

Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programları ve Ülkemiz Açısından Bir Değerlendirme

Arş. Gör. Metin ÖZDEMİR^(*)
Arş. Gör. Murat Ozan BAŞKOL^(**)

Giriş

Dünya ekonomisinde 1990'lı yıllarda gözlenen finansal krizlerin döviz kuruna dayalı istikrar programlarının uygulandığı ülkelerde yaşanmış olması, söz konusu programların yapısı ve dinamiklerine yönelik sorgulamaları beraberinde getirmiştir. Yaşanan finansal krizlerin açıklanmasında programların taşıdığı içsel dinamiklere ve uygulama sürecinde ortaya çıkan kredibilite sorunlarına değinilmektedir.

Programların uygulanmasında ortaya çıkan sorunların bir başka boyutunu ise, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kuru taahhüdünü sürdürebilmenin güçlüğü oluşturmaktadır. Sermaye girişlerinde meydana gelen düzensizlikler nominal değişkenlerin istikrarını etkilerken ülke içi iktisat politikalarını uluslar arası sermaye hareketlerine bağımlı kılmaktadır.

Bu çerçevede çalışmada öncelikle nominal çapa olarak döviz kurunun rolü ve kredibilitenin önemine değinilmiştir. Ardından döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başarısızlık nedenleri sözkonusu programların taşıdığı içsel dinamikler ve sermaye hareketlerinin etkileri bağlamında ortaya

^(*) Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü

^(**) Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü

konulmuştur. Üçüncü kısımda ülkemizde izlenen 2000 yılı istikrar programını ikinci kısımda değinilen noktalar ışığında değerlendirilmiştir.

1. Nominal Çapa Olarak Döviz Kuru ve Kredibilite

İstikrar programlarının tasarlanması ve yürütülmesinde ekonomideki nominal değişkenlerin denge değerinin belirlenmesi dezenflasyon sürecine ekonominin uyumu ve programların başarısı açısından belirleyici bir role sahiptir. Enflasyonun izleyeceği yolun saptanmasında gerekli koşul nominal çapa olarak seçilecek değişkenin değerinin dışsal olarak sabitleştirilmesidir. Böylelikle seçilen nominal çapanın artış hızı enflasyon oranının altında sabit tutulduğunda süreç içerisinde enflasyon oranının çapanın artış hızı ile uyumlu davranacağı düşünülmektedir (Parasız, 2001: 170).

Nominal çapa seçimine yönelik ihtiyacın arkasında, enflasyona yönelik olarak iktisadi ajanların bekleyişlerini belirsizliğin olmadığı bir ortamda, sağlıklı bir şekilde oluşturmalarını sağlamak yatmaktadır. Bir diğer argümanı, özellikle politikacıların kısa vadeli popülist iktisat politikaları uygulamaları sonucunda doğabilecek zaman tutarsızlığı (time inconsistency) probleminden kaçınmak oluşturmaktadır. Dezenflasyon sürecinde doğabilecek zaman tutarsız uygulamalar iktisadi ajanların ücret ve fiyat davranışlarını değiştirerek düşük enflasyona ulaşmanın refah maliyetlerini artırmaktadır (Tavlas, 2000: 185).

Burada vurgulanması gereken önemli bir nokta, özellikle 1990'lı yıllarda uygulanan istikrar programlarında kredibilitenin rolü ve değerinin ön plana çıkmasıdır. Önceleri dezenflasyon sürecinde yerleşik bir endeksleme ve geriye dönük bekleyişler sorunları ağırlıklı olarak incelenirken son yıllarda uygulanan istikrar programlarında kredibilitenin rolü ve bekleyişler üzerindeki etkisine bağlı olarak programların sürdürülebilirliği ve politik olarak taşınabilirliği üzerinde durulmaktadır. Nominal çapa olarak döviz kuru ithal mallarının fiyatlarını, üretiminde ithal girdi kullanılan malların maliyetlerini ve ihracat ürünlerinin değerini belirler. Kurun çapa olarak belirlenmesi ticarete konu olan malların fiyatlarını dünya fiyatlarına yakınlaştıracığından enflasyon rahatlıkla kontrol edilebilecektir. Öte yandan basit ve açık olması nedeniyle iktisadi ajanlar tarafından rahatlıkla izlenebilir ve anlaşılabilir özelliğe sahiptir. Nominal çapa olarak döviz kuru seçiminin asıl değeri özellikle kredibilitenin sağlandığı durumda direkt olarak enflasyon bekleyişlerini ve diğer nominal değişkenleri olumlu etkileyerek dezenflasyonun refah maliyetlerini azaltmasından kaynaklanmaktadır (Agnor, 1996: 338).

Döviz kurunun nominal çapa olarak başarısı para ve maliye politikaları tarafından desteklendiği ölçüde mümkündür. Bu anlamda kredibilitenin değeri parasal ve mali politikaların izlenmesinde disipline edici bir etkiyi beraberinde getirmesiyle ortaya çıkmaktadır (Velasco,2000:3). Dezenflasyon sürecinde döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesi lehindeki önemli argümanlardan biri de yurtiçi finansal disiplini güçlendirmesidir. Döviz kuruna yönelik verilmiş kesin taahhütler bir yandan ücret ve finansal sözleşmelerde enflasyon yanlısı davranışları elimine edecek diğer yandan da düşük enflasyon düzeyine ulaşmak ve kur taahhüdünü devam ettirebilmek için yapılması gereken mali ayarlamalar için güçlü bir teşvik aracı olacaktır (Hamann, 1999: 9).

İlan edilen program çerçevesinde kredibilite hem programın içsel tutarlılığı hem de program dahilinde yapılan uygulamaların tutarlılığı dahilinde ele alınmaktadır. İstikrar programının içsel tutarlılığı özellikle hedef olarak seçilen büyüklüklerin uyumuna bağlı olarak kredibiliteyi etkilemektedir. Şayet belirlenen enflasyon hedefiyle beklenen enflasyon hedefi arasında önemli bir fark varsa ilan edilen hedefin kredibilite sağlaması söz konusu olmayacaktır. Öte yandan kredibilite sorunu politika yapımcıların ex-post davranışlarının ex-ante stratejilerinden farklı olması sonucunda doğabilmektedir. Program çerçevesinde iktisadi ajanların ücret ve fiyatlarını oluşturduktan sonra, politika yapımcıların zaman tutarsız sonuçlar doğurabilecek harcama yönlü uygulamaları söz konusu olabilir. Örneğin mali disiplini bozucu harcama kararlarına bağlı olarak kısa vadeli üretim artışlarından yararlanmak uzun vadede enflasyon başarısını etkileyecektir. Bu durumda kredibilite kaybı nedeniyle programın devamı tehlikeye girebilir (Agenor, 1996: 361).

Kuşkusuz böyle bir durumda döviz kuruna yönelik taahhüdün savunulmasının maliyeti de artmaktadır. Bugünün hatalı davranışı yarın için iktisadi ajanların cezalandırmasını beraberinde getirecektir. Bu bağlamda kredibilitenin önemi söz konusu cezalandırmanın maliyetine katlanmak istemeyen politika yapımcıları disipline etmesinden doğmaktadır (Velasco, 2000:3).

Bu çerçevede döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması durumunda disiplin etkisi ve kredibilite ile beraber mal, emek ve döviz piyasalarındaki bekleyişler olumlu etkilenecek dezenflasyon sürecinin istihdam ve üretim maliyetleri azaltılabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar programlarının temelinde de kredibilite eksikliğinin döviz kuru aracılığıyla giderilmesi yatmaktadır.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında kredibilitenin önemi, özellikle programın sürdürülebilirliği açısından ulusal ve uluslar arası piyasalardan borçlanma yapılabilmesinde belirleyici olmasında yatmaktadır. Sermaye hareketlerinin kısa vadeli olduğu bir ortamda programın ihtiyaç duyduğu sermaye girişlerinde borçlanmalar önemli bir yer tutar. Bu sebeple kredibilitenin yokluğu dış kaynak girişini de engelleyici bir unsur olmakta ve programın devamlılığını olumsuz etkilemektedir.

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması daha çok hiperenflasyon durumlarında başarılı olmuştur. Hiperenflasyonlar, hükümetlerin geniş bütçe açıklarını kapatmak için para arzlarını büyük oranda artırmaları sonucunda ortaya çıkar. Hiperenflasyonu durdurmak kronik enflasyonu yenmekten daha kolaydır. Çünkü hiperenflasyon kronik enflasyon sürecini ortadan kaldırmaktadır (Parasız, 2001: 28).

Hiperenflasyon dönemlerinde yaygın bir dolarlaşma süreci yaşanmaktadır. Dolarize olmuş bir ekonomide halk kendini enflasyona karşı daha rahat koruyacaktır. Bunun nedeni, ekonomideki birçok fiyatın dolar olarak belirlenmesidir. Her ne kadar işlemler yerli para cinsinden gerçekleşse de fiyatlar dolar cinsinden ifade edilmektedir. Kronik enflasyon yaşayan ülkelerde enflasyonun hızlanmasının sebeplerinden birisi şudur: Ekonomide fiyat artışlarıyla ücret artışları arasındaki sürenin uzunluğu ücretlerin aşınmasına neden olmaktadır. Bu noktadan hareketle işçiler nominal fiyatlara yaklaşmak adına daha kısa sürelerle sözleşmelerin gözden geçirilmesini isteyeceklerdir. Bu ise, bir anlamda ücret-fiyat sarmalı yaratarak yurtiçi fiyatların artmasına sebep olacaktır. Ancak hiperenflasyon yaşayan ülkelerde dolarlaşmanın bir neticesi olarak zaten bütün fiyatlar dolar cinsinden ifade edildiğinden sözleşmelerin yenilenmesi demek fiyatlardaki değişimin anında yakalanması anlamına gelecektir. Bu anlamda döviz kurunun çapa olması fiyat istikrarının sağlanmasını kolaylaştıracaktır.

Hiperenflasyonla mücadele de kredibilitenin sağlanması daha kolaydır. Çünkü, döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesi bütçe disiplinin sağlanması açısından önemlidir. Döviz kuru çapa olduğunda keyfi olarak para basılması mümkün olmadığından kamu açığının artması bir anlamda önlenmiş olacaktır. Monetizasyonu engelleyen bir politika yüksek bir güvenin oluşmasına sebep olabilecektir. Ayrıca önceden ilan edilmiş kur politikası geleceğin öngörülmesinde yardımcı olacaktır. Geriye dönük endekslemenin olmadığı ve kredibilitenin tam olarak sağlandığı durumlarda hiperenflasyonu bir gecede düşürmek mümkündür. Çünkü, kur çapası sayesinde bekle-

yişler değişecek ve mali disiplinin sağlanması mümkün olacaktır. Kronik enflasyon yaşıyan ülkelerin başarısızlığının temel sebeplerinden biri de pek çok başarısız istikrar programından sonra uygulamaya konulacak yeni programlarda varolan kredibilite eksikliğidir.

2 . Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı Sendromu ve Başarısızlık Nedenleri

Dünya ekonomisinde özellikle 1990'lı yıllarda döviz kuruna dayalı istikrar programlarının uygulanmasıyla elde edilen sonuçlar bir dizi finansal krizin yaşanmasını beraberinde getirmiştir. Meksika (1994-95), Doęu Asya (1997-98), Rusya (1998), Brezilya (1998-99), Arjantin (2000-2001) ve Türkiye'de (2000-01) yaşanan finansal krizler esas olarak sabit döviz kurlarının ve kura dayalı istikrar programlarının finansal krizleri hazırlayıcı içsel dinamiklere sahip olduğu görüşünü yaygınlaştırmıştır.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının uygulanmasında dezenflasyon sürecinin ilerleyen aşamalarında ortaya çıkan kurun kırılğanlığı ve kredibilite sorunları ilgili literatürde sözkonusu programların belirli bir ampirik regülarite taşımalarına bağlı olarak açıklanmaktadır (Hamann,1999:6-7).

Sözkonusu ampirik regülaritenin doğasına bağlı olarak ortaya çıkan içsel dinamikler kura yönelik spekülatif ataklara zemin hazırlayarak programdan çıkışı bir finansal krizle sonuçlandırmaktadır.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının temel özellikleri şöyle sıralanabilir :

1. Tüketici fiyat endekslerine bağlı olarak ölçülen enflasyon oranının belirlenen devalüasyon oranına yaklaşması yavaşça gerçekleşmektedir.
2. Reel ekonomik aktivite önce patlamakta, sonra ise daralmaktadır.
3. Ülke parası reel anlamda değer kazanmaktadır.
4. Dış denge kötüleşmekte ve ülkenin rekabet gücü olumsuz etkilenmektedir.
5. Yurtiçi reel faiz oranlarının davranışı kredibilitenin varlığına bağlı olarak değişmekte genel olarak ex-post faiz oranları düşme eğilimi göstermektedir.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının temel bileşeni enflasyonist beklentileri kırmak adına devalüasyon oranının dondurulması ya da belirli

bir zaman ufkunda azaltılma sürecinin ilan edilmesidir. Buradaki beklenti, enflasyon oranının önceden ilan edilmiş olan devalüasyon oranına hızla yakınlaşmasıdır. Böylelikle döviz kuru, yurtiçi fiyatlardaki değişim hadlerinin yakınsanacağı bir çapa işlevi görecektir (Yeldan, 2001: 186). Ancak döviz kuruna dayalı istikrar programlarında bu yakınlaşmanın beklendiği gibi hızlı olmadığı gözlenmektedir. Söz konusu yakınlaşmanın gecikmeli olarak gerçekleşmesi yerli paranın aşırı değerli hale gelmesi sonucunu doğurur. Aslında reel değerlenme kaçınılmaz olduğundan, ileride ortaya çıkabilecek ödemeler dengesi krizlerine yol açmamak için, yerli paranın programın başında devalüe edilmesi gerekir. İsrail'in 1985 yılında uyguladığı programda bu noktadan hareket edilerek İsrail para birimi programın başlangıcında % 20 oranında devalüe edilmiştir (Yeldan, 2001: 186). Nitekim İsrail istikrar programı döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başarılı bir örneğidir ve programdan çıkış bir krizle gerçekleşmemiştir.

Programların uygulanmasında gözlenen ortak olgu, dezenflasyon sürecinin ilk safhalarında tüketim ve ithalatta meydana gelen artışların ekonomik faaliyetleri canlandırmasıdır. Bu artışın temel sebebi enflasyonda meydana gelen düşüşlerin yarattığı refah etkisidir. Refah etkisi sebebiyle özellikle dayanıklı tüketim malları için ertelenmiş tüketim talebi öne alınmaktadır.

Tüketimdeki artışların temelinde ülke parasının değerlenmesinin de rolü olduğu açıktır. Zira kurlardaki değişimle fiyat hareketleri arasındaki uyum hemen olmamaktadır. İthal malları fiyatlarının ülke parası cinsinden değerinin azalması ithalatın artmasına yol açar. Yerli paranın değerlenmesi ise ihracat mallarının fiyatlarının artmasına ve dolayısıyla ihracatın azalmasına neden olacaktır. İthalatın artması ve ihracatın azalması ise dış dengenin kötüleşmesiyle sonuçlanır. Tüketimdeki artışların diğer bir sebebi kredibilitenin sağlanması halinde reel faiz oranlarında yaşanan düşüşlere bağlı olarak kredi maliyetlerinde meydana gelen azalmalardır. Kredi maliyetlerindeki düşüşler özellikle bankacılık sektöründen dayanıklı tüketim mallarına yönelik kredi talebini artırmaktadır.

Reinhart ve Vegh (1995) döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan Meksika, Arjantin, Şili, Uruguay, İsrail ve Brezilya'yı inceleyen çalışmalarında ampirik regülaritenin varlığına ilişkin ortak bulgular saptamışlardır. Programların ilk aşamalarında reel GSYİH ve özel tüketimdeki artışlar daha önceki dönemlerin çok üzerinde seyretmiştir. Büyümenin temel itici gücü tüketim olmuş ve yerli paranın aşırı değerlenmesi ve iç talepteki artı-

şın bir sonucu olarak ithalat hızlanırken ihracat ve dış dengenin olumsuz etkilendiği görülmüştür. Diğer bir ortak bulgu da programların sonlarına doğru reel GSYİH ve tüketim harcamalarında azalmalar görülmesi ve çoğu programın ödemeler bilançosu kriziyle sonuçlanmasıdır. Benzer bulgular Calvo ve Vegh (1997), Guidotti, Gregorio ve Vegh (1997)'in çalışmalarında da gözlenmektedir.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının uygulanması sürecinde kredibilite kökenli sorunlar özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri söz konusu olduğunda programların finansal krizle sonuçlanmasına neden olabilmektedir. Burada temel sorun; sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kuru hedefi sebebiyle para politikasının pasifleştirilmesi ve yukarıda değinilen süreçlerin yaşandığı bir periyodun ardından kurun spekülâtif ataklara açık hale gelmesidir (Mishkin, 1998: 4).

Genel olarak döviz kuruna dayalı istikrar programlarında para arzındaki değişim dış rezervlerin bir fonksiyonu olarak ifade edilir. Sermaye girişleri oldukça sterilizasyon olmayacağı buna bağlı olarak parasal tabanın artmasıyla reel faiz oranlarının düşmesi beklenir. Böylelikle bütçe dengesinde (iç denge) olası bir açık rahatlıkla finanse edilebilmektedir. Olası bir kredibilite eksikliği reel faizlerin düşmemesi ve iç dengenin sürdürülemeyeceği kuşkularını arttıracaktır.

IMF'ye göre istikrar programlarında kurun çapa olarak kullanılması çok yüksek enflasyon ya da hiperenflasyon durumunda ve mali önlemlerinde uygulanmaya konduğu programlarda daha başarılı iken enflasyonist baskı ve yapışkan (inertial) bir enflasyon sebebiyle kronik enflasyon yaşayan ülkelerde başarısızdır (IMF, 1995: 361-363). Nitekim özellikle gelişmekte olan ülkelerde yapışkan bir enflasyonun varlığı kurlar ile enflasyon arasındaki uyum süresinin uzamasına neden olmaktadır. Bu durumda ulusal paranın aşırı değerlenmesi, dış açığın sürdürülemeyeceği endişesi kurlar üzerinde baskı yaratır. Söz konusu baskı bekleyişleri ve kredibilitiyi etkileyerek döviz talebinin artmasını ve faizlerin yükselmesini beraberinde getirir. Kendi kendini besleyen (self-fulfilling) bir süreç ile ortaya çıkan kriz kur çapasının terkedilmesi ve devalüasyon ile programdan çıkışın maliyetini yükseltmektedir. Şayet döviz kuru taahhüdünü savunma amacıyla faizler yükseltilirse özellikle borç/GSMH oranının yüksek olduğu ekonomilerde borçları ödeyememe (default) riski doğacak ve programın uygulanması süresince kazanılan mali disiplin katkısı ortadan kalkacaktır. Bu ise krizin refah maliyetlerini daha da derinleştirmektedir. Spekülâtif atağın etkileri banka-

finans kesiminin zayıf olduğu ekonomilerde bir bankacılık krizi de doğurmaktadır. Programların uygulanması sürecinde özellikle sermaye hareketlerinin önemli miktarını sektörün döviz borçlanmaları oluşturmaktadır. Krizin ortaya çıkması ve programdan çıkışın bir devalüasyonla gerçekleşmesi bilanço yapılarını bozarak bankacılık krizine de yol açabilmektedir.

Esas olarak döviz kuruna dayalı istikrar programlarının yaşadığı sorunlar reel faizlerin ve reel döviz kurlarının programların uygulanması sürecinde gösterdikleri davranışlara bağlı olarak ortaya çıkmaktadır (Tavlas, 2000:190). Kredibilitenin sağlanamadığı durumlarda reel faizlerin yüksekliği borç/GSMH oranına bağlı olarak iç dengeyi (bütçe dengesi) olumsuz etkilemektedir. Kredibilitenin sağlanması halinde ise reel faiz oranlarındaki ciddi düşüşler pasif para politikası sebebiyle merkez bankası tarafından sterilize edilemediğinden tüketim ve ithalatı uyarmaktadır. Öte yandan reel döviz kuru ile enflasyon arasındaki uyumun gecikmesi, belirtildiği üzere ihracatı ve rekabet gücünü olumsuz etkilerken dış denge ve iç dengenin sürdürülebilirliği sorgulanmaya başlanmaktadır (Agenor, 1996: 356-357). Programların gösterdiği bu içsel dinamikler ise ekonomilerin istikrar ile kriz arasında bıçak sırtında yol aldıkları bir patikada ilerlemelerine neden olmaktadır (Yeldan, 2001: 187).

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının bu yönü kura yönelik taahhüd ile enflasyonu düşürmeye yönelik taahhüd arasında kredibilite açısından farklılığın varolmasından kaynaklanmaktadır (Parasız, 2001: 175). Zira programın kura yönelik kredibilitesi ile enflasyondaki düşüşe yönelik beklentiler farklı olabilir. Bu durumda kur taahhüdünün diğer hedefler üzerinde bir önceliğe sahip olup olmadığı açıklığa kavuşmalıdır. Her iki hedefin aynı anda gerçekleştirilmeye çalışılması enflasyondaki düşüş performansını etkileyebilir.

Kur ve enflasyon hedefine yönelik bir önceliğin açıklığa kavuşmaması kur taahhüdünün savunulması gerektiği durumlar ortaya çıktığında sorun yaratmaktadır. Bu yönüyle programların kur baskı altında kaldığında nasıl bir savunma yapılacağına dair senaryoyu da başlangıçta içermesi gerekmektedir. Kurun savunulmasına yönelik olarak programın göstereceği esneklik ve uygulanacak politikaların çerçevesi ve sınırlarının önceden çizilmesi kredibilitenin sağlanması açısından önemlidir. Ancak gerek borç yükünün fazlalığı gerekse bankacılık sektöründe sorunların varlığı kurun savunulmasında başarı şansını azaltmaktadır.

Bu soruna bir çözüm olarak kurun nasıl serbest bırakılacağına dair bir çıkış stratejisinin programın başında belirlenebileceği vurgulanmaktadır. Döviz çapasından düzenli bir çıkışa dair stratejinin belirlenmesi ise bir zamanlama sorunudur. Tipik olarak programların bir devalüasyon ve finansal krizle sonuçlandığı ve kısa ömürlü oldukları düşünüldüğünde çapanın ömrü uzadıkça krize açıklığın daha fazla artabileceği söylenebilir. Bu konuda dış dengenin sürdürülebilirliği sermaye hareketlerinin bileşimi ve vadesi ve global ekonomik koşulların uygunluğu belirleyici olmaktadır.

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta da döviz kuruna dayalı istikrar programlarının aşamalı mı yoksa şok bir strateji ile mi uygulanacağı ve politik açıdan taşınabilir olup olmadığıdır (Agenor, 1996: 360). Özellikle uygulanacak politikaların sürdürülebilirliği açısından sosyal ve politik bir uzlaşmanın varlığı gereklidir. Kredibilite açısından şok stratejiye dayalı uygulamalar daha fazla tercih edilmektedir ve döviz kuruna dayalı istikrar programlarının doğası da buna uygun düşmektedir. Bununla beraber yeterli başarı elde edilemezse refah maliyetleri yükselebilir ve programı sürdürmenin politik maliyeti artabilir. Bu sebeple refah maliyetlerinin zamana yayılması ve sosyal uzlaşmanın devamı açısından aşamalı stratejiye dayalı bir uygulamaya da kredibilite atfedilebilir.

3. 2000 yılı İstikrar Programının Değerlendirilmesi

2000 yılı istikrar programının uygulanması sürecinde yaşanan gelişmelerin tipik bir döviz kuruna dayalı istikrar programı ile uyumlu olduğu gözlenmiştir. Programın uygulanmasında beklenildiği gibi TL.'nin aşırı değerlendirilmesi dış dengenin sürdürülebilirliği üzerinde olumsuz etki de bulunmuştur. TL.'nin beklenenden daha fazla değerlendirilmesi ile ilgili olarak vurgulanan nokta program öncesinde nispi fiyatların dengede olmasının bir gereği olarak düzeltici bir devalüasyonun yapılmaması gösterilmektedir* (Yeldan, 2001:188). Buna bağlı olarak ülkemizin dış ticaret kompozisyonu çerçevesinde kur sepetinin oluşturulmasında 1\$+0.77 Euro yerine 1Euro+0,77 \$ olarak sepetin belirlenmesinin de programın başarı şansını azalttığı vurgulanmaktadır (Parasız, 2001: 442).

Programın uygulanmasında asıl temel sorun para politikasının pasifleştirilmesi ve kura yönelik bir atak olduğunda ne yapılacağına dair senaryola-

Nitekim TCMB tarafından yapılan bir çalışmaya göre TÜFE bazlı reel döviz kuru endeksi değeri (Ocak,1995=100) Aralık 1999 itibariyle 127,3 TEFE bazlı reel döviz kuru endeksi değeri ise 108,8 dir.

rın ortaya konulmamasıdır. Program uyarınca parasal taban döviz giriş çıkışlarına göre belirlendiğinden sterilizasyonun olmadığı koşullarda döviz girişlerinin parasal tabanı artırarak faizleri düşürmesi ve iç dengenin sürdürülebilirliği açısından bir rahatlama sağlanması beklenmektedir. Diğer yandan faizlerdeki düşüşün tüketimi ve ithalatı uyarması dış dengeyi olumsuz etkilerken iç talebin artmasıyla enflasyon-kur yaklaşması yeterince gerçekleşmemiş ve TL.'nin aşırı değerlenmesine katkıda bulunmuştur.

Sermaye hareketlerinin istikrarsız ve vadelerinin kısa olduğu bir ortamda dış dengenin sürdürülebilirliğine ilişkin kuşkular ve programın kredibilitesindeki kayıplar sermaye çıkışlarının sterilize edilememesi ve parasal daralmayı beraberinde getirmiştir. Parasal daralma yüksek faiz oranları ve önemli döviz rezervi kayıplarıyla aşılmaya çalışılırken bankacılık sektörünün taşıdığı faiz ve kur riski bir bankacılık krizine yol açmıştır (Uygur, 2001: 9-11).

Esas olarak 2000 yılı istikrar programı 18 aylık bir uygulama sürecinden sonra planladığı çıkış stratejisiyle bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve sektörün açık pozisyonlarının kapatılması için bir süre tanımıştır. Ancak programın uygulama sürecinde sektörün dışarıdan döviz borçlanmaları taşıdığı döviz riskini artırmış ve Şubat 2001'de programdan çıkışın bir krizle gerçekleşmesine etkide bulunmuştur.

2000 Yılı istikrar programının öngörmüş olduğu çıkış stratejisi dahilinde bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulması hedeflenmiş olmasına rağmen, sektörün kırılganlığının programın başarısız olmasına önemli bir neden olduğu vurgulanmaktadır (Eichengreen, 2001: 11). Programın başlangıç aşamasında sektörün hedge edilmemiş yüklü miktarda açık pozisyon taşıması ve likidite riski sebebiyle tanınan 18 aylık geçiş süresince nominal çapanın ahlaki risk (moral hazard) doğurduğu görülmektedir. Kurların önceden ilan edilmesiyle, bankalar, olası bir sorun yaşadıklarında hükümetin kendilerini kurtarmak zorunda kalacağını ve nominal çapa uygulamasının devam ettirilme zorunluluğunu düşünerek pozisyon açmayı sürdürmüşlerdir. Vade yapısındaki bozulmalar kur riski ile faiz riskini bir araya getirmiş ve bankaların bilanço yapıları ciddi şekilde bozulmuştur. Buna bağlı olarak çıkış stratejisinin öngördüğü sürede sektöre yönelik düzenleme ve denetleme mekanizmalarının yeterince işletilememesi ahlaki riskin giderilmesini engellemiştir.

Bankacılık sektöründeki kırılganlık, sektöre yönelik düzenleme ve denetleme faaliyetleri dahilinde önlemlerin alınmasında zaaf yaratmasının

yanısına Kasım 2000'de yaşanan krizde TCMB'nı sisteme likidite vermek ile nominal çapa taahhüdünü savunmak arasında bir açmazla karşı karşıya bırakmıştır (Erçel, 2001). 2000 Yılı Kasım ayının 22-30 Kasım tarihleri arasında TCMB ekonomiye 4.5 katrilyon TL (ki bu rakam TCMB'nin parasal tabanına eşittir) likidite vermesine karşılık dövize olan spekülâtif talep sonucu 6.1 milyar \$ döviz satılmıştır. Bankalara sağlanan likidite yine bankalarca TCMB'den döviz alımında kullanılmış ve TCMB'nin piyasalara müdahale ederek döviz piyasasını düzenleme gücü ortadan kalkmıştır. Sistem hem likiditeyi alamamış hem de döviz rezervleri erimiştir. Bu anlamda dövize olan spekülâtif talep ile likidite arasında doğrudan bir ilişki oluşmuştur.

TCMB'nin karşı karşıya olduğu açmaz, kur taahhüdü sebebiyle bağımsız bir para politikası izleyememesi ve ellerinin bağlı olmasından kaynaklanmaktadır. 2000 Yılı'nın ilk on ayında, Ocak-Ekim döneminde yabancı kökenli net sermaye akımları + 15.2 milyar \$, Kasım 2000-Haziran 2001 arasında-10.4 milyar \$'dır. İki büyüklük arasındaki 25.6 milyar \$'lık fark ekonominin sermaye hareketleri sebebiyle karşılaştığı şokun büyüklüğünü ifade etmektedir. Sermaye hareketlerinde GSMH'nin % 12'sine yakın bir yön değiştirme karşısında elleri bağlı olan TCMB farklı iktisat politikası hedeflerini gerçekleştirecek ve birbirini kösteklemeyecek faiz ve döviz kuru politikası izlemekten yoksundur. Program gereği faiz ve döviz kuru sermaye hareketlerine bağımlı kılındığından yaşanan şoka tepki verilememiştir (Boratav, 2001: 214-217).

Madalyonun bir diğer yüzünü sermaye girişleri ile cari açığın finansmanı arasındaki bağı kopması oluşturmaktadır. Ocak 2000-Kasım 2000 döneminde 15.2 milyar \$'lık sermaye girişlerinin bileşimine bakıldığında dolaysız yatırımlar 589 milyon \$, portföy yatırımları 835 milyon \$ ve IMF kredisi 499 milyon \$'lık tutar toplamı düşüldüğünde 14.2 milyar \$'lık kısım dış borç artıran sermaye girişlerinden oluşmaktadır. 2000 Yılı'nın Ocak-Kasım döneminde 7.6 milyar \$'lık cari açık 14.2 milyar \$ ile finanse edilmiştir. Böylelikle sermaye girişleri ile cari işlem açığının finansmanı arasındaki bağı koparken dış borçlar cari işlem açığından bağımsız bir biçimde büyümektedir (Boratav, 2001:212).

Dış borçlardaki artışın bir diğer boyutunu programın kredibilitesinin yeniden sağlanması sözkonusu olduğunda IMF'den sağlanacak finansman olanakları oluşturmaktadır. Kasım 2000'de yaşanan kriz sonrasında dövize olan talep IMF'den sağlanan 10 milyar \$'lık finansman ile durdurulmuş ve

kredibilite kaybı önlenmeye çalışılmıştır. Program çerçevesinde nominal çapanın sağlayacağı kredibiliteye bağlı olarak artması beklenen sermaye girişleri, daha çok krizlerin ardından borç sağlama şeklinde, kendini düzenli dış borç artışı olarak göstermekte ve kredibiliteye bu yönde bir katkı sağlamaktadır.

Belirtilmesi gereken son bir nokta 2000 yılı istikrar programının aşamalı bir stratejiye dayalı olarak uygulamaya konulmasının programın taşıdığı içsel dinamikler nedeniyle sürdürülebilirlik açısından bir risk oluşturduğudur. Programın uygulanması sürecinde doğan sorunları giderecek önlemlerin hızla alınamaması ve programın ancak bir krizden sonra güçlendirici olduğu düşünülen önlemlerle (Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı) devamının sağlanması kredibilitenin yeniden tesisi ve politik olarak taşınabilirlik açısından sorunlar yaratmaktadır. Ulusal iktisat politikaları sermaye hareketlerine teslim olduğundan ortaya çıkan şoklara karşı tek makroekonomik uyum mekanizması olarak reel sektörde küçülme ve istihdam kayıpları kalmakta ve krizin refah maliyetleri ağırlaşmaktadır (Yeldan, 2001: 186).

SONUÇ

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler sözkonusu olduğunda üzerinde uzlaşa sağlanan iki temel nokta belirtilebilir:

a. Döviz kurunu çapa yapan programlar para kurulu benzeri bir düzenlemeyle desteklense de genel olarak başarısızlıkla sonuçlanmaktadır.

b. Bankacılık kesimi sorunlu olan ve yüksek kamu açıkları üzerinden politikaların üretildiği kamu kesimine sahip ülkelerde döviz kuruna dayalı programların taşıdığı içsel dinamikler programların bir krizle sonuçlanması olasılığını artırmaktadır (Uygur, 2001, s. 15).

Ülkemizde uygulanan 2000 yılı istikrar programının temel unsurlarından biri programın devamlılığı açısından düzenli sermaye girişlerine ihtiyaç duymasıdır. Programın uygulanması sürecinde sermaye girişleri ağırlıklı olarak dış borçlanma yoluyla sağlanmıştır. Para politikasının sermaye hareketlerine bağımlı kılınması nominal çapa taahhüdünün savunulmasını zorlaştırmanın yanı sıra programdan çıkışın bir finansal krizle gerçekleşmesine neden olmuştur.

Programın düzenli sermaye girişlerine ihtiyaç duymasına rağmen özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik olarak herhangi bir düzenlemenin yapılmadığı görülmüştür. Düzenli sermaye girişlerinin borçlanma

Tablo 1: DÖVİZ KURUNA DAYALI İSTİKRAR PROGRAMLARININ MUKAYESESİ

	Ulusal Paranın Değerinin Tek Yabancı Paraya Karşı Sabitlenmesi	Ulusal Paranın Değerinin Tek Yabancı Paraya Karşı Sabitlenmesi	Tam Dolarizasyon	Para Birliği Kurulması	Türkiye'deki 2000-2002 Enflasyonla Mücadele ve Yeniden Yapılanma Programı
Ulusal Paranın Yürürlükte Kalıp Kalmadığı	Ulusal para yürürlükte kalır.	Ulusal para yürürlükte kalır.	Ulusal para tümüyle terk edilip Dolar veya Euro gibi bir yabancı para ülkede geçerli kılınır.	Birliğin başlan gıcında bütün taraflar paralarını terk edip yeni bir paraya (Euro gibi) geçerler veya içlerinden birinin parasını kullanmaya başlarlar.	Yerli para (TL) yürürlükte kalıyor.
Döviz Kuru Sistemi	Dolar veya Euro gibi bir para. "sabitleme parası" olarak seçilir.	Dolar veya Euro gibi bir para. "rezerv para" olarak seçilip o parayla olan kur uzunca bir süre için sabitlenir. Ancak kurul istediği veya gerekli bulduğu zaman kur değiştirilir.	Yerli para tümüyle terk edildiği için, artık kabul edilen yeni paranın diğer paralar karşısındaki değeri ve dalgalanmaları önem kazanır.	Birliği oluşturacak ülkelerin ulusal paraları arasındaki kur dalgalanmaları gereksizleştirerek bir makroekonomik yakınlaşma/benzerleşme süreci izlenip kurlar sabitlenir. Birlik resmi olarak kurulunca, ulusal paralar arasındaki kurlar anlamını yitirir.	Tek para yerine, Dolar ve Euro gibi iki para seçilip, TL'nin onların ortalamasına göre giderek azalan oranlarda artacağı önceden ilan edildi.
Para Otoritesi	Ulusal merkez bankası varlığını sürdürür.	Ulusal merkez bankası kapatılıp yerine bir para kurulu oluşturulur.	Ulusal merkez bankası gereksizleşiyor. Parası yurtiçinde geçerli kılınan ülkenin para otoritesi önem kazanır	Ulusal merkez bankaların yerini tek ve ortak bir merkez bankası alır.	Ulusal merkez bankası (TCMB) geçerliliğini sürdürüyor.
Para Otoritesi	Para politikası, yerli merkez bankasının belirlenir.	Para politikası otomatiktir. Net iç varlıklar genelde tümüyle tasviye edilir ve para kurulu hiçbir yerli ekonomik aktöre kredi açmaz. Net dış varlıklar açısından ise, yalnızca döviz karşılığında para yaratılır veya yerli para piyasadan çekilir.	Para politikası, ulusal parasını kendi ülkemizin de parası olarak kabul ettiğimiz ülkenin merkez bankası tarafından belirlenir. Bizim ülkenin, o merkez bankasının kararları üzerinde resmi bir etkisi olmaz.	Para politikası, birliği kuran ülkelerin resmi katılımıyla ortak olarak belirlenir.	Para politikası adeta otomatiktir. Net iç varlıkların belirli bir düzeyin etrafında dalgalanmasına izin verilecek. Net dış varlıklar açısından ise, yalnızca döviz karşılığında para yaratılacak veya yerli para piyasadan çekilecek
Maliye Politikası	Kamu kesimi merkez bankasından borçlanmaz. Politakanın başarılı olabilmesi için mali disiplinin sağlanıp korunabilmesi hayati bir öneme sahiptir.	Birliğin kurulabilmesi için, ülkeler (örneğin Maastricht yakınlaşma ölçütlerinde olduğu gibi) kamusal bütçe açıklarını ve borçlarını belirli bir düzeyin altına indirmelidirler.	Mali disiplinin sağlanması ve korunması önemlidir. Ama bunu, mutlaka yapısal reformların başarısıyla da desteklenmesi gerektirir.
Belli Başlı Sakıncaları veya Tehlikeleri	Yerli paranın değeri tek bir yabancı paranın karşısına sabitlendiği için, o para üçüncü ülke paraları karşısında aşırı düzenlenemez olursa, bizim paramız da onlara karşı aşırı değerlenmiş olur. İçerideki enflasyon dizginlenemezse, sabit kurun savunulması olanaksız hale gelebilir.	Mali disiplin sağlanamazsa, para kurulu uygulaması başarısızlıkla sonuçlanır. Kur sabitlendiği için, içerideki enflasyon dizginlenemezse, yerli para aşırı değerlenir ve ülkenin cari işlemler dengesi bozulur.	"Para ikamesi"nin (currency substitution) aşırı bir örneğidir. Bağımsız bir para politikası izleyebilme şansı ortadan kalkar	Tarafların, tek paraya geçmezden önce, mutlaka makroekonomik yakınlaşma ölçütlerini sağlamış olmaları gerekir.	Programın, toplumun bütün kesimlerinin desteği ve güvenini sağlayamazsa, başarısızlıkla sonuçlanıp enflasyon yeniden hızlanabilir. Başlangıçta TL'de görülecek aşırı değerlenme, programın başarısızlığı konusunda paniğe yol açabilir. Popülist politikalara geri dönülmesi riski ise, programı gerçekten başarısız kılar.

Kaynak: Aykut Kibritçiöğlü, <http://politics.ankara.edu.tr/~kibritci>

yoluyla gerçekleşmesi, kriz sonrasında oluşturulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının temel kaygısının ekonomimizin dış borç ödeyebilme kapasitesinin devamlılığını temin etmek şeklinde oluşmasına yol açmıştır.

KAYNAKÇA

Agenor P. Richard ve Peter J. Montiel; **Development Macroeconomics**, USA: Princeton University Press, 1996

Boratav Korkut, "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, "Mülkiye Dergisi", Cilt 25 Sayı 230, Eylül-Ekim 2001

Calvo G.ve Carlos A.Vegh; "Inflation Stabilization and Balance of Payment Crises"**İç. Handbook of Macro economics**, ed. John Taylor ve Michael Woodford, 1998

Eichengreen Barry, Crisis Prevention and Management: Any Lessons from Argentina and Turkey, October 2001
(<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/website.htm>)

Erçel Gazi, "Likidite Vermek-2", **Dünya Gazetesi**, 19.12.2001

Gregorio J. ,P. Guiddotti ve C.Vegh, Inflation Stabilization and the Consumption of Durable Goods, **UCLA**, March 1997

Hamann J., "Exchange Rate Based Stabilization-A Critical look at the Stylized Facts", **IMF Working Paper** No:132, 1999

IMF Survey, "Using Exchange Rate Anchors in Adjustment Programs : When and How?", November 1995

Kibritçioğlu Aykut, <http://politics.ankara.edu.tr/~kibritci>

Mishkin Frederic, " International Experiences with Diffrent Monetary Policy Regimes", **IIES Seminar Paper** No. 648,1998

Parasız İlker, **Enflasyon-Kriz ve Ayarlamalar**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2001

Reinhart C. ve C.Vegh, "Do Exchange Rate Based Stabilizations Carry the Seeds of their Own Dstruction "paper presented at the AEA Meetings, October 1995

Tavlas G., "On the Exchange Rate as a Nominal Anchor:The Rise and Fall of the Credibility Hypothesis", **The Economic Record**, Vol: 76, No: 233, June 2000

TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Uygur Ercan, "Krizden Krize Türkiye Ekonomisi: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri", Ankara Üniversitesi SBF, 2001

Velasco A., "Exchange Rate Policies for Developing Countries : What Have We Learned? What Do We Still Know?", **UNCTAD G-24 Discussion Papers** No:5,2000

Yeldan Erinç, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi-Bölüşüm, Birikim, Büyüme** İstanbul: İletişim Yayınları, 2001