

## KUR ÇIPASI, FİYAT İSTİKRARININ SAĞLANMASINDA ETKİN BİR PARA POLİTİKASI ARACI MIDIR ?

Nejla ADANUR AKLAN

Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi, Dr.

### IS EXCHANGE RATE ANCHOR AN EFFECTIVE POLICY INSTRUMENT IN MAINTENANCE OF PRICE STABILIZATION ?

*Abstract: As financial crisis realized globally during 1990's their effects were extremely destructive. In order to recover the economic problems, nominal anchors which try to reduce inflationary expectations by using predetermined variables, were employed. High costs of inflation directed many central banks of such countries having crisis to apply conservative policies related to low inflation and foreign exchange rate Exchange rate anchor, used commonly in Latin American countries, especially after 1980's. Foreign exchange systems applied during the above mentioned period were tried to be continued with source entries supplied by capital flows. The fact that these capital flows can change direction in a short period of decreased the credibility of programmes applied to these countries. However the fact that the interest rates are high has increased the liquidity problems of banking and commercial sectors having interest and exchange rate risk in these countries.*

*Keywords: Price Stabilization, Exchange Rate Anchor, Financial Crises, Developing Countries, Inflation Targeting.*

### I. GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de para otoritelerinin en önemli sorunu, döviz kurundaki değişimlerdir. Döviz kurundaki değişimlerin enflasyonist süreç üzerine önemli etkileri vardır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerde kur çipası yaygın olarak kullanılmaktadır. Kur çipası uygulamasında ulusal enflasyon oranı, öngörülen süre içinde öngörülen düzeye düşürülemediğinde uygulanmakta olan programın kredibilitesi azalmakta ve iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri artmaktadır. Enflasyonun öngörülen süre içinde öngörülen düzeye düşürülememesinde ücret ve fiyat yapışkanlıkların etkisi büyüktür. Ayrıca merkez bankasının net uluslararası rezervlerinin büyük ölçüde sermaye girişlerine bağlı hale getirilmesi, sermaye girişlerinin yavaşladığı veya sermaye çıkışlarının arttığı şartlarda, merkez bankasının kur çipasını sürdürmesini

### KUR ÇIPASI, FİYAT İSTİKRARININ SAĞLANMASINDA ETKİN BİR PARA POLİTİKASI ARACI MIDIR ?

*Özet 1990'lı yıllardaki finansal krizler global düzeyde gerçekleştiğinden, ekonomik ve politik etkileri son derece yıkıcı olmuştur. Bu süreçte ekonomik dengesizliğin giderilmesi amacıyla enflasyonist beklentileri azaltmak için nominal çipalardan yararlanılmıştır. Enflasyonun yüksek maliyetleri, bir çok ülke merkez bankasını düşük enflasyon ve döviz kuru istikrarına yönelik muhafazakar politika uygulamalarına yönlendirmiştir. Bu amaçla sıkça kullanılan istikrar çipası, döviz kuru olmuştur.*

*Kur çipası 1980 sonrası dönemde özellikle Latin Amerika ülkelerinde yaygın olarak kullanılan bir para politikası aracı olmuştur. Ancak bu dönemde ülkelerin genişletici para ve maliye politikalarına yönelmeleri nedeniyle, ulusal paraların değerindeki artışlara bağlı olarak cari işlemler açıkları meydana gelmiştir. Sözkonusu dönemde uygulanan kur sistemleri sermaye akımlarının sağladığı kaynak girişleriyle sürdürülmeye çalışılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan kur çipasına dayalı istikrar programlarında sermaye akımlarını teşvik etmek amacıyla faiz oranları yüksek tutulmuştur. Ancak faiz oranlarının yüksekliği bu ülkelerde faiz ve kur riski taşıyan bankacılık ve ticari kesimin likidite sorunlarını arttırmıştır.*

*Anahtar Kelimeler: Fiyat İstikrarı, Kur Çipası, Finansal Krizler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Enflasyon Hedeflemesi.*

zorlaştırmaktadır. Bu noktada programın kredibilite kaybı artmakta ve enflasyon, bekleyişlerdeki kötümserlik nedeniyle süreklilik kazanmaktadır.

Çalışmamızın amacı, Türkiye'de 2000 yılında uygulanan kur çipasına dayalı Enflasyonu Düşürme Programının özelliklerini ve kriz oluşumundaki etkilerini ortaya koymaktır. Kur çipası, Türkiye ekonomisinde 5 Nisan 1994 istikrar programında da uygulanmıştır. Ancak istikrar programından sonra kur kontrolü sağlanmasına rağmen, enflasyon oranı düşürülemediği. Enflasyonu Düşürme Programını inceleme konusu olarak ele almamızın en önemli sebebi, 1990'lı yılların ikinci yarısında bazı gelişmekte olan ülkelerde, para politikası rejimlerinin değişmesiyle sonuçlanan kur çipasına dayalı istikrar programlarının temel özellikleri ile Türkiye ekonomisinde son dönemde uygulanan ve ard arda iki finansal kriz ile sonuçlanan, Enflasyonu Düşürme

Programı arasındaki benzerlikleri ortaya koymaktır. Kur çıpası uygulamalarının özellikle son yıllarda genellikle finansal krizler ile sonuçlanmış olması, konunun Türkiye ekonomisi açısından da ele alınıp incelenmesini gerekli kılmaktadır. Bu temel amaç çerçevesinde, çalışmamızın ilk bölümünde nominal çıpa tanımı üzerinde durularak, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının temel özellikleri incelenmiştir. Çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde fiyat istikrarının sağlanmasında kur çıpasının alternatifleri olarak uygulanan bir başka para politikası aracı olan enflasyon hedeflemesi konusu ele alınmıştır. Çalışmamızın son bölümünü ise Türkiye ekonomisini kur çıpasına dayalı bir istikrar programından, enflasyon hedeflemesine doğru yönelten gelişmelerin incelenmesi oluşturmaktadır.

## II. NOMİNAL ÇIPA OLARAK, DÖVİZ KURU

Nominal çıpa uygulamasında, para politikası araçları ile etkilenebilen para arzı, döviz kuru ve faiz oranı gibi nominal değişkenlerden birinin değeri belirli bir süre için dışsal olarak belirlenmekte ve ekonomideki diğer işlemler sabitlenen bu değerlere göre yapılmaktadır [1]. En yaygın kullanılan değişkenler, nominal para miktarı veya döviz kurunun sabitlenmesidir. Enflasyon oranının kronikleştiği ülkelerde döviz kuru ve enflasyon arasındaki güçlü ilişki nedeniyle, genellikle nominal çıpa olarak döviz kuru kullanılmaktadır.

Döviz kuru çıpasına dayalı istikrar programları, 1980'li yıllarda özellikle bazı Latin Amerika ülkelerinde enflasyonu düşürmenin bir aracı olarak kullanılmıştır. Döviz kuru çıpasının iki farklı kullanım şekli bulunmaktadır. Bunlardan ilki döviz kuru çıpasının yardımcı çıpa ( auxiliary anchor) olarak kullanımı, diğeri ise öncelikli çıpa (primary anchor) olarak kullanımıdır. Birinci durumda döviz kuru çıpası, ücret ve fiyat kontrollerini içeren diğer nominal çıpalarla birlikte kullanılmaktadır [2]. Nominal çıpasız bir istikrar programında ekonomik değişkenler kısa vadeli istikrarsızlıkların etkisi altına girdiğinde, uzun vadeli hedeflerin bir anlamı kalmamaktadır. Çıpa yardımı ile politika uygulayıcıları ekonomi politikası araçlarını uzun vadeli ekonomik amaçlara göre belirlemektedirler. Nominal çıpa belirlendiğinde kısa dönemli istikrarsızlıkların ekonomik değişkenler üzerindeki olumsuz etkileri, uzun vadede fiyat istikrarı amacıyla uzaklaşımaksızın azaltılabilmektedir [3]. Fischer'e göre , sermaye akımlarına açık olan ülkelerde, ulusal paranın yabancı paraya sabitlenmesi para kurulu ve dolarizasyon gibi uygulamalar çerçevesinde gerçekleşmediğinde, sözkonusu ülkelerde kriz meydana gelmektedir [4]. Fischer'in görüşü Calvo-Reinhard [5], Eichengreen ve Hausmann[6], gibi iktisatçılar tarafından da paylaşılmaktadır. Sözkonusu iktisatçılar, ulusal paraları yabancı paraya sabitlemenin en sert uygulamaları olan para kurulu ve dolarizasyon gibi sistemleri

savunmaktadırlar. Görüşlerinin temelini ise gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalardan ulusal paraları cinsinden borç alamamaları teşkil etmektedir.

Fiyat istikrarının sağlanmasında nominal para arzının sabitlenmesi, ortodoks bir alternatif olarak kabul edilmektedir. Ancak ortodoks uygulamaların kamu harcamaları ve dolayısıyla bütçe açıklarının azaltılmasına dayalı olması, sıkı para politikaları uygulamalarını gerektirmektedir [7]. Bir ülke veya ülkeler grubu rezerv ülke olarak herhangi bir ülkeyi seçemediğinde, döviz kuru çıpası dışında parasal hedefleme gibi başka para politikası rejimlerine yönelebilir. Parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesine göre üstünlüğü, merkez bankasının para politikalarını ulusal koşullara göre düzenleyebilmesidir. Ancak parasal hedeflemenin üstünlüğü, enflasyon veya nominal milli gelir gibi amaç değişken ile hedef değişken arasındaki ilişkinin niteliğine bağlıdır. Parasal büyüklük ile amaç değişken arasındaki ilişkiyi zayıflatan bir istikrarsızlık sözkonusu olduğunda, parasal hedefleme gerçekleşmemektedir. Zayıf ilişkinin anlamı, hedef değişkenin amaç değişkeni arzulanan değere ulaştırılamamasıdır. Bu noktada parasal büyüklük, para politikasının durumu ile ilgili olarak uygun bir gösterge olma özelliğini kaybetmektedir. Sözkonusu durumda enflasyonist beklentileri sabitlemekte mümkün olmamaktadır [8]. Dolanım hızı şokları veya gelir dengesizliklerinden kaynaklanan para talebi miktarındaki sürekli değişimler, reel para arzının yeni reel para talebi düzeyine göre ayarlanmasını gerektirmektedir. Nominal para arzı ayarlanmadığında, fiyatlar genel seviyesi para talebini para arzına eşitlemek için değişim göstermektedir. Reel gelir ve dolanım hızı değişiklikleri sürekli şokların unsurlarıdır. Fiyat istikrarı nominal para stokunun sabit bir düzeyde kalmasına engeldir. Bu noktada fiyat istikrarının sağlanmasında parasal büyüklüklere dayalı çıpa uygulamalarından uzaklaşmaktadır [9].

Kronik enflasyon oranına sahip birçok ülkede en sık kullanılan çıpa, döviz kurudur. Dolanım hızı istikrarsızlıkları nedeniyle parasal büyüklüklerin hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu bir parasal büyüme oranı sağlaması mümkün olmamaktadır [10]. Küçük açık ülke ekonomilerde sabit döviz kuru sisteminde döviz kuru, esnek döviz kuru sisteminde ise para arzı çıpa olarak kabul edilmektedir. Sözkonusu döviz kuru sistemlerinde nominal çıpanın büyüme oranı, enflasyon oranının uzun dönemli arzu edilen seviyesine göre belirlenmektedir. Esnek döviz kuru sisteminde para otoritelerinin döviz kuru dalgalanmalarını sınırlandırmak veya uluslararası rezerv hedefine ulaşmak amacıyla döviz piyasasına müdahaleleri sınırlıdır. Ancak sabit kur sistemlerinde para otoriteleri devalüasyon oranını yurtiçi ve yurtdışı dengesizliklere göre ayarlamak veya reel döviz kuru hedefine ulaşmak amacıyla devalüasyon oranında değişiklikler yapabilmektedirler [11]. Döviz kuru, ulusal ve yabancı nominal faiz oranlarından ve tahmini döviz

kurundan faiz haddi paritesi gereğince etkilenmektedir. Fiyatların yapışkan olduğu şartlarda nominal döviz kuru, reel döviz kurunu etkilemektedir. Reel döviz kuru ise ulusal ve yabancı malların nisbi fiyatlarını etkileyerek toplam talep yoluyla enflasyon oranına etki etmektedir. Bu noktada para politikaları döviz kuru vasıtasıyla, enflasyon oranını doğrudan doğruya etkileyebilmektedir. Öyle ki döviz kuru ithalatı yapılan malların ulusal para cinsinden fiyatlarını değiştirerek enflasyon oranına tesir etmektedir. Para otoriteleri enflasyon oranını, döviz kuru değişimleri vasıtasıyla kısa bir sürede etkileyebilmektedirler [12].

Ülkelerin sabit kur sistemini seçmelerinin temel nedenleri şu şekilde özetlenebilir. Fiyat istikrarını sağlamada bir araç olarak kullanılan nominal çıpa uygulamaları, sabit kur sistemlerinde sözkonusudur. Ayrıca sabit kur sistemlerinde sermaye girişleri teşvik edilerek döviz kuru dalgalanmaları azaltılmaktadır. Ancak sabit kurlar bir çok kur çıpasına dayalı istikrar programında olduğu gibi reel döviz kurunun değerlendirilmesine neden olabilecek bir süreci de başlatmaktadır. Sözkonusu sistemde fiyatlar genel seviyesi, ulusal paranın sabitlenmediği ve rekabet halinde bulunulan diğer ülke paralarının nominal değerindeki sürekli azalmalar nedeniyle, daha yüksek olmaktadır. Yabancı yatırımcılar yüksek faiz oranları karşılığında ülkeye sermaye ihraç etmekte ancak olası bir devalüasyon riski altında ise ülkeyi terk etmektedirler [13]. Döviz kuru nominal çıpa olarak kullanıldığında ülke parasının değeri, enflasyon oranı düşük bir ülke parasına ya da enflasyon oranı düşük ülkelere ait bir para sepetine bağlanmaktadır. Bir para politikası rejimi olarak döviz kurunun hedeflenmesi, uzun geçmişe sahip olan bir politikadır. Sözkonusu politika Altın Standardında ulusal paranın değerinin altına sabitlenmesi olarak gerçekleşmişken, sabit kur sistemlerinde ulusal paranın değerinin enflasyon oranları düşük ülke paralarına sabitlenmesi şeklinde gerçekleşmektedir.

Reel döviz kurunun çıpa olarak kabul edilmesinin nedeni, sabit kur sisteminde nominal fiyat rijiditelerinin olduğu şartlarda, reel rijiditelerin elimine edilmesi amacına yöneliktir [14]. Döviz kuru çıpa olarak belirlendiğinde, ücret ve finansal sözleşmelerindeki enflasyonist eğilimler elimine edildiğinden, düşük enflasyon ve sabit kur sisteminin sürdürülebilirliği için gerekli olan finansal düzenlemeler kolaylaşmaktadır [15]. Döviz çıpasının diğer bir amacı, yurtiçi enflasyon oranını ve enflasyon beklentilerini rezerv ülkenin kredibilitésinden yararlanarak düşürmek ve kurun devamlılığını sağlamak için ulusal para politikalarına sınırlamalar getirmektir. Ayrıca döviz kuru çıpası ile döviz kuru riski azaltılmakta ve ulusal faiz oranları üzerindeki ülke riski düşürülmektedir. Bu noktada ülkenin borçlanma maliyetleri düştüğünden uluslararası ticaret hacmi de artmaktadır. Kurların sabitlenmesi bütçe açıklarının parasal finansmanına yönelme gibi ihtiyari

para politikalarını azaltmaktadır. Ancak bu sistemde ulusal paranın değerini korumaya yönelik olarak merkez bankasının kredibilitésini değiştirilmiştir. Çünkü merkez bankasının kredibilitésini büyük ölçüde kurun devamlılığını sürdürmek için gerekli olan uluslararası rezervlere bağlıdır [16]. Gelişmekte olan ülkelerde para politikalarının belirlenmesinde döviz kurlarının önemli bir etkisi vardır. Döviz kurundaki değişiklikler, enflasyonu doğrudan bir şekilde ithalat fiyatlarıyla veya dolaylı bir şekilde enflasyon beklentileriyle etkilemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru dalgalanmalarından kaçınmak için zaman zaman fiyat istikrarına yönelik politikalarından uzaklaşabilmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin borçlarının önemli bir kısmının yabancı para cinsinden olması nedeniyle ulusal paranın devalüasyonu bu ülkelerde finansal kriz riskini arttırmaktadır. Artan finansal kriz riski döviz kurunun sürdürülebilirliğini de tehlikeye düşürmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru dalgalanmalarına özel bir önem atfedilmektedir [17].

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının en önemli unsuru, enflasyonist beklentileri azaltmak için döviz kurundaki değişim oranının düşürülmesidir. Ancak bu süreçte enflasyon oranı yavaş bir şekilde devalüasyon oranına yaklaştığında, reel döviz kuru aşamalı bir şekilde azalmaktadır [18]. Ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi cari işlemler bilançosu açıklarına neden olmaktadır. Cari işlemler bilançosu açıkları uluslararası rezerv ve sermaye hesabı fazlalarıyla yada sıkı para ve maliye politikaları uygulamalarıyla kapatılmaya çalışılmaktadır. Ulusal paranın aşırı değerli olma durumu kurun sürdürülme çabaları ile birleştiğinde, istikrar programı başarısızla sonuçlanmaktadır [19]. Nominal çıpa yardımıyla, ihtiyari para politikaları sınırlandırılarak zaman tutarsızlığından kaynaklanan sorunlar hafifletilmektedir. Zaman tutarsızlığı (time inconsistency) problemi, uzun vadede para politikası araçlarının etkisini azaltmaktadır. Örneğin genişletici para politikası uygulamaları kısa dönemde yüksek oranlı büyüme ve istihdam sağlayabilir, ancak sözkonusu politikanın uzun dönemde olumsuz etkileri ortaya çıkmaktadır. Genişletici para politikaları uzun dönemde yüksek oranlı enflasyona neden olduğundan, kısa dönemde sağlanan büyüme ve istihdam oranı artışları, uzun dönemde sürdürülememektedir. Zaman tutarsızlığı sorunu merkez bankalarının bağımsız politikalar izlemeleriyle giderilebilecek bir sorundur. Merkez bankasının politik baskılara maruz kaldığı ülkelerde nominal çıpa bir anlamda politik baskıları sınırlandıran bir araç olmaktadır [20]. Hükümetler ulusal faiz oranlarını uluslararası seviyenin üzerine çıkararak ve daraltıcı para politikaları uygulayarak döviz kuru çıpasını sürdürmeye çalışırlar. Ancak önemli miktarda kamu kesimi açıkları bulunan ülkelerde yüksek faiz politikasının uygulanması, kamu kesiminin borçlanma maliyetini arttırmaktadır. Döviz kuru çıpasının, faiz oranları yükseltilerek sürdürülmeye çalışılması, kamu

bütçesine önemli yükler getiren bir politika uygulamasıdır.

Döviz kuru hedeflemesinin üstünlükleri şöyle sıralanabilir; 1) Döviz kuru çıpası, ulusal enflasyon oranını uluslar arası ticareti yapılan mallara sabitlemektedir. Bu işlem, enflasyonu doğrudan doğruya kontrol altına almaktadır. 2.) Döviz kuru hedeflemesinin kredibilitesi sağlandığında, enflasyon beklentileri rezerv ülke olarak kabul edilen ülkenin enflasyon oranına çıpalamaktadır. 3.) Döviz kuru hedefi, zaman tutarsızlığı sorununu azaltan otomatik bir mekanizma sağlamaktadır. Döviz kuru çıpası, ulusal paranın değer kaybettiği şartlarda sıkı para politikası, ulusal paranın değer kazandığı şartlarda ise esnek para politikası uygulamalarını kolaylaştırmaktadır [21].

### III. DÖVİZ KURU ÇIPASINA DAYALI İSTİKRAR PROGRAMLARININ ÖZELLİKLERİ

Enflasyonla mücadelede kullanılan istikrar programları, seçilen nominal çıpanın cinsine göre, ikiye ayrılmaktadır. Para arzının artış hızı çıpa olarak kullanıldığında para arzına dayalı istikrar programı, devalüasyon oranı çıpa olarak kullanıldığında ise kura dayalı istikrar programı sözkonusu olmaktadır. Döviz kuruna dayalı istikrar programları ile para arzına dayalı istikrar programları arasında uygulama bakımından bir zamansallık sözkonusudur. Döviz kuruna dayalı istikrar programları ile para arzına dayalı istikrar programlarının zamanlaması ülkelere göre değişmektedir.

İstikrar programlarının iki temel aşaması sözkonusudur. 1. Merkez bankası, para arzı veya nominal döviz kurunu para politikası aracı olarak kullanarak, sıkı para politikası uygulamaktadır. 2. Fiyat istikrarı amacına uygun olarak, daraltıcı maliye politikası araçlarına başvurulmaktadır [22]. Döviz kuru temelli istikrar programlarında enflasyon ilk aşamada hızla düşmekte ancak para arzı ile finanse edilen mali açıklar nedeniyle sabit kurun sürdürülmesi zorlaştığında, istikrar programı başarısızlığa uğramaktadır. Para arzı ile finanse edilen mali açıklar, bütçeyi kontrol eden mali otoritelerin cari dönemde yüksek harcama ve düşük enflasyon oranı tercihlerinden kaynaklanmaktadır. Bu noktada mali otoritelerin cari dönem ile gelecek dönem yüksek enflasyon oranı arasındaki zaman tercihleri, cari dönem lehine olmaktadır. Ancak diğer tarafta parasal temelli istikrar programlarında ise açıklar para arzı ile finanse edildiğinde, enflasyon oranı sadece gelecek dönemde değil, cari dönemde de yükselmektedir. Hangi programın daha fazla mali disiplin sağladığı, mali otoritelerin gelecek dönemi ne oranda iskonto ettiklerine bağlı olmaktadır [23]. Uygulamada fiyat istikrarının sağlanmasında ilk aşamada, döviz kuruna dayalı istikrar programları parasal arzına dayalı istikrar programlarına tercih edilmektedir. İstikrar programının başlangıcında

paranın dolanım hızının artması, para arzının büyüme oranının kesin bir şekilde belirlenmesini zorlaştırmaktadır. Döviz kurunun sabitlenmesi, para arzının içsel olarak belirlenmesine neden olmaktadır. Enflasyon beklentilerindeki azalmaya bağlı olarak gelişen para talebindeki artışı karşılamak için para arzının artırılması ise para arzına dayalı istikrar programlarının başarısını sınırlandıran önemli bir unsurdur. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında nominal döviz kurunun değişim oranı sabitlenerek para arzı endojen olarak belirlenmektedir. Para arzına dayalı istikrar programlarında ise nominal para arzının büyüme oranı sabitlenerek döviz kuru endojen olarak belirlenmektedir.

Fiyat istikrarının sağlanmasında para ve maliye politikalarının koordinasyonu son derece önemlidir.  $B_t = t$  dönemi iç borç stokunu,  $M_t = t$  dönemi para arzı miktarını,  $D_t = t$  dönemi bütçe açığını,  $r$  = reel faiz oranını temsil etmek üzere, enflasyonu önlemek için kullanılan döviz kuru, para ve maliye politikaları arasındaki ilişkiler (1) no'lu eşitlik üzerinde gösterilebilir;  $B_t + M_t - D_t = B_{t-1} (1+r) + M_{t-1} (1)$ . (1) no'lu eşitlik, enflasyonu düşürmek için para ve maliye politikaları arasındaki koordinasyonu göstermektedir. Bu noktada mali otoriteler, öncelikle bütçe açığı düzeyini belirlediklerinde, para politikası bütçe açığına göre otomatik bir şekilde uygulanacaktır. Sıkı veya esnek para politikaları arasındaki seçim bu noktada anlamsızlaşmaktadır. Para politikasının esneklik derecesi enflasyonun zamanlamasını etkilemektedir. Esnek para politikaları cari dönemde yüksek enflasyon oranına neden olurken, sıkı para politikaları ise cari dönemde iç borçlanmaya başvurulması nedeniyle, gelecek dönemde yüksek enflasyon oranına neden olmaktadır. Sözkonusu şartlarda, gelecek dönemdeki enflasyon oranı artışları nedeniyle cari dönem sözleşmeleri enflasyon oranı beklentilerine göre düzenlenmektedir. Böyle bir durumda enflasyon, aşırı parasal büyüme olmaksızın meydana gelmektedir. Para otoritelerinin maliye politikaları üzerinde disiplin sağlamaları enflasyon oranının düşürülmesi açısından önemlidir [24]. Bu noktada Mc Callum'a göre, fiyat istikrarının sağlanmasında parasal tabanı kontrol yetkisine sahip olan para otoritelerinin teknik olarak mali otoriteyi de sağlamış olmaları gerekmektedir [25]. Ancak sözkonusu görüşün kabul edilmesi, bağımsız merkez bankasına sahip olmayan ve para arzının büyük ölçüde kamu açıklarının etkisi altında belirlendiği ülkelerde mümkün görünmemektedir. Maliye politikalarının ağırlıkta olduğu ekonomilerde, istikrar programlarında para arzının nominal çıpa olarak kullanılması, para politikalarının maliye politikalarının etkisi altına girmesi nedeniyle oldukça güçtür. Bu nedenle genellikle kamu kesimi dengesizliğinin mevcut olduğu gelişmekte olan ülkelerin istikrar programlarında döviz kuru çıpası ağırlık kazanmıştır.

Kura dayalı istikrar programında, temel işleyiş mekanizması, satın alma gücü paritesine dayanmaktadır.

Satın alma gücü paritesinin (SAGP) özü, dış ticarete konu olan bir malın fiyatının uluslararası alanda ortak bir para birimi cinsinden belirlenmesidir. SAGP geçerli olduğunda, dış ticarete konu olan malların fiyatlarının artış hızı, devalüasyon oranına eşitlenmektedir. SAGP'de bu anlamda dış ticarete konu olmayan malların fiyatları ile döviz kuru arasında bir ilişki yoktur. Ancak ülkede para ikâmesi yaygın ise dış ticarete konu olmayan malların fiyatları da yabancı para birimi cinsinden ifade edilebileceğinden döviz kurunun artış hızının yavaşlatılması, dış ticarete konu olmayan malların fiyat artış hızlarının da azaltılması anlamına gelmektedir [26]. Satın alma gücü paritesi,  $e = \text{döviz kurunu}$ ,  $P$  ve  $P^* = \text{yurtiçi ve yurtdışı fiyatlar genel düzeyini temsil etmek üzere}$ ,  $P_t = e P_t^*$  (2) olarak yazılmaktadır. Döviz kurunu sabitlemenin temel amacı, ulusal enflasyon oranını yurtdışı enflasyon oranına göre belirlemektir. (2) no'lu eşitliğe merkez bankasının döviz rezervleri ( $R$ ) ile iç ( $B$ ), dış borçlanma ( $D$ ) ve parasal finansman ( $M_0$ ) gibi bütçe açığının finansman yöntemleri dahil edildiğinde eşitlik,  $B_t + M_t - e R_t - D_t = B_{t-1} (1+r) + M_{t-1} - e R_{t-1}$  (3) olarak yazılabilir. (3) no'lu eşitlik, bütçe açıklarının üç şekilde finanse edilebileceğini göstermektedir. Bu finansman yöntemleri iç borçlanma, dış borçlanma ve parasal finansmandır. İç borçlanmaya başvurulmadığı durumda (3) no'lu eşitlik,  $D_t = (M_t - M_{t-1}) - e (R_t - R_{t-1})$  (4) olarak yazılabilecektir. (4) no'lu eşitlik, bütçe açıklarının enflasyonist etki yaratmaksızın döviz rezervleri ile finanse edilebileceğini göstermektedir. Yani pasif para politikalarıyla bütünleşen sabit döviz kuru sistemi nedeniyle bütçe açıkları döviz rezervleriyle otomatik olarak finanse edilmektedir. (4) no'lu eşitlik ayrıca mali açıkların sabit döviz kuru rejimiyle uyumlu olmadığını da göstermektedir. Mali açıklar para arzında değişim olmaksızın döviz rezervlerinin azalmasına ve para krizlerine neden olmaktadır. Genişleyici para politikası ise para krizlerinin şiddetini arttırmaktadır [27]. Mali açıkların yanı sıra enflasyon oranını arttıran diğer faktörler de döviz kuru çıpasına dayalı istikrar programlarının etkinliğini azaltmaktadır. Enflasyonun refah maliyetini azaltmak için kullanılan endeksleme, bu faktörlerden bir tanesidir. Endeksleme enflasyon oranını arttırarak döviz kuruna dayalı istikrar programlarının etkinliğini azaltmaktadır.

Sachs'a göre, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başlangıcında programın güvenilirliği ne olursa olsun faiz haddi paritesi şartı gereği, nominal faiz haddi düşmektedir. Reel para talebi ile nominal faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki olduğundan, nominal faiz oranındaki düşüş bireylerin reel para talebini ve dolayısıyla ulusal para taleplerini arttırmaktadır. Sabit kur sisteminin geçerli olduğu şartlarda bu durum, merkez bankasının yabancı varlıklar karşılığında piyasaya ulusal para sürmesini gerektirmektedir. Reel para talebindeki artış, bu anlamda reel para arzını da arttırmış olmaktadır. Para piyasası dengesi bu durumda, reel gelirin değişmesine gerek kalmaksızın sağlanmaktadır. Bu

noktada kura dayalı istikrar programları, paraya dayalı olanların tersine programın ilk aşamasında ekonomik genişlemeye neden olmaktadır [28]. Genişleme etkisi kısmen tüketim malları alanında kısmen de yatırım malları alanındadır. Ancak bu süreçte ulusal para değerlendirilerek cari işlemler dengesizliklerine neden olmaktadır. Literatürde bu süreç, "döviz kuru temelli istikrar sendromu (exchange rate based stabilization syndrome)" olarak adlandırılmaktadır [29]. Döviz kuru temelli istikrar programlarında bütçe açıkları sözkonusu olduğunda ve sözkonusu açıklar iç borçlanma ile finanse edildiğinde, borcun anapara ve faiz ödemeleri nedeniyle enflasyon oranı gelecek dönemde artmaktadır. İstikrar programlarında nominal çıpanın seçimi, bir anlamda enflasyon vergisinin yükünün zamanlararası dağıtımını belirlemektedir. Mali otoritelerin iskonto faktörü, borca uygulanan faiz oranı ile bağlantılı olduğunda, otoriteler bütçe açığını borçlanma ile finanse etmeyi ve gelecekte enflasyon vergisi gelirlerini arttırmayı tercih edebilirler.

Döviz kuru sabitlendiğinde ulusal ekonomi politikalarının en önemli amacı, ulusal para politikalarıyla yabancı para politikalarının koordinasyonunu sağlayarak kurun istikrarını sürdürmektir. Sözkonusu koordinasyon sürecinde fiyat istikrarını sağlayan mekanizma şöyle işlemektedir. Ulusal enflasyon oranı yabancı enflasyon oranının üzerinde gerçekleştiğinde ulusal paranın değer kazanmasına bağlı olarak yurtiçi malların fiyatları yabancı malların fiyatlarına göre artmaktadır. Bu durum ulusal mallara olan talebi azaltarak düşük enflasyon oranı ile sonuçlanan resesyonist bir süreci başlatmaktadır. Sabit kur sisteminde ülkeler sıkı para politikası uygulayarak resesyonist bir sürece ve yüksek işsizlik oranına rağmen sabit kuru koruma eğilimindedirler [30]. Gelişmekte olan ülkelerde ulusal paranın devalüasyonu, dış piyasalardaki arzu edilen rekabet seviyesi dikkate alınarak belirlenmektedir. Devalüasyon oranı, reel döviz kuru uzun dönem denge seviyesinin altına düştüğünde artmakta, reel döviz kuru uzun dönem denge seviyesinin üzerine çıktığında ise azalmaktadır. Bu tarz bir uygulama satın alma gücü paritesine dayanmaktadır [31]. Döviz kuru temelli istikrar programlarında enflasyon oranı, parasal temelli istikrar programlarıyla karşılaştırıldığında, daha hızlı düşmektedir. Çünkü döviz kuru istikrarı, ticareti yapılan mal fiyatlarının aşağıya düşüşünde önemli bir etkidir. Ayrıca döviz kuru temelli istikrar programlarında program ilân edildiğinde canlanma daha sonraki dönemlerde ise resesyon süreci yaşanmaktadır. Parasal temelli programlarda ise resesyonist süreç program ilân edildiğinde yaşanmaktadır [32]. Döviz kuru çıpasına dayalı istikrar programlarındaki canlanma süreci literatürde genellikle kredibilitate görüşü çerçevesinde açıklanmaktadır. Kredibilitate görüşüne göre, iktisadi birimler gelecekte nominal faiz oranlarının yükseleceğine dair beklentilerini arttırdıklarında, istikrar programlarının ilk aşamasında tüketim harcamaları artmaktadır. Ancak bazı ülke örneklerinden hareket edildiğinde, Meksika'da

De Pacto Programının ilk aşamasındaki tüketim harcamaları azalışını ve Arjantin'de 1991 yılındaki Konvertibilite Plânından sonraki tüketim harcamaları artışını kredibilite görüşü çerçevesinde açıklamak mümkün görünmemektedir.

Aralık 1987'de Meksika'da ekonomik istikrarın sağlanması amacıyla De Pacto Programı kabul edilmiştir. Söz konusu programda çoklu kur uygulamasına gidilerek Peso'nun değeri 1Peso= 0,04 dolara sabitlenmiştir. Ayrıca bu dönemde ücret ve fiyat kontrollerine de ağırlık verilmiştir. De Pacto programının ilk aşamasında tüketim harcamaları artmamıştır. Çünkü hükümet döviz kuru çıpasını sürdürmek için daraltıcı para politikaları uygulayarak ulusal faiz oranlarını uluslararası seviyenin üzerine çıkarmıştır. Uygulanan daraltıcı para politikalarına bağlı olarak bu dönemde reel faiz oranları yükselmiş ve tüketim harcamaları azalmıştır [33]. Arjantin'de 20 Mart 1991'de yürürlüğe konulan konvertibilite plânıyla, Amerikan Doları ile tam konvertibiliteye geçilmiştir. Konvertibilite plânından sonra reel faizler negatif düzeye inmiştir. Reel faiz oranları yükselmeye başladığında tüketim harcamalarının büyüme oranı azalmıştır. Tüketim harcamalarındaki azalmanın nominal faiz oranlarındaki düşüşle birlikte gerçekleşmesi ilginçtir. Bu durum kredibilite modellerinin temel postülasıyla çatışmaktadır. Elde para tutmanın maliyetindeki düşüş, Arjantin'de özel tüketim harcamaları üzerinde negatif bir etkiye bulunmuştur [34]. Latin Amerika örneğinde olduğu gibi döviz kuru çıpasına dayalı istikrar programlarının ilk aşamasındaki tüketim harcamaları artışını sadece kredibilite görüşü çerçevesinde açıklamak mümkün görünmemektedir. Bazı ülkelerde canlanma sürecinin açıklanması için heterodoks politika uygulamalarının da analize dahil edilmesi gerekmektedir.

Canlanma sürecinin nedenlerine ilişkin farklı yaklaşımlar söz konusudur. Bazı iktisatçılara göre canlanma süreci, yüksek enflasyon oranındaki düşüşten kaynaklanan servet ve gelir etkisi nedeniyle meydana gelmektedir. Servet etkisi nedeniyle tüketim harcamaları artışı, enflasyon vergisindeki düşüşten ve reel ücret artışlarından kaynaklanmaktadır [35]. Rodriguez ve Dornbush'un hipotezlerine göre, sermaye akımlarına açık olan ülkelerde devalüasyon oranındaki düşme, nominal faiz oranında ve enflasyonun kronikleştiği şartlarda reel faiz oranının düşüşü anlamına gelmektedir. Reel faiz oranındaki düşme ise ekonomik genişleme sürecini başlatan önemli bir faktördür [36]. Bu konudaki alternatif hipotez ise Calvo – Vegh ve Calvo-Vegh tarafından ortaya atılan "geçicilik (temporariness)" hipotezidir. Söz konusu hipoteze göre istikrar programlarının kredibilite eksikliği nedeniyle iktisadi birimler cari dönemde tüketim harcamalarını arttırmaktadırlar. İşlem amaçlı para talebinin arttığı şartlarda nominal faiz oranlarındaki geçici düşüşler, cari dönemde tüketimin efektif fiyatını gelecek döneme göre azaltmaktadır. Söz

konusu şartlarda, tüketim harcamalarındaki artışa bağlı olarak programın başlangıç aşamasında genişleme süreci yaşanmaktadır. Ancak bu süreçte ulusal paranın değeri de artmaktadır [37].

Döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanıldığı istikrar programlarında sıkı para politikaları enflasyondaki düşüşten önce ulusal paranın değerlendirilmesi yönünde bir etki oluşturmaktadır [38]. Döviz kurundaki yükseliş büyük ölçüde iki değişkene bağlıdır. Döviz kuru, bir yandan toplam talebin zamanlararası elastikiyetine ve talebin gelir elastikiyetine, diğer yandan ticareti yapılmayan malların arz elastikiyetine bağlı olarak değişmektedir. Zamanlararası elastikiyet, tüketimin büyüklüğünü ve harcamaların zaman içinde dağılımını belirlemektedir. Ticareti yapılmayan malların arz elastikiyeti ise sermaye girişlerine bağlı olarak bu malların fiyatları üzerindeki baskının büyüklüğünü belirleme açısından önemlidir [39]. Gelişmeyi izleyen daralma süreci ise iki farklı etkenin varlığı ile açıklanmaktadır. Bu etkenlerden biri, dış ticarete konu olan mallar sektöründeki enflasyon ataletidir. Enflasyon ataletine bağlı olarak enflasyon oranının açıklanan devalüasyon oranından yüksek olması, ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Daralmaya neden olan diğer gelişme ise banka kredilerinin azalmasıdır [40]. Makroekonomik istikrar programlarında genellikle enflasyon oranının düşürülmesi temel hedef olarak belirlenmektedir. Enflasyon oranındaki düşüşler tüketim harcamalarının reel değerini azaltmaktadır. Enflasyon oranı düşüşü tüketim üzerine tüketim vergilerindeki düşüş gibi bir etki yapmaktadır. Emek arzının egzoz ve vergilerin götürü olduğu şartlarda, vergi oranlarındaki sürekli değişimlerin reel etkileri olmamaktadır. Ancak vergi oranlarındaki geçici değişikliklerin etkileri söz konusudur. Çünkü vergi oranları nisbi fiyat yapısına etki ederek tüketimin zamanlamasını değiştirmektedir [41]. Kura dayalı istikrar programları ile ilgili bazı temel sonuçlara ulaşılabilir. Söz konusu programlarda enflasyon oranının düşüş hızı yavaş olduğundan, ulusal paralar değer kazanmakta dış ticaret ve cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Programın açıklanmasından sonra, Sachs yaklaşımına uygun olarak nominal faiz oranlarının düşüşü, tüketim harcamalarını arttırdığından geçici bir süre ekonomik gelişme söz konusu olmaktadır [42]. Ekonomik gelişmeyi takiben bankacılık sisteminin kredi sorunları ve açık pozisyonları nedeniyle daralma süreci yaşanmaktadır. Nominal faiz oranlarında tahmini devalüasyon oranı artışlarına bağlı olarak yükselme yaşandığında, daralma sürecine girilmektedir.

Küçük açık ekonomilerde nominal faiz oranı tahmini devalüasyon oranının artan bir fonksiyonudur. Bundan dolayı gelecek dönem tahmini devalüasyon oranı, cari dönem ulusal faiz oranlarını arttırmaktadır. Nominal faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak iktisadi birimlerin reel para talepleri azalmaktadır. Para talebindeki azalma işlem maliyetlerini düşürerek iktisadi birimlerin cari

dönem tüketim harcamalarını azaltmalarına neden olmaktadır. Ticareti yapılan malların arzı veri olduğunda, ticareti yapılmayan mal fiyatlarında ticareti yapılan mal fiyatlarına göre azalma meydana gelmektedir. Bu noktada ulusal para değer kaybına uğramaktadır. Gelecek dönemdeki yüksek oranlı devalüasyon bekleyişleri cari dönemde ulusal paranın değer kaybı ile sonuçlanmaktadır [43]. Devalüasyon oranındaki artış, daralma sürecini hızlandırmaktadır. Sabit kur sisteminde sermaye akımlarının serbest olduğu şartlarda nominal faiz oranları yurtdışı faiz oranlarına göre belirlenmektedir. Enflasyon oranının yüksek olduğu bir durumda reel faiz oranları düşmekte ve genişleyici para politikalarıyla istikrar programlarının başlangıç aşamasındaki canlanma süreci başlamaktadır. Revalüasyon beklentilerinin arttığı şartlarda revalüasyonun sağlayacağı sermaye kazançları nedeniyle sermaye girişleri artmaktadır. Sermaye girişlerindeki artış ulusal paranın değerlenmesi yönünde baskı oluşturduğundan merkez bankası ulusal faiz oranlarını düşürerek sermaye girişlerini azaltıcı politikalara yönelmektedir [44]. Sözkonusu politika değişimi, döviz kuruna dayalı istikrar programlarındaki daralma sürecini başlatmaktadır.

Daralma döneminde harcamalar azalmakta, enflasyon oranı devalüasyon oranının altına düşmekte ve ulusal para değer kaybına uğrayarak dış ticaret dengesizlikleri azalmaktadır. Sözkonusu süreçte sermaye girişleri de azalmaktadır. Ulusal paranın değer kaybetmesinin nedeni, ticareti yapılmayan mallar sektöründeki yatırım artışının ticareti yapılmayan mal arzında artışlara neden olarak ulusal mal fiyatlarındaki düşüşlere neden olmasıdır. Sermaye girişlerindeki azalmanın temel nedeni ise sermaye stokundaki genişleme nedeniyle yatırımların getiri oranında meydana gelen düşümedir [45]. Açık ekonomi istikrar programlarında iki süreç sözkonusudur. Birinci aşamada ulusal paranın devalüasyon oranı azaltılmaktadır. Ancak bu aşamada mali açıklar giderilmediği için borç miktarı artmakta

rezervler ise azalmaktadır. Bu durum, ikinci aşamada bir politika değişikliğini gerekli kılmaktadır. Politika değişikliği ya mevcut döviz kuru sisteminin değiştirilmesi ya da mali açıkların azaltılması şeklinde gerçekleşmektedir. Mali açıkların azaltılması ise genellikle vergi oranı artışları, ticareti yapılan ve yapılmayan mal üretimine ayrılan kaynakların azaltılması veya para arzının büyüme oranının arttırılması şeklinde gerçekleşmektedir. Ülkeler büyük oranlı mali açıklarını kapatmaksızın fiyat istikrarını sağlamak amacıyla döviz kurlarını sabitlediklerinde, istikrar programlarının ikinci aşamasında kaçınılmaz bir şekilde politika değişikliği meydana gelmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde tek aşamalı istikrar programlarının sürdürülebilirliği oldukça zordur. Çünkü giderek artan kamu borçları döviz rezervlerinde önemli kayıplara neden olmaktadır. Bu noktada istikrar programlarının başarısı, para ve maliye politikalarının koordineli bir şekilde uygulanmasına bağlı hale gelmektedir [47]. Kronik enflasyonun yaşandığı ülkelerde istikrar programlarının başarıya ulaşamamasının nedenleri, enflasyonun uluslararası seviyesine uzun sürede düşmesidir. Bu sürecin altında yatan temel faktörler, Calvo-Vegh ve Calvo-Vegh hipotezlerinde ortaya konulmuştur. Hipotezlerin dayandığı temel nokta, istikrar programına olan güvensizliğe bağlı olarak enflasyon oranındaki düşüşlerin geçici olduğudur. İşlem amaçlı para talebinin arttığı şartlarda, faiz oranındaki geçici düşüşler cari dönem tüketim harcamalarını gelecek döneme göre arttırmaktadır. Özellikle ticareti yapılmayan mallara yönelik harcama artışları ise sözkonusu mal fiyatlarında yükselmelere neden olmaktadır [48]. Tablo:1'de Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının temel özellikleri, parasal büyüklüklere dayalı istikrar programları ile karşılaştırılmalı olarak gösterilmiştir. Tablo:1 verilerine göre, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının parasal büyüklüklere dayalı olan istikrar programlarından temel farklılığı, ticaret ve cari işlemler dengeleri ile reel faaliyetlerdeki canlanma, daralma süreçleri ile ilgilidir.

**Tablo 1. İstikrar Programlarının Temel Özellikleri**

<b>Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı</b>	<b>Parasal Büyüklüklere Dayalı İstikrar Programı</b>
Enflasyonun devalüasyon oranına aşamalı olarak yaklaşması	Enflasyonun para arzının artış hızına aşamalı olarak yaklaşması
Ülke parasının reel olarak değer kazanması	Ülke parasının reel olarak değer kazanması
Ticaret dengesinde ve cari işlemlerde bozulma	Ticaret dengesi ve cari işlemlerde belirgin bir değişiklik olmaması
Reel faaliyetlerde programın başlangıcında artış, sonrasında azalma görülmesi.	Başlangıçta ekonomik faaliyetlerde bir daralma olması
Yurtiçi reel faiz oranlarında belirsizlik olması	Yurtiçi reel faiz oranlarında başlangıçta bir artış olması

**Kaynak:** Calvo, Guillermo A., ve Carlos A. Végh, 1994, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," *Contemporary Economic Policy*, Vol: 12, No:2, sayfa. 35-45.

Döviz çıpasına olan güven Aralık 1994'deki Meksika Krizi sonrasında sarsılmıştır. Uzun dönemde aşırı değerli bir ulusal para politikasının sürdürülmesi Meksika'da ödemeler dengesi sorunlarına, para krizlerine ve çıktı kayıplarına neden olmuştur. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi sözkonusu olmasa dahi döviz kuruna dayalı istikrar programları çoğunlukla çıktı kayıpları ve işsizlik ile sonuçlanmaktadır. Carlos-Vegh'e göre , döviz kuru ve para arzı çıpaları arasındaki seçim, bir anlamda resesyonun zamanlamasının da belirlenmesi anlamına gelmektedir [46]. Para arzı çıpasına dayalı istikrar programlarında resesyona kısa vadede, döviz kuru çıpasına dayalı istikrar programlarında ise orta vadede girilmektedir .

Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla döviz kuru çıpasını kullanmanın en önemli maliyeti, spekülasyon ataklarının enflasyon oranını yükseltmesidir. Çünkü birçok gelişmekte olan ülke ekonomisi yüksek ve değişken oranlı enflasyon ile karşı karşıyadır. Spekülasyon atakları sonrasında ulusal paranın değerinde meydana gelen kayıplar, fiyatlar genel seviyesi üzerine yükselme yönünde etkide bulunarak, cari ve tahmini enflasyon oranlarının önemli oranda yükselmesine neden olmaktadır. Enflasyon beklentisindeki artışlar, faiz oranlarını yükselterek finansal kriz olasılığını arttırmaktadır. Borçların kısa vadeli yapısı ve yüksek oranlı faizler ise faiz ödemelerini arttırmaktadır. Bu durum, ekonomik aktivitelerin azalmasına neden olan önemli bir süreçtir [49].

Döviz kuru çıpasının gelişmekte olan ülkelerdeki diğer bir etkisi ulusal şoklara karşı bağımsız para politikası uygulamalarını zorlaştırmasıdır. Döviz kuru çıpası uygulayan ülkede rezerv ülkeye göre toplam talepte bir azalma meydana geldiğinde, faiz oranlarını düşürecek bir şekilde genişletici para politikaları uygulanamamaktadır. Çünkü sermaye akımlarına açık olan ve döviz kurunu nominal çıpa olarak kabul eden bir ülkede para arzı, rezerv ülkenin para arzı tarafından belirlenmektedir. Örneğin ülkede toplam talepte azalma meydana geldiğinde, para otoriteleri faiz oranlarını düşürerek toplam talep azalışına karşılık verememektedirler. Çünkü faiz oranları da rezerv ülkeye göre belirlenmektedir [50]. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında, program başarısızlıkla sonuçlandığında, ulusal para devalüe edilmektedir. Gelişmiş ülkelerde devalüasyonun hanehalkı, firma ve bankacılık kesimi bilançoları üzerine etkileri azdır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde devalüasyonun etkileri farklılaşmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanmanın ağırlıkta olduğu ülkelerde devalüasyon, iktisadi birimlerin borç yükünü arttırmaktadır. Aktiflerin ulusal para cinsinden olduğu şartlarda, devalüasyon nedeniyle aktiflerin değerinde borç yükü artışına paralel bir değer artışı meydana gelmemektedir. Bu noktada devalüasyon, iktisadi birimlerin bilançolarını olumsuz etkileyerek net

servetlerini azaltmaktadır. Devalüasyon, gelişmekte olan ülkelerde hem cari hem de tahmini enflasyon oranlarının yükselmesine ve dolayısıyla faiz oranlarında artışlara neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki artış, borçlanma vadeleri kısa olan firmaların faiz ödemelerini arttırmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülke firmalarının nakit akımlarını azaltan önemli bir gelişmedir [51].

Döviz kuru çıpası uygulamasının diğer bir potansiyel tehlikesi, ulusal paranın değerini istikrarsızlaştırma konusundadır. Döviz kuru çıpası, yabancı yatırımcılar için risk tahminlerini düşürerek, sermaye girişlerini teşvik etmektedir. Bankalar gibi ulusal finansal araçlar sermaye akımlarını yönlendirme konusunda piyasalarda önemli bir işleve sahiptirler. Bankacılık sistemi bu ilave fonları, kredi yoluyla piyasaya arz etmektedir. Ancak riski yüksek kredilerin geri dönüş oranının düşüklüğü, banka bilançolarını olumsuz etkileyerek ödünç verilebilir fon arzını daraltmaktadır. Bu noktada piyasadaki likidite sıkışıklığı finansal krizi kaçınılmaz bir hale getirmektedir. Merkez bankasının faiz oranlarını yükselterek ulusal parayı spekülasyon ataklarına karşı koruması durumunda ise bankacılık krizleri kaçınılmaz olarak meydana gelmektedir [52]. 1990'lı yıllardaki sermaye akımları, ülkelerin sabit kur sistemlerini sürdürmelerini sağlayacak döviz girdisini temin etmiştir. Ancak sermaye girişlerine bağlı olarak ülkelerin özellikle kısa vadeli dış yükümlülüklerinde önemli artışlar meydana gelmiştir. Yükümlülüklerdeki artış, sözkonusu kur sisteminin uzun vadede sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürmüştür. Sözkonusu dönem krizlerinin en önemli özelliği ödemeler dengesi ve finansal kriz şeklinde ikili bir yapı sergilemeleridir. Ödemeler dengesi krizi şartlarında geleneksel olarak uygulanan politikalar devalüasyon, sıkı para ve maliye politikalarıdır. Ancak devalüasyon bu ülkelerde borçların yabancı para cinsinden değerini arttırarak, sıkı para politikası ve yükselen faiz oranları ise borçların geri ödenmesini zorlaştırarak bazı yatırımcıların finansal sistem dışına çıkmalarına neden olabilmektedir. Finansal kriz şartlarında ise geleneksel olarak uygulanan politika, para arzını genişleterek faiz oranlarını düşürmektir. Bu şekilde yatırımcıların ulusal borç yükümlülüklerini yerine getirmeleri kolaylaştırılmaktadır [53]. Kriz sürecinde alınacak önlemler ülkenin ekonomik koşullarıyla yakından ilgilidir. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve iç borçlanma önemli düzeyde olduğunda, ulusal paranın devalüasyonu yönündeki ekonomi politikaları ağırlık kazanmaktadır.

Döviz kurunu hedeflemenin en önemli sakıncası, para politikalarının durumunun günlük bazda döviz piyasalarında izlenmesinin zorlaşmasıdır. Döviz kuru çıpası, merkez bankasına zaman tutarsızlığı sorununun çözümü için belli bir kural (rule) sağlarken, aynı zamanda zaman tutarsızlığı sorununu arttırabilmektedir. Çünkü döviz kuru çıpası merkez bankası işlemlerinin şeffaflığını



ve merkez bankasının sorumluluğunu azaltmaktadır. Oysa döviz kurunun sabitlenmediği şartlarda, ulusal paranın değer kaybı, para politikalarının genişletici olduğuna dair önemli bir göstergedir. Devalüasyonun uygulanmadığı şartlarda para politikasına ilişkin bu önemli gösterge, genişletici para politikalarını daha az tercih edilebilir duruma getirmektedir.

Döviz kuru çıpası nedeniyle ülke paraları spekülasyonlara açık hale gelmektedir. Eylül 1992'de Avrupa Para Sistemi içinde yaşanan kriz, bu duruma örnek gösterilebilir. Birleşme sonrasında Almanya'da izlenen daraltıcı para politikaları neticesinde Avrupa Para Sistemi içindeki ülkeler, ekonomik büyüme oranlarında azalmalara ve işsizlik oranlarında artışlara neden olan negatif talep şoklarıyla karşı karşıya kalmışlardır. İşsizlik oranlarındaki artışların kabul edilemez düzeylere ulaşacağı öngörüsünden hareketle spekülasyonlar tarafından oluşturulan beklentiler, kurun sürdürülebileceğine olan güveni sarsmıştır. Bu noktada Fransa, İspanya, İsveç, İtalya ve İngiltere'de ulusal paralar Mark karşısında değer kaybına uğramışlardır. Sözkonusu ülke paralarının piyasaya sürülmesi ise spekülasyonlara önemli kazanç sağlamıştır [54]. Kriz sonrası dönemde önemli bir husus ortaya çıkmıştır. Bu husus, döviz kuruna dayalı para politikası kuralının, kur çıpasının devamlılığını sağlama konusunda yeterli olmadığıdır. Avrupa Para Sistemi içindeki Eylül 1992 krizi, fiyat istikrarının sağlanmasında döviz kurunun çıpa olarak kullanımının sanayileşmiş ülkelerde de önemli maliyetleri olabileceğini ortaya koymuştur.

Döviz kurunu kontrol eden ve nisbi fiyatlar arasındaki yapıyı bozan her türlü kur politikası, ciddi bir finansal risk yaratmakta ve bu risk bir kesim tarafından üstlenilmektedir. Sözkonusu riski Latin Amerika ülkelerinde genellikle kamu kesimi üstlenirken, Türkiye'de ise bankacılık kesimi üstlenmiştir [55]. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında, dış veya iç kaynaklı ekonomik şoklar denge nominal döviz kurunun resmi kurdan uzaklaşmasına neden olabilmektedir. Resmi kur, aşırı değerli olduğunda cari işlemler açığının azaltılması için faiz oranlarının yükseltilmesi veya daraltıcı maliye politikalarının uygulanması gereklidir. Dengesizliğin büyüklüğü bankacılık sistemini ve global talebi etkileyecek şekilde fazla olduğunda, döviz kurunun sürdürülebilirliği zorlaşmaktadır [56]

Hamann'a göre, yüksek enflasyona sahip ülkelerde istikrar sağlamanın bir aracı olarak kullanılan döviz kuru temelli istikrar programı ile parasal büyüklüklere dayalı istikrar programları arasında bir zamansallık sözkonusudur. Parasal büyüklüklere dayalı istikrar programları gelişmekte olan ülkeler için bir anlamda döviz kuruna dayalı istikrar programlarını kontrole yönelik istikrar programları olarak değerlendirilebilir. Döviz kuru sabitlendiğinde kura dayalı istikrar programının uygulanmasına başlanırken, sabit kur

uygulanmasına son verildiğinde parasal büyüklüklere dayalı istikrar programları gündeme gelmektedir [57]. Enflasyon oranında istikrar sağlamaya yönelik tüm istikrar programları ortak kriterlere dayanmaktadır.

1990'lı yılların ikinci yarısında dünya ekonomisinde yaşanan finansal krizler, çıpa uygulamalarını tartışmalı bir duruma getirmiştir. Tartışmalar iki ana eksen üzerinde odaklanmaktadır. Bu eksenlerden ilki, esnek kur uygulamaları diğeri ise tam dolarizasyon gibi uç çözümlerdir. Ancak kriz sonrası dönemde daha çok karşılaşılan uygulama, esnek kur sistemlerine geçiş yönündedir. Esnek kur sistemlerinde yurtiçi faiz oranları üzerindeki kontrolü arttıran ve dış kaynak girişini sınırlandıran bir kur sistemi sözkonusudur. Sabit kur sistemlerinde ise risk priminin yüksekliği nedeniyle yüksek oranlı belirlenen faiz hadleri, sermaye akımlarını teşvik eden bir unsurdur. Esnek kur sistemlerinde kur dalgalanmaya bırakıldığında uygulanacak olan para politikasına karar vermek gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi, esnek kur sistemlerinde son dönemde yaygın olarak kullanılan bir para politikası rejimidir. Bu sistemde döviz kuru değişimlerinin gelecek dönem enflasyon oranını etkileyeceği noktasından hareket edilmektedir.

#### IV. DÖVİZ KURU ÇIPASININ ALTERNATİFİ OLARAK, ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Kur çıpasına dayalı istikrar programlarının başarısızlıkla sonuçlanmasına bağlı olarak gelişen kredibilite kaybı, ülkelere yönelik risk primlerini arttırmıştır. Bu durum, bir çok ülkede esnek döviz kuru ile birlikte enflasyon hedeflemesine geçilmesine neden olmuştur. Sözkonusu alternatif son dönemde sabit döviz kuru yerine sıkça kullanılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarının sağlanması amacıyla geliştirilen bir para politikası rejimidir. Sözkonusu rejimde para politikası belirli bir dönem sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı, para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayandırılmış olmasıdır [58]. Enflasyon hedeflemesi çok katı uygulanması gereken bir para politikası rejimidir. Diğer para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında, kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandıran bir politika türüdür. Bir para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesinde merkez bankası, enflasyon oranı dışındaki değişkenlerle ilgilenmemektedir. Sözkonusu para politikası rejiminde merkez bankasının döviz rezervleriyle ilgili bir hedefi olmamaktadır.

Yeni bir para politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesi, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başarısızlıkları dikkate alındığında son yıllarda büyük önem kazanmıştır. Tablo:2'den de görülebileceği gibi,

döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan bazı Latin Amerika ülkelerinde son yıllarda enflasyon hedeflemesine doğru bir geçiş olmuştur. Enflasyon hedeflemesi sistemi, para politikasının ulusal koşullara göre ayarlanmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca para politikası uygulamalarında ihtiyariliğe son vererek zaman tutarsızlığı sorununu da ortadan kaldırmaktadır. Parasal büyüklükler ile amaç değişkenler arasındaki ilişkinin istikrarsızlığı bir çok ülkenin enflasyon hedeflemesini

para politikası rejimi olarak seçmesine neden olmuştur.

1990'lı yıllarda bazı Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinde yaşanan finansal krizler, sabit döviz kuru sistemlerini uygulayan sözkonusu ülkeleri alternatif nominal çıpa arayışlarına yöneltmiştir. Döviz kuru çıpasından farklı olarak enflasyon hedeflemesi, para politikası uygulayıcılarına ulusal ekonomide yaşanan şoklara karşı önlem alma olanağı sağlamaktadır [59].

**Tablo:2 Bazı Latin Amerika Ülkelerinde Para Politikası Rejimlerinin Kronolojisi**

Ülke	Dönem	Para Politikası Rejimi
Brezilya	1994-1998 1999-	Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Prg. Enflasyon Hedeflemesi.
Şili	1990-	Enflasyon Hedeflemesi.
Kolombiya	1991-	Enflasyon Hedeflemesi
Meksika	1987-1994 1995-1998 1999-	Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Prg Parasal Hedefleme. Enflasyon Hedeflemesi.
Peru	1993-1996 1997-	Parasal Hedefleme. Enflasyon Hedeflemesi.
Arjantin	1991-	Para Kurulu.

**Kaynak: Quspe and Agneli, 2001:45**

Merkez bankalarının en önemli amaçlarından bir tanesi fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Para politikasının bu amaca yönlendirilmesi, monetarist ekonomistlerin önemli tartışma konularındandır. Bazı ekonomistlere göre fiyat istikrarına doğrudan hedefleme yoluyla ulaşılmalıdır. Bu yöntemde para arzı ile enflasyon arasındaki gecikme nedeniyle para stoku gibi bir ara hedef belirlenmemektedir [60].

Ekonomi yönetimleri gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki farkı ve üretimdeki değişimleri dikkate alarak para politikası araçlarında değişiklikler yapmak durumunda kalabilirler. Sözkonusu görüş literatürde Taylor kuralı olarak bilinmektedir. Taylor kuralına göre, merkez bankası beklenmedik durumlarda seçilen para politikası aracında değişiklik yapma koşullarını somut ve net bir biçimde belirlemelidir. Taylor kuralı bir formül yardımıyla gösterilebilir;  $i = \pi_t + r^* + 0,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 y_t$  olarak gösterilebilir. Gelişmiş ülkelerde gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon oranı arasında sapma meydana geldiğinde, genellikle kısa vadeli faiz oranlarında değişiklik içeren para politikası stratejileri uygulanmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkeler açısından kısa vadeli faizler yerine bazı parasal büyüklüklerin araç olarak kullanılması daha uygundur. Bu noktada Türkiye'de uygulanan temel araç, enflasyon hedeflemesidir [61].

Tam anlamıyla enflasyon hedeflemesinin dört temel özelliği bulunmaktadır.1. Ekonomide fiyat istikrarını sağlamaya yönelik başka nominal çıpanın olmaması 2. Fiyat istikrarının sağlanacağına dair kurumsal bir sözleşmenin varlığı. 3. Mali baskınlığın olmaması Diğer bir ifadeyle para politikası araçlarının mali otoritelerin baskısı olmaksızın bağımsızca kullanılabilmesi. 4. Merkez bankası politikalarının şeffaf ve hesap verilebilir olması [62]. Enflasyon hedeflemesinde hem enflasyon oranları hızla düşmekte hem de gelecek dönemlere ait enflasyon beklentileri azalmaktadır. Enflasyon hedeflemesi şartlarında para politikaları oldukça esneklerdir. Çünkü enflasyon hedeflemesinde kalıcı enflasyon şoklarının orta vadede enflasyon hedefini etkilememesi için para politikaları enflasyonist şoklara cevap verebilecek şekilde düzenlenmektedir[63]. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde döviz kuru hedeflemesine göre para politikaları uygulamalarının kapsamı, daha geniştir. Bu durum merkez bankasına mecmu talep ve arz şoklarına karşı esneklik kazandırmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin para arzına dayalı hedeflemelere göre üstünlüğü, dolanım hızı şoklarının azalmasından kaynaklanmaktadır. Çünkü para politikaları para arzı ile enflasyon arasındaki istikrarlı ilişkiden etkilenmemektedir [64]. Enflasyon hedeflemesi politikasında enflasyon oranı ile ekonomik birimler arasında doğrudan bağlantı sağlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi talep şoklarına karşı en uygun politikadır. Esnek para politikası uygulamalarıyla deflasyonist etkiler yaratabilecek talep şoklarının etkileri giderilmektedir. Yüksek fiyatlara ve düşük çıktı seviyesine neden olan arz şoklarının etkileri ise genişletici para politikalarıyla giderilmektedir [65]. Enflasyon hedeflemesinin diğer nominal çıpalara göre

önemli yaraları vardır. Döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanıldığı programların aksine enflasyon hedeflemesi parasal bağımsızlığı sınırlandırmamaktadır. Enflasyon hedeflemesinde ekonomik koşullardaki değişimler para politikasına yansıtılmaktadır. Merkez bankası ekonomik şoklara para politikası araçlarıyla müdahale edebilmektedir. Ayrıca parasal şoklara olan direnç yönünden esnek ve duruma göre ayarlanabilir para politikaları uygulanmaktadır [66]. Tablo:3, 1990'lı

yıllarda enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerdeki enflasyon oranlarını göstermektedir. Tablo:3 verilerinden hareketle ulaşılabilecek en önemli sonuç, enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarının sağlanmasında önemli bir politika aracı olduğudur. Ancak Tablo:3 verilerinden çıkarılabilecek diğer bir sonuç ise, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde bir istisna ülke dışında, enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasındaki başlangıç enflasyon oranlarının düşük olduğudur.

**Tablo:3 Bazı Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinden Önce ve Sonraki Enflasyon Oranları**

Ülke	Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihi	Hedefleme Öncesi Enflasyon Oranı(%)	Hedefleme Sonrası Enflasyon Oranı(%)
Yeni Zelanda	Aralık 1989	11,44	1,75
Kanada	Şubat 1991	6,29	1,59
İsrail	Aralık 1991	111,08	8,59
İngiltere	Kasım 1992	7,19	2,62
İsveç	Ocak 1993	7,81	1,46
Finlandiya	Şubat 1993	6,62	1,49
Avustralya	Nisan 1993	7,35	2,25
İspanya	Kasım 1994	8,69	2,96

Kaynak: Quispe and Agneli, 2001:44.

Enflasyon hedeflemesi ekonomilerde başka çıpanın kullanılmadığı ve mali baskınlığın olmadığı şartlarda uygun bir politika aracıdır. Enflasyon hedeflemesinin ön şartı, politika araçlarının siyasi mekanizmanın etkisi altında olmaması ve merkez bankası politikalarının şeffaf ve hesap verilebilir olmasıdır. Merkez bankası hedeflenen enflasyon oranı düzeyine para politikası araçları üzerine herhangi bir baskı olmaksızın ulaşabilmelidir [67].

Enflasyon oranını düşürmek amacıyla deflasyonist bir sürece neden olabilecek düzeyde enflasyon hedefinin belirlenmesi para politikalarının yönetimini zorlaştırmaktadır. Düşük enflasyon hedefinden kaynaklanan deflasyonist sürece bağlı olarak kısa vadeli faiz oranları da sıfıra yaklaşmaktadır. Bu noktada para politikalarının etkinliği azalmaktadır. Enflasyon oranının çok düşük belirlenmesi, Akerlof, Dickens, Perry gibi iktisatçılara göre, işsizlik oranını arttırmaktadır. Nominal ücretlerin aşağıya doğru esnek olmadığı şartlarda, düşük enflasyon oranına bağlı olarak reel ücretlerin artışı, emek talebini azaltan bir süreci başlatabilmektedir [68].

Gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru değişimlerine hassasiyetleri fazladır. Ulusal paranın değer artışı bir yandan ulusal endüstrilerin rekabet yapısını zayıflatırken diğer yandan ülkeden sermaye çıkışı olduğunda ülkeyi para krizlerine açık hale getiren ödemeler dengesi açıklarına neden olmaktadır. Devalüasyon da gelişmekte olan ülke ekonomileri için aynı derecede yıkıcı etkilere sahiptir. Söz konusu ülkelerin borçlarının kısa vadeli ve yabancı para cinsinden olması,

ulusal firmaların borç yükünü arttırmaktadır. Aktiflerin ulusal para cinsinden olduğu şartlarda devalüasyon firma bilançolarını olumsuz etkilemektedir. Bu noktada özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru değişimlerinin uygulanmakta olan para politikalarına etkileri sözkonusudur.

Döviz kuru değişimlerinin enflasyon oranı üzerine olan etkileri nedeniyle enflasyon hedeflemesi uygulanan ülkelerde, döviz kuru değişimleri önem kazanmaktadır. Özellikle küçük açık ekonomilerde ulusal paranın değer kaybı, yüksek ithalat fiyatlarına bağlı olarak enflasyon oranını yükseltmektedir. Bu durum otoritelerin döviz kuruna özel bir önem atfetmelerine neden olduğundan merkez bankası para politikasını değiştirmek durumunda kalmaktadır [69]. Döviz kuru değişimlerine bir çok ülkede önem atfedilmesi, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde para politikalarının döviz kuru değişimlerini sınırlandırmaya yönelik olarak belirlenmesine neden olmuştur. Döviz kuru değişimlerini sınırlandırmaya odaklanmanın ilk etkisi, döviz kurunun bir nominal çıpaya dönüştürülmesidir. Bu noktada döviz kuru çıpası enflasyon hedeflemesinin önüne geçmektedir. Döviz kuru değişimlerinin enflasyon ve çıktı üzerine olan etkileri, büyük ölçüde döviz kuru değişimlerine neden olan şokun niteliğine bağlıdır. Ulusal paranın devalüasyonu büyük ölçüde portfolyo sermayenin dışarı çıkışından meydana gelen portföy şokundan kaynaklandığında, enflasyon oranı artmaktadır. Para otoriteleri açısından enflasyonu kontrol altında tutmanın yolu, sıkı para politikaları uygulayarak faiz oranlarını yükseltmektir. Ulusal paranın değer kaybı reel şoklardan kaynaklandığında daha düşük bir enflasyonist etki meydana gelmektedir [70]. Enflasyon

hedeflemesi parasal birlik içinde bulunan veya nominal döviz kurunu rezerv ülke parasına sabitleyen ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması için uygun bir politika aracı değildir. Para politikalarının döviz kuru amacına göre yönlendirildiği ülkelerde merkez bankası politikalarının öncelikli amacı, pariteyi sürdürmektir [71]. Enflasyon hedeflemesinin çok katı bir politika uygulaması olması milli gelir artışını istikrarsızlaştırarak ekonomik büyümeyi azaltabilir. Ayrıca enflasyonun kontrolünün zor olmasından dolayı para politikası araçlarının enflasyonu etkilemesi uzun sürede gerçekleşmektedir. Enflasyon hedeflemesinde gerekli olan döviz kuru esnekliği de finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır [72].

Bütçe açıklarının yüksekliği, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi politikalarını hükümetten bağımsız olarak uygulamalarını güçlendirmektedir. Kamu kesimi borç stokunun yüksekliği, faiz oranlarının yüksekliğine ve dolayısıyla enflasyon bekleyişlerinde artışlara neden olmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkelerde çıktı seviyesindeki azalma beraberinde işsizlik sorunlarını da gündeme getirmektedir. Enflasyon hedeflemesi, para politikalarının maliye politikalarının etkisi altında belirlendiği ülkeler için fiyat istikrarının sağlanmasında uygun bir politika aracı değildir.

## V. TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ DURUM

Türkiye'nin 1961 yılından 1999 yılına kadar IMF ile yaptığı Stand By anlaşmalarının hepsi, ödemeler dengesi açıklarının giderilmesi amacına yöneliktir. 1999 Aralık ayında sunulan niyet mektubunun IMF tarafından kabul edilmesiyle, yürürlüğe giren Stand By anlaşması ile Türkiye'de ilk kez fiyat istikrarını sağlamak amacıyla hazırlanan bir istikrar programının desteklenmesi esas alınmıştır [73]. En son alınan kararlar daha önce alınan kararlardan önemli bir farklılık içermektedir. En önemli farklılık, programda enflasyon oranını indirmek için nominal çıpa uygulamalarına odaklanılmış olmasıdır [74].

Türkiye'de 2000 yılı başından itibaren üç yılı kapsayan ve enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi hedefleyen bir program uygulamaya konmuş ve uygulamanın ikinci yılı başında dalgali kur sistemine geçilmiştir. 22 Aralık 1999 tarihinde yürürlüğe giren Stand By anlaşması kapsamında kamuoyuna duyurulan Enflasyonu Düşürme Programının orta vadeli amacı, 2002 yılı sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek ve reel faiz oranlarını düşürmek olarak duyurulmuştur. Bu amaçlara ulaşmak için de yapısal reformlar ve özelleştirmeye öncelik verilerek, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulamalarına ağırlık verilmiştir. Bütçe dengesinin sürdürülebilirliğinin sağlanması ve istikrarlı bir büyüme oranına ulaşılması, programın uzun vadeli hedefleri olarak belirlenmiştir. Enflasyonu Düşürme Programında, uygulanan para politikası kapsamında nominal çıpa olarak kayan kur

rejimi kullanılmış ve kura dayalı anti-enflasyonist politikalar uygulanmıştır. Bu süreçte nominal çıpa uygulamasına bağlı olarak merkez bankasının 12'şer aylık dönemler itibariyle kur hedefleri belirlemesi amaçlanmıştır.

Üç yıl olarak hazırlanan istikrar programında, 2000 yılı enflasyon hedefleri TEFE için %20, TÜFE için %25 olarak tespit edilerek döviz kuru artışı, 1 ABD Doları+0,77 Euro'dan oluşan döviz sepetine göre, ilk 18 aylık dönemde TEFE'ye bağlanmıştır. Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise kademeli olarak genişleyen bir band sistemine geçilmesi öngörülmüştür [75]. Enflasyonu Düşürme Programının önemli unsurlarından biri, hedeflenen enflasyona paralel olarak yürütülen gelirler politikasıdır. Bu çerçevede 2000 yılı için kamu kesimi maaş ve asgari ücret artışları hedeflenen enflasyona göre ayarlanarak 2001 ve 2002 yıllarında da bu uygulamanın sürdürülmesi öngörülmüştür. Diğer taraftan tarımsal destekleme fiyatları enflasyon hedefi ile uyumlu olarak belirlenmiştir. Programın üçüncü uygulama esasını para ve döviz kuru politikalarıyla belirsizlikleri azaltarak, ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısının kazandırılması oluşturmuştur [76]. Enflasyonu Düşürme Programında, merkez bankasının net iç varlıkları kontrol etmesi, sadece net uluslararası rezervleri karşılığında piyasaya likidite sağlaması ve döviz rezervlerindeki değişimlerin parasal taban üzerindeki etkilerinin sterilize edilmemesi öngörülmüştür.

Programın uygulanmaya başlaması ile birlikte faiz oranlarında meydana gelen düşüşler, tüketim mallarına yönelik harcamaların artmasına neden olmuştur. Ayrıca programın uygulandığı ilk yarıyılı, gerek cari dönemde aşırı değerli olan ulusal paranın gelecekte değer kaybına uğrayacağına dair beklentilerin artması, gerekse TL'nin reel anlamda değerlenmesinin ithalatı ucuzlatması, tüketim harcamalarını arttırmıştır [77]. 1999 sonrası dönemde bankacılık kesimi tarafından açılan kredilerde de önemli artışlar meydana gelmiştir. Bankacılık kesimi kredi arzı özellikle 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programından sonra artmıştır. Yılın ilk yarısında enflasyon oranında beklenen düşüşlere bağlı olarak, kamu kesimi borçlanma araçlarına uygulanan faiz oranlarının düşüklüğü, iktisadi birimleri bankacılık kesimi tarafından sunulan diğer aktiflere yönlendirmiştir. Tüketici kredileri ve kredi kartlarındaki artışlar bu dönemde tüketim harcamalarını teşvik etmiştir [78]. Tablo:4, 1999-2001 dönemi itibariyle özel tüketim harcamalarının gelişimini göstermektedir.

Formel bir döviz kuruna dayalı istikrar programı, Türkiye'de sadece 2000 yılında yürürlüğe konulmuştur. Döviz kuruna dayalı istikrar programının en karakteristik özelliği, sermaye girişlerine bağlı olarak özel kesim tüketim harcamalarında meydana gelen hızlı artışlardır. Programın ilk yarısında meydana gelen sermaye girişleri, özel kesim tüketim harcamalarını farklı şekillerde

etkilemiştir. Bu dönemdeki sermaye girişleri özel kesim tüketim harcamalarını kamu kesimi faiz dışı harcamalarıyla, tüketici kredileriyle ve ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi yoluyla arttırmıştır. Programın ikinci yarısında sermaye çıkışları sözkonusu olduğunda ise ekonomide bir daralma süreci yaşanmıştır [79]. Tablo:4 verilerinden görüldüğü gibi Enflasyonu Düşürme

Programının özel tüketim harcamaları üzerindeki genişletici etkisi 2000 yılının ikinci yarısında da devam etmiştir. Programın ikinci yarısındaki daralma sürecinin özel tüketim harcamaları üzerindeki etkisi ise ancak 2001 yılında ortaya çıkmıştır. Çünkü programın ilk yarısında alınan tüketici kredilerinin harcama artırıcı etkisi, programın ikinci yarısında da sürmüştür.

**Tablo:4 1999-2001 Dönemi Özel Tüketim Harcamaları**

Yıllar/Dönem	Özel Tüketim Harcamaları
1999	1. -5.2
	2. -0.9
	3. -2.9
	4. -1.3
2000	1. 4.0
	2. 4.6
	3. 9.6
	4. 5.6
2001	1. -3.0
	2. -11.6
	3. -9.4
	4. -11.3

**Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler**

Özel tüketim harcamalarındaki artışın en önemli etkisi, imalat sanayii kapasite kullanım oranında görülmüştür. Tablo:5'e göre, istikrar programlarının uygulanmaya başlandığı dönemde, toplam imalat sanayii kapasite kullanım oranı, %70,3'den %72,8'e çıkarken kamu kesiminin kapasite kullanım oranı gerilemiştir.

Toplam kapasite kullanım oranındaki artış, özel kesimden kaynaklanmaktadır. Bu anlamda özel kesimin ürettiği mallara (beyaz eşya, otomobil) talep artışı sözkonusudur. Kapasite kullanım oranındaki artış, kredi faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak gelişen bir talep artışını yansıtmaktadır.

**Tablo:5 İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları**

Dönem	Toplam Kapasite Kullanım Oranı	Kamu	Özel
1999:1	70,3	81,9	65,5
1999:2	75,7	84,9	72,3
1999:3	71,8	75,9	70,1
1999:4	71,7	73,4	71,0
2000:1	72,8	78,4	70,7

**Kaynak: DİE.**

Enflasyonu Düşürme Programında birincil hedef olarak duyurulan enflasyon oranının düşürülmesi için, bazı temel düzenlemelerin yapılması amaçlanmıştır. Bu düzenlemelerden sabit döviz kuru ve gelirler politikası, heterodoks özellikler taşımaktadır. Bunlardan özellikle sabit döviz kuru politikası, 1994 yılında da denenmiş ve 1995 sonunda terkedilmiştir. Bu durumun gerekçesi olarak, kur sepetinin enflasyon oranının gerisinde kalması ve TL'nin aşırı değerlendirilerek cari işlemler açığını arttırması, gösterilmiştir [80]. 2000 yılında Enflasyonu Düşürme Programı çerçevesinde uygulanan gelirler

politikasından en fazla memurlar ve tarımsal gelir elde edenler etkilenmiştir. Merkez bankasının 2000 yılı raporuna göre, 2000 yılında kamu kesimi işçileri 1999 yılında yapılan toplu iş sözleşmelerinin iki yıllık olması nedeniyle ve her altı ayda bir gelirleri TÜFE'ye endekslendiği için Enflasyonu Düşürme Programının gelirler politikasından etkilenmemişlerdir. Tarım kesiminde ise destekleme fiyatları 2000 yılında %25'lik hedeflenen enflasyona göre belirlenmiştir. 2000 yılında destekleme fiyatları 1999 yılına göre ortalama olarak %27,8 oranında artmıştır. Ancak gerçekleşen enflasyon

oranı %39 olduğu için bu dönemde tarım kesiminde reel gelir kaybı sözkonusu olmuştur. Tablo:6 verine göre, Enflasyonu Düşürme Programının gelirler politikası

memurlar ve tarımsal gelir elde edenler aleyhine bir gelişim göstermiştir.

**Tablo:6 Kamu Kesimi 2000 Yılı Ücret ve Maaş Artışları (%)**

	İlk Yarı	İkinci Yarı	Kümülatif
Memur	15	10	31,7
İşçi	41,3	23	73,8

**Kaynak: TCMB, 2000 Yılı Ekonomik Raporu.**

2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı, ulusal mali piyasalarda likidite yaratım mekanizmasını doğrudan doğruya uluslararası parasal sermaye akımlarına dayandırarak Merkez Bankası'nın elindeki bütün istikrar ve stratejik politika olanakları kaldırılmıştır. Böylece para politikası kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülative akımlarına bağlanmış ve ulusal mali piyasalarda gerçekleşen faiz oranları, büyük ölçüde spekülative sermaye akımları tarafından belirlenir bir duruma gelmişti [81]. Tablo:7 sözkonusu dönemdeki sermaye akımlarının değişken yapısını yansıtmaktadır. Sermaye girişlerinin talep ve arz yönlü etkileri sözkonusudur. TL'nin reel anlamda değerlendirilmesi ve kamu kesimi faiz dışı harcamalarından kaynaklanan tüketim arttırıcı etki, sermaye girişlerinin talep yönlü etkileridir. Faiz dışı

harcama artışı, bankacılık kesiminin sermaye girişlerinden sağladığı fonları büyük ölçüde hükümete borç olarak vermesinden kaynaklanmaktadır. Sermaye akımlarının arz yönlü etkisi ise, bankacılık kesiminin sermaye akımları nedeniyle sağladığı fonları, tüketici kredileri veya kredi kartları şeklinde piyasaya aktarmasından kaynaklanmaktadır [82]. Döviz kurundaki gelişmelerin üretime yansımaları belirli bir zaman aldığından, kurlardaki yavaşlama sonucunda ulusal para, döviz kuru ve mal fiyatları arasında uyum sağlanana kadar kur enflasyon farkı oranında değerlendirilmektedir. Bu durumda cari dengede meydana gelecek açık, sermaye girişleriyle karşılanamadığında, döviz rezervlerinde azalma meydana geleceğinden uygulanmakta olan programın kredibilitesi azalmaktadır [83].

**Tablo:7 2000-2001 Dönemi Sermaye Hareketleri**

Dönemler	Ocak-Ekim 2000	Kasım 2000 - Eylül 2001
Net Sermaye Girişi	15 179	- 12 416
Net Sermaye Çıkışı	-2 707	1 247
Sermaye Akımları Toplamı	12 474	-13 663
Rezerv Değişimi*	-2 324	16 585
Hata ve Noksan	-2 550	- 215
Cari Denge	-7 598	293

**Kaynak: T.C.M.B. Üç Aylık Bültenler. \*IMF kredileri ve resmi rezerv değişimlerini içerir**

2000 yılının Kasım ayında piyasalardan 5,288 milyar dolarlık sermaye çıkışı olmuştur. Öyle ki 2000 yılının Kasım ayına kadar 15,2 milyar dolar olan net sermaye girişleri, 2001 yılı Eylül ayında -12,5 milyar dolara dönüşmüştür. Bunun anlamı Türk mali sisteminde 2000 yılı sonu ile 2001 yılı arasında sermaye akımlarında 27,7 milyar dolarlık bir yön değiştirme olduğudur. Sermaye akımlarının bir ülkeyi krizlere nasıl açık hale getirdiği özel sektör yatırımlarının yöneldiği alana büyük ölçüde bağlıdır. Türkiye ekonomisinde sermaye akımları genellikle ticareti yapılmayan mallar sektörüne yönelmektedir. Sermaye akımlarının döviz getirisi sağlamayan ticareti yapılmayan mallar sektörüne yönelmesi, sermaye çıkışları durumunda kriz riskini arttırmaktadır. Ticareti yapılmayan mallar sektöründe fiyatlar, üreticilerin sermaye girişlerine bağlı olarak oluşan talep artışına verdikleri tepkiye göre değişmektedir. Oysa ticareti yapılan mallar sektöründe fiyatlar, uluslararası piyasalarda belirlendiğinden üreticilerin talep değişimlerine göre fiyat yükseltmeleri sözkonusu değildir. Uluslararası ticarete konu olan bir

malın fiyatı, ülke içinde belirlenmemektedir. Önemli miktarda sermaye girişi olan ülkelerde, ticareti yapılmayan mallar sektörünün üreticileri, ulusal talep artışından ticareti yapılan mallar sektöründeki üreticilere göre daha fazla yararlanmaktadır [84]. Gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz öncesi en önemli gelişme, borçlanma şeklinde gelişen özel yabancı fon girişindeki hızlı artıştır. Gelişmekte olan ülkelerin hızlı borçlanması genellikle finansal serbestleşme programı sonrasında ve nominal döviz kurunun belli bir kurala göre belirlenmesi sonucunda olmaktadır [85]. 2000 yılı istikrar programının uygulanmaya başlaması ile beraber faizler ve enflasyon oranı düşmüş, ancak enflasyondaki gerileme, faizlere göre daha yavaş olmuştur. 1999 yılı ortalarında %109,5 olan iç borç faiz oranları 2000 yılında %38,1'e düşmüş, TEFE ise %32,7'ye gerilemiştir [86]. Enflasyonu Düşürme Programında merkez bankasının net iç varlıkları kontrol etmesi, sadece net uluslararası rezervleri karşılığında piyasaya likidite sağlaması ve sterilizasyon politikaları uygulamaması ulusal piyasadaki likidite hacminin ulusal para otoritelerinin dışında belirlenmesine neden olmuştur.

Enflasyonu Düşürme Programı sonrasında gerek enflasyon oranının öngörülen hızda ve sürede düşürülemediği, gerekse döviz girişlerinin öngörülenin altında olması yılın ikinci yarısından itibaren piyasalarda likidite darlığını artırarak nominal ve reel faiz oranları yükselmesine neden olmuştur.

Bankacılık kesimi 2000 yılı boyunca uluslararası döviz kredileri net girişlerini 4,696 milyar dolar arttırarak 11,140 milyar dolar seviyesine yükseltmiştir. Bankacılık kesiminin yurtdışından sağladığı kredi girişleri, birikimli olarak 209 milyar dolara, geri ödemeleri ise birikimli olarak 204 milyar dolara ulaşmıştır. Bu süreçte bankacılık kesiminin kısa vadeli dış borç stoku da hızla artmış ve on ay içinde 13,2 milyar dolardan 16,9 milyar dolara ulaşmıştır [87]. Enflasyonu Düşürme Programında öngörülen para ve kur politikalarına ilişkin performans kriterlerinin yılın ilk yarısında gerçekleştirilmesine karşılık, yapısal reformlar ve özelleştirmede görülen yavaşlamalar nedeniyle yılın son çeyreğine girilirken devlet iç borçlanma senetleri faizlerinde yükselme gözlenmiştir. Bu artış, portföylerinde yüksek oranda hazine kağıdı bulduran bankaların likidite sorunlarını arttırmıştır [88].

İç talepteki canlanma, petrol fiyatlarındaki artış ve TL'nin Euro karşısında değerlenmesi ise sözkonusu dönemde Türkiye ekonomisinde dış ticaret açığını genişletmiştir. Cari işlemler açığındaki genişleme, yapısal önlemlerin alınmaması ve bankacılık sisteminin açık pozisyonlarında meydana gelen artışlar, 22 Kasım 2000 tarihinde bir likidite krizine neden olmuştur. Sözkonusu dönemde merkez bankası tarafından piyasaya likidite

sıkışıklığı nedeniyle açık piyasa işlemleri yoluyla 1,7 katrilyon TL likidite sağlanmıştır. Bu noktada ekonomik program kriterlerinden net iç varlıkların dışına çıkılmıştır. Belirsizlik ortamında yerli ve yabancı yatırımcıların TL cinsinden varlıklarını azaltmaları ve piyasaya sağlanan likiditenin dövize yönelmesi ile birlikte yüksek miktarda döviz satışı gerçekleşerek net uluslararası taban limitinin altına inilmiştir [89]. Dövize olan talebi kırmak amacıyla 30 Kasım'da merkez bankası, net iç varlık büyüklüğünün dondurulacağını açıklamıştır. Piyasanın fonlanmayacağına duyurulmasından sonra faizlerde artış gözlenmiş, ancak dövize olan talebin yine de önüne geçilememiştir. 6 Aralık 2000'de açıklanan ek önlemler ve IMF'den Stand-By anlaşması çerçevesinde alınacak tutar da dahil olmak üzere 10,4 milyar dolarlık ek rezerv ile ilk kriz atlattırılmıştır [90]. Söz konusu dönemde krizin temel göstergelerini temsil eden veriler, Tablo:8 ve Tablo:9 üzerinde gösterilmiştir.

Kısa vadeli dış borç / uluslararası rezerv rasyosu, uluslararası iktisat yazınında bir ekonominin güvenilirliğinin en temel göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca sözkonusu oranın büyüklüğü, uluslararası ülke deneyimlerinden yola çıkılarak, finansal krizin en temel göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir [91]. Türkiye'de kriz oluşumunu hızlandıran en önemli faktörler, kısa vadeli borçların ağırlıkta olması ve bankacılık sisteminin sermaye yapısının zayıflığıdır [92]. Gerek kısa vadeli dış borçların, gerekse cari açık verilerinin merkez bankasının uluslararası rezervlerine oranı, Enflasyonu Düşürme Programından sonra Türkiye ekonomisinde kriz sürecine girildiğini gösteren önemli verilerdir.

**Tablo: 8 Başlıca KrizGöstergeleri**

Dönem	Kısa Vadeli Dış Borç/MB Rezervleri	Cari Açık/MB Rezervleri
1999 IV	1,01	0,059
2000 I	1,01	0,215
2000 II	1,08	0,277
2000. III	1,02	0,336
2000 IV	1,45	0,497

**Kaynak:TCMB.**

2000 yılı programında merkez bankasının net iç varlıklara getirdiği sınırlamalar çerçevesinde kamuya açılan krediler sınırlanmış, açık piyasa işlemleri ile piyasada likidite oluşumu engellenmiştir. Bu şartlarda faiz oranları 2000 yılında bankalararası piyasada arz ve talebe göre belirlenmiştir. Sözkonusu dönemde cari dengenin açık vermesinde Enflasyonu Düşürme Programından sonra yurtiçi talepte meydana gelen artışların etkisi büyük olmuştur. Ayrıca bu dönemde petrol fiyatlarında görülen artışlar da cari denge açığını arttırmıştır [93]. Tablo:9 verilerinden görüldüğü gibi, 2000 yılında özellikle yılın ikinci yarısında faiz oranlarında volatilitenin arttığı görülmektedir. Faiz oranlarındaki volatilitenin artışı, mali

piyasalarda likidite talebine bağlı olarak oluşan baskının önemli bir göstergesidir. Bankalararası piyasada gecelik faiz oranlarını yükselten temel faktör, kamu ve fon bankalarının likidite taleplerindeki artışlardır.

Türkiye ekonomisinde para politikasının efektif olduğu ve olmadığı durumların birbirlerinden ayrılamadığı "gözlemsel eşitlik (observational equivalence)" olarak nitelendirilen bir olgu yaşanmaktadır. Risk primindeki artışların döviz kurunu yükselttiği şartlarda, merkez bankası enflasyon üzerindeki baskıyı azaltmak için faiz politikası aracını kullanmaktadır. Ancak faiz ile enflasyon arasında

gecikmeli ve faiz ile kur arasında gecikmesiz bir ilişkinin varlığı nedeniyle, faiz oranlarındaki yükselme merkez bankasının kura müdahale ettiği biçiminde algılanmaktadır. Bu noktada dövize yönelik spekülasyon ataklar sözkonusu olmaktadır [94]. Yükselen reel faizler ülke ekonomisindeki belirsizliğin önemli bir göstergesidir. Yüksek faiz oranları ülkenin risk priminin de yükselmesine neden olduğundan, yabancı fon girişleri azalmaktadır. Söz konusu şartlarda döviz kurunun artış

oranı yükselmekte ve finansal hızlandırıcı etkisi ile yatırımların artış hızı yavaşlamaktadır [95]. Türkiye'de faiz oranlarının yüksekliğinde kamu kesimi borçlanma ihtiyacının önemli boyutlara ulaşmış olması büyük bir etkidir. Kamu kesimi borçlanma ihtiyacındaki artışlar, faiz oranlarının yüksek olmasına, yüksek oranlı faizler ise kriz ortamının doğmasına ve kriz dalgalarının büyümesine neden olmaktadır [96].

**Tablo:9: Bankalararası Piyasada Gerçekleşen Gecelik Faiz Oranları**

Aylar	Günlük Gerçekleşmelerin Ağırlıklı Ortalaması			
	En Düşük	En yüksek	Ortalama	Standart Sapma
Ocak 2000	18.90	64.56	35.90	10,28
Şubat 2000	26.28	83.19	49.23	14,12
Mart 2000	26.38	68.07	39.08	8,95
Nisan 2000	18.90	45.87	36.16	6,62
Mayıs 2000	32.08	56.34	41.29	6,55
Haziran 2000	26.35	75.75	42.0	11,67
Temmuz 2000	13.60	38.83	25.97	5,08
Ağustos 2000	22.14	92.57	35.57	16,90
Eylül 2000	23.71	79.65	46.20	14,05
Ekim 2000	25.82	71.22	38.41	9,72
Kasım 2000	27.94	315.92	79.46	67,61
Aralık 2000	61.75	873.13	198.95	238,97
Ocak 2001	31.12	76.84	42.16	12,47
Şubat 2001	36.55	4018.58	436.0	983,80

Kaynak:Uygur,2001:7

Net iç varlıklar tavanının yükselmesi ve IMF'den sağlanan kredi desteği ile Kasım ayında meydana gelen likidite krizi aşılmış ancak cari kur politikasının kredibilitesi azalmıştır. Uygulanmakta olan kur politikası kredibilite kaybı ve sermaye çıkışları nedeniyle 22 Şubat 2001 tarihinde sona erdirilmiştir. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla birlikte Türkiye'de ilk defa 2000 yılında uygulanan formel bir döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulamadan kalkmıştır.

1994 yılında Meksika, 1997 yılında Tayland, Endonezya ve Güney Kore, 1998 yılında Rusya ve Brezilya, 2000 yılında Arjantin ve Türkiye'de meydana

gelen krizler sabit kur rejiminden kaynaklanan krizlerdir. Türkiye ekonomisinde Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan finansal krizler, kura dayalı istikrar programının uygulanabilirliğini sona erdirmiştir. Söz konusu krizlerden sonra geliştirilen para politikalarında, "örtük enflasyon hedeflemesi" uygulanmıştır. Kur dalgalanmaları, yüksek enflasyon oranının varlığı ve enflasyonist beklentiler söz konusu dönemde enflasyonun doğrudan hedeflenmesini engellemiştir. Şubat 2001 krizi sonrasında uygulanan para politikasında parasal taban nominal çıpa olarak seçilerek, söz konusu parasal büyüklük fiyat istikrarını sağlamada ara hedef değişken olarak kullanılmıştır.



14 Nisan 2001'de uygulamaya konulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında (GEGP), parasal genişlemenin kontrolünde performans kriteri olarak net iç varlıklar için üst ve net dış varlıklar için dönemler itibariyle alt sınırlar konulmuştur. 2000 yılı sonunda 5,8 katrilyon TL olan parasal taban üst sınırı dönemler itibariyle gösterge olarak kabul edilmiş ve bu değer yıl sonuna kadar %25,8 artırılması öngörülmüştür. Programın ağırlığı, bütçede faiz dışı fazlanın artırılması ve kaynak israfının önlenmesine dayandırılmıştır [97]. Kasım krizinden sonra faiz oranları döviz kuru artış hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir. GEGP programına geçiş ile birlikte, faiz oranı ile kur artış hızı arasındaki uyumsuzluk giderilmeye çalışılmıştır.

2001 yılında uygulanan para politikasının temel amacı, enflasyonu kontrol altına almak ve gerekli önkoşullar gerçekleştiğinde, tam enflasyon hedeflemesine geçilerek fiyat istikrarını sağlamaktır. 2001 yılı para programında, parasal tabanın nominal milli gelirdeki artışa bağlı olarak değişim göstermesi amaçlanmıştır. Ancak 2001 yılının ikinci yarısında hazine bonusu faiz oranlarının ve enflasyon oranının artmaya devam etmesi, performans kriterlerinden uzaklaşmalara neden olmuştur. Ayrıca 2001 yılında GSMH'nin büyüme oranı da öngörülenden farklı bir gelişme göstermiştir. 2001 yılı sonunda TÜFE itibariyle yıl sonu öngörülen enflasyon oranı %58, TEFE itibariyle %57,6 iken, yıl sonunda gerçekleşen oran TÜFE'de % 68,5, TEFE'de %88,6 olmuştur. 2001 yılı başında %5,5 olarak hedeflenen GSMH'nin daralma hızı ise yıl sonu itibariyle %8 olarak gerçekleşmiştir.

2002 yılı para politikası da 2001 yılında olduğu gibi parasal hedeflere dayandırılmıştır. Para programında nominal çıpa olarak parasal taban esas alınmış ve üst değer sınırlarının dönemler itibariyle aşılmaması performans kriteri olarak kabul edilmiştir. Parasal tabanın yıl sonuna kadar enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile uyumlu olarak %40 oranında artırılması öngörülmüştür. Böylece daha yüksek enflasyon beklentilerinin oluşması engellenirken, ekonomiye parasal genişlemenin makroekonomik hedeflerle tutarlı yürütüleceği güvencesi verilmek istenmiştir. Programda yıl içinde meydana gelebilecek gelişmeler dikkate alınarak, enflasyon hedefi ile çelişmemek koşulu ile parasal taban hedefinde esneklik gösterilebileceği belirtilmiştir [98]. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde parasal taban için dönemler itibariyle enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmuş ancak para politikası kararlarında, parasal taban gelişmelerinden ziyade, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Programda parasal tabanın yanı sıra örtük enflasyon hedeflemesinin güçlü bir çıpa işlevi görmesi hedeflenmiştir. Bu süreçte dalgalı kur rejimi uygulaması altında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının, sadece fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılması gerektiği belirtilmiştir. 2002 yılının

ikinci yarısında sıkı para ve maliye politikalarının tutarlı bir şekilde uygulanması ile yapısal reformlara devam edilmesi, programa olan güveni arttırmıştır. İç talep yetersizliği ve kurlardaki gerileme ile birlikte programa olan güven artışı, enflasyon eğilimini düşürmüştür [99].

2003 yılı para politikası stratejisinde de fiyat istikrarı temel amacına uygun olarak, kısa vadeli faiz oranlarının kullanılması amaçlanmıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının temel para politikası aracı olarak kullanılmasındaki temel amaç, örtük enflasyon hedefine ulaşmaktır. Bu süreçte enflasyon hedefi gerçekleştiğinde, faiz oranları da düşme eğilimine girecektir [100]. Türkiye ekonomisinde tam anlamıyla enflasyon hedeflemesine geçildiğinde, belli bir enflasyon hedefi aralığı açıklanarak, döviz ve faiz gibi değişkenler enflasyon hedefine bağlı hale getirilecektir. Bu noktada enflasyon oranı nominal çıpa durumuna getirilecektir. İç borç yükünün ağırlıkta olduğu Türkiye ekonomisinde, enflasyon oranının düşürülmesi oldukça zordur. Enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce iç borçların olağan bütçe gelirleriyle karşılanabilir bir duruma getirilmesi gerekmektedir. Aksi halde iç borçların çevrilmesinde merkez bankası kaynaklarına başvurulabileceğinden enflasyon, hedeflenen oranın üzerinde bir gelişim gösterebilecektir. Bütçe açıklarının yüksekliği merkez bankasının hükümetten bağımsız olarak politika uygulamasını güçlendirmektedir. Kamu borcunun yüksekliği faiz oranlarının yüksekliğine ve dolayısıyla enflasyon beklentilerinde artışlara neden olmaktadır.

## VI. SONUÇ

Kronik enflasyon yaşayan ülkelerde döviz kuru ile enflasyon arasındaki güçlü ilişki nedeniyle ağırlıklı olarak döviz kuru nominal çıpa olarak kullanılmaktadır. Ancak döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanımı, ücret ve fiyat yapışkanlıklarının varlığı durumunda, uygun olmamaktadır. Ücret ve fiyat yapışkanlıklarının olduğu şartlarda, enflasyon oranının düşüşü yavaşladığından döviz kurunun aşırı değerlenmesi söz konusu olmaktadır. Döviz kurunu nominal çıpa olarak uygulayan ülkelerde, sıkı para ve maliye politikalarıyla fiyat ve ücret kontrollerinin birlikte kullanılmaları gerekmektedir. Ülkeler döviz kuru düzenlemeleriyle uyumlayan bir şekilde, genişletici para ve maliye politikaları uyguladıklarında, ödemeler dengesi krizleriyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Ücret kontrolleri uygulanmadığı şartlarda ücretlerin geçmiş enflasyona göre endekslenmesi söz konusu olabileceğinden, programın başlangıç aşamasında reel ücretlerde ve işsizlik oranında artışlar meydana gelebilmektedir. Bu noktada para otoritelerine parasal genişleme yönünde baskılar artmaktadır. Bu durum uygulanmakta olan istikrar programının kredibilitésini azaltan önemli bir gelişmedir. Ayrıca fiyatların belirlenmesinde büyük ölçüde geçmiş dönem enflasyon oranına bağlı kalınması, enflasyonun atalet

kazanmasına neden olabilmektedir. Bu anlamda para ve maliye politikalarının koordineli bir şekilde belirlenmesi fiyat istikrarının sağlanması açısından önemlidir. Ortodoks politikalarla heterodoks politikaların koordinasyonu sağlanmadığında, ekonomik dengenin sağlanması zorlaşmaktadır.

Nominal döviz kurunun belirli bir kurala göre belirlenmesi sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelen özel yabancı fon girişi genellikle kısa vadeli ve borçlanma şeklinde olmuştur. Kısa vadeli borçların artışı orta ve uzun vadede istikrar programının sürdürülebilirliğini zorlaştırmaktadır. Sermaye çıkışlarının arttığı veya borçların geri ödemesinin yapıldığı şartlarda ülkenin döviz rezervleri azalacağından, kur seviyesini sürdürmenin maliyeti artmaktadır. Merkez bankalarının faiz oranlarını yükselterek piyasaya müdahalede bulunmaları ise reel kesimin kredi maliyetlerini arttırmaktadır. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının genellikle yabancı kaynak girişlerine bağlı olması sermaye çıkışlarının arttığı şartlarda programın başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olmaktadır.

Türkiye'de 2000 yılında uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar politikası sonrasında yukarıda özetlenmeye çalışılan sürece benzer gelişmeler yaşanmıştır. Özellikle para ve maliye politikalarının koordinasyonun sağlanamaması ve programın büyük ölçüde yabancı kaynak girişi ile sürdürülmeye çalışılması programın kredibilite kaybını hızlandırmıştır. Düşük kur -yüksek faiz politikaları ise sözkonusu dönemde bankalar gibi büyük ölçekli iktisadi birimlerin kısa vadeli borçlanmalarını arttırmıştır. İstikrarlı bir finansal yapıya sahip olmayan büyük ölçekli iktisadi birimlerin açık pozisyonlarındaki artışlar, Türkiye ekonomisinin finansal kriz sürecine girişini hızlandırmıştır. Kısa aralıklarla yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra Türkiye ekonomisinde fiyat istikrarına yönelik olarak para politikası araçlarında önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu çerçevede 2000 yılında uygulanan ve fiyat istikrarı açısından olumlu sonuçlar elde edilemeyen döviz kuru hedeflemesinin yerini 2001-2002 döneminde parasal hedeflemeyle birlikte uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi almıştır. 2003 yılı para politikalarında ise enflasyon hedeflemesi daha açık bir şekilde telâffuz edilmektedir.

Enflasyonun hedef değişken olarak seçilebilmesi için, gelecek dönem enflasyon oranının iktisadi birimler için öngörülebilir olması gerekmektedir. Bu noktada para talebi istikrarı önem kazanmaktadır. Türkiye ekonomisinde fiyat istikrarının sağlanmasında enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce, enflasyon beklentilerini olumluya çevirmek gerekmektedir. Bu anlamda iç borçların enflasyonist finansmana yönelmeksizin ve mali piyasalarda baskı yaratmaksızın finanse edilebilmesi gerekmektedir. Ayrıca merkez bankasının operasyonel bağımsızlığının yanı sıra araç bağımsızlığına da sahip

olması, enflasyonist beklentileri olumluya çevirmek açısından son derece önemlidir.

Ücret, döviz kuru, ve diğer parasal büyüklüklerin, geçmiş dönem enflasyon oranlarına göre düzenlenmesi, ülkemizde kamu kesimi açıklarını arttırmakta ve enflasyon sürecinin kronikleşmesine neden olmaktadır. Bu noktada merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uygulaması zorlaşmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanmasında enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için mali açıkların giderilmesi, endekslenenin kaldırılması ve enflasyonist olmayan para politikalarının uygulanması son derece önemlidir.

Son dönemde yaşanan iki finansal kriz sonrasında, uygulanan para politikalarının temel amacı ekonomik büyümeyi spekülative sermaye girişlerine bağımlı hale getiren politika uygulamalarından uzaklaştırmak olmalıdır. Bu çerçevede fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak seçilecek nominal çapının uygulanmasında da bu hususa dikkat edilmelidir.

#### YARARLANILAN KAYNAKLAR

- [1] PATİNKİN Don (1993), "Israel's Stabilization Program of 1985, Some Simple Truths of Monetary Theory", Journal of Economic Perspectives, Vol:7, No:2, pp. 103-128.
- [2] NADER Nazmi (1997), "Exchange Rate Based Stabilization in Latin America " **World Development**, Vol:25, No:4, pp.519-537.
- [3] DOMAÇ İlker (1997), "Nominal GNP: Anchor for Monetary Policy in Turkey", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt:24, No:4, ss.483-508.
- [4] FİŞHER Stanley (2001), Exchange Rate Regimes : Is the Bipolar View Correct, **Journal of Economic Perspectives**, Vol:15, No:2, pp.3-24 .
- [5] CALVO Guillermo and REINHARD Carmen (2000), Fear of Floating, NBER Working Paper, No:7993.
- [6] EİCHENGREEN Barry and HAUSMANN Ricardo (1999), Exchange Rates and Financial Fragility, NBER Working Paper, No: 7418.
- [7] PATİNKİN Don (1993), a.g.e.
- [8] MİSHKİN Frederic (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **Journal of Monetary Economics**, Vol:43, No:3, pp.579-605.
- [9] WALSH Carl (1986), "In Defense of Base Drift", **The American Economic Review**, Vol:76, No:4, pp.692-700.
- [10] REBELO Sergio and VEGH Carlos (1995), Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories, NBER Working Papers, No. 5197, pp.1-60.
- [11] REBELO Sergio and VEGH Carlos (1995),a.g.e.
- [12] HELPMAN Elhanan, RAZİN A (1987), "Exchange Rate Management: Intertemporal Tradeoffs," **The American Economic Review**, Vol:77, No: 1 , pp.107-123.

- [13] FELDSTEIN Martin (2002), Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management, NBER Working Papers, No:8837,pp, 1-37.
- [14] URIBE Martin (2002), Real Exchange Rate Targeting and Macroeconomic Instability, NBER Working Papers, No: 9294, pp.1-35.
- [15] HAMANN Javier (2001), "Exchange Rate Based Stabilization : A Critical Look at the Stylized Facts",**IMF Staff Papers**, Vol:48, No:1, pp. 102-136.
- [16] QUISPE and AGNOLI (2001), Monetary Policy Alternatives for Latin America, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Vol:86, No:3, pp.43-52.
- [17] QUISPE and AGNOLI (2001), a.g.e.
- [18] URIBE Martin(1997), "Exchange Rate Based Inflation Stabilization: The Initial Real Effects of Credible Plans", **Journal of Monetary Economics**", Vol:39, No:2, pp.197-221.
- [19] NADER Nazmi (1997), a.g.e.
- [20] MISHKIN Frederic (1999), a.g.e.
- [21] MISHKIN Frederic (1999), a.g.e.
- [22] TORNELL Aaron and VELASCO Andres (1998), "Fiscal Discipline and the Choice of a Nominal Anchor", **Journal of International Economics**, Vol:46, No:1, pp,1-30.
- [23] TORNELL Aaron and VELASCO Andres (1998),a.g.e.
- [24] NADER Nazmi (1997), a.g.e.
- [25] McCALLUM Benneth (1990), Inflation: Theory and Evidence, Ed: Friedman B, Hahn F.H *Handbook of Monetary Economics*, New York: Elsevier Pbl.
- [26] AKAY Koray, YAZGAN Ege (2000), "Kura Dayalı İstikrar Politikaları: Teori ve Uygulama", Bahçeşehir Üniversitesi Yayınları: **Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt:1, Sayı:2, ss.43-63.
- [27] NADER Nazmi (1997), a.g.e.
- [28] SACHS Jeffrey (1995), " Comment on Rebelo and Vegh", NBER Macroeconomics Annual, pp.180-185.
- [29] HAMANN Javier (2001), a.g.e.
- [30] SWENSON Lars (1994), "Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability", **European Economic Review**, Vol:38, No: 3/4, pp.447-469.
- [31] URIBE Martin (2002),a.g.e.
- [32] TORNELL Aaron and VELASCO Andres (1998), a.g.e.
- [33] NADER Nazmi (1997), a.g.e.
- [34] NADER Nazmi (1997), a.g.e.
- [35] DRAZEN Alan, HELPMAN E (1987) "Stabilization with Exchange Rate Management Under Uncertainty", **Quarterly Journal of Economics**, Vol:52, No:4, pp.834-855. ve HELPMAN Elhanan, RAZIN A (1987), a.g.e.
- [36] RODRIGUEZ C (1982), "The Argentina Stabilization Plan",**World Development**, Vol:10, 1982, pp.801-811.ve DORNBUSH Rudiger (1992), "Lessons from Experiences with High Inflation", **The World Bank Economic Review**, Vol:6, No:1, pp.13-31.
- [37] CALVO Guillermo, VEGH Carlos (1994), "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", **Contemporary Economic Issues**, Vol:12, No:2, pp. 35-45.ve CALVO Guillermo and VEGH Carlos (1995), "Fighting Inflation with High Interest Rates: The Small Open Economy Case Under Flexible Prices", **Journal of Money Credit and Banking**, Vol:27, no:1, pp.49-66.
- [38] HAMANN Javier (2001), a.g.e.
- [39] EDWARDS Sebastian (2000), Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls, Some Latin American Experiences, ed: Edwards Sebastian, *Capital Flows and Emerging Market Economies*, Chigago: The University of Chigago Press., pp. 197-254.
- [40] AKAY Koray, YAZGAN Ege (2000), a.g.e.
- [41] REBELO Sergio and VEGH Carlos (1995),a.g.e.
- [42] SACHS Jeffrey (1995), a.g.e.
- [43] URIBE Martin (2002),a.g.e.
- [44] SWENSON Lars (1994),a.g.e.
- [45] URIBE Martin(1997),a.g.e.
- [46] CALVO Guillermo and VEGH Carlos (1995), a.g.e.
- [47] DRAZEN Alan, HELPMAN E (1987),a.g.e.
- [48] CALVO Guillermo, VEGH Carlos (1994), a.g.e. ve CALVO Guillermo and VEGH Carlos (1995),a.g.e.
- [49] MISHKIN Frederic (1997), Strategies for Controlling Inflation, NBER Working Papers, No: 6122, pp.1-34
- [50] MISHKIN Frederic (1997),a.g.e.
- [51] MISHKIN Frederic (1999),a.g.e.
- [52] MISHKIN Frederic (1999),a.g.e.
- [53] KRUEGER Anne (2000), "Conflicting Demands on the IMF", **The American Economic Review**, Vol:90, No:2, pp.38-42.
- [54] MISHKIN Frederic (1999),a.g.e.
- [55] İNAN Alpay (2002), "Finansal Krizler, Serbest kur ve Ekonomik Büyüme", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:41, ss.51-66.
- [56] FISHER Stanley (2001),a.g.e.
- [57] HAMANN Javier (2001),a.g.e.
- [58] STOCKMAN Alan, OHANIAN Lee (1993), Short Run Independence of Monetary Policy Under Pegged Exchange Ratesand Effects of Money on Exchange Rates and Interest Rates ", **NBER Working Papers**, No: 4517, ss.1-36.
- [59] MISHKIN Frederic (2000)." Inflation Targeting for Emerging Market Economies", **The American Economic Review**, Vol:90, No:2, pp.105-110.
- [60] DOMAÇ İlker (1997),a.g.e.
- [61] ŞIKLAR İlyas (2000),Enflasyon Hedeflemesi mi? Zar Atmak mı?. (<http://www.eso.es.net/kurumsal/download>)
- [62] MISHKIN Frederic and HEBBEL Klaus Schmidt (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World*, NBER Working Paper No:8397, pp.1-44.

[63] MİŞKİN Frederic and HEBBEL Klaus Schmidt (2001),a.g.e.

[64] AKÇORAOĞLU Alpaslan (2002), "Inflation Targeting, Developing Countries and Preliminary Considerations for Turkey", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:15, Sayı:45, ss. 33-53.

[65] FİSCHER Stanley (1985), "Central Bank Independence Revisited", **The American Economic Review**, Vol:85, No:2, pp.201-207.

[66] HAZIROLAN Ufuk (1999), Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Türkiye, Ankara: T.C. Hazine Müsteşarlığı Araştırma Genel Müdürlüğü İnceleme Dizisi, No:24.

[67] AKÇORAOĞLU Alpaslan (2002),a.g.e.

[68] AKERLOF G, DICKENS W and PERRY G (1996), *The Macroeconomics of Low Inflation*, Brookings Papers on Economic Activity 1, ss.1-59.

[69] MİŞKİN Frederic and HEBBEL Klaus Schmidt (2001),age

[70] MİŞKİN Frederic and HEBBEL Klaus Schmidt (2001),age

[71] AKÇORAOĞLU Alpaslan (2002),a.g.e.

[72] MİŞKİN Frederic (2000),,a.g.e.

[73] ITO (2002), Ekonomik Rapor, Yayın No: 2002-53

[74] CİN Fatih, YALÇIN Bilge, Doğru Kemal (2001), "Heterodoks Politikalar Işığında Türkiye'de Uygulanmakta olan İstikrar Programı ve Bir Değerlendirme", **İ.Ü.S.B.F.Dergisi**, No:23-24.

[75] ITO (2002), Ekonomik Rapor, a.g.e.

[76] KADIOĞLU Ferya, KOTAN Zelal ve ŞAHİNBEYOĞLU Gülbin (2001), Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri , Ankara: TCMB Tartışma Tebliği, ss.1-33.

[77] ÇİMENOĞLU Ahmet, YENTÜRK Nurhan (2000), Impacts of International Capital Inflows on the Turkish Economy, (bağımsızsosyalbilimciler.org/bsbcals.html).

[78] ÇİMENOĞLU Ahmet, YENTÜRK Nurhan (2000),a.g.e.

[79] ÇİMENOĞLU Ahmet, YENTÜRK Nurhan (2000),a.g.e.

[80] UYGUR Ercan (2000), " 25 Yıldır Süren Yüksek Kronik Enflasyon ve Enflasyon Mücadelesi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:15, Sayı:164, ss. 6-24.

[81] YELDAN Erinç (2002), "İstikrar Kim İçin ?", Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler. Birikim Dergisi, Sayı:163, ss.107-127.

[82] ÇİMENOĞLU Ahmet, YENTÜRK Nurhan (2000),a.g.e.

[83] DAYI Alper (2001), TC Merkez Bankası Bilançosu, Para Politikalarının ve Kriz Göstergelerinin Merkez Bankası Bilançolarından İzlenmesi: 2000 Yılı Para Politikaları (http://www.ceterisparibus.net/arşiv )

[84] ÇİMENOĞLU Ahmet, YENTÜRK Nurhan (2000),a.g.e.

[85] UYGUR Ercan (2001), Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri . Ankara. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, ss. 1-41.

[86] ITO (2002), Ekonomik Rapor, a.g.e.

[87] YELDAN Erinç (2002),a.g.e.

[88] DAYI Alper (2001),a.g.e.

[89] KADIOĞLU Ferya, KOTAN Zelal ve ŞAHİNBEYOĞLU Gülbin (2001),a.g.e.

[90] DAYI Alper (2001),a.g.e.

[91] YELDAN Erinç (2002),a.g.e.

[92] EİCHENGREEN Barry (2001), Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey. (World Bank.org/wbi/banking/finsecpolicy)

[93] DAYI Alper (2001),a.g.e.

[94] AKÇAY Cevdet (2001), "Kritik Dönemeç: Enflasyon Hedeflemesi", **Ekonomik Forum Dergisi**, Yıl:8, Sayı:10, ss.24-35.

[95] UYGUR Ercan (2001),a.g.e.

[96] AKDİŞ Muhammet (2000), *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, İstanbul:Beta Yayınları, Birinci Basım.

[97] ITO (2002), Ekonomik Rapor, a.g.e.

[98] ITO (2002), Ekonomik Rapor, a.g.e.

[99]TCMB (2003), Para Politikası Raporu. (http://www.tcmb.gov.tr).

[100] TCMB (2003),a.g.e.



Nejla ADANUR AKLAN  
Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat  
Bölümü  
Görükle Kampüsü-Bursa/İstanbul

adanurn@uludag.edu.tr

*Nejla ADANUR AKLAN has Ph.D.of Economics at Economics at Uludağ University. She is Research Assistant in Economics at Uludağ University. Her research areas are microeconomics, makroekonomics and finance.*