

# GELENEKSEL İSTİKRAR POLİTİKALARI ÜZERİNE DEĞERLENDİRME

Araş. Gör. Hülya DENİZ

*İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi*

## ÖZET

Fiyat istikrarının sağlanması merkez bankalarının öncelikli amacı haline geldikçe, 30 yılı aşkın süredir bir dizi uygulama bu amaca ulaşmak için kendini göstermektedir. Bu uygulamalardan parasal çığpaya ve döviz kuru çığpasma dayalı istikrar programları geleneksel politikalar olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte 1990 yılından bu yana yeni bir politika enflasyon hedeflemesi politikasıdır. Son yıllarda bu politikayı uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülke sayısı hızla artmaktadır. Bu nedenle çalışmamızın amacı enflasyon ile mücadele döneminde, parasal otoriteleri enflasyon hedeflemesi gibi yeni bir para politikası uygulamasına yönlendiren gelişmelerin neler olduğunu ortaya koymaktır.

## ABSTRACT

As the main responsibility of central banks has been providing and maintaining price stability, a number of policies have been adopted to hit this target for longer than 30 years. Among these policies monetary targeting and exchange rate based stabilization policies are known as traditional ones.

The new policy for this purpose has been inflation targeting since 1990. Number of both developed and developing countries using this policy is increasing from year-to-year. Main purpose for our study is to introduce which motivations force monetary authority to direct to a new policy like inflation targeting during inflation period.

## GİRİŞ

Son yıllarda akademik alanda para politikasının öncelikli amacının enflasyonu düşürmek olması gerektiği konusunda görüş birliği oluşmuştur. Bununla birlikte ortaya çıkan önemli soru ise enflasyonu düşürmek için nasıl bir politikanın izlenmesi gerektiğidir. Enflasyonun nedenleri, ekonomik yapının özellikleri, toplumun işsizlik ve enflasyon konularında tahammül sınırlarının neler olduğu, finansal sistemin gelişmişliği, enflasyonla

mücadele başlangıcında konjonktürün konumu, ülkenin rezerv oranlarının durumu, para talebi fonksiyonunda istikrarlı bir yapının mevcut olup olmaması, merkez bankasının öncelikli hedefleri, mali baskınlığın mevcut olup olmaması gibi pek çok faktör politika tercihi sırasında göz önüne alınması gereken konular arasındadır. Ancak enflasyonu düşürmek için uygulanan geleneksel politikalar, kimi ülkelerde başarı gösterirken; kimi ülkelerde krizlere neden olmuş ve toplumun

üzerine ağır maliyetler yüklemiş; kimi ülkelerde ise politikanın yürütülmesi için gerekli şartlar ortadan kaybolarak politikanın devamı imkansız hale gelmiştir. Bu nedenle söz konusu durum parasal otoriteleri yeni bir para politikası arayışına itmiştir.

Çalışmamızda enflasyonla mücadele döneminde kullanılan parasal hedefleme ve döviz kuruna dayalı istikrar programları (geleneksel politikalar) ele alınacaktır. Her iki politikanın fayda ve sakıncaları değerlendirilecektir.

### 1. Parasal Büyüklüklere Dayalı İstikrar Politikası

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef alınarak belirlenmesidir. (Erdoğan, 2005, s. 39) Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır. Para arzının kontrolüne dayanan bu istikrar programları kronik enflasyonun hakim olduğu ekonomilerde pek uygulanılmamaktadır. Ancak Almanya (1974), İsviçre (1975), Kanada (1975) ve İngiltere (1976) gibi nisbi düşük enflasyonlu gelişmiş ülkelerin yanı sıra Arjantin (1990), Brezilya (1990), Şili (1975), Dominik Cumhuriyeti (1991) ve Peru (1990) gibi kronik enflasyonlu gelişmekte olan ülkeler de parasal hedefleme programı ile fiyat istikrarı arayışına girişmişlerdir. (Calvo & Vegh, 1994: 39)

Parasal büyüklüklerle ilgili ilk olarak M. Friedman tarafından önerilen “para stokunun sabit bir oranda artırılması” ( $x\%$ ) kuralından başka Bennet McCallum ve Meltzer tarafından önerilen para stoku veya parasal tabandaki değişim oranına göre ayarlanan miktar kuralları da vardır. (Yay, 2006: 7)

Mc Callum Kuralı şu şekilde formüle edilmektedir:

$$Ab_t = \Delta x^* - \Delta v_t + 0,5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$$

$\Delta b_t$  = parasal tabandaki logaritmik değişim

$\Delta x^*$  = nominal GSMH’da logaritmik değişim

$\Delta v_t^*$  = ortalama dolaşım hızı artış oranı

$\Delta x^*$  = hedef GSYİH büyüme hızı,  $\pi + \Delta y^*$

$\Delta y^*$  = uzun dönemli reel GSYİH artış hızı

$\Pi^*$  = hedef enflasyon oranı

Parasal hedefleme stratejisinin üç temel özelliği mevcuttur (Mishkin, 2000: 3):

1. Para politikasının yürütülmesinde güvenin parasal büyüklüğü ifade eden bilgi üzerine inşa edilmesi,
2. Parasal büyüklük hedefinin ilan edilmesi
3. Parasal hedeften büyük ve sistematik sapmaları engellemek için belirli sorumluluk mekanizmalarının geliştirilmesi

Ayrıca bu politika mali baskınlığın düşük olduğu ve program süresince esnek döviz kuru rejiminin uygulanmasını gerekliliği üzerine dayanmaktadır. (Mishkin, Savastano, 2001: 424)

Ancak parasal büyüklüğe dayanan bu programın başarı koşulu olmazsa olmaz iki şarta bağlıdır. Bunlardan ilki hedef değişken (enflasyon, nominal gelir) ile hedeflenen büyüklük arasında güçlü ve anlamlı ilişkinin bulunmasıdır. (Mishkin, 1999: 13) Bu da paranın dolaşım hızının istikrarlı olmasını diğer bir deyişle para talebinin istikrarlı veya öngörülebilir olmasını gerektirir. (Fischer, 1996: 36) Aksi takdirde hedef değişken ile nihai hedef arasındaki ilişki zayıflayacaktır. Böyle bir durumda hedefe ulaşma hedef değişken üzerinde arzu edilen sonuçların doğmasına mani olacak ve parasal büyüklük para politikasının durumu ile ilgili etkin işareti sağlayamayacaktır. Bu gerekliliğin anlamı, merkez bankasının operasyonel hedeflerindeki değişikliklere istikrarlı ve öngörülebilir tepki veren bir ara hedefin bulunması ve bu

etkilerin hızlı bir şekilde nihai hedef üzerinde kendini göstermesidir. (Schmid, 1999:4) İkinci şart ise parasal büyüklüğün tamamıyla merkez bankası kontrolü altında olmasıdır. Eğer değilse, parasal büyüklük politikacıların niyetleri konusunda doğru sinyal olmaktan uzaklaşır ve böylelikle parasal otoriteyi politikanın sorumluluğundan uzaklaştırır.

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan parasal büyüklüğe dayalı istikrar programlarında edinilen tecrübeler aşağıda sıralanan ortak yargılara varmayı mümkün kılmaktadır (Calvo & Vegh, 1994: 39-40):

1. Enflasyondaki düşme hızı döviz kuruna dayalı istikrar programına göre daha hızlı olsa da bu düşüşün parasal artış oranına yavaş yaklaşması,
2. Yerli parada değerlenmenin meydana gelmesi,
3. Ticaret dengesinde veya cari işlemler hesabında belirgin bir tepkinin ortaya çıkmaması,
4. Programın başlangıcında kısa süreli de olsa ekonomik aktivitede keskin bir daralmaya neden olması ve
5. Bu programla ilgili ilişkili likidite tayınlanmasının neden olduğu yurt içi reel faiz oranlarında yükselmesi.

Parasal hedefleme politikasını ilk uygulayan merkez bankası Bundesbank'tır. Bundesbank'ı bu yönde karar almasına neden olan etmenler 1970'lerin başlarında artan enflasyon oranı ile mevcut politikanın sürdürülmesinde karşılaşılan güçlükler, sabit kur sistemine dayalı Bretton Woods sisteminin çöküşü ve Bundesbank'ın mekanik bir yolla takip etmemesine karşın söz konusu dönemde monetaristlerin parasal hedeflemeye yönelik çalışmalarındaki gelişmelerdir. (Schmid, 1999: 2)

### 1.1. Faydaları

Normatif tartışmalarda iyi bir hedefte bulunması gereken özellikler şu şekilde sıralanır (Cukierman, 1995, s.4):

1. Hedefin kolay kontrol edilebilir olması,
2. Kamuya yüksek derecede açık olması (şeffaf olması),
3. Nihai hedefle yüksek korelasyona sahip olması,
4. Kısa aralıklarla gözlemlenebilir olması
5. Diğer ekonomik amaçlara ulaşmada herhangi bir engel teşkil etmemesi

Parasal hedeflemenin sıralanan özelliklere en fazla bağlı kaldığı alan bu büyüklüğün merkez bankasının kontrolü altında bulunmasıdır. (Cukierman, 1995: 6) Bu durum merkez bankasına yurtiçinde gelişen koşullarla başa çıkabilme olanağı tanıyarak döviz kuruna dayalı istikrar programı karşısında en büyük üstünlüğü ifade etmektedir. (Mishkin, 1999: 14). Yine kur çıpasmadan farklı olarak merkez bankasına dış ülkelerin enflasyon oranlarından farklı bağımsız bir enflasyon oranı hedefi belirleme serbestliği getirmektedir. Ayrıca geçici üretim dalgalanmaları ve belirli dış şoklara karşı para politikası alanı bırakmaktadır. (Mishkin & Savastano, 2001: 424)

Uygulanan politika her ne olursa olsun araç hedeflerin varlığı merkez bankası ile kamuoyu arasında bir köprü görevini de bünyesinde barındırır. Bu nedenle parasal büyüklüğün araç olarak seçildiği bu politikada adı geçen büyüklük iktisadi ajanlar için para politikası ve enflasyon beklentisine rehberlik etmektedir. Diğer taraftan yalnızca bir hedefin belirlenmesi ve bu hedefe hangi politikalarla ulaşılacağına duyurulması bir taahhüt niteliği taşıyarak merkez bankasının hesap verilebilirliğini arttırmakta, hedeften sapmanın nedenlerinin açıklanmasını gerektirmekte; duyurulan politikadan uzaklaşma imkanını minimize

etmekte ve nihai hedefe ulaşmada kolaylık sağlamaktadır. (Schmid, 1999: 4-5)

Merkez bankalarının ortalama iki üç haftalık sürelerle güncelledikleri parasal büyüklüklere dayalı bilgilere ulaşım imkanının kolay olması nedeni ile döviz kuruna dayalı politikalara benzer olarak politikayı kontrol etmek kolaydır. (Mishkin & Savastano, 2001: 424). Ancak parasal büyüklüklerin takibi enflasyondaki aylık veya döviz kurlarındaki günlük değişimlerinden daha zordur.

## 1. 2. Sakıncaları

Parasal Hedefleme sisteminin en büyük sakıncası 1980'lerin başlarında finansal piyasalarda görülen entegrasyon ve bu piyasalarda kullanılacak alternatif araçların ortaya çıkması ile politikanın başarısı için gerekli olan koşulların ortadan kalkmaya başlamasıdır.

Uygulamada hangi parasal büyüklüğün seçileceği tartışma konusu olmuştur. Reel balans talebinin kuramsal olarak reel gelir düzeyi yükseldiğinde arttığı, faiz oranı arttığında azaldığı hemen hemen herkes tarafından kabul edilir. Ancak 1970'li yılların ortalarından sonra para talebi fonksiyonu bu mekanik ilişkiye ters düşerek birkaç kez kaymıştır. Böylelikle M1 için talep tahmini yapmak zorlaşmış 1980'lerde M2 para stoku hedeflemesine gidilmiştir. Nitekim aynı sorun 1990'lı yılların başında M2 tanımlı parasal büyüklükte kendini tekrardan göstermiştir. (Yıldız, 2006: 51)

Finansal kurumların para ikamesini geliştirecek yenilikleriyle para talebinin git gide istikrarsız yapıya dönüşmeye başlaması parasal büyüklükler ile enflasyon arasında kısa dönem korelasyonun zayıflamasına yol açmıştır. (Croce & Khan, 2000: 49)

Dar anlamda parasal büyüklük tamamen merkez bankası kontrolünderken finansal liberalizasyon ile sermayenin dolaşımındaki engel-

lerin kalkması ve finansal yenilikler olarak tanımlanan, ticari senetlerin çeşitliliğinin artması, euro piyasaların oluşumu bu piyasalardan alternatif borçlanma imkanı, yeniden alım sözleşmesi, kredi kartları ve elektronik kartlar gibi yenilikler seçilmesi gereken parasal büyüklük tartışmalarını  $M_2$  ve  $M_3$ 'e doğru kaydırmıştır. Ancak burada yatan en önemli sorun merkez bankasının  $M_3$  parasal büyüklük üzerinde kontrolünün mutlak olmayışının politikanın başarı şansını zorlaştırmasıdır.

Parasal hedefleme stratejisi uygulanırken reel gelir ve toplam talep düzeyinde reel para balansları talebindeki istikrarsızlıktan kaynaklanan değişiklikler görmek mümkündür. Reel para halaslarında artış (azalış) olmasına rağmen merkez bankası para miktarını hedeflediği düzeyde tutmak isterse denge faiz oranı artar (azalır). Denge faiz oranındaki bir artış ise ekonomik aktivite üzerinde daraltıcı (genişletici) etkiye neden olur. (Erdoğan, 2005: 42)

Parasal büyüklüğe dayalı bu istikrar politikası döviz kuruna esneklik imkanı sağlar. Böylece bu politika altında yatan bir diğer risk de yüksek faiz oranları sonucu yerli paranın aşırı değerlenebilmesidir. Aşırı değerli yerli para, uzun ve derin resesyon olasılığını arttırmaktadır. Bu durum, gelir üzerinde devrevi etkilere neden olabilecek ve politikadan dönüş riski ile finansal istikrarın altını kazabilecektir. (Dornbusch, Sturzenegger, Wolf, 1990: 58) Ancak resesyon, kur çapasından farklı olarak, programın sonlarında değil başlangıç dönemlerinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle politikacılar parasal çapa ile kur çapası arasında tercih yaparken resesyonun zamanı (recession in now against recession after) konusunda da tercihte bulunmuş olmaktadır. (Calvo & Vegh, 1997: 19-20) Politikanın güvenilirliği resesyonun şiddeti üzerinde de etkilidir. Çünkü güvenilir program karşısında reel balans talebi daha fazla artarak sabit para arzı artış şartlarında yarattığı talep fazlalığı ile faiz oranları üzerinde daha baskı uygularken daha az güvenli programda reel balans talebindeki artış daha az

olacağı için faiz oranlarını arttırıcı etkisi daha az olacaktır. (Calvo & Vegh, 1994: 42)

Enflasyonun, parasal büyüklüklerde bir değişim olmadan çıktı düzeyini değiştiren nominal şoklardan, değişen faiz oranlarıyla para tutmanın alternatif maliyetleri etkilenerek para gelir oranındaki değişimlerden ve Finansal kurumlar-daki değişimleri takiben para tanımının değişebilmesinden etkilenerek parasal büyüme ile enflasyon arasındaki ilişki büyüklüğü kaybolmaya başlamıştır. (Yıldız, 2006: 65)

## 2. Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Politikaları

Kronik enflasyona sahip hemen hemen bütün ülkeler, istikrar programlarında döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanmışlardır. Bu ülkelerde nominal çıpa olarak döviz kurunun parasal büyüklük karşısında tercih edilmesinin nedeni, paranın dolaşım hızında tahmin edilemeyen kaymaların gerçekleşme ihtimalinin yüksek olmasıdır. (Rebelo & Vegh, 1995: 5)

Sabit döviz kuru rejimi, ülke parasının altın, gümüş gibi emtia fiyatına veya düşük enflasyonlu (ABD Doları, Euro) güçlü bir ekonominin para birimine sabitlenmesi anlamını taşımaktadır. Sabit döviz kuru rejimi ile döviz kuruna ekonomide çıpa görevi tayin edilmektedir. Yerli paranın değeri üzerine kısıt koyan nominal çıpa fiyat istikrarını amaçlayan başarılı bir para politikasının gerekli bileşeni olmaktadır. Çünkü yerli paranın değeri üzerindeki kısıtla enflasyon beklentilerinin aşağıya çekilmesi de kolaylaşmaktadır. (Mishkin, 1999: 1)

Kendi ülkesinde para politikasına güven sağlayamayan otoriteler için bu güveni ithal etmek zorunluluk olmaktadır. Söz konusu güven ithali ise nominal döviz kurunun yabancı bir paraya sabitlenmesiyle ortaya çıkmaktadır. Uygulamada sabit döviz kurları sert (katı) çıpa (hard peg) ve

yumuşak (esnek) çıpa (soft peg) olmak üzere iki farklı gruba ayrılmaktadır. (Fischer, 2001: 1).

Sert çıpa uygulamasında tam dolarizasyon ve para kurulu sistemi yer alır. Dolarizasyon sisteminde ülkenin resmi adını taşıyan banknotu (legal tender) söz konusu olmamaktadır. Bunun yerine uluslar arası ödeme aracı olarak başka bir ülkenin parası yasal olarak kullanılmaktadır. Dolarizasyonun faydaları arasında enflasyonu düşürmede başarı şansını arttırma, küreselleşmeyle birlikte artan uluslararası ticarete işlem maliyetlerini azaltma, dış ticaret hacmini geliştirme sayılabilir.

Para kurulu sisteminde ise para arzı döviz rezervine bağlı olmaktadır. Yani, ulusal paranın %100 döviz karşılığı bulunması gerekmektedir. Sabit kur sistemini ilan eden para otoritesi, talep olduğu sürece yerli parayı yabancı para ile değiştirme zorunluluğu altındadır. Bu sistemde parasal otoritenin para politikası üzerinde insiyatif kullanması, ulusal para cinsinden ifade edilen varlıkları alıp satması, açık piyasa işlemlerini yönetmesi, ulusal bankalara veya hükümete borç vermesi mümkün değildir. (Erdoğan, 2005, s. 36). Para kurulu sistemi, merkez bankasının döviz karşılığı olmadan para arzını arttırma kabiliyetini ortadan kaldırarak ihtiyari politikaların önüne geçmede oldukça kuvvetli olsa da finansal kriz sırasında, merkez bankasının nihai borç merci fonksiyonunu kaybetmesiyle maliyetli sonuçlara neden olabilmektedir. (Mishkin, 1998:17).

Sert çıpanın her iki türünde de ortak özellik yumuşak çığaya göre sabit döviz kuru taahhüdünün çok daha ciddi olmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde para otoritelerince uygulanan politikalara güvensizlik sıklıkla görülen bir durum olduğu için katı çıpa uygulaması, bu sorunu önlemede yumuşak çıpa uygulamalarına göre daha başarılıdır. Bununla birlikte, yurt içinde oluşan koşullara göre bağımsız para politikası yürütememe, senyoraj gelirlerinden mahrum kalma, nihai borç verme merci özelliğine sahip

olamama gibi durumlar da sert çapanın sakıncaları arasındadır. (Alesina, Barro, 2001: 382)

Yumuşak çıpa uygulamasında ise ulusal paranın değeri enflasyonun düşük olduğu büyük bir ülkenin parasına sabitlenerek, ulusal paranın belli bir oranda değer kaybetmesine veya değerinin belirli bir bant içinde kaymasına izin verilmesidir. (Yıldız, 2005: 9). Yumuşak çıpa uygulamasında yer alan farklı sınıflandırmalar ise bandın genişliği ile alakalıdır.

Kura dayalı istikrar programının uygulamaları sonrasında ortaya çıkan temel özellikler şu şekilde sıralanabilir (Calvo & Veght, 1997: 12):

1. Kura dayalı programlarda kurun nasıl hareket edeceği önceden açıklanacağı için kur reel olarak değerlendirilmektedir. Reel kurun değerlendirilmesini kısmen önlemek için programın başında yerli para devalüe edilmektedir.

2. Ülke parası reel olarak değerlendirildiği için dış ticaret dengesi bozulmakta dış açık artmaktadır.

3. Ekonomik faaliyetler genellikle ilk anda canlanmakta, daha sonra bu canlanmayı daralma takip etmektedir. Bireyler gelecek dönem tüketimlerini bu dönemde gerçekleştirmeyi tercih ederek zamanlar arası ikamede bulunmaktadır. Özellikle dayanıklı tüketim mallarına olan talebin artmasıyla programın başında yurt içi talepte canlanma görülmektedir. Ancak talepteki artışın yatırımları ne yönde etkilediği konusunda kesinlik mevcut değildir.

4. Ulusal tasarruflar düşmeye başlamakta bu durumla birlikte hem cari işlemler açığı genişlemekte hem de kamu ve özel sektörün döviz cinsinden yükümlülükleri artış göstermektedir.

5. Enflasyondaki düşme yavaş yavaş gerçekleşmektedir. Ancak heterodoks istikrar programlarında fiyat kontrollerinin mevcut olması nedeniyle bu düşüş biraz daha hızlanmaktadır.

6. Reel faizlerin politikaya verdiği tepkiler uygulanan politikanın ortodoks yada heterodoks

politika olmasına göre değişiklik gösterdiğinden muğlaktır. Ortodoks politikalarda programın başlarında reel faiz oranları genellikle düşmekteyken, heterodoks politikalarda önemli bir şekilde arttığı görülmektedir.

7. Programın başlangıcında uluslararası rezervlerin yüksek olması yararlı iken, başarılı bir kur programı için geniş dış finansman çok gerekli değildir. Kur yeterli rezerv ile desteklendiği ve mali durum kontrol edildiği sürece kamu finansmanı için dış kaynak gerekli olmayabilir. Programın ileriki aşamalarında ise, yurt içi politika öncelikleri ve yüksek oranlı devalüasyon daha önemli rol oynamaktadır.

## 2. 1. Faydaları

Nominal döviz kurunun çıpa olarak belirlenmesi uluslararası ticarete konu olan malların enflasyon oranını sabitleyerek enflasyonu doğrudan kontrol altına almaya yardımcı olur (Mishkin, 1999: 83) Ayrıca ulusal paranın, ülkenin en büyük ticaret ortağının para birine sabitlenmesi ile kur riski ve işlem maliyetlerindeki azalma sonucu yatırım ve ticarete gelişme beklenir. Böylece ticaretini geliştirmeyi amaçlayan ülkeler ticari ortakları ile sabit döviz kurunu benimsemeye daha gönüllü olurlar. (Calvo& Mishkin, 2003: 18-19)

Sabit kur rejimini uygulayarak hükümetler gerçekte iki taahhütte bulunur. Bunlardan ilki finansal politikalara yönelik olup hükümeti finanse etme amacıyla para arzının artırılacağıdır. Diğer ise programın başında açıklanan kur üzerinden istenilen miktarda dövizin satılması ve satın alınması taahhüdüdür. (Quirk, 1996: 43) Bu taahhütlere dayanılarak döviz kuruna dayalı istikrar programının uygulandığı ülkelerdeki enflasyon beklentileri çıpa ülkede gerçekleşen enflasyon oranına sabitlenir. Böylelikle çalışanlar, firma yöneticileri ve ücret- fiyat belirlemede söz sahibi diğer taraflar gelecekte düşük enflasyon bekleyişi içerisine girdikleri ölçüde enflasyonun düşmesine katkı sağlarlar. (Frankel, 2003: 9)

Dezenflasyon sürecinde ülkelerin sabit kur uygulamalarının nedeni olarak politik güvensizliği, kurumların sofistike özelliğe sahip olamamalarını gösteren Edwards güvenilirlik ile kurun esnekliğinin ters yönde geliştiğini ifade eder. (Edwards, 1996: 159-162) Nominal döviz kurunun sabitlenmesi ile çapa ülkenin politik istikrarı, bireylerin programa olan güvenini arttıracaktır. Dolayısıyla istikrar süreci ekonomik ajanların güvenini arkasına aldığı müddetçe çapa ülkedeki enflasyon oranı ülke içinde enflasyon beklentilerine referans değeri sağlayacaktır.

Sabit döviz kuru rejimi kurun ciddi şekilde sabit tutulması durumunda ihtiyari politikalara izin vermeyen kurala dayalı politikalarla biridir. (Edwards, 1996: 176). Döviz kuruna dayalı istikrar politikası tıpkı parasal büyüklüğe dayalı istikrar programları gibi kural politikalar olduğu için politikacıların merkez bankası üzerinde aktivist politika baskısını veya merkez bankasının bu yöndeki arzusunu düşürerek zaman tutarsızlığı problemini azaltmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesinin bir diğer avantajı ise halk tarafından izlenmesinin kolay olması açık ve anlaşılır olmasıdır. Politikanın açık anlaşılır olmasının beklentiler üzerinde etkisi önemlidir. (Mishkin, 1999: 2)

## 2.2. Sakıncaları

Döviz kuruna dayalı istikrar programının en temel sorunu hükümetlerin bağımsız para politikası kullanma olanaklarından tamamıyla vazgeçmeleridir. (Obstfeld & Rogoff, 1995: 74- 75) Faiz paritesi koşuluna göre yurt içi faiz oranı çapa ülkede uygulanan faiz oranına eşit olmalıdır. Bu kısıtın altında yatan neden imkansız üçlü (impossible trilemma) teoremi ile açıklanmaktadır. Bu teoreme göre bir ülke, sabit kur rejimi, serbest sermaye hareketleri ve bağımsız para politikası alternatiflerinden aynı anda en fazla iki tanesini gerçekleştirebilmektedir. Örneğin, para arzında bir genişleme sonrası faiz oranlarındaki düşme

sermaye çıkışına yol açacak ve para arzında daralmaya neden olacak uluslar arası rezerv miktarını düşürecektir. Böylelikle faiz oranı ve para arzı eski seviyesine geri dönecektir. Dolayısıyla sabit kur rejimi çapa ülkenin uyguladığı para politikasından çıkma şansına sahip değildir. Bu nedenle istikrar politikasını uygulayan ülke, çapa ülkeden bağımsız olarak yurt içinde ortaya çıkan şoklara müdahale etme amacıyla para politikasını uygulama kabiliyetini kaybetmektedir.

Kura dayalı politikalarda diğer bir dezavantaj ise çapa ülkede meydana gelen bir şokun doğrudan doğruya enflasyonla mücadele eden ülkeyi de etkiliyor olmasıdır. Çünkü şok sonrası çapa ülkede değişen faiz oranları kadar yurt içinde de faiz oranlarının aynı yön ve miktarda değişmesi gerekmektedir. (Mishkin, 1999: 4) Politikayı yürüten ülkedeki makroekonomik şartlara uygun olmayan (daha yüksek veya daha düşük) faiz oranları çapa ülkedeki şokun ithaline sebep olmaktadır.

-Sabit döviz kuru rejimi dışa açık ülkeleri spekülasyon ataklarına daha açık hale getirmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkeler için daha büyük tehdit unsuru olmaktadır. Program öncesinde teknik fizibilite olarak merkez bankalarının spekülasyon şoklarına karşı koyabilmek için parasal taban (gücü yüksek parasal taban)' a eşit miktarda rezerv bulundurmaları gerekse de uygulamada merkez bankası böyle bir atak karşısında parasal tabanı tamamıyla ortadan kaldırmaya yönelmez; bunun yerine spekülasyon sermaye çıkışlarını durdurmaya yetecek kadar parasal daralmaya yol açarak faiz oranlarını yükseltir. (Obstfeld & Rogoff, 1995: 77- 79)

Gelişmekte olan ülkeler açısından döviz kuruna dayalı istikrar programının sahip olduğu dezavantaj daha fazla önem arz etmektedir. Çünkü bu durum finansal kırılabilirliği arttırmakta ve finansal krizlere yol açabilmektedir. Finansal kriz olasılığını arttıran nedenler şunlardır: (Mishkin, 1999: 8-10):

1. Gelişmekte olan ülkelerde borç sözleşmeleri gelişmiş ülkelerin tersine yabancı para cinsinden imzalanmaktadır. Bu nedenle gerçekleştirilecek bir devalüasyon firmaların borç yükünü arttıracaktır. Bilânçoda ulusal para cinsinden ifade edilen varlıklarda bir artış olmadığı için yükümlülüklerin artması firmaların net varlıklarını düşürecek ve borç geri ödemelerinde sorunların çıkmasına neden olacaktır. Ayrıca söz konusu durum firmaları aşırı risk almaya yöneltecek ve ahlaki tehlikeyi arttıracaktır. Böylece daha büyük bir riskle karşılaşan borç verenler kredi arzını azaltacakları için ekonomik aktivite de daralacaktır.

2. Ulusal paranın değerindeki düşüş bankacılık kesiminde bilanço yapısını da bozmaktadır. Çünkü kısa dönemli yükümlülükler karşısında uzun dönemli kredi tahsisinde bulunan bankacılık yapısı karşılaştığı zorluk karşısında kredi arzını düşürmek zorunda kalmaktadır. Ödünç verilen fon miktarındaki düşüş yine ekonomik aktiviteyi daraltmaktadır. Diğer taraftan firmaların ve halkın borçlarını ödeyememe sorunu bankaların alacak tarafında kayıplara neden olabilmektedir.

3. Sabit döviz kuru yabancı yatırımcının kur riskini düşürerek yabancı sermaye girişinde artışa neden olur. Artan sermaye girişleriyle birlikte sermaye hareketlerinde denetim ve gözetim süreçlerindeki zayıflıklar ve hükümet garantileri finansal kurumların aşırı risk alma eğilimini artırmaktadır. Böylelikle borç verme patlaması yaşanarak banka bilançolarının kötüleşmesine neden olur.

4. Merkez bankasının spekülâtif ataklara karşı faiz oranlarını attırması banka bilançolarını olumsuz etkilemektedir. Çünkü bankaların kısa vadeli yükümlülüklerle sahip olması ve ekonominin küçülmesinden kaynaklanan yüksek kredi riski bilançoları daha çok kötüleştirerek bankacılık sistemindeki zayıflamayı arttıracaktır. Söz konusu durumun algılanması ile spekülâtorlerin saldırıları daha da artarak finansal kriz döviz krizine de neden olabilecektir.

## SONUÇ

Enflasyon hedeflemesi sürecine geçişte uygulanan geleneksel yaklaşımlar farklı fayda ve sakıncalara sahiptir. Nominal çıpa uygulamasının sağladığı faydalar her iki politika için geçerli olsa da iki politikanın farklı avantajları söz konusudur. Parasal Hedefleme politikasının en önemli avantajı parasal otorite tarafından bağımsız para politikası izleme imkanı iken; döviz kuruna dayalı istikrar programının en önemli avantajı güvenilir bir para politikasının ithali ile politikanın başarısı için gerekli olan güveni sağlamadaki üstünlüğüdür. Her iki politika da başarılı olduğu sürece sonuç enflasyonu düşürüp fiyat istikrarına kavuşturacaktır. Ancak uygulamada karşılaşılan güçlükler ya politikaları sürdürmede gerekli koşulların sağlanamaması ya da istenilen sonuca ulaşmadan programın yarıda bırakılması olarak kendini göstermektedir. Gerekli koşulların ortadan kalkması ilgili politikanın uygulama imkanını ortadan kaldırırken kur çıpasında programın yarıda bırakılması devalüasyon anlamı taşımaktadır. Dolayısıyla istikrar programının yarıda bırakılması hem derin maliyetlere neden olmakta hem de fiyat istikrarı karşısında para otoritesinin güvenilirliğini azaltarak enflasyonun inatçılığını arttırmaktadır. Söz konusu durumda ise enflasyonu düşürmek gelecek dönemler için daha zor görev haline gelmektedir. Bu nedenle enflasyonu düşürme sürecinde kayıp fonksiyonunu minimize edecek yeni bir politik arayış kendini göstermiştir.

## KAYNAKLAR

- ALESINA, Alberto ve Robert Barro; (2001), "Dollarization", *The American Economic Review*, 91 (2), ss. 181- 186
- CALVO, Guillermo A. ve Frederic MISHKIN; (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", *Journal of Economic Perspective*, 17, ss. 99- 118
- CALVO, Guillermo A ve Carlos A. VEGH; (1997) "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries", NBER Working Paper



- 6925, İnternet Adresi: <http://www.nber.org/papers/w6925>, Erişim Tarihi: 03.10.2007
- CALVO, Guillermo A ve Carlos A. VEGH; (1994), "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", **Contemporary Economic Policy**, 12 (2), ss. 35- 45
- CROCE, Enzo ve Khan S. MOHSIN; (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting" **Finance& Development**, 37 (3), ss. 48- 51
- CUKIERMAN, Alex; (1995), "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", **Paper Presented at the Conference on European Monetary Policy**, November, 30 and December 1, Frankfurt Germany
- DORNBUSCH, Rudiger ve Federico STURZENEGGER ve Holger WOLF; (1990), "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization", **Brooking Papers of Economic Activity**, 2, ss. 1- 84
- EDWARDS, Sebastian; (1996), "Exchange Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico", **American Economic Review**, 82 (2), ss. 176- 181
- ERDOĞAN, Seyfettin; (2005), "Alternatif Para Politikaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 9, ss. 34-54
- FİSCHER, Stanley; (1996), "Maintaining Price Stability", **Finance& Development**, 33 (4), ss. 34- 37
- FİSCHER, Stanley; (2001), Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", **Finance& Development**, 38 (2), ss. 18- 21
- FRANKEL, Jeffery; (2003), "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", National Bureau of Economic Research Working Paper 10032; İnternet Adresi: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN022208.pdf>, Erişim Tarihi: 18. 07.2007
- MISHKIN, Frederic; (1999), "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **Journal of Monetary Economics**, 43 (3), ss. 576- 606
- MISHKIN, Frederic ve Miguel A. SAVASTANO; (2001), "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, 66, ss. 415- 444
- OBSTFELD, Maurice ve Kenneth ROGOFF; (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rate", **The Journal of Economic Perspectives** ", 9 (4), ss. 73- 96
- QUİRK, Peter J.; (1996), 'Exchange Rate Regimes as Inflation Anchors", **Finance& Development**, 33 (1), ss. 42- 45
- REBELO, Sergio ve Carlos A. VEGH; (1995), "Real Effects of Exchange Rate-Based Stabilization: An Analysis Competing Theories", National Bureau of Economic Research Working Paper 5197, İnternet Adresi: <http://www.nber.org/papers/w5197>, Erişim Tarihi: 10.09.2007
- SCHMID, Peter; (1999), "Monetary Targeting in Practise: The German Experience", Center for Financial Studies Working Paper 1999/03, İnternet Adresi: <http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/9903.pdf> Erişim Tarihi: 21.08.2007
- YAY, Gülsün Gürkan; (2006), "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", **İktisat Dergisi**, 470- 471, ss. 3-17
- YILDIZ, Nuran Çakır; (2006) **İstikrar Programlarında Nominal Çapa Politikaları ve Türkiye Örneğinde Enflasyon Hedeflemesi**, Azim Yayıncılık, İstanbul, 257s