında gündeme getirilen para kurulu uygulamasının şeklinin paralel para kurulu çerçevesinde düşünülmüş olduğu anlaşılmaktadır. Güneş Taner'in medyaya yansıyan açıklamalarına göre ise paraların rekabeti öngörülmemekte eski TL'nun hemen tedavülden kaldırılması planlanmaktadır. Nihayet son günlerde Başbakan Mesut Yılmaz'a atfen çok yakında "melez para kurulu" uygulanacağı yönde basında açıklamalar yer almaktadır. Ancak bu konuda bir fikir birliği sağlanamadığı gibi olumsuz görüşler ileri sürenler çoğunlukta gibi görülmektedir. Aslında olumsuzluk kesin bir düşünce olmamakla birlikte, ciddi ve uzun vadeli istikrar programlarının uygulamaya konulması halinde Türkiye için bunun düşünülebileceği genel olarak kabul edilmektedir.

Konuya ilişkin tartışmalar sürüp giderken ekonomik şartlar daha da ağırlaşmaktadır. Enflasyon % 100'ler civarında seyretmekte, kamu kesimi borçlanma gereği bir türlü istenilen seviyeye indirilememekte, mali sistem

kamu kesiminin verimsizliği nedeniyle baskı altında kalmakta, monetizasyon zaman zaman sorunlar yaratmakta, dolarizasyon artmakta ve TL hızla değer kaybetmektedir. Hepsinden önemlisi enflasyon beklentisinin kırılmaması ve halkın enflasyonla yaşamaya alışması enflasyonla mücadelede olumsuzluk yaratmaktadır.

Bütün bunlar olurken, Türkiye'de para politikasının uygulayıcısı olan Merkez Bankası da bütçe politikalarının olumsuz sonuçlarını önleyen veya erteleyen bir kurum konumuna getirilmiştir. Oysa yapılan bir çok çalışma, bağımsız merkez bankalarının ekonomik performanslarının çok iyi olduğunu göstermiştir. Bu noktadan hareketle para kurulunu bir kurtarıcı olarak ortaya atmaktansa, yaklaşık 50 yıllık merkez bankacılığı tecrübesinde yararlanmak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Tartışmaların odağında para kurulu mu yoksa merkez bankası mı sorusundan ziyade para kurulu mu yoksa özerk bir merkez bankası mı sorusu olmalıdır. Eğer özerk bir merkez bankası fikrinde birleşiliyorsa, Merkez Bankası'nın özerkliği için yasal ve fiili durumun uyumu sağlanmalıdır. Fakat Refahiyol hükümetinin Merkez Bankası'nın 138 trilyonluk (henüz kesinleşmemiş) muhtemel karını hazineye gelir kaydetme istekleri bu yöndeki gelişmelerin ümit verici olmadığını bir kez daha göstermiştir. Temelinde bütçe sorunu olan enflasyonun önlenmesinde para kurulunun ciddi bir alternatif olabileceğini göz ardı etmemek gerekir. Konuyu belli bir siyasi gönderme yapmadan ekonomik ve objektif kriterler çerçevesinde ciddi olarak tartışmaya açmakta yarar vardır. Bununla birlikte Taner'in " bir lira bir dolara eşit olacak " şeklindeki beyanatu ile yeniden gündeme gelen para kurulu tartışmaları maalesef sadece manşete çıkmak için yapılan açıklamalar olmaktan öteye gidememektedir.

Summary: Turkey has several national and international problems because of the high inflation rate in the economy. However, it can be observed that today inflation is not a serious problem in the World. For example, Argentina, where economic conditions are similar to those of Turkey, reduced its inflation rate from 3000% to 4% by means of stabilization policies including currency board system. In Turkey, it is realized that improvements in the economy can not be stabilized without having price stability. So, struggling for inflation is the only objective in the program of the present government. But, the problem is how this objective is accomplished. Numerous discussions and propositions have been made in this subject. One of them is the currency board system. The past of currency board system goes to 19 th century. The main characteristics of the currency board system is that the board exchanges domestic currency for the foreign reserve currency at a specified and fixed rate. In this system, there is no role of the monetary policy. The purpose of this paper is to introduce the currency board system and then to discuss the necessity and applicability of the system to the case of Turkey.

Kaynaklar

- Altuğ, O. (1997), (1) Yeni Türk Lirası (YTL) = (1) \$ Projesi (Yayımlanmamış Rapor).
- Arın, M. (1997), "Harvard'lı Ünlü Ekonomist Robert Barro'ya Göre Borçlanma Sorunu İstikrarsızlığın Bir Parçası...", Yeni Yüzyıl, 16 Ocak, s. 13.
- Bennett, A. A .G. (1993), "The Operation of the Estonian Currency Board", IMF Staff Papers, Vol.40, No:2, p. 541-570.
- _____ (1995), "Currency Board: Issue and Experiences", Finance and Development, Vol.32, No:3, p. 39-42.
- Çolak, Ö. F. ve Togay, S. (1995), "Currency Board: Para Arzının Kontrolüne İlişkin Monetarist Bir Yaklaşım", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı:11, s. 27-43.
- Çolak, Ö. F. (1996), "Yeni Lira Tartışmaları ve Para Kurulu", İşveren, Cilt:XXXV, Sayı:2., s.28-31.
- Dowd, K. (1993), "Money and The Market:What Role for Government ?", Cato Journal, Vol.12, No:3, p. 557-576.
- Dutton, S. D. (1971), "A Model of Self-Generating Inflation:The Argentina Case", Money, Credit, And Banking, Vol.III, p. 245-262.
- Fındıkcıoğlu, G .(1996), "Döviz Cinsinden Boçlanma Üzerine", İktisat Dergisi, Sayı:359, s.71-76.
- Gökçe, D. (1996a), "Ruslar ve Paralel Para!", Yeni Yüzyıl (25Kasım), s. 9.
- _____ (1996b), "Yeni Lira Çürük Liraya Karşı!", Yeni Yüzyıl(26 Kasım), s.9.
- Gültekin, N. B. ve Yılmaz, K. (1996), Para Kurulu : Nedir, Ne Zaman Gerekir ?, Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etüdler Vakfı (TESEV), İstanbul.
- Fieleke, N. S. (1992), "The Quest for Sound Money: Currency Boards to the Rescue ?", Federal Reserve Bank of Boston New England Economic Review, (Now/Dec), p.14-24.
- Fisher, S. H. (1993), "Maintaining Price Stability" Finance and Development, Vol.33, No:44, p.34-47.
- Hanke, S. H. (1993), "Argentina-Comments", World Bank Discussion Papers, 207, p. 50.
- Hanke, S. H. and Schuler, K. (1991), "Ruble Reform: A Lesson From Keynes", Cato Journal, Vol.10, No:3, p. 655-666.
- _____ 1993), "Currency Boards For Latin America", World Bank Discussion Papers, 207, p.13-20.

- _____ (1994), Currency Board for Developing Countries: A Handbook, International Center for Economic Growth, San Francisco.
- Hanson, J. (1993), "Argentina's Quasi-Currency Board", World Bank Discussion Paper, 207, p43-48.
- Humpage, O. F. and McIntire, J. M. (1995), "An Introduction to Currency Boards", Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review, Quarter 2, Vol.32, No: 2, p. 2-11.
- Karasoy, A. (Şubat 1997), "Para Kurulu Sisteminin Uygulanması", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliğleri (Mayıs- Aralık 1996), s.133- 141.
- Karslı, M. (1997), "Yeni Lira ", Milliyet, (18 Ekim), s 7.
- Kozlu, C. (1997), "El Turko'nun Cambazlığı", Yeni Yüzyıl, (27 Ocak), s.13. Milliyet Gazetesi, 20.9.1997.
- Meltzer, A. H. (1993), "The Benefit and Cost of Currency Boards", Cato Journal, Vol.12, No:3, p.707-710.
- Oktar, S. (1995), "Merkez Bankasına Alternatif Bir Kurum: Currency Board", İktisat Araştırmaları Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, s.123-127.
- Osband, K. and Villanueva, D. (1993), "Independent Currency Authorities: An Analytic Primer", IMF Staff Paper, Vol.40, No:1, p. 202-216.
- Ow, C.H., (1986), The Currency Board Monetary System: The Case of Singapore and Hong Kong, Johns Hopkins University, Ph. D. dissertation.
- Reynold, A. (1993), "Monetary Reform in Russia: The Case for Cold", Cato Journal, Vol.12, No:3, p. 657-675.
- Sabah (Pazar Ekonomi), 9 Kasım 1997.
- Schuler, K. A. (1992), Currency Board, Ph. D.dissertation, George Mason University.
- Schwartz, A. T. (1993), "Currency Boards: Their Past, Present, and Possible Future Role", Corneige Rochester Conference Series on Public Policy, Vol.39, p.147-187.
- Walters, A. and Hanke, H. S. (1992), "Currency Boards", in The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Edited by Peter Newman, Murray Milgate and John Eatwell, The Mcmillan Press Limited, p. 558-561.
- World Bank (1996), World Economic Report, Oxford University Press Inc. New York.
- Yeni Yüzyıl, 27 Aralık 1996 s.11.
- _____, 5 Ocak 1997 s.9.
- _____, 8 Ocak 1997 s.9.

Zarazaga, C. E. (1995), "Argentina, Mexico, and Currency Board: Another Case of Rules of Rules Versus Discretion", Dallas Economic Review, Fourth Quarter, p.14-22.