

İSTİKRAR PROGRAMLARINDA NOMİNAL ÇİPA SEÇİMİ VE UYGULAMA SONUÇLARI

Erdoğan TELATAR

(Doç.Dr., Hacettepe Üniversitesi, İktisat Bölümü, 06532, ANKARA,
e-mail: etelatar@hacettepe.edu.tr)

Özet:

Bu çalışmanın amacı, kronik enflasyon probleminden kurtulmaya çalışan gelişmekte olan ülkelerde günümüze kadar uygulanmış istikrar programlarının teorik açıdan ve uygulama sonuçları itibariyle incelenmesidir. Bu amaçla ilk olarak, enflasyonla savaşmada kullanılan nominal çıpa tercihlerini belirleyen unsurlar ortaya konulmaktadır. Nominal çıpa tercihi itibariyle paraya ve döviz kuruna dayalı olmak üzere, birbirinden farklı istikrar programlarının uygulama sonuçları, iktisat teorisi ışığında tartışılmaktadır.

Abstract:

Selection of Nominal Anchor by Stabilization Programs and Conclusions Derived from Related Applications

The purpose of this paper is to analyze the stabilization programs and their results implemented in developing countries which has suffered from chronic inflation for a long time. With this purpose, first we display the factors determining the preferences on nominal anchors used to fight with inflation. The stylized facts of stabilization programs based on money or exchange rate as nominal anchor are discussed in light of economic theory.

I. GİRİŞ

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Türkiye'de uzun yıllardır yaşanan enflasyon probleminden kurtulmak ve enflasyonun kendi kendini besleyen bir süreç haline gelmesinde önemli bir rol oynayan yüksek enflasyon beklentilerini kırmak amacıyla, 1999 yılı sonunda bir program ilan etmiştir.

TCMB tarafından "enflasyonu düşürme programı" olarak isimlendirilen programın üç temel üzerine kurulu olduğu görülmektedir: (i) sıkı maliye politikası uygulaması ile kamu sektöründe faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması, (ii) enflasyon hedefi ile uyumlu bir gelirler politikası ve (iii) bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yaptığı katkıyı desteklemek, ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış para ve kur politikası.

İlan edilen para ve kur programında, döviz kurunun toptan eşya fiyatlarındaki enflasyon hedefine paralel olarak, 2000 yılında yüzde 20 artması öngörülmektedir. 2000 yılı bütçe ve program hedefleri ile vergi alanında getirilen düzenlemeler birlikte ele alındığında, 3 yıllık dönemi kapsayan anti-enflasyonist programın, döviz kuruna dayalı bir istikrar programı olarak değerlendirilmesi uygun olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, gelişmekte olan ülkelerde günümüze kadar uygulanmış istikrar programlarının nominal çıpa olarak seçilen değişken bazında sınıflandırılması ve bu açıdan farklılaşan programların uygulama sonuçlarının değerlendirilmesidir. Bu amaçla ikinci kısım hiperenflasyon-kronik enflasyon ayırımı ve kronik enflasyon sürecinin analizine ayrılmaktadır. Üçüncü kısımda, istikrar programlarında nominal çıpa seçimini etkileyen faktörler, istikrar programlarının uygulama sonuçları incelenmektedir. Dördüncü kısımda, döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulamalarından elde edilen ortak sonuçlara yönelik teorik açıklamalar ortaya konulmaktadır.

II. HİPERENFLASYON-KRONİK ENFLASYON AYIRIMI VE KRONİK ENFLASYON SÜRECİNİN ANALİZİ

Hiperenflasyon olgusu I. Dünya Savaşı sonrasında ortaya çıkmıştır. Savaşın yarattığı ağır bozulmalar ve yeniden onarım ödemeleri yoğun mali açıklara neden olmuş ve bu açıkların parasal finansmanı Avusturya (1921-1922), Almanya (1922-1923), Macaristan (1923-1924), Polonya (1923-1924) ve Rusya (1921-1924)'da hiperenflasyona yol açmıştır. İkinci hiperenflasyon

dalgası, II. Dünya Savaşı'nın ardından Macaristan (1945-1946), Yunanistan (1943-1945) ve Tayvan (1945-1949)'da yaşanmıştır.

II. Dünya Savaşı sonrası, hiperenflasyona oranla daha az dramatik olsa da, aynı ölçüde tehditkar bir olgunun doğuşuna tanıklık edilmiştir ki bu, kronik enflasyon olgusudur. Pazos (1972)'un kullandığı anlamda kronik enflasyon, yüksek ve süreğen nitelik kazanmış bir enflasyon sürecini ifade etmekte ve II. Dünya Savaşı sonrasında gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmındaki özellikle, Latin Amerika ülkeleri- belli başlı makroekonomik karakteristiklerden birisini oluşturmaktadır.¹ Pazos'a göre, kronik enflasyon Cagan (1956) tarafından incelenen hiperenflasyon olgusundan tamamen farklı bir durumu tanımlamaktadır. Hiperenflasyon-kronik enflasyon ayırımını yaratan birinci unsur, hiperenflasyonların aylar ile ölçülen süreler ile hüküm sürmesine karşılık, kronik enflasyonun onyıllar boyunca devam edebilmesidir. İkinci unsur, kronik enflasyondan muzdarip ülkelerde enflasyonist sürecin devamlılık sergilemesine yol açan çeşitli indeksleme mekanizmalarının yaratılması ve bu şekilde yüksek ve süreğen enflasyon ile birlikte yaşamının öğrenilmesidir. Dolayısıyla, kronik enflasyonun yoğunluğu (şiddeti) ılımlı enflasyondan daha yüksek ve hiperenflasyondan çok daha düşüktür. Ayrıca, kronik enflasyonda zaman içinde hızlanma eğilimi gözlenmemekte veya enflasyon kısa sürede yeni bir istikrarlı düzeye (plato) ulaşmaktadır.

Kronik enflasyon problemi ile karşı karşıya olan ülkeler kaderlerine razı olmak yerine, geçtiğimiz kırk yıl boyunca yinelenen istikrar çabalarına girişmişlerdir. Bununla birlikte, söz konusu çabaların sonu, özellikle, izleyeceği patika önceden belirlenen (peg) bir döviz kuruna dayalı olan ülkeler açısından, büyük maliyetler yaratan ve uluslararası rezerv kayıpları ile ortaya çıkan ödemeler dengesi (BOP) krizleri olmuştur. 1994 Aralık'ında yaşanan Meksika deneyiminin gösterdiği gibi, artan biçimde dünyaya açık hale gelen sermaye piyasaları, bu krizlerin tüm dünya ülkelerine şok dalgaları göndermesi sonucunu doğurmaktadır.² Bu konudaki olumsuz örneklerin çokluğuna karşılık, Şili ve İsrail gibi ülkeler enflasyon oranlarını uluslararası düzeylere düşürme konusunda başarılı olmuşlardır. Gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmında istikrar çabaları halen sürmektedir. Eski sosyalist ekonomilerin de benzer istikrar-enflasyon çevrimleri ile karşı karşıya kaldıkları gözlenmektedir. 1997 yılının ikinci yarısından itibaren Güney-Doğu-Asya ülkelerini etkileyen para krizlerinin, dünya üzerinde hiç bir bölgenin, daha önceleri Latin Amerika ülkelerine özgü bir rahatsızlık olarak algılanan canlanma-çöküş (boom-bust) çevrimlerinden muaf olmadığı düşüncesini haklı çıkardığı söylenebilir.

Hiperenfilyasyon ile kronik enflasyon süreçlerinin birbirinden farklı özelliklere sahip olması, bu süreçlerden çıkış yollarının arandığı istikrar programlarının unsurlarını ve yapısını da farklı hale getirmektedir. I. Dünya Savaşı döneminde yaşanan hiperenfilyasyonlar, merkez bankalarına daha fazla bağımsızlık verildiği ve yerli paranın dolar veya altın itibarıyla konvertibilitesinin sağlandığı sert mali reformlar aracılığıyla kontrol altına alınmıştır. II. Dünya Savaşı sonrası Macaristan'da yaşanan hiperenfilyasyon deneyiminde de sert reform önlemleri alınmış ve bu şekilde fiyat istikrarına kısa zamanda ulaşılmıştır. Yunanistan deneyimi, istikrarın bir yıl içinde girilen üç çaba ile sağlanmış olması nedeniyle, daha yaygın bir görünüm sunmaktadır. Makinen ve Woodward (1989)'a göre, Tayvan'da yaşanan hiperenfilyasyon döneminin ilginç özelliği, herhangi bir mali uyarılama yapılmaksızın istikrarın sağlanmış olmasının yanısıra, gelecekte uyarılama yapılacağı yönünde bir işaretin de söz konusu olmamasıdır. 1984-1985 arası Bolivya'da yaşanan hiperenfilyasyonu önlemeye yönelik istikrar programının temel unsurları, sert bir mali düzenleme, döviz kurlarının birleştirilmesi ve tam konvertibiliteye dönüşür; 1982'nin sonundan itibaren sermaye kontrolleri uygulanmıştır. Yukarıda sayılan ve sabit bir döviz kuruna dayalı diğer hiperenfilyasyonlardan farklı olarak, Bolivya'da istikrar programı süresince uygulanan döviz kuru sisteminin *kirli dalgalanma* (dirty floating) olarak nitelendirilmesi mümkündür.³ Bununla birlikte, döviz piyasalarının birleştirilmesinin ardından, resmi kur günde % 1600 oranında değer kaybetmiş ve paralel piyasa primi bir gecede ortadan kaldırılmıştır. Belirtilen ilk uyarılama sonrasında, döviz kuru derhal istikrar kazanarak fiilen sisteme çıpa sağlamıştır.

Vegh (1992), hiperenfilyasyon dönemlerindeki istikrar çabalarına ilişkin olarak iki temel biçimsel (stylized) olgunun vurgulanması gerektiğini belirtmektedir: (i) enflasyon derhal durdurulmakta ve (ii) üretim maliyetleri görece olarak küçük olmaktadır. Bununla birlikte, hiperenfilyonist durumlarda fiyat istikrarının döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılmasının doğrudan ve hemen ortaya çıkan sonucu olabileceği söylenebilir.

Yüksek enflasyonun süreğen hale geldiği durumu ifade eden kronik enflasyon probleminden ve bunun sonucu ortaya çıkan ekonomik istikrarsızlık çıkmazından kurtulmanın nasıl mümkün olacağı sorusu ise, yüksek enflasyonun ortaya çıkış ve süreğen hale geliş süreçlerinin analiz edilmesini önemli hale getirmektedir.

Konuya ilişkin literatürde, kronik enflasyonun ortaya çıkışına ilişkin getirilen açıklamaların iki farklı beklenti mekanizmasına dayalı olarak geliştirildikleri görülmektedir. Ball (1991)'un belirttiği gibi, uyarlayıcı

(adaptive) beklentiler mekanizması hakkındaki şüphelerimizi bir yana attığımız takdirde, enflasyondaki artışların sürekli hale gelme nedenlerini açıklamak kolaylaşmaktadır. Buna göre, uyarlayıcı beklentilerin varlığında, enflasyondaki ilk artış beklenen enflasyonu artırmaktadır. Politika otoritelerinin, bir resesyon ortaya çıkmasını engellemek için, yüksek enflasyonun devam etmesine izin vererek, enflasyon beklentilerine eşlik etmeleri gerekmektedir ki bu, beklenen enflasyonun yüksek olması sonucunu doğurmaktadır. Politika otoriteleri, enflasyonu düşürme pahasına bir resesyon yaratma düşüncesini benimseyinceye kadar da, yüksek enflasyon devam etmektedir.⁴

Yukarıdaki açıklamadan görüldüğü gibi, politika otoritelerinin yüksek enflasyon beklentilerine eşlik etme politikası (accommodating) enflasyonun yüksek düzeyde kronik hale gelmesi sonucunu yaratan önemli bir faktördür. Buna göre, para politikası eşlik etmediği sürece, süreğenlik yaratıcı güçlerin etkin fiyat artışlarına dönüşmesi mümkün değildir. Geleneksel enflasyon modellerinde, para arzı "bağlayıcı olmayan tarzda ayarlanabilir (discretionary)" bir politika değişkeni olarak tanımlanmakta ve para otoritesi para arzı üzerindeki kontrolünü kullanarak, enflasyonun süreğen hale gelmesini engelleyebilmektedir. Hükümetin para arzı artışını durdurmaya karar vermesi durumunda, beklentilere veya talep artışına dayalı enflasyon ortaya çıkmayacaktır. Bunun nedeni, insanların genel fiyat düzeyini artırmalarına yetecek likiditeye sahip olmamalarıdır (Blejer ve Cheasty, 1988). Bruno (1993)'ün belirttiği gibi, enflasyonun orijinal nedeni mali açıklar olsa da, enflasyonun süreğen hale gelmesinde geçici nitelikteki yurt içi ve dışı şokları enflasyon oranında sürekli artışlara dönüştüren politikaların da katkısı vardır.

Burada belirtilmesi gereken önemli bir husus, uyarlayıcı beklentiler mekanizmasının enflasyondaki süreğen artışları açıklama konusunda zorunlu bir unsur olmamasıdır. Politika otoritelerinin eşlik etme politikası izlemeleri halinde, enflasyonun devam edeceği yönündeki beklenti merkez bankasını enflasyonu yüksek tutmaya yöneltmekte, dolayısıyla beklentiler "kendi kendini doğrulayan (self-fulfilling)" bir süreç olmaktadır. Bu durumda, uyarlayıcı beklentilerin "rasyonel" bir nitelik taşıdığı söylenebilir.⁵

Ekonomik karar birimlerinin rasyonel olduğu bir dünyada, enflasyonun ortaya çıkış nedenlerini açıklamaya yönelik yaklaşımlardan birisi, Phelps (1973)'in ortaya koyduğu ve bozucu (distorting) nitelikte bir verginin düşürülerek, enflasyon vergisinin artırılmasının refahı artırıcı olduğunu ileri sürdüğü "optimal bir vergi olarak enflasyon" yaklaşımıdır.

Bir diğer yaklaşım, "küçük birim (provinces) etkisi"dir. Buna göre, belediyeler, kamu teşebbüsleri vb. küçük birimler açısından enflasyon, kendi harcamalarının önemsiz bir kısmını oluşturduğu toplam kamu harcamaları tarafından yaratılan bir çeşit kamu malıdır. Bundan dolayı, her kurum harcamaları ile ilgili kararlarında enflasyonun diğer kurumlar üzerindeki olumsuz refah etkilerini görmezden gelecektir. Sonuç olarak, enflasyon da herhangi bir kamu malı gibi, gereğinden fazla arz edilmiş olacaktır.⁶

Yüksek enflasyonun süreğenlik (inflation inertia) kazanma sürecine ilişkin bir diğer açıklama, Alesina ve Drazen (1991)'in "yıpratma savaşı" (war of attrition)'dir. Alesina ve Drazen'e göre, hükümetler zaman zaman uygun olmadığı anlaşılan politikalar izlemektedirler. Örneğin, kamu borcunun artan (explosive) bir patika izlediğini gösteren büyük açıkların er geç ortadan kaldırılması gerekeceği açık olmasına karşın, bu açıkların devam etmesine izin verilmektedir. Burada politika otoritelerinin enflasyonun ne şekilde kontrol altına alınacağını bildikleri kabulü yapılmaktadır. Bu kabul altında yanıtlanması gereken soru şudur: İzlenen günlük politikaların sürdürülemeyeceği ve sonuçta politikada uygun değişikliklerin yapılması gerekeceği açık olduğu halde, istikrarı sağlayıcı önlemler neden alınmamaktadır? Başka bir deyişle, istikrarın bilinçli olarak ertelenmesinin nedeni nedir? Alesina ve Drazen (1991)'e göre, istikrar politikalarının zamanlamasını, özellikle de ertelenmelerini, politika otoritelerinin temsili bir bireyin refahını maksimize eden bir sosyal planlamacı olarak ele alındığı modeller çerçevesinde açıklamak kolay değildir. Söz konusu ertelemelerin açıklanabilmesi için, toplumun heterojen yapıda tanımlanması gerekmektedir. Alesina ve Drazen (1991) modelinde istikrara götüren süreç, kaynak dağılımı konusunda birbiri ile çatışan amaçlara sahip, farklı sosyoekonomik gruplar arasındaki bir yıpratma savaşı olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, dağılım üzerine siyasi bir anlaşmazlık istikrarın ertelenmesine yol açarken, söz konusu çekişmenin çözümlenmesine yol açan bir siyasi uzlaşma istikrarın gerçekleşmesi sonucunu doğurmaktadır. Yıpratma savaşında siyasi uzlaşma, belirli çıkar gruplarının teslim olması ve mali uyarılma yükünün dağılımı konusundaki karar hakkını muhaliflerine bırakması halinde sağlanmakta ve ancak bu durumda istikrar söz konusu olmaktadır.

Sonuç olarak, kronik enflasyon olgusunu açıklamaya yönelik tek bir yaklaşım olmadığı söylenebilir. Calvo ve Vegh (1999), birlikte ve uygun bir dinamik sırada ele alındıkları takdirde, enflasyonun kronik hale gelmesinin, yukarıdaki yaklaşımlar bazında açıklanabileceğini ileri sürmektedirler. İlk aşamada, etkin olmayan bir vergi sistemine sahip ülke hükümetleri, bir miktar enflasyon yaratmayı her zaman optimal bulmaktadırlar (*optimal vergi olarak enflasyon yaklaşımı*). "Küçük birim etkisi", enflasyonun optimal düzeyine,

sosyal olarak optimal olmayan bir kısım ilave edecektir. Enflasyon bu iki etki sonucu ortaya çıktıktan sonra, ekonomide enflasyonun reel etkilerini minimize etme amacına yönelik çeşitli endeksleme mekanizmaları geliştirilmektedir ki, "eşlik edici" (accommodative) politika kuralları da buna dahildir. Ekonominin bu şekilde indekslenmesi, görelî fiyatları çeşitli şoklara karşı daha duyarsız hale getirmekte ve bu da geçici şokların enflasyon oranı üzerinde sürekli nitelikte etkilere sahip olmasına yol açmaktadır. Bu aşamada, enflasyonist sürecin kendini yaratan orijinal neden olan mali açıklar ile ilişkisi muhtemelen az olacaktır ve sonuçta mali durumu düzene sokmanın enflasyon problemi ile savaşıma konusunda yardımcı olmayacağı yönünde bir kanı ortaya çıkacaktır. Enflasyonun halkın zihninde iyice yerleştiği böyle bir aşamada, halkın beklentilerini doğrulamamak hükümet açısından gereğinden yüksek maliyet yaratabilecektir. Ayrıca, hükümet düşük bir enflasyona ulaşma konusunda bağlayıcı nitelikte ve güvenilirliğe sahip bir karar vermeyi başarsa bile, istikrarı sağlamak için gerekli olan mali uyarılmanın çıkar grupları arasında dağılımı üzerine yapılan siyasi çekişmelerin yol açtığı "yıpratma savaşı" kronik enflasyonun devamına yol açabilir. Sonuçta, "daha iyi gelmeden önce, daha kötüleşme zorunluluğu"nu ifade eden hiperenflasyonist bir patlama kaçınılmaz olabilmektedir.

III. İSTİKRAR POLİTİKALARI: NOMİNAL ÇİPA SEÇİMİ VE UYGULAMA SONUÇLARI

Ötuz yıl boyunca, Latin Amerika ve diğer gelişmekte olan kronik enflasyon ülkelerinde çok sayıda istikrar programı uygulanmıştır. Daha önce belirtildiği gibi, kronik enflasyon deneyimlerinin hiperenflasyonlara göre, ayırt edici özelliklerinden birisi, enflasyonda yüksek derecede süreğenlik olmasıdır. Enflasyondaki süreğenlik önemli boyutlarda olduğu takdirde, temel makroekonomik değişkenlerde yapılacak bir düzenlemenin -başlıcası, mali uyarılma- enflasyonun düşürülmesine yeterli olmadığı gözlenmektedir. Bundan dolayı, enflasyonu düşürmeye yönelik istikrar çabaları, enflasyon beklentilerine önder olacak bir nominal çıpanın kullanılmasını gerekli kılmaktadır.

Makroekonomik istikrar programı uygulamaları gözönüne alındığında, para politikası için ara hedef seçimi ve makroekonomik politikanın genel yürütülme biçimi olmak üzere, iki temel kritere göre sınıflandırma yapmak mümkün görünmektedir. Para politikası için ara hedefi ifade eden nominal çıpa seçimi, dışa açık bir ekonomide döviz kuru ile parasal bir büyüklük arasında olmaktadır. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında (exchange rate-based stabilizations, ERBS) döviz kuru nominal çıpa olurken, paraya dayalı istikrar programlarında (money-based stabilizations, MBS) merkez bankası esas

politika hedefi olarak para stokunu (veya net yurt içi varlıkları) seçmektedir. Makroekonomik politikanın genel çerçevesi açısından istikrar programları ikiye ayrılmaktadır: Ortodoks istikrar programlarında, istikrarı sağlama görevi yalnızca para ve maliye politikalarına düşerken, heterodoks programlarda gelirler politikası ilave bir politika enstrümanı olarak kullanılmaktadır.

Heterodoks programlarda, fiyat ve ücretler gibi nominal değişkenlerin kontrol edilmesindeki temel amaç, enflasyondaki süreğenliğin ortadan kaldırılmasıdır. Blejer ve Cheasty (1988), heterodoks unsurlar içeren "şok" programların temel dayanak noktalarını, enflasyonun belirlenme süreci çerçevesinde açıklamaktadır.⁷ Bu yaklaşımda, aşırı massetmenin yurt içi fiyatlar üzerinde yarattığı talep baskısı, enflasyonun en önemli belirleyicilerinden birisi olarak kabul edilmektedir. Şok programlarındaki temel unsurun talep yönetimi (demand management) politikaları olmasının nedeni budur. İkinci olarak, enflasyonun beklentisel değişkenlerin şekillendirdiği süreğenlik kazandırıcı güçlerden büyük ölçüde etkilendiği kabul edilmektedir. Buna göre, bireyler enflasyona ilişkin öngörülerine uygun biçimde davrandıkları için, enflasyonist beklentiler kendilerini doğrulama eğilimindedir. Uzun süreli yüksek enflasyon yaşanmış olması ve başarısızlığa uğramış çok sayıda istikrar çabası, enflasyon kalıbının kırılmasının zor olduğu şeklindeki kaygıları güçlendirmekte ve bu kaygılar politika rejimindeki herhangi bir değişikliğe karşı duyarsız hale gelmektedir. Beklentilerdeki katılık, ekonomik politikaların esnekliğini azaltmanın yanı sıra, uyarılma maliyetlerini de artırmaktadır. Dolayısıyla, şok programlarına heterodoks unsurların dahil edilmesi, dünkü ve bugünkü enflasyon arasındaki bağlantının kesilmesi yoluyla, enflasyondaki süreğenliğin kırılmasına yönelik çabaların sonucudur.

Günümüze kadar gerçekleştirilmiş istikrar deneyimlerini, yukarıda açıklanan iki kriter bazında sınıflandırmak mümkündür. Bağımsız Devletler Topluluğu da dahil olmak üzere, farklı ülkelerde uygulanmış istikrar programları Tablo 1'de verilmektedir.

Tablo 1. İstikrar Programlarının Sınıflandırılması

Nominal Çıpa	Ortodoks	Heterodoks
Para (Money-Based.MBS)	Rusya (1994/95) Kazakistan (1994/95) Ukrayna (1994/95)	Latviya (1992) Litvanya (1993) Peru (1990) Bulgaristan (1991/92) Romanya (1991/92) Slovenya (1992)
Döviz Kuru (Exchange Rate-Based. ERBS)	Arjantin (1978) Şili (1978) Uruguay (1978) Arjantin (1991) Bolivya (1985) ^a	Arjantin (1985) Brezilya (1986.1987.1989) Çek Cumh. (1991) Estonya (1992) İsrail (1985) Meksika (1987) Peru (1985) Polonya (1990)

Kaynak: Bofinger (1996: 665).

^a Bolivya'nın 1985 yılında uygulandığı programın hangi grupta yer alması gerektiği konusunda birbirinden farklı değerlendirmeler olduğu belirtilmelidir. Örneğin, Santaella ve Vela (1996), Bolivya'daki programı MBS grubunda ele almakta; Sachs ve Larrain (1993) programda herhangi bir heterodoks unsurun yer almadığını belirtmekte; Morales (1988) ise, Bolivya'da kamu sektöründeki büyük ücret dondurma politikasının enflasyonu düşürme konusundaki bağlayıcı kararın güvenilirliğini güçlendiren bir unsur olduğunu ileri sürmektedir. Bolivya deneyiminin heterodoks olarak nitelendirildiği bir diğer çalışma Blejer ve Cheasty (1988)'dir.

Calvo ve Vegh (1999), 1970'lerin sonlarında Güney Koni (Southern Cone) ülkelerinde -Arjantin, Şili ve Uruguay- uygulanan istikrar programlarının bir dönüm noktası oluşturduğunu ileri sürmektedir. Calvo ve Vegh'e göre, "tablitas" olarak isimlendirilen bu üç plan, dışa açık finansal piyasaların para politikası üzerine yüklediği kısıtların açık olarak kabul edildiği ilk planlardır. Söz konusu kısıtlar, politika otoritelerini geçmişte izledikleri ve esas olarak para arzının kontrolünün amaçlandığı "kapalı ekonomi" para politikalarından vazgeçmeye zorlamış ve yurt içi enflasyon oranını ticarete konu malların fiyat artışlarına uygun hale getirecek şekilde, azalan bir devalüasyon oranı üzerine kurulu "açık ekonomi" politikalarına yöneltmiştir.

1. Nominal Çıpa Seçimini Etkileyen Unsurlar

Latin Amerika ve diğer bölgelerdeki kronik enflasyon ülkelerinde geçtiğimiz onyıllarda uygulanan istikrar programlarında, ya döviz kuru ya da para arzının nominal çıpa olarak kullanıldığı, başka bir deyişle tek bir çıpanın esas alındığı görülmektedir. Calvo ve Vegh (1999)'in belirttiği gibi, bu tip ülkelerde döviz kuruna dayalı programlar paraya dayalı programlardan çok

daha yaygındır. İstikrar programlarında nominal çıpa olarak kullanılacak değişkenin belirlenme sürecinde, teknik, ekonomik ve siyasi bazı faktörler rol oynayabilmektedir.

A. Teknik Nedenler

Nominal çıpa konusundaki tercihlerin belirlenmesinde teknik bazı sorunların da etkili olduğu görülmektedir. Örneğin, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde paranın dolaşım hızının tahmin edilmesi, para olanlar ile para benzerleri (quasi-monies) arasındaki ayırımın net olmadığı kronik enflasyon ülkelerinde oldukça güç olabilmektedir. Dolayısıyla, uygulama konusunda herhangi bir sorun söz konusu olduğu takdirde, veri bir para kuralının ne kadar "sıkı" olabileceğini ve "istikrarlı" ilişkinin enflasyon düştükten sonra da devam edip etmeyeceğini öngörmek zor olacaktır. Bu durumda, döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılması, para arzının içsellliği veri iken, kural olarak para talebi ve dolaşım hakkında herhangi bir bilgiye gerek duyulmaması şeklinde bir avantaja sahiptir.

Politika otoritelerinin döviz kuru lehine tercihte bulunmalarının ikinci bir nedeni, uzun süre devam etmiş olan enflasyon periyodlarının ekonomide yüksek derecede dolarizasyona yol açmasıdır. Bu durumda, enflasyon ve reel faaliyetleri etkileyen para arzı, büyük olasılıkla, yabancı para olarak tutulan varlıkların yerli para cinsinden değerini ve yabancı para cinsinden mevduatları kapsayacaktır. Ancak, paranın bu kısmı politika otoriteleri tarafından kontrol edilemediği için, para arzının yurt içi kısmında ortaya çıkan bir düşüşün toplam likidite ve dolayısıyla enflasyon üzerinde fazla etkisi olmayabilir. Bu durumda, döviz kurunun nominal çıpa olarak tercih edilmesi uygun olmaktadır.

Üçüncü olarak belirtilmesi gereken husus, döviz kurunun halka, hükümetin niyetleri ve fiili hareketleri hakkında, para arzı hedefinden daha net sinyaller vermesidir. Dolayısıyla, halkın enflasyonist beklentilerinin nominal çıpanın izlenmesi ve sürekli olarak kontrol edilmesi yeteneğinden büyük ölçüde etkilenmesi halinde, döviz kuru nominal çıpa olarak para arzına oranla avantajlı duruma geçmektedir.

Döviz kurunun nominal çıpa olarak seçilmesi lehine temel argümanlardan bir diğeri, yurt içi finansal disiplini güçlendirme yeteneği ile ilgilidir (Hamann, 1999). Bu bağlamda, döviz kuru gibi doğrudan gözlenebilir bir değişken üzerine güvenilirlik taşıyan bağlayıcı-sabit bir kararın verilmesi (commitment), ücret ve finansal sözleşmelerdeki "enflasyon eğilimi" ni ortadan kaldırmanın görece olarak etkin bir yolu olmaktadır. Bu şekilde, düşük

enflasyonun sürdürülebilir ve döviz kuru için önceden belirlenmiş patikanın (peg) yaşayabilir olması için gerekli olan mali uyarılama lehine daha iyi bir güdü sağlanmaktadır.

Parasal hedeflemenin avantajlarından birisi, merkez bankasına para politikasını yurt içi değerlendirmeler ışığında belirleme ve uygulama olanağı vermesidir. Parasal hedefleme, merkez bankasına diğer ülkelerden farklı enflasyon hedefleri seçme olanağı tanımakta ve üretimdeki dalgalanmalara karşı tepki vermesini de mümkün kılmaktadır.

Parasal hedeflemenin döviz kuru için önceden patika belirlenmesi (pegging) ile ortak olarak sahip olduğu bazı avantajlar da söz konusudur. Mishkin (1997)'e göre, parasal bir büyüklüğün artış oranı için konulan bir hedef, döviz kuru hedefi gibi, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilen bir nominal çıpa oluşturmaktadır. Yine döviz kuru hedefine benzer şekilde, merkez bankasının hedefine ulaşıp ulaşmadığı konusundaki bilgilere -parasal büyüklüklere ait rakamlar kısa gecikmeler ile ilan edilmektedir- anında ulaşılabilir. Dolayısıyla parasal hedefler, para politikası ve politika otoritelerinin enflasyonu düşürme niyetleri hakkında kamuoyu ve piyasalara anında sinyaller göndermektedir. Bu sinyaller enflasyon beklentilerinin oluşmasına yardımcı olarak, daha düşük enflasyon yaratılması sonucunu doğurabilmektedir. İkinci olarak, parasal hedefler para otoritelerinin enflasyonu düşük tutma konusunda taşıdıkları sorumluluğu güçlendirmekte ve zaman-tutarsızlık (time inconsistency) tuzağına düşmelerine engel olabilmektedir.⁸

Mishkin (1997), parasal hedeflemenin yukarıda açıklanan avantajlarının iki büyük 'eğer'e bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Bunlardan en önemlisi, hedef değişken (enflasyon ve nominal gelir) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin var olması zorunluluğudur. Eğer dolaşım hızı istikrarsız, dolayısıyla parasal büyüklük ile hedef değişken arasındaki ilişki zayıf ise, parasal hedefleme süreci çalışmayacaktır. Söz konusu zayıf ilişki, hedefe ulaşmanın hedef değişkene ilişkin arzulan sonuca yaratamayacağı anlamına gelmekte ve bu durumda hedeflenen parasal büyüklük para politikasının durumu hakkında yeterli sinyal veremeyecektir. Bu koşullar altında, parasal hedefleme enflasyon beklentilerinin düşürülmesine yardımcı olmayacak ve merkez bankasının sorumluluğunu değerlendirme konusunda iyi bir rehber niteliği taşımayacaktır.

İkinci "eğer", hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi zorunluluğu ile ilgilidir. Eğer, merkez bankası yeterli kontrole sahip değil ise, parasal büyüklük politika otoritelerinin niyetleri

hakkında açık sinyaller sağlamayabilecek ve bu durumda otoriteleri sorumlu tutmak da güçleşebilecektir.⁹

B. Ekonomik ve Siyasi Nedenler

İstikrar programlarında döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılması, başka bir deyişle dışsal olarak belirlenmesi, lehine ileri sürülen güçlü bir argüman, merkez bankasının enflasyona karşı savaşıma konusunda kararlı olduğunu gösteren açık bir sinyal işlevi görmesidir. Bu durumda merkez bankası, Rebelo (1997: 3)'nin belirttiği gibi, "...bağımsız bir para politikası izleme olanağından vazgeçmeye istekli olacak kadar kararlardır".

Tablo 1'den görüldüğü gibi, sabit döviz kuru rejimleri, farklı ülkelerde farklı dönemlerde uygulanan makroekonomik istikrar programlarının bir parçası olmuştur. Söz konusu rejimler, Avrupa'nın politik olarak istikrarlı, gelişmiş ekonomilerinde, politik istikrarsızlık içindeki gelişmekte olan Latin Amerika ekonomilerinde, yüksek enflasyon probleminde kurtulmaya çalışan ülkelerde, ılımlı düzeyde fiyat artışlarını daha fazla düşürmeye çabalayan ülkelerde, kamu açıklarının ılımlı olduğu veya büyük mali dengesizliklerin yaşandığı ülkelerde uygulanmıştır. Sabit döviz kuru rejimlerinin uygulandığı ülkelerin birbirinden bu denli farklı yapıda olmaları, istikrar deneyimlerinden elde edilen sonuçlar itibarıyla tutarlı bir kalıp ortaya koymanın mümkün olmadığını düşündürse de, programların uygulama sonuçları farklı yapıdaki ülkelerde benzer ekonomik mekanizmaların işlediğini göstermektedir.

Geleneksel açık-ekonomi modellerinde enflasyonu düşürme politikasının, kullanılan nominal çıpadan bağımsız olarak, başlangıçta resesyon yaratması beklenmektedir.¹⁰ Bu koşul altında, iki nominal çıpa arasında yapılacak tercih, enflasyonu düşürmek için gereken "özveri oranı (sacrifice ratio)" bazında karşılaştırmaya indirgenmektedir.¹¹

Enflasyonu düşürmenin üretim düşüşleri yaratma şeklinde bir maliyet yaratacağı görüşü son zamanlara kadar literatürde o denli önemli bir yer etmiştir ki, istikrar programları ile ilgili yanıtlanması gereken soru "üretimin düşüp düşmeyeceği" olmaktan çıkmış, "üretimin ne kadar düşeceği" şekline dönüşmüştür. "Enflasyonu düşürmek her zaman ve her yerde daraltıcıdır" görüşünün gerisinde, Phillips eğrisi literatürünün temel unsuru olan enflasyon-İşsizlik trade-off'u kavramı bulunmaktadır. Fischer (1977) ve Taylor (1979, 1980) tarafından geliştirilen "sıralı sözleşmeler" (staggered-contracting) yaklaşımı, bu görüşün güçlenmesinde etkili olmuştur. Sıralı sözleşme modellerinde ücret sözleşmeleri bir kaç dönemi kapsadığı için, enflasyonu

düşürme politikasının kamuoyu nezdinde güvenilirlik taşıyor olsa da, üretim açısından maliyet yaratacaktır. Başka bir deyişle, sıralı sözleşme modellerinde, para politikasının reel etkileri söz konusudur. Bu koşullar altında, enflasyonun üretim maliyetleri yaratmaksızın düşürülebilmesi, ancak işgücü sözleşmelerinin yapısını dikkate alan, tam güvenilirliğe sahip ve zaman içine yayılarak uygulanan bir enflasyonu düşürme politikası ile mümkün olmaktadır.

Geleneksel görüşe teorik ve uygulama bazında karşı çıkmıştır. Sargent (1982), yukarıda açıklanan geleneksel görüşe teorik bazda karşı çıkarak, I. Dünya Savaşı sonrasında Avusturya, Macaristan ve Polonya'da yaşanan hiperenflasyonlarda olduğu gibi, enflasyonun üretim maliyeti olmaksızın bir gecede durdurulabileceğini ileri sürmektedir. Bu süreçteki anahtar unsur, kamuoyuna önceden ilan edilen politikaların güvenilir (credible) olmasıdır. Sargent'a göre, özel kesimin gelecekte izlenecek hükümet politikaları hakkındaki düşüncelerini tamamen değiştirecek nitelikte güvenilir bir rejim değişikliği söz konusu olduğu takdirde, enflasyonu düşürme politikasının daraltıcı etki yaratması zorunlu değildir.¹²

Rasyonel beklentiler okulunun ortaya attığı önemli bir tez olan ilan edilen politikaların "güvenilirliği" (credibility) konusu, heterodoks unsurlar taşıyan şok programlarının da temelini oluşturmaktadır. Buna göre, enflasyonun düşük veya sıfır üretim maliyeti ile düşürülebilmesi için, hükümetin fiyat istikrarı ile tutarlı olan para ve maliye politikaları izlemesi gerekmektedir. Bununla birlikte, bu politikaların etkili olabilmeleri için güvenilir olmaları, başka bir deyişle, kamuoyunun sıkı para ve maliye politikalarının uzun süre devam edeceği konusunda ikna edilmiş olması gerekmektedir. Blejer ve Cheasty (1988)'ye göre, hükümetin kamuoyunu ikna etmek için başvurabileceği tek bir yol bulunmamaktadır. Örneğin, özel kesim, hükümetin yüksek işsizliğe yol açma kaygısı ile sıkı politikaların sürdürülmesi konusunda ısrarlı olamayacağına inanıyorsa, enflasyona ilişkin beklentilerini düşürmeyecektir. Böyle bir durum ile karşı karşıya kalan bir hükümet ise, sıkı politikaları sürdürme eğilimine sahip olmayacak ve yüksek enflasyon süreci devam edeceği için, özel kesimin beklentileri kendi kendilerini doğrulayacak; başka bir deyişle "rasyonel" olacaktır.

Bofinger (1996), 1985'te İsrail'de ve 1990'da Polonya'da başarılı olmuş istikrar programı deneyimlerinden ve 1991'de Çekoslovakya'nın sergilediği etkileyici performanstan hareketle, heterodoks bir döviz kuruna dayalı programı açısından aşağıda verilen unsurların özellikle önem taşıdığını ifade etmektedir:

1. Kamuoyuna ilan edilmiş bir enflasyon hedefi;
2. Önemli ölçüde devalüe edilmiş bir düzeyden başlayan ve ex-ante belirlenmiş bir band (crawl) olarak tanımlanan, nominal döviz kuru hedefi;
3. İndeksleme yerine, nominal ücretlerin önceden belirlenmiş olduğu, daha uzun vadeli sözleşmelerin geçirilmesi ve bu uygulamanın sendikalar ve diğer yöneticiler tarafından benimsenmesi;
4. Hükümetin idari olarak belirlenen tüm fiyatları enflasyon hedefi içinde tutma yönünde verdiği, bağlayıcı-sabit bir karar (commitment).

Son sıfta verilen "bağlayıcı-sabit hükümet kararı", döviz kuru için önceden belirlenmiş bir patikanın nominal çıpa olarak kullanıldığı programların önde gelen avantajını oluşturmakta ve politika otoritelerinin karşı karşıya kaldığı "zaman-tutarsızlık" problemini çözümlenmektedir. Hükümetin politikasını belirli kurallara göre belirleme zorunluluğunu ifade eden kararın bağlayıcılık niteliği yeterince güçlü olduğu takdirde, döviz kuru için önceden belirlenmiş patika, para politikasını yerli paranın değer kaybetmesi söz konusu olduğunda sıkılaştırıcı ve değer kazanması söz konusu olduğunda gevşeten otomatik bir kurala dönüşmektedir. Bu koşullar altında merkez bankası, bağlayıcı olmayan kararlar alma (discretionary) yeteneğinden yoksun kalmakta; bu şekilde kısa vadeli üretim kazançları elde etme amacına yönelik olan ve zaman-tutarsızlık problemine yol açan genişletici politikalar izleme olanağı ortadan kalkmaktadır.

Yukarıda açıklanan bağlayıcı-sabit karar alma mekanizmasının en güçlü biçimi "para kurulu (currency board)" uygulamasıdır. Mishkin (1997), para kurulunu, merkez bankası veya hükümetin çıpa olarak seçtiği yabancı ülke parasına karşı sabit bir döviz kuru ilan etmesi ve özel kesimin talep etmesi halinde, yerli parayı ilan edilen bu sabit orandan değiştirmesi, olarak tanımlamaktadır. Özel kesimin taleplerinin güvenilir biçimde karşılanması için, para kurulunun yerli parayı desteklemek üzere %100 döviz rezervine sahip olması gerekmekte ve para politikasının bağlayıcı olmayan tarzda belirlenme olanağı bulunmamaktadır. Tersine, sabit veya önceden belirlenmiş patikaya sahip bir döviz kuru rejiminde, para otoritelerine para politikasının yürütülmesi konusunda bir miktar hareket esnekliği verilmektedir. Bu şekilde, para otoriteleri faiz oranlarını ayarlayabilmekte veya yurt içi kredileri etkilemek amacıyla açık piyasa işlemlerini yürütebilmektedir. Dolayısıyla para kurulu, merkez bankası açısından çok daha güçlü bir bağlayıcı-sabit kararı içermekte ve enflasyonu düşürme konusunda daha etkin ve hızlı olunması sonucunu yaratabilmektedir.

Rebello (1997)'ya göre, vergi sistemi reformu ve harcamaların üretken alanlara kaydırılması gibi önlemler döviz kuru patikasına eşlik ettiği takdirde, hükümetin etkinliğinde bir artış ortaya çıkacaktır.¹³ Döviz kuru için önceden belirlenmiş bir patika izleyen hükümet, para politikası üzerindeki kontrolünden vazgeçerek, harcama artışlarını finanse etmek için en kolay yol olan "para basma" seçeneğini kaybetmektedir. Ayrıca, böyle bir rejim hükümeti borç yönetimi konusunda daha dikkatli olmaya zorlayacaktır. Sabit bir döviz kuru rejiminde, enflasyonda ani bir sıçrama yaratarak kamu borcunun reel değerini ortadan kaldırmak da artık mümkün olmamaktadır.

Yukarıda sayılan avantajlarına karşılık, döviz kuru için önceden belirlenmiş patika ilan edilmesinin yarattığı ciddi bazı güçlükler de söz konusudur. Sistemin temel dezavantajlarından birisi, uygulayan ülkenin bağımsız bir para politikası izleme olanağını kaybetmesidir. Ülke açık sermaye piyasalarına sahip olduğu sürece, faiz oranları çıpa olarak seçilen ülkedeki oranlar ile yakından ilişkili hale gelmektedir ve para yaratım süreci, çıpa ülkedeki para arzı artışına sınırlanmaktadır. Dolayısıyla, döviz kurunu sabitlemiş bir ülke, para politikasını çıpa olarak seçilen ülkedeki şoklardan bağımsız olarak meydana gelen yurt içi şoklara tepki verecek şekilde kullanma yeteneğinden yoksun kalmaktadır. Ayrıca, önceden belirlenmiş döviz kurlarının varlığında, çıpa ülkeye özgü şoklar hedefleme yapan ükeye kolaylıkla aktarılabilir.

Obstfeld ve Rogoff (1995)'un vurguladığı gibi, döviz kurunun sabitlendiği rejimlerin bir diğer dezavantajı, ülkeleri spekülasyon saldırılarına açık bırakmasıdır. Bu rejime sahip ülkelerin çıpa olarak kabul ettiği ülkede meydana gelen bir şok, hedefleme yapan ülkede ekonomik büyümenin gerilemesine ve işsizlikte artışa yol açan negatif bir talep şokuna neden olmaktadır. Bu koşullar altında spekülasyoncular, ülkenin döviz kuru patikasına ilişkin bağlayıcı-sabit hükümet kararını sorgulamaya başlamakta ve değer kaybetme eğilimindeki parayı satarak, potansiyel olarak yüksek getiri ve düşük risk taşıyan çekici bir kar olanağına kavuşmaktadırlar. Kuşkusuz, ortaya çıkan krize karşı önlem almak merkez bankası açısından oldukça maliyetli olacak ve bu süreçte büyük miktarlarda döviz rezervi kaybedilecektir.

Döviz kuru için önceden belirlenmiş patika sisteminin sonunda ortaya çıkma olasılığı bulunan döviz krizleri iki hususu açık hale getirmektedir: (i) sabit veya patikasız belirlenmiş döviz kuru, bu kura dayalı para politikası kuralının güçlü olmasını gerektirmemekte ve (ii) bağımsız para politikası izleme olanağının kaybedilmesi nedeniyle, ekonomik büyüme açısından ortaya çıkacak maliyetler yüksek olabilmektedir.

Özel kesimin hükümetin uzun vadeli enflasyonu düşürme politika ilanlarına güvenmeme nedenleri, kronik enflasyon sürecinin temel unsurları ile örtüşmektedir. Bu tip ülkelerde enflasyon ve birbirini izleyen başarısız enflasyonu düşürme çabalarının şekillendirdiği uzun geçmiş, özel kesimde hükümetin enflasyonu düşürme yetenekleri konusunda köklü bir karamsarlık yaratmaktadır. Bu karamsarlık uzun vadeli, temel (basic) enflasyon beklentilerinde aşağı yönde önemli bir katılığa neden olmaktadır. Endeksleme gibi kurumsal mekanizmalara ek olarak yüksek enflasyonist beklentiler "beklenti kaynaklı enflasyonist süreğenlik" kavramının gerisindeki temel unsurlardır ve enflasyonu düşürmek amacıyla sıkı para ve maliye politikalarının kullanılmasını oldukça maliyetli hale getirmektedirler. Açıklanan süreç, heterodoks istikrar programlarında, parasal sıkılaşma ve enflasyonist süreğenliğin yarattığı büyük üretim ve istihdam maliyetlerinden kaçınmak için, talep yönetimi politikalarının geçici nitelikte gelirler politikası ile desteklenmesinin esas nedenini oluşturmaktadır. Kuşkusuz bu noktada, "ücret-fiyat-döviz kuru" dondurma politikalarının beklenti kaynaklı süreğenliği nasıl kıracağı sorulabilir. Gelirler politikasının enflasyonist beklentilerin temel düzeyini düşüreceği konusunda garanti verilmesinin mümkün olmadığı açıktır. Bununla birlikte, bu amaca ulaşılabilmesini sağlayacak iki durum söz konusu olabilir: (i) Fiyatların (ve döviz kurunun) dondurulması, temel makroekonomik değişkenlerde (cari hesap ve bütçe açığı gibi) uygun uyarlamaların yapılması koşulu ile, hükümetin, ekonominin enflasyonsuz ve stratejik alanlarda (cari hesap veya borç/gelir oranı gibi) baskılar olmaksızın da etkin biçimde işleyebildiğini göstermesine yardımcı olabilir. Bu şekilde, özel kesim karar birimlerinin düşük enflasyon durumunun gerçekçi bir olasılık olduğu konusunda ikna edilmesi mümkün olabilir. (ii) Hükümet sabit döviz kuru politikası ile gelirler politikasını uyguladığı sürece, diğer makroekonomik amaçlara ulaşmak için, enflasyona başvurmayacağı konusunda (örn. ekonominin rekabet gücünü artırmak için reel ücretlerin düşürülmesi) açık veya örtük bir bağlayıcı-sabit karar (commitment) vermektedir. Temel makroekonomik değişkenler ilan edilip bu politika ile tutarlı olduğu takdirde, hükümetin kararı güvenilirlik taşıyabilecek ve kontroller kaldırıldıktan sonra da bu niteliğini kaybetmeyebilecektir.

Kronik enflasyonun yaşandığı ülkeler açısından geleneksel görüşe uygulama bazında gerçek karşı çıkış, 1970'lerin sonlarında Arjantin, Şili ve Uruguay'daki döviz kuruna dayalı istikrar programları ile olmuştur. Devalüasyon oranının düşmesini içeren ve döviz kuru için önceden belirlenmiş bir patikanın ilan edilmesine (pegging) dayanan bu programların ilk yıllarında, tüketim artışına bağlı olarak reel ekonomik faaliyetlerde önemli bir gelişme gözlenirken, işsizliğin artacağına dair herhangi bir sinyal söz konusu

olmamıştır. Enflasyonu düşürmenin geleneksel olarak kabul edilen resesyonist (daraltıcı) maliyetleri, programların ileri aşamalarında ortaya çıkmıştır.¹⁴ Dolayısıyla, Güney Koni ülkelerinde uygulanan programlar, nominal çıpa konusunda yapılan seçimin, aslında ortaya çıkacak ekonomik daralmanın *zamanlaması* konusunda bir seçim yapma anlamına gelebileceği şeklindeki şaşırtıcı olasılığı gündeme getirmiştir (Hoffmaister ve Vegh, 1995: 1). Buna göre, para üzerinde kurulu istikrar programlarında maliyetler başlangıçta ödenirken (recession now), döviz üzerine kurulu programlarda daha sonra (recession later) ödenmektedir.

1980'lerin ortalarında Arjantin, Brezilya, İsrail ve Meksika'da uygulanan heterodoks istikrar programları, kronik enflasyon ülkelerinde enflasyonu düşürmenin reel etkileri sorununu bir kez daha ön plana geçirmiştir. Hoffmaister ve Vegh (1995)'in işaret ettiği gibi, başlangıçtaki ekonomik canlanmanın sonraki aşamalarda resesyon ile izlenmesi şeklinde ortaya çıkan kalıp, İsrail'deki gibi başarılı programlarda bile gözlenmiştir. Kiguel ve Liviatan (1992) ve Vegh (1992), söz konusu canlanma-resesyon kalıbının 1960'lardan beri kronik enflasyon ülkelerinde uygulanan döviz kuruna dayalı programların bir çoğunun ortak niteliği olduğunu belirtmektedirler.¹⁵ Kronik enflasyon ülkelerinde daha ender gözlenen paraya dayalı istikrar programlarında ise, geleneksel görüşe uygun olarak, başlangıçta bir resesyon ortaya çıkmaktadır.

"Resesyon: şimdi-sonra" (recession-now-versus-recession-later) hipotezinin kanıtlanması halinde, kronik enflasyon ülkelerinde uygulanan istikrar politikası açısından temel nitelikte bazı implikasyonları olacağı açıktır. Bunun nedeni, hipotezin geçerli olması halinde, politika otoritelerinin enflasyonu düşürmenin maliyetlerini yüklenme zamanını saptama olanağına sahip olmasıdır. Bu koşullar altında, politika otoriteleri, siyasi koşulları veya dışsal bazı değerlendirmeleri dikkate alarak, nominal çıpa seçimini yapabilmektedir. Örneğin, siyasi iktidar süresinin sonuna yaklaşmış olan veya kamuoyu nezdinde itibarını artırmayı amaçlayan bir hükümetin döviz dayalı bir programı seçmesi mümkün iken, yeni göreve gelmiş olan ve iktidarda iken izleyeceği politikaların sonuçlarını görmeye yetecek kadar görevde kalma umuduna sahip olan bir hükümetin paraya dayalı bir programı tercih etmesi şaşırtıcı olmayacaktır.

2. Para Üzerine Kurulu İstikrar Programlarının (Money-Based, MBS) Uygulama Sonuçları

1970'lerin ortalarından günümüze kadar olan dönemde uygulanmış olan beş para üzerine kurulu programın temel unsurları şöyle özetlenebilir (Calvo ve

Vegh, 1999: 76): Nisan 1975-Aralık 1997 arasında Şili'de uygulanan programın temel unsuru parasal büyüklüklerin kontrolüdür ve döviz kuru geçmişteki enflasyona uyarlanmıştır. Aralık 1989-Şubat 1991 arasında Arjantin'de uygulanan program, yurt içi kredilerin yeniden planlanması yoluyla likiditede ortaya çıkan büyük azalışa dayanmaktadır ve bu süreçte dalgalanan (floating) kur sistemi uygulanmıştır. Mart 1990-Ocak 1991 arasında Brezilya'da uygulanan programın temel unsuru, finansal varlıkların %70'inin döndürülmesi yoluyla yaratılan sert likidite daralmasıdır: sıkı para politikasının yanısıra, döviz kuruna pasif bir rol verilerek, enflasyona eşlik edecek şekilde uyarlanmıştır. 1990 Ağustos'unda Peru'da uygulanan programda parasal büyüklükler kontrol edilmekte ve döviz kuru için kirli dalgalanma (dirty floating) sistemi yürütülmektedir.

İstikrar programlarına ilişkin incelemeler, literatürde biçimsel olgulara (stylized facts) ilişkin ortak bir zemin yaratmıştır (Santaella ve Vela, 1996). İstikrar programları çerçevesinde genel anlamda ilk biçimsel olgu, enflasyon oranının nominal çıpanın büyüme oranına ancak yavaş biçimde (gradually) yakınsamasıdır. İkinci olarak, seçilen çıpaya bağlı olarak, ekonomik faaliyetlerde birbirinden farklı kalıplar ortaya çıkmaktadır ki, bu farklılıklar "resesyon: şimdi-sonra" hipotezi ile ortaya konulmaktadır.

Para üzerine kurulu programların temel unsuru, para arzının dışsal olarak belirlenmesi ve bu şekilde para otoritelerinin para arzı üzerinde az ya da çok kontrole sahip olmasıdır. Döviz kuru üzerine kurulu programlarda ise, tersine, para arzının içsel olduğu kabul edilmektedir.

Para üzerine kurulu programların uygulanma süreçlerinde gözlenen ortak gelişmeler aşağıdaki gibi özetlenebilir (Calvo ve Vegh, 1999; Santaella ve Vela, 1996):¹⁶

- (i) Enflasyonun para arzı artış oranına yavaşça yakınsaması,
- (ii) Yerli paranın reel olarak değerlendirilmesi,
- (iii) Dış ticaret dengesi ve cari hesapta net bir tepkinin ortaya çıkmaması,
- (iv) İlk aşamalarda ekonomik faaliyetlerde daralma ortaya çıkması.¹⁷
- (v) Başlangıçta yurt içi reel faiz oranlarının artması.

Literatürde istikrar programlarına ilişkin tartışmaların, enflasyon ve reel ekonomik faaliyetlerin gelişimi ile ilgili olarak (i) ve (iv) şıklarında verilen olgular üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

Para üzerine kurulu ortodoks programların (OMBS) temel felsefesini monetarist yaklaşım oluşturmaktadır. Monetarist yapıda bir programın yapısı, ilk bakışta, basit görünmektedir; parasal hedefi belirlemek için tek yapılması gereken, reel üretim, fiyat düzeyi ve paranın dolaşım hızı terimlerine somut veriler yüklenerek, değişim denkleminin ampirik olarak tahmin edilebilir hale getirilmesidir. Bununla birlikte, Bofinger (1996)'in belirttiği gibi, gerçekler hiç de bu kadar basit değildir.¹⁸ Gerçekleri karmaşık hale getiren iki temel unsur olduğu söylenebilir. Birincisi, reel üretim teriminin tanımlanması ve ikincisi dolaşım parametresinin türetilmesi ile ilgilidir.

Değişim denkleminde yer alan reel üretim teriminin tanımlanmasına ilişkin birbirinden farklı yaklaşımlar söz konusudur. Örneğin, Bundesbank, monetarist yaklaşımın temel felsefesine uygun biçimde orta vadeli bir yaklaşım benimseyerek, potansiyel üretimin büyüme oranını gösteren reel GSYİH'nın orta vade trend değerini kullanmaktadır. IMF'in Kazakistan, Rusya ve Ukrayna'ya yönelik programlarında ise, parasal hedefin belirlenmesinde fiili GSYİH öngörülere (forecast) kullanılmaktadır.¹⁹ OMBS uygulamalarında karşılaşılan ikinci güçlük olan dolaşım hızının belirlenmesi konusunda da, Bundesbank ve IMF uygulamaları açısından farklılık söz konusudur. Bundesbank, Almanya'da para talebinin istikrarlı olduğu düşüncesinden hareketle, dolaşım hızını uzun dönem trend değeri olarak hesaplamaktadır. Kazakistan, Rusya ve Ukrayna'da ise dolaşım hızına ilişkin öngörü değerlerinin kullanılması gerekmektedir. Bununla birlikte, bu tip öngörülerin yapılması için zorunlu koşul olan "istikrarlı bir para talebinin varlığı" bu ülkeler için geçerli olmamaktadır. IMF, istikrar dönemi boyunca sabit (veya artan) bir dolaşım hızı varsayımından hareket ederek, programın gereğinden fazla gevşek olması probleminden kaçınmaktadır. Bu noktada, yapılan varsayımın gerek ekonomik teori gerekse başarılı istikrar deneyimleri bazında yanlış olduğu belirtilmelidir. Varsayımın tersine, enflasyon düştükçe dolaşım hızı da düşmektedir. Bu koşullar altında, dolaşım hızının sabit veya artan olduğu varsayımına dayalı programlar gereğinden fazla sıkı olacaktır. Bu durumun, para üzerine kurulu programların başlangıç aşamalarında gözlenen "likidite baskısı" (liquidity crunch) ve yüksek reel faiz oranlarını açıkladığı söylenebilir.

3. Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programlarının (Exchange Rate-Based, ERBS) Uygulama Sonuçları

Kronik enflasyon ülkelerinde, döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanıldığı istikrar programlarının ortak nitelikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Rebelo, 1997; Calvo ve Vegh, 1999):^{20,21}

- (i) Başlangıçta ekonomik genişleme: Tüketim artmakta, reel ücretler yükselmekte, işsizlik oranı düşmekte ve gayrimenkul piyasasında genellikle bir canlanma gözlenmektedir. Yatırımlar, tüketim kadar güçlü veya tutarlı biçimde olmasa da, deneyimlerin büyük kısmında artmaktadır.
- (ii) Ticarete konu olmayan malların (non-tradeables) göreceli fiyatlarında ortaya çıkan artış sonucu enflasyon oranındaki düşüşün yavaşlaması,
- (iii) Cari hesap ve dış ticaret dengesinde bozulma,
- (iv) Ticarete konu mallar (tradeables) sektöründe üretimin trende oranla düşmesi,
- (v) (Başarılı veya geçici olarak başarılı olmuş programlar için) Önemli bir mali uyarılma,
- (vi) Ekonomik faaliyetlerde başlangıçta ortaya çıkan canlanma döneminin durgunluk dönemi ile izlenmesi,
- (vii) Yerli paranın aşırı değerlenmesi,
- (viii) Enflasyon oranının devalüasyon oranına yavaş biçimde yakınsaması.

Literatürde, döviz kuruna dayalı programların reel faiz oranları üzerinde yaratacağı etkiler konusunda birbirinden farklı gözlemler söz konusudur. Calvo ve Vegh (1999), ortodoks planların ilk aşamalarında ex-post yurt içi reel faiz oranlarının düştüğünü, 1980'lerin heterodoks programlarının ilk aşamalarında ise önemli ölçüde yükseldiğini ileri sürmektedir. Agenor (1994), benzer şekilde, 1970'lerin sonlarındaki Güney Koni "tablita" deneyimlerinde reel faiz oranlarının düştüğünü ve 1980'lerde Arjantin, Brezilya, İsrail ve Meksika'da uygulanan heterodoks programlarda ise keskin biçimde arttığını ifade etmektedir.

1970'lerin ve 1980'lerin dövize dayalı programlarında reel faiz oranlarının davranışı açısından ortaya çıkan farklılığı açıklamaya yönelik az sayıda analitik model geliştirilmiştir. Bu modeller, özellikle de, bu tip programlara özgü canlanma-resesyon çevrimlerini açıklama konusunda sağlam bir mantık ortaya koyamamışlardır. Örneğin, Rodriguez (1982) tarafından geliştirilen modelde, fiyat beklentileri herhangi bir anda önceden belirlenmiş (predetermined) olduğu için, devalüasyon oranındaki öngörülmedik ve sürekli bir düşüşün reel faiz oranında derhal ortaya çıkan bir düşüş yaratacağı ortaya konulmaktadır. Benzer biçimde, Calvo ve Vegh (1993)'ün mükemmel seziş kabulü altında tam güvenilirlik taşımayan dövize dayalı bir istikrar programı, devalüasyon oranında başlangıçta ortaya çıkan düşüşün yanısıra gelecekte belirli bir tarihte meydana gelen aynı büyüklükte bir artış olarak

modellenmektedir. Söz konusu model, yurt içi reel faiz oranlarında başlangıçta bir düşüş yaratmaktadır. Bununla birlikte, tam güvenilirliğin olduğu durumda reel faiz oranlarında başlangıçta hiç bir hareket gözlenmemektedir. Rebelo (1994)'ya göre bunun nedeni, Calvo ve Vegh (1993) modelinde geçiş dinamiklerinin bulunmamasıdır.

Calvo ve Vegh, analizlerinin genişletilmiş versiyonunda, 1980'lerde uygulanan dövize dayalı programlarda paranın ilave bir nominal çıpa olarak kullanılmasının (sermaye kontrollerinin ve/veya kredi hedeflerinin uygulanması sonucu) başlangıçtaki yüksek reel faiz oranlarını açıklayabileceğini ileri sürmektedirler. Örneğin, sermaye kontrolleri söz konusu ise, para stoku önceden belirlenmiş (predetermined) hale gelmekte ve faiz oranlarında, devalüasyon ve enflasyon oranlarında düşüş ile birlikte ortaya çıkan yurt içi para talebindeki artışa uygun biçimde, yukarıya doğru bir uyarlama gerekli olmaktadır.

Agenor (1994), döviz kuruna dayalı istikrar programları süresince reel faiz oranlarının davranışını açıklayan iki unsurun, literatürde çok sınırlı olarak ele alındığını vurgulamaktadır. Birincisi, devalüasyon oranındaki düşüşün mali implikasyonları ile ilgilidir. Devalüasyon oranındaki düşüş, senyoraj gelirleri itibariyle ortaya çıkan bir kayıp yaratmakta ve nominal faiz oranları yüksek iken ihraç edilen sabit faiz oranlı borç servisinin reel maliyetlerinde artış meydana getirmektedir. Belirtilen olumsuz gelişmeler, kamu sektörünün finansal pozisyonunda bozulmaya yol açabilmektedir. Hükümet, ortaya çıkan mali açığı politika enstrümanlarında değişiklikler yaparak düzeltme durumunda kalmaktadır; bu amaçla, yurt içi kredi artış oranı, özel kesime yönelik götürü transferler, gelir vergisi oranları veya kamu harcamaları değiştirilebilmektedir. Geleceğin dikkate alındığı (forward-looking) bir dünyada, politika otoritelerinin kullanabileceği enstrümanların yapısı hakkındaki beklentiler reel faiz oranlarının davranışını anında etkilemektedir. Agenor'un vurguladığı ikinci husus, döviz kuru uyarlamasının, enflasyonu düşürmeye, gelirleri artırmaya ve ödemeler dengesini iyileştirmeye yönelik olarak hazırlanmış olan ticari, finansal ve mali reformları kapsayan istikrar paketinin unsurlarından yalnızca birisi olmasıdır. 1970 ve 1980'lerdeki döviz kuruna dayalı istikrar programlarının hemen tümünde, başlangıçtaki döviz kuru uyarlamasının mali politika ve diğer politika önlemleri ile desteklendiği görülmektedir.

Rebelo (1997), istikrar programlarının uygulama sonuçları üzerine geliştirilmiş literatürde en fazla ilgiyi çekmiş olan konunun, ticarete konu olmayan malların görece fiyatlarındaki artış olduğunu ileri sürmektedir. Bunun yanısıra, yukarıda (iii) ve (iv) şıklarında verilen olgular, dövize dayalı

programların işlemediğini gösteren uyarı sinyalleri olarak görülmektedir. Enflasyon yavaşça yakınsamakta ve başlangıçtaki ekonomik genişleme, dış borçlanma ile finanse edilen bir tüketim artışı tarafından yönlendirilmektedir. Santaella ve Vela (1996)'ya göre, tüketimdeki canlanma esas olarak özel kesim kaynaklıdır ve büyük bir kısmı dayanıklı mallara yönelik alımlarda artış şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ücretlerde ortaya çıkan artış ise, sendikalar, hükümetin istihdam ve harcama politikası, büyük ölçekli yabancı sermaye girişi veya sistemdeki nominal katılıkların yarattığı yapay bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, Santaella ve Vela (1996), (iii). şıkta verilen, dış ticaret ve cari hesap bozulmalarının hemen tüm programlarda gözlemlendiğine ve bu açıkların dışarıdan sermaye girişleri ile finanse edildiğine işaret etmektedir. Dış ticaret dengesindeki bozulmaya, dayanıklı malların ithalatında ortaya çıkan büyük bir artış da eşlik etmektedir. Ekonomik faaliyetlerde programın sonraki aşamalarında ortaya çıkan daralma evresinde sıklıkla gözlenen gelişme ise, sermaye girişlerinin kesilmesidir. Ticarete konu mallar sektöründeki daralma ve reel ücretteki artışın yol açtığı rekabet kaybı, politikanın sürdürülebilir olmadığı izlenimini yaratmaktadır. Döviz kuru için önceden belirlenmiş patikanın yarattığı bu tip beklenmedik etkilerin arzulanır olup olmadığı görüşü, ekonomistleri fiyat ve ücret kontrollerinin kullanımına taraftar olmaya yöneltmiştir. Bu tip kontrolleri içeren programlar, daha önce belirtildiği gibi, heterodoks programlar grubunda yer almaktadır.

Rebelo (1997)'nin belirttiği gibi, istikrar programının başlangıcında gözlenen genişleme dönemi bir resesyon dönemine dönüştüğünde, hükümet, yukarıda belirtilen uyarı sinyallerini dikkate almamış olduğu gerekçesi ile eleştirilecektir.²² Yaşanan deneyimlerin bir kısmında, resesyonun ortaya çıkışının, ticaret hadlerindeki bozulma veya kötü geçmiş bir tarımsal yıl gibi, negatif şoklar ile çakıştığı gözlenmiştir. İşte bu noktada, sabit döviz kuru rejiminin terkedildiği görülmektedir. Ve bundan sonra hükümet, ekonomideki durgunluğu gidermek için genellikle kamu harcamalarını artırmakta ve ekonomi yavaşça eski durumuna geri dönmektedir. Bu süreçte, bütçe açıklarının U-biçimli davranış sergilediği gözlenmekte; reformun başlangıç aşamalarında bütçe açıklarında gözlenen düşüş, geri dönüş noktasından sonra tekrar artma eğilimine girmektedir.

IV. DÖVİZ KURUNA DAYALI PROGRAMLARIN UYGULAMA SONUÇLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

Enflasyonu düşürme programlarının biçimsel olgularını açıklamaya yönelik olarak çeşitli hipotezler ortaya atılmaktadır. Bu hipotezlerin, özellikle,

döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başlangıç aşamalarında gözlenen canlanma ve enflasyonun devalüasyon oranına yavaşça yakınsama olguları ile ilgili olduğu görülmektedir. Hipotezler üç kategoride ele alınabilir (Santaella ve Vela, 1996): (i) enflasyon oranında yapışkanlık (süreçgenlik), (ii) döviz kuru çıkışının geçiciliği veya güvenilirlikten yoksun olması ve (iii) enflasyonu düşürmenin arz yönlü etkilerine ve ortaya çıkan servet etkilerine dayalı olan "denge" yaklaşımı.

İlk hipotezde, beklentilerin geçmişe dönük (backward-looking) olarak belirlendiği konusunda bir çeşit kanıt sunan "enflasyon süreçgenliği" esas alınmaktadır. Döviz kuruna dayalı programların sonuçlarına ilişkin devresel dalgalanma açıklamasında, devalüasyon oranının düşeceğine dair güvenilir bir açıklama yurt içi reel faiz oranlarında düşüşe yol açarken, beklentilerin geçmişe dönük olarak belirlenmesi reel döviz kurunda değerlenmeye ve ticaret dengesinde bozulmaya yol açmaktadır. Faiz oranındaki düşüşün ekonomide yarattığı genişletici etkinin rekabet gücünde ortaya çıkan kaybın yarattığı daraltıcı etkiyi bastırması durumunda, toplam talep artışı ekonomik faaliyetlerin uyarılması ile sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon süreçgenliğini temel alan hipotez, döviz kuruna dayalı programların ilk aşamalarında ortaya çıkan canlanmayı faiz oranlarındaki düşüşe bağlamaktadır. Bununla birlikte, Calvo ve Vegh (1999), optimizasyon modeli çerçevesinde ve herhangi bir servet etkisinin bulunmadığı varsayımı altında, bu hipotezin başlangıçtaki canlanmayı açıklaması için akla uygun olmayan bazı parametre konfigürasyonlarının gerektiğini ileri sürmektedirler. Ayrıca, başlangıç aşamalarında reel faiz oranlarında artış gözlemlendiği takdirde, ekonomide ortaya çıkan canlanmayı bu yaklaşım bazında açıklamak da güç olmaktadır.

İkinci şıkta verilen "geçicilik (temporariness)" hipotezi, ilk olarak Calvo (1986) tarafından geliştirilmiştir. Geçicilik hipotezine göre, özel karar birimleri programın, gelecekteki enflasyon ve devalüasyon oranlarının bugünkü düzeylerini aşacağı anlamında, başarısız olmasını bekledikleri takdirde, dönemlerarası ikameye gidecek ve gelecekteki tüketim harcamalarını bugüne transfer edeceklerdir. Bugünkü harcamalarda ortaya çıkan genişleme ise, dış ticaret dengesini bozacak ve reel döviz kurunda değerlenmeye yol açacaktır. Üretimde başlangıçta ortaya çıkan patlamaya neden olan unsur, nominal faiz oranlarının düşmüş olmasıdır. Bu bağlamda, gelecekte ortaya çıkmasını bekledikleri döviz kuru çöküşüne karşı kendilerini korumaya çalışan özel karar birimleri, dayanıklı mallara yönelik taleplerini artıracak ve satın alım miktarları itibariyle bir patlamaya yol açacaklardır. Dolayısıyla, Calvo ve Vegh (1999) ile Vegh (1992)'in belirttiği gibi, güvenilirlikten yoksun bir döviz kuruna dayalı istikrar programı, biçimsel olgular ile genellikle tutarlı öngörüler ortaya koymaktadır.

Güvenilirlik yokluğunun istikrar programını "geçici" hale getirdiği model, çoğu programda gözlenen canlanma-resesyon çevrimini ve gerek enflasyon gerekse reel döviz kuru için U-biçimli eğrileri yaratmaktadır. Vegh'e göre, programın başlangıç aşamalarındaki yüksek faiz oranlarına yönelik açıklamalardaki esas kayıp unsurun ilave nominal çıpaların varlığı olduğu söylenebilir. Geçicilik hipotezinin zayıf noktası, tüketimde dönemlerarası ikame ile ilgilidir. Vegh, söz konusu esnekliğin genellikle düşük olduğu veri iken, dönemlerarası ikame etkileri üzerine kurulu modellerin tüketimde gözlenen artışları açıklama gücü olup olmadığı konusunun tartışmaya açık olduğunu ileri sürmektedir.

Döviz kuruna dayalı programlara ilişkin biçimsel olguları açıklamaya yönelik literatürün üçüncü kısmı, istikrarın arz yönlü ve diğer servet etkilerini temel almaktadır. Kiguel ve Liviatan (1992), fiyatlar istikrar kazandıkça, görece fiyat değişkenliğinin neden olduğu negatif reel etkilerin önemli ölçüde azaldığını ve bu şekilde kaynak dağılımında etkinliği artırarak, kaynakları finansal alanlardan daha üretken alanlara kaydırıldığını ileri sürmektedir. Bu hipotez üzerine kurulu modellerin büyük kısmı, devalüasyon oranındaki düşüşün tam olarak güvenilir olduğu ve işgücü arzı ve/veya sermaye birikim oranı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu varsayımına dayalı, arz yönlü aktarma mekanizmaları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Calvo ve Vegh (1999), arz yönlü modellerin, başlangıçtaki canlanmayı açıklayabildiklerini, ancak daha sonra ortaya çıkan resesyonu açıklayamadıklarını ileri sürmektedirler.

Enflasyondaki düşüşe genellikle eşlik eden mali uyarılama, servet etkilerinin bir diğer kaynağını oluşturmaktadır. Calvo ve Vegh (1999)'in belirttiği gibi, büyük kamu açıklarının ortadan kaldırılması, enflasyonda sürekli bir düşüş sağlanması için gerekli bir koşul olarak görülmektedir. Bu nedenle, mali uyarılamanın yer almadığı veya kısa süreli olduğu Arjantin 1978 Tablita ve 1985 Austral Planı ile Brezilya 1986 Cruzado Planı gibi programların kısa sürede kontrolden çıkmaları şaşırtıcı değildir. Buna karşılık, İsrail'in 1985 planı gibi programların başarısında, mali uyarılmaların oldukça önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Bu tip mali uyarılmalarda, kamu harcamalarının düşürülmesi ile vergilerin artırılması birarada yer almaktadır. Calvo ve Vegh, buradan hareketle, arz yönlü etkilerin, döviz kuruna dayalı programlara ilişkin ampirik olguların açıklanması amacına yönelik herhangi bir senaryonun kritik bir parçası olması gerektiğini ileri sürmektedirler.

Döviz kuruna dayalı programlarda gözlenen reel döviz kuru değerlenmesine ilişkin olarak ortaya atılan "denge" yaklaşımında ise, döviz kurundaki değerlenmenin, sermaye hesabı liberasyonuna ve bu tip programlarda sıklıkla gözlenen dış ticaret ve diğer makroekonomik reformlara

eşlik eden sermaye girişlerine karşı doğal bir denge uyarlaması olduğu ileri sürülmektedir.

V. SONUÇ

Uzun yıllar kronik enflasyon problemi yaşayan gelişmekte olan ülkeler, geçtiğimiz kırk yıl boyunca yinelenen istikrar çabalarına girişmişlerdir. Enflasyondaki süreğenlik önemli boyutlara ulaştığı takdirde, temel makroekonomik değişkenlerde yapılan düzenlemeler, enflasyonun düşürülmesi için yeterli olmamakta ve enflasyon beklentileri için rehber niteliği taşıyacak bir nominal çıpanın kullanılması gerekli hale gelmektedir. Günümüze kadar yaşanmış istikrar programı deneyimlerinde, nominal çıpa konusundaki tercihin, esas olarak, para ile döviz kuru arasında olduğu ve seçilen nominal çıpaya bağlı olarak, istikrar programlarının ülkeler bazında ortak uygulama sonuçlarının da farklılaştığı görülmektedir. Bu açıdan literatürde en çok vurgulanan husus, istikrar programları sonucunda resesyon şeklinde bir maliyete katlanması gerekeceği şeklindedir. Nominal çıpanın para veya döviz kuru olması halinde, istikrar programları açısından ortaya çıkan en önemli farklılık, resesyon maliyetlerinin zamanlamasıdır. Paraya dayalı programlarda resesyon maliyetinin ilk aşamalarda ortaya çıkması beklenmekte iken, döviz kuruna dayalı programlarda resesyon maliyetleri programın sonraki aşamalarına ertelenmektedir. Döviz kuruna dayalı programların ilk aşamalarında, özel kesimin, genellikle dayanıklı mallara yönelik, tüketim harcamalarındaki artıştan kaynaklanan bir ekonomik canlanma gözlenmekte; bununla birlikte sonraki aşamalarda dış ticaret dengesi ve cari hesaptaki bozulmalar ile sermaye girişlerinin durması, ekonomide bir daralma sürecine girilmesine yol açmaktadır.

Döviz kuruna dayalı programların uygulanmasında gözlenen canlanma-durgunluk çevrimini açıklamaya yönelik olarak geliştirilen yaklaşımlardan en etkilisinin "ilan edilen politikaların güvenilirliği"ni vurgulayan yaklaşım olduğu söylenebilir. Buna göre, hükümet istikrar programı çerçevesinde ilan etmiş olduğu politikardan ayrılmayacağı konusunda özel kesime güven vermemiş ise, istikrar programı "geçici" hale gelmekte, gelecekteki enflasyon ve devalüasyon oranlarının bugünkü düzeylerini aşacağını bekleyen özel kesim, tüketim harcamalarını gelecekte bugüne kaydırmaktadır. Bugünkü tüketim harcamalarında ortaya çıkan artış ise, sermaye girişinin olmayacağı varsayımı altında, dış ticaret dengesini bozacak ve reel döviz kurunda değerlenmeye yol açacaktır.

KAYNAKÇA

- Agenor, P.R., (1994), "Behaviour of Real Interest Rates in Exchange Rate-Based Stabilization Programs". *IMF Working Paper*, 75.
- Alesina, A. ve A. Drazen, (1991), "Why Are Stabilizations Delayed?", *The American Economic Review*, 81 (5), 1170-1188.
- Ball, L. (1991). "The Genesis of Inflation and The Costs of This Inflation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 23 (3). 439-452.
- Blejer, M.I. ve A. Cheasty, (1988). "High Inflation, Heterodox Stabilization, and Fiscal Policy". *World Development*, 16 (8). 867-881.
- Bofinger, P. (1996), "The Economics of Orthodox Money-Based Stabilization (OMBS): The Recent Experience of Kazakhstan, Russia, and Ukraine", *European Economic Review*, 40, 663-671.
- Bruno, M. (1993), *Crisis, Stabilization and Economic Reform: Therapy by Consensus*. Oxford University Press.
- Cagan, P. (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", M. Friedman (der.), *Studies in the Quantity Theory of Money* içinde, Chicago: University of Chicago Press, 25-117.
- Calvo, G.A. (1986), "Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates", *Journal of Political Economy*, 94, 1319-1329.
- Calvo, G.A. ve C. A. Vegh (1993), "Exchange Rate-Based Stabilization under Imperfect Credibility", H. Frisch ve A. Worgotter (der.), *Open-Economy Macroeconomics* içinde, London: MacMillan Press, 3-28.
- Calvo, G.A. ve C. A. Vegh (1999), "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries". *NBER Working Paper*, 6925.
- Chadha, B., P.R.Masson ve G.Meredith (1992), "Models of Inflation and Costs of Disinflation", *IMF Staff Paper*, 39, 395-431.
- Fischer, S. (1977), "Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 85, 191-205.
- Fischer, S. (1986), "Exchange Rates versus Money Targets in Disinflation", *Indexing, Inflation, and Economic Policy* içinde, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, 247-62.

- Hamann, A.J. (1999), "Exchange-Rate-Based Stabilization: A Critical Look at the Stylized Facts", *IMF Working Paper*, 132.
- Hoffmaister, A.W. ve C.A. Vegh (1995), "Disinflation and the Recession-Now-Versus-Recession-Later Hypothesis: Evidence from Uruguay", *IMF Working Paper*, 75.
- Kiguel, M. ve N. Liviatan (1992), "The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilization", *The World Bank Economic Review*, 6, 279-305.
- Makinen, G.E. ve G.T. Woodward (1989), "The Taiwanese Hyperinflation and Stabilization of 1945-52", *Journal of Money, Credit and Banking*, 21, 90-105.
- Mishkin, F.S. (1997), "Strategies for Controlling Inflation", *NBER Working Paper*, 132.
- Morales, J.A. (1988), "Inflation Stabilization in Bolivia". M. Bruno vd. (der.), *Inflation Stabilization* içinde. MIT Press, Cambridge, MA.
- Obstfeld, M. ve K. Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, 9, 73-96.
- Pazos, F. (1972), *Chronic Inflation in Latin America*, New York: Praeger Publishers.
- Phelps, E. (1973), "Inflation in the Theory of Public Finance", *Swedish Journal of Economics*, 75, 67-82.
- Rebelo, S. (1997), "What Happens When Countries Peg Their Exchange Rates? (The Real Side of Monetary Reforms)", *NBER Working Paper*, 6168.
- Rodriguez, C.A. (1982), "The Argentine Stabilization Plan of December 20th", *World Development*, 10, 801-11.
- Sachs, J.D. ve F. Larrain (1993), *Macroeconomics in the Global Economy*, Harvester Wheatsheaf: New York.
- Santaella, J.A. ve A.E. Vela (1996), "The 1987 Mexican Disinflation Program: An Exchange Rate-Based Stabilization?", *IMF Working Paper*, 224.
- Sargent, T. (1982), "The Ends of Four Big Inflations", R.E. Hall (der.), *Inflation: Causes and Effects* içinde. Chicago, University of Chicago Press, 41-97.
- Taylor, J.B. (1979), "Staggered Wage Setting in a Macro Model", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 69, 108-113.

Taylor, J.B. (1980), "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", *Journal of Political Economy*, 88, 1-23.

Vegh, C.A. (1992), "Stopping High Inflation: An Analytical Overview", *IMF Staff Papers*, 39, 626-95.

NOTLAR

¹ Vegh (1992)'e göre, kronik enflasyonun bunun dışında, genel olarak kabul edilmiş bir tanımı bulunmamaktadır. Bununla birlikte, yüksek enflasyonu yaratan faktörler konusundaki yargılar zaman içinde değiştiği için, kronik enflasyon kavramı da zaman içinde değişmektedir. Vegh aynı çalışmasında, ülkelerin kronik enflasyon-hiperenflasyon ayırımı bazında sınıflandırılmasını da yapmaktadır.

² Örneğin, bkz. Calvo ve Vegh (1999).

³ Böyle bir sistemde, özel karar birimlerinin dövizini serbestçe alıp satmasına izin verilirken, merkez bankası dövizini günlük müzayedede satmakta ve son seansta belirlenen ortalama fiyattan satın almaktadır. Her müzayede için, merkez bankası hem döviz satacağı bir baz fiyatı hem de teklif edeceği miktarı belirleyecektir; teklif sahiplerinin önceden bu bilgiye ulaşmaları mümkün değildir.

⁴ Uyarlayıcı beklentiler ve buna eşlik etme politikasının varlığında, enflasyondaki sürengelik geleneksel "ücret-fiyat spirali" olarak yorumlanabilir. Örneğin, işçilerin nominal ücretleri her periyodun başında işsizlik oranına negatif yönde bağlı olan bir hedef reel ücrete ulaşacak şekilde belirlediklerini düşünelim. Ücretler üzerinde sabit kar oranlı fiyatlandırma (markup pricing) yapılıyor olsun. Enflasyonda başlangıç artışına neden olan bir şok ortaya çıktığında, enflasyonun devam edeceği yönündeki beklenti, işçileri nominal ücretleri artırmaya yöneltmektedir. Bu şekilde, ücret artışları fiyat enflasyonuna aktarılmakta ve beklenen enflasyon yüksek düzeyde kalmaktadır. Enflasyon, ancak, işçilerin hedef reel ücretlerini ve dolayısıyla nominal ücret artışlarını düşürmesi halinde yavaşlamaktadır. Bununla birlikte, merkez bankası işsizliği sabit tuttuğu sürece bu durum meydana gelmeyecektir.

⁵ Bu düşünce, formel olarak, Barro ve Gordon (1983)'ün, merkez bankası ile özel kesim arasında tekrarlanan bir oyunu tanımladıkları modelde ortaya konulmaktadır. Para politikası çerçevesinde tekrarlanan oyunlar üzerine ayrıntılı bilgi için bkz. Telatar ve Erdoğan (1997).

⁶ Örneğin, bkz. Aizenman (1992), Velasco (1993), Zarazaga (1996), Mandino, Sturzenegger ve Tomasi (1996), Jones, Sanguinetti ve Tomasi (1997).

⁷ Bu tip programların "şok programlar" olarak nitelendirilmesinin nedeni, geleneksel istikrar programlarında belli başlı makroekonomik değişkenlerin zaman içine yayılmış bir uyarılma patikası izlemelerine karşılık, şok programlarda söz konusu değişkenlerin trendlerinde temel nitelikte süreksizlikler yaratılmasıdır.

⁸ Zaman-tutarsızlık problemi, politika otoritelerinin kendilerine ait bir kayıp fonksiyonunu minimize etmek amacıyla, önceden ilan ettikleri politikalarından daha sonra ayrıla güdüsüne sahip olmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda otorite, uzun vadede ekonominin katlanmak durumunda kalacağı maliyetler yerine, kısa dönemde sürpriz enflasyon yaratarak elde edebileceği faydaları dikkate almaktadır.

⁹ M1 gibi dar parasal hedeflerin merkez bankası tarafından kontrol edilebileceği söylenebilirse de, M2 veya M3 gibi geniş parasal büyüklüklerin kontrol edilip edilemeyeceği konusunda kesin bir şey söylemek mümkün değildir.

¹⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Fischer (1986) ve Chadha, Masson ve Meredith (1992).

¹¹ Enflasyonda yüzde 1'lik düşüş yaratmak için katlanılması gereken kümülatif üretim kaybını ifade eden "özveri oranı"nın farklı parametre konfigürasyonlarının varlığında alacağı değerleri inceleyen Fischer (1986), döviz kurunun tercih edilmesi gerektiği sonucuna ulaşmaktadır.

¹² Bununla birlikte, Sargent (1982)'ın hiperenflasyon olgusunu dikkate aldığı ve bulgularının bu çerçevede değerlendirilmesi gerektiği belirtilmelidir.

¹³ Böyle bir mali önlemler paketi, başarılı olmuş reform uygulamalarının zorunlu parçalarıdır. Bu konuda mevcut bulguların analizi için bkz. Kiguel ve Liviatan (1988).

¹⁴ Arjantin'de uygulanan programdan esinlenen Rodriguez (1982), indirgenmiş formda uyarlayıcı beklentiler modelinde, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başlangıcında gözlenen canlanma ve daha sonra ortaya çıkan resesyon kalıbını ilk kez formel olarak ortaya koymaktadır.

¹⁵ Aynı zamanda, Calvo ve Vegh (1992), sorunu analitik bir bakış açısından ele alarak, "resesyon şimdi-sonra" hipotezini mükemmel sezginin (perfect foresight) olduğu bir optimizasyon modeli çerçevesinde açıklamaktadır.

¹⁶ Bu noktada, tek tek ülke deneyimlerinin biçimsel olgulara tam olarak uymasının beklenmemesi gerektiği belirtilmelidir.

¹⁷ Calvo ve Vegh (1999), beş ülke için (Arjantin, Brezilya, Şili, Dominik Cumhuriyeti ve Peru) 25 yıllık verileri kullanarak yaptıkları çalışmada, makroekonomik değişkenlerin ne şekilde geliştiğini araştırmaktadırlar. Analizlerinde, para üzerine kurulu istikrar programlarının uygulanmasından önceki iki yıl boyunca, büyüme oranının trend değerinin altında kaldığını, başka bir deyişle bu programların "kötü" dönemlerde uygulanmış olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar. Yazarlara göre, bu durum, para üzerine kurulu programların ilk yıllarında büyüme oranının daha önceki eğilimine uygun biçimde düşük olması sonucunu doğurmuş olabilir. Başka bir deyişle, başlangıçta gözlenen resesyon, önceki yıllardan devralınan durumun devamı niteliğinde olabilir.

¹⁸ Değişim denkleminin tahmininde en az problem yaratan değişken enflasyon terimidir.

¹⁹ Bofinger (1996), bu tip geçiş ekonomilerinde öngörü hatalarının yüksek olduğunu ve bu nedenle parasal hedefin olması gerekenden çok daha kısıtlayıcı veya gevşek olabileceğine dikkat çekmektedir.

²⁰ Hamann (1999), döviz kuru üzerine kurulu programlarda ampirik olarak gözlenen düzenli gelişmeleri "ERBS sendromu" olarak isimlendirmektedir.

²¹ Kuşkusuz, ERBS'e ilişkin biçimsel olgulardan tek tek ülkeler bazında ortaya çıkan sapmaları ortaya koyan çalışmalar da yapılmaktadır. Bu konuda, Meksika örneği için Santaella ve Vela (1996)'ya bakılabilir.

²² İstikrar programının başarısız olduğu durumlarda, sonradan ortaya çıkan resesyonun da daha şiddetli olduğu görülmektedir.

