

T E S E V

TÜRKİYE EKONOMİK VE SOSYAL ETÜDLER VAKFI

Para Kurulu:

Nedir,
Ne Zaman
Gerekir?

Currency Board:

Functions
and
Operation

N. Bülent GÜLTEKİN
Kâmil YILMAZ



1 9 6 1

Para Kurulu:

**Nedir,
Ne Zaman
Gerekir?**

Copyright © 1996

Bu eserin tüm telif hakları
Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etüdler
Vakfı'na aittir.

TESEV
Manning House, P.K. 2
80815 Bebek, İstanbul

TESEV YAYINLARI 1
ISBN 975-8112-00-7

Grafik Tasarım:
HORIZON

Basım:
PROMAT

Sunuş

Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etüdler Vakfı (TESEV), gelişmiş ve hattâ gelişmekte olan ülkelerde çok sık rastlanan ve kamu politikalarının oluşmasında önemli ufuklar açan bir “düşünce üretim merkezi” (Batı’daki yaygın deyimle “think tank”) olarak kuruldu.

TESEV, kuruluşundan itibaren kendisini, ülke sorunlarını ilgilendiren alanlarda ve ülke gündeminde yer alan veya almasında yarar bulunan konularda, sorunların anlaşılmasına ve çözümüne yönelik, tarafsız, nesnel, bilimsel yöntemlere bağlı ve uluslararası ölçütlere uygun araştırma, eğitim ve yayın faaliyetlerinde bulunmak amacını güden, bağımsız bir kuruluş olarak tanımladı.

Bu tanım ile Kurucular Bildirisi ve Vakıf Senedi’nde belirtilen ilkeler ışığında, TESEV’in temel hedefi, sorunlara ve uygulamalara ilişkin görüş, düşünce, veri ve bilgi üretmek ve bunlara dayalı çözüm seçenekleri geliştirmektir.

Ulusal ve uluslararası sorunlarla ilgili araştırmalar, TESEV’in çalışmalarının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Ve bütün TESEV faaliyetlerinde olduğu gibi, araştırmalarımızda da esas olan tarafsızlık ve çağdaş bilimsel yöntem ve standartlara uygunluktur.

Toplumun öndegelen akademisyen, bürokrat, gazeteci, iş adamı, sanayici, sendikacı ve yöneticileriyle bazı sivil toplum örgütlerinden oluşan 300’e yakın kurucu üye, Vakfın çoksesliliğinin ve tarafsızlığının bir göstergesidir.

Öte yandan TESEV, araştırma ve yayınlarının bilimsel kalitesine ve en yüksek uluslararası ölçütlere uygunluğuna da âzami özen göstermektedir. Kelimenin her anlamıyla uluslararası bilim insanlarından oluşan bir bilim kurulu ve geniş bir akademik danışmanlar kurulu, TESEV’in önemli gurur kaynaklarıdır.

TESEV araştırmaları, Batı’daki örneklerinde olduğu gibi, yayınlama kararı verilmeden önce bağımsız ve anonim bir bilimsel hakem kurulu denetiminden geçer.

Doğal olarak, TESEV yayınlarında yer alan görüşler, araştırmanın yazarlarına aittir. Daha açık bir ifadeyle, TESEV’in bir araştırma raporunu yayınlamaya karar vermesi, üyelerinin, Yönetim Kurulu’nun veya yöneticilerin, söz konusu rapordaki görüş ve önerilerin tümüne ya da bir kısmına katıldıkları anlamına gelmez. Hattâ bazı yönetici veya üyeler, bu görüşlerin tam tersi düşüncede olabilirler. TESEV bir siyasal parti veya bir çıkar grubu olmadığından, bir bütün olarak aynı görüşleri savunmak durumunda değildir.

Ancak, herhangi bir konuda yayınladığımız bir araştırma raporu, TESEV’i iki açıdan bağlar: Birincisi, TESEV konunun çok önemli olduğu ve mutlaka öğrenilmesi, anlaşılması, tüm yönleriyle ve değişik bakış açılarından tartışılması gerektiği inancındadır. İkincisi ise TESEV, araştırmanın ve onu izleyen yayının geçerli bilimsel yöntemlere ve kalite standartlarına uygun olduğu düşüncesindedir.

Bu amaç ve ilkeler ışığında yürüttüğümüz araştırmaların ve bunlara dayalı yayınların her düzeydeki yöneticilere, karar vericilere, uygulayıcılara ve konuyla ilgilenen kamuoyuna yararlı olacağı, tartışmalara yeni boyutlar katacağı inancındayız.

TESEV, ülkemizde politika kararlarının araştırmaya, veriye, bilgiye ve bilimsel esaslara dayandırılmasına katkıda bulunabildiği ölçüde, görevini yapmış hissedecektir.

Prof. Dr. Yılmaz Esmer
Genel Direktör

T E S E V

TÜRKİYE EKONOMİK VE SOSYAL ETÜDLER VAKFI

YÖNETİM KURULU

Bülent Eczacıbaşı (Başkan)

Ishak Alaton

Yılmaz Argüden

Oğuz Babüroğlu

Feyyaz Berker

Tarhan Erdem

Üstün Ergüder

Mehmet Kabasakal

Hasan Karacal

Deniz M. Kirazcı

Tavit Köletavitoğlu

Ziya Müezzinoğlu

Can Parker

Mete Sayıcı

Fikret Toksöz

Merih Celâsun

Bülent Gültekin

Metin Heper

Çiğdem Kâğıtçıbaşı

Ali Karaosmanoğlu

Ayşe Öncü

Şevket Pamuk

Dani Rodrik

Sabri Sayarı

Murat Sertel

Tosun Terzioğlu

Baran Tuncer

BİLİM KURULU

Para Kurulu: Nedir, Ne Zaman Gerekir ?

İçindekiler

ÖZET	v
SUMMARY	vii
1. GİRİŞ	1
2. PARA KURULU: TANIM VE İŞLEVLERİ	3
3. DÜNYADA PARA KURULU DENEYİMİ	7
3.1 SÖMÜRGELERDE PARA KURULU	9
3.2 SÖMÜRGEÇİLİK SONRASI: SİNGAPUR VE HONG KONG	12
3.3 GEÇİŞ DÖNEMİNDE PARA KURULU: ESTONYA	15
3.4 İSTİKRAR TEDBİRLERİ VE PARA KURULU: ARJANTİN	19
4. PARA KURULUNUN MUHTEMEL FAYDALARI VE SORUNLARI	27
4.1 PARA KURULU SİSTEMİNİN FAYDALARI	27
4.2 PARA KURULUNUN GETİRECEĞİ MUHTEMEL SORUNLAR	31
5. TÜRKİYE'DE MAKROEKONOMİK DENGELER VE PARA KURULU	38
5.1 TÜRKİYE VE PARA KURULU	42
6. PARA KURULU VEYA MERKEZ BANKASI TERCİHİ	45
7. SONUÇ	49
NOTLAR	51
KAYNAKÇA	56

Özet

Para kurulu döviz rezervi karşılığı sabit kur üzerinden para çıkaran oldukça basit bir kurumdur. Ortodoks anlamda para kurulu sistemi para arzını katı kurullarla belirler ve hükümetlerin para otoritesi üzerindeki yetkilerini neredeyse tamamen kaldırır. Parasal taban, ancak banka sistemi ya da özel sektör ulusal para taleplerini karşılamak için kurula sabit kurdan döviz sattığı zaman artar; özel sektör ödemeler dengesi açığını finanse etmek için döviz satın aldığı zaman azalır. Para kurulu ve hükümetler açık piyasa işlemleri ve reeskont kredisi gibi araçlarla parasal tabanı değiştirerek para politikası yürütemez. Bu sistemde bütçe açıklarının monetize (para basarak finanse) edilmesi mümkün değildir.

Merkez bankasının politik süreçten bağımsız bir kurum olarak kalamadığı veya özerkliğini koruyamadığı ülkelerde, para kurulunun merkez bankasına göre avantajları üç ana başlık altında özetlenebilir. Bunlar, makroekonomik disiplinin sağlanması, otomatik dış ödemeler dengesi mekanizmasının kurulması ve ulusal paraya güvenin tekrar sağlanmasıdır.

Para kurulu sistemi ekonomiye olumlu katkılarının yanısıra bazı sorunları da beraberinde getirir. Para kurulunun enflasyona çözüm olarak önerildiği hatırlanırsa, bu sorunların en önemlisi yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde karşılaşılan ulusal para biriminin aşırı değerlenmesidir. Para kurulu sisteminin yapısından kaynaklanan diğer sorunlar da, kısa dönemli makroekonomik yönetimin zorluğu, uluslararası konjonktürden kaynaklanabilecek ödemeler dengesi krizleri karşısında yetersizlik ve senyoraaj geliri kaybı olarak sıralanabilir.

Günümüzde Türkiye dahil pek çok ülkede ekonomi politikalarının yüksek enflasyonla mücadelede başarısız kalmasıyla gündeme gelen para kurulu, aslında yeni bir düşüncenin ürünü değildir. Para kurulu fikrinin ortaya atılışı, 19. yüzyılın ilk yarısında İngiltere’de merkezi parasal otoritenin kurulması sırasında geçen tartışmalara kadar uzanır. Para kurulunun fikir babaları İngiliz iktisatçılardı, ancak ilk başarılı uygulayıcıları İngiliz sömürgeleri oldu. İlk para kurulu 1849’da İngiltere’nin Hint Okyanusu’ndaki sömürgelerinden Mauritius’da yürürlüğe girdi. Bunları daha sonra Seylan (bugünkü Sri Lanka), ve Boğazlar Yerleşimleri (bugünkü Singapur ve Malezya) takip etti.

İkinci Dünya Savaşı’na kadar 70 ülkede uygulanan para kurulu sistemi bu ülkelerde fiyat istikrarını başarıyla korumuştur. Bu ülkelerin çoğu merkez bankası sistemine geçerken zaman içinde yüksek enflasyonla tanıştı. Para kurulunun getirdiği disiplin, hükümetlerin bütçe açıklarını merkez bankalarından finanse et-

medeki sorumsuzlukları ölçüsünde kayboldu.

Para kurulu, yüksek ve kronik enflasyon problemi ile karşı karşıya bulunan diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de de makroekonomik disiplini ve istikrarı sağlayacak bir çözüm olarak son günlerde gündeme girmiştir. Para kurulu sistemi ile, radikal bir çözümle hükümetin para arzı tayin etmedeki yetkisinin tamamen kaldırılması amaçlanmaktadır. Diğer bir çözüm ise, merkez bankasının anayasal garantilerle özerkleştirilmesi ve hükümetin para otoritesi üzerindeki para basabilme yetkilerinin önemli ölçüde kısıtlanmasıdır.

Para kurulu tecrübeleri incelendiğinde, para kurulunun küçük ve açık ekonomilerde ya da ekonomi yönetimine güvenin neredeyse tamamen kayb olduğu ortamlarda başarılı olduğu görülür. Para kurulu, ulusal paraya ve ekonomik politikalara olan güveni, yasal ve geriye dönülmez sabit kur kuralı ile merkez bankasına göre daha kısa sürede tesis edebilir.

Kanımızca, Türkiye’de para kurulu için harcanacak zaman ve enerjiyi, merkez bankasını gerçek anlamda özerkleştirmek için harcamak daha akılcı bir tercih olacaktır. Gerçek anlamda özerklik, fiyat istikrarını korumak amacıyla merkez bankasının para arzını kontrol etme yasal yetki ve sorumluluğunu alması demektir. Eğer özerk bir merkez bankası kurmaya ve yönetmeye olan inancımız ve güvenimiz kayboldu ise, o zaman para kurulu sistemini Türkiye için ciddi olarak düşünmek gerekir. Zira, bugünkü merkez bankası düzeni ve yönetim tarzı ile son yıllarda uygulanan para ve bütçe politikaları sürdürülebilir olmadığı gibi, ülkeye maliyeti çok yüksek olmaktadır.

Merkez Bankasının özerkliğinin sadece yasal bir değişiklikle gerçekleştirileceğini düşünmek bir hatâ olur. Yasal yetkilerle tesis edilen Merkez Bankası özerkliğinin hayata geçirilmesi ve kalıcı olması için en az üç yeterlilik şartı olduğunu düşünüyoruz. Bunlar sırasıyla, özerk bir merkez bankasını yönetebilecek bağımsız düşünce, karakter ve beceriye sahip yöneticilerin atanması ve bu yöneticileri atayabilecek prosedürlerin yerleşmesi, kamu bankalarının özelleştirilmesi ve, son olarak da, özerklik konusunda kamuoyu desteğinin sağlanmasıdır.

Currency Board

Summary

A currency board is a monetary authority with a mandate to issue domestic currency that can be exchanged for the foreign reserve currency on demand at a fixed exchange rate. By following rigid money supply rules, the orthodox currency board severely restricts the power of the government on monetary policy. The monetary base increases only when the private sector sells foreign exchange to the board at a fixed rate to meet its demand for national currency, and it decreases when the private sector buys foreign exchange from the board to finance a balance of payments deficit. The board cannot conduct monetary policy by changing the monetary base with traditional tools of monetary policy, such as open market operations and/or credit extension to private or public sector. Under currency board system, the government cannot monetize budget deficits.

In countries where the central bank cannot be autonomous to protect itself from political pressures, the currency board can be useful to establish macroeconomic discipline and stability, to sustain an automatic balance of payments adjustment, and to build confidence in the national currency.

Despite these obvious benefits, the currency board system can have some disadvantages. The most serious problem is the overvaluation of the national currency during the stabilization program aimed at reducing inflation, which is the purpose of switching to currency board. Other disadvantages are the difficulty of conducting a short-term counter cyclical monetary policy, the inability to respond to a balance of payments crisis that might be created by exogenous shocks, and the loss of seignorage revenue.

Although the currency board has recently been offered as a solution to high inflation in many countries including Turkey, it is not a new concept. The idea emerged during the controversies surrounding the establishment of the central monetary authority in England in the early 1800's. The intellectual founders of the currency board were British economists, but it was the British colonies that first implemented the concept successfully. The British colony of Mauritius in the Indian Ocean was the first to establish a currency board in 1849. Ceylon and the Straits Settlements followed. By the end of the World War II, 70 countries, most of which were colonies, had implemented currency boards.

Currency boards were effective in sustaining price stability in most of these countries. Nevertheless, as colonies gained independence, new rulers switched to central banking system,

thinking that the currency board was a vestige of colonial rule. However, most of these countries started to face a new problem under the central bank system: high inflation. It became all too easy for governments to have access to central bank credit.

The experience of Turkey clearly shows that it is time to limit the seignorage authority of governments which have been using it as irresponsibly as their counter parts in former colonies.

There are two ways of restricting the government's seignorage authority: One solution is to establish a currency board and exclude the government completely from the process of determining the money supply. The second alternative is to ensure the autonomy of the central bank with constitutional legislation, thereby, significantly limiting the power of the government on the monetary authority.

A survey of currency board experience in other countries indicates that it is a suitable solution for small and open economies or for economies where the credibility of the fiscal and monetary authorities has been nearly depleted.

We think that Turkey is better served if the policy makers spend their time and energy to build an independent central bank rather than endlessly debating the desirability of one system over the other.

Central bank's autonomy should be understood to mean that it is responsible for the control of the money supply with sufficient authority and competence to sustain price stability in the economy.

While the necessary condition for an independent central bank is an enabling legislation with constitutional guarantees, sufficiency conditions are more difficult to attain. Sufficiency conditions include appointment of an independent minded and competent central bank management along with the establishment of procedures to ensure such appointments, privatization of state banks, and, perhaps most importantly, public support for an independent central bank.

If the confidence in the political process has been lost to build an autonomous central bank, a currency board should then be considered seriously for Turkey because irresponsible monetary and fiscal policies of the last decade and a half have been too costly for the country. Otherwise, insistence on the current structure of the central bank and the recent style of economic management may eventually force Turkey to institute a currency board.

Giriş

Para kurulları (currency board) 19. yüzyıl İngiliz sömürgelerinin merkez bankalarıydı. İkinci Dünya Savaşı sonrasında bağımsızlığa kavuşan sömürgelerde işbaşına gelen yönetimler, eski düzenin bir sömürü aracı olarak gördükleri para kurulu sistemini terk ettiler.

Bu döneme kadar 70 ülkede uygulanan para kurulu sistemi, fiyat istikrarını altın standardı düzeninde olduğu gibi başarıyla korumuştur. Bu ülkelerin çoğu merkez bankası sisteminde zaman içinde yüksek enflasyonla tanıştı.

Bugün birçok ülkede fiyat istikrarını geri getirebilmek için, para kurulunu iktisat tarihinin arşivinden çıkarıp yeniden uygulama tartışmaları başladı. Bazı iktisatçılar enflasyonla mücadelede başarısız kalmış ülkeler ile geçiş ekonomisi diye adlandırılan eski Sovyet Cumhuriyetleri'ne para kurulunu öneriyorlar. Bununla elde edilmek istenen ise, fiyat istikrarını çabuk ve kalıcı biçimde sağlayacak kurumsal yapıyı yerleştirmektir.

Oldukça basit bir kurum olan para kurulu, döviz rezervi karşılığı sabit kur üzerinden para çıkarır. Para kurulu sistemi para arzını katı kurullarla belirler ve hükümetlerin para otoritesi üzerindeki yetkilerini tamamen kaldırır.

Bu sistemde bütçe açıklarının monetize (para basarak finanse) edilmesi mümkün değildir. Para kurulu açık piyasa işlemleri ve re-askont kredisi gibi araçlarla parasal tabanı değiştirerek para politikası yürütemez. Hiçbir özel veya kamu kuruluşuna (hazine ve bankalar dahil) kredi veremez. Parasal taban, ancak banka sistemi ya da özel sektör, ulusal para taleplerini karşılamak için kurula sabit kurdan döviz sattığı zaman artar; özel sektör ödemeler dengesi açığını finanse etmek için döviz satın aldığı zaman azalır.

Pek çok konuda kamplara ayrılan iktisatçılar, para kurulu konusunda da görüş birliğinde değiller. Mutlak para kurulu savunucuları, sorunlu her ekonomiyeye para kurulunu çözüm olarak önermektedirler. Bu kampa göre, bütçe disiplini ancak para kurulu ile kalıcı olabilir.

Diğer bir grup ise, merkez bankasının ekonomik gelişmeyle gelen bir aşama olduğunu savunuyor ve ciddi bir siyasi irade ile merkez bankalarının para kurulunun yaptığı bütün fonksiyonları yerine getirebileceğini düşünüyorlar. Hattâ, merkez bankasının bankaların bankası olmak ve para politikası yürütmek gibi görevlerinin modern ekonomilerde çok daha önem kazandığı görüşündeler. Bu nedenle de merkez bankalarını para kurullarına tercih ediyorlar. Ancak, çok özel durumlarda para kurulunun merkez bankasına göre daha uygun para otoritesi olabileceğini de gözardı etmiyorlar.

Bu çalışmada para kurulu tanımı ve işlevleri ayrıntılı bir şekilde incelendi. Para kurulunun tarihsel gelişimi ve günümüzdeki para kurulu deneyimleri araştırıldı. Bir ekonomide para kuruluna geçişin

İlk önerildiği tarihten bugüne kadar geçen 150 yılda 70 ülkede uygulanan para kurulu sistemi, fiyat istikrarını, altın standardı düzeninde olduğu gibi başarıyla korudu.

Oldukça basit bir kurum olan para kurulu, döviz rezervi karşılığı sabit kur üzerinden para çıkarır.

Bu sistemde, bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi mümkün değildir.

Bazı iktisatçılara göre, bütçe disiplini ancak para kurulu ile kalıcı olabilir.

Bazı iktisatçılara göre ise, ciddi bir siyasi irade ile, merkez bankaları para kurulunun bütün işlevlerini görebilir.

Bu çalışmada sorulan sorulardan biri de “Türkiye için para kurulu mu, yoksa merkez bankası mı daha uygun olur?” sorusudur.

faydaları ve yaratacağı sorunlar değerlendirildi. Para kurulu ve merkez bankasının hangi şartlar altında bir ekonomiye uygun olduğu tartışıldı. “Türkiye için para kurulu mu, yoksa merkez bankası mı?” sorusu soruldu ve yanıtlar verildi.

Para Kurulu: Tanım ve İşlevleri

Merkez bankasının, para basmak, para politikasını yürütmek ve bankaların bankası olarak gerektiğinde mali sisteme müdahale etmek gibi geleneksel görevlerine karşı, para kurulunun görevi oldukça basit ve şeffaf kurallarla belirlenmiştir. Ortodoks para kurulu, sadece döviz ve döviz cinsi varlıklar karşılığında sabit kur üzerinden piyasaya para arzeder. Bunun dışında başka hiçbir görevi yoktur.

Para kurulu sisteminde para tabanı, döviz rezervlerine bağlıdır. Döviz arzındaki artış, ödemeler dengesi fazlası ile özel sektör ve banka sisteminin ulusal para talebine bağlı olduğu için, para kurulunun emisyon üzerinde hiçbir insiyatifi yoktur.

Para kurulu ile merkez bankası arasındaki farkı, iki kurumun Şekil 2.1'deki basitleştirilmiş bilançolarında kolayca görebiliriz. Para kurulunun bilançosunun aktifler tarafında sadece dış varlıklar, pasifler tarafında ise emisyon ve özvarlıklar bulunur. Oysa merkez bankasının bilançosunun pasifleri, para tabanını oluşturan emisyon ve banka mevduatı ile özvarlıklardan oluşur.

Ortodoks para kurulu, sadece döviz ve döviz cinsi varlıklar karşılığında sabit kur üzerinden piyasaya para arzeder.

Basitleştirilmiş Para Kurulu Bilançosu	
Aktifler	Pasifler
Dış varlıklar	Tedavüle çıkan para (Ticari Banka mevduatı)
Likit rezervler	
Yatırım rezervleri	Özvarlıklar
Fazlalık rezervler	
Basitleştirilmiş Merkez Bankası Bilançosu	
Aktifler	Pasifler
Dış varlıklar	Tedavüle çıkan para
Likit rezervler	Ticari Banka mevduatı
Yatırım rezervleri	
İç varlıklar	Özvarlıklar

Şekil 2.1
Basitleştirilmiş
Bilançolar

Merkez bankasını para kurulundan ayıran özellik, aktiflerinde sadece dış varlıkların değil, hazineye, kamuya ve özel sektöre açılan kredilerden oluşan iç varlıkların da bulunmasıdır. Bankalar ellerindeki varlıkları iskonto ederek merkez bankasından kısa dönemli kredi alabilirler. Merkez bankası aktiflerinde, teşvik edilmesi öngörülen sektörlerle verilen krediler de bulunabilir.

Para kurulu, açık piyasa işlemleri ve reeskont kredisi gibi araçlarla para arzını değiştirerek para politikası güdemez; hiçbir özel veya kamu kuruluşuna (hazine ve bankalar dahil) kredi ve-

Merkez bankasını para kurulundan ayıran özellik, aktiflerinde sadece dış varlıkların değil, açılan kredilerden oluşan iç varlıkların da bulunmasıdır.

*Para kurulu, para politikası
güdemez; hiçbir özel veya
kamu kuruluşuna kredi
veremez.*

*Merkez bankaları,
para kurulu sistemine uyan,
kurala bağlı bir para politikası
da güdebilir; para kurulu
sistemini uygulayabilir.*

*1939'da yapılan değişikliğe
kadar, Türkiye Cumhuriyet
Merkez Bankası da yeni
parayı döviz ve altın karşılığı
çıkartabilmekteydi.*

*Rezerv para olarak seçilecek
para biriminin, uluslararası
istikrara sahip bulunması ve
ülkenin önemli ticaret
ortaklarından birine ait
olması gerekir.*

remez. Parasal taban, ancak banka sistemi ya da özel kesim ulusal para ihtiyacını karşılamak için kurula sabit kurdan döviz satışı zaman artar. Eğer özel sektör ödemeler dengesi açığını finanse etmek için döviz satın alırsa parasal taban azalır.

Merkez bankası, parasal tabanı kendi inisiyatifiyle değiştirebilir. Parasal tabanı sadece dış varlıkları değil, iç varlıkları satın alarak da arttırabilir. Özel kesim döviz talep ettiğinde, merkez bankası bir taraftan döviz satarak, diğer taraftan açık piyasa işlemleriyle iç varlıkları arttırarak, parasal tabanın küçülmesini önleyebilir. Sterilizasyon olarak tanımladığımız, parasal tabanın dış varlıklardaki dalgalanmalara karşı iç varlıklardaki değişikliklerle kontrolü işlemi para kurulu sisteminde yapılamaz.

Sabit kur rejimi güden bir merkez bankasının dış varlıkları üzerinde tasarrufu yoktur; ancak banka, varlıkların alım satımıyla parasal tabanı kontrol edebilir. Merkez bankaları para kurulu sistemine uyan, kurala bağlı bir para politikası da güdebilir. İç varlıkları sabit tutarak ve parasal tabanı sadece dış varlıklara karşı birebir değiştirerek para kurulu sistemini uygulayabilir.¹ Bu, 1844'de İngiltere Bankası (Bank of England) Kanunu'nun öngördüğü kuraldır. Kanun, İngiltere Bankasına elindeki geçmişten kalan devlet tahvilleri kadar tedavüle banknot çıkarma izni verirken, yeni sterlin ibrazını ancak altın karşılığında yapmak zorunluluğunu getirmekteydi.

1930'da çıkarılan ilk Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu da para arzını bu prensiplere dayalı olarak yapmıştır. 1939'da yapılan değişiklikle kamu kuruluşlarına kredi verme izni verilmeden önce, TCMB yeni parayı döviz ve altın karşılığı çıkartabilmekteydi.

Merkez bankası sisteminde bankalar münzam karşılık tutmak zorundadırlar. Para kurulu sisteminin banka rezervlerine yaklaşımı daha esnektir. Ortodoks para kurulu sisteminde, döviz cinsinden serbest rezervlerin belirlenmesi bankalara bırakılmıştır. Bankalara münzam karşılık tutma zorunluluğu konması durumunda, para kurulunun pasifleri arasında ticari banka mevduatı da yer alır.

Para kurulu sisteminde, (i) rezerv para birimi, (ii) uygulanacak sabit döviz kuru düzeyi, (iii) para kurulunun referans alacağı parasal büyüklük ve minimum rezerv karşılık oranı ve (iv) aktiflerin vade yapısının belirlenmesi gerekir.

i) Rezerv Para Biriminin Belirlenmesi

Rezerv para olarak seçilecek yabancı para biriminin uluslararası piyasalarda kabul gören istikrarlı bir para birimi olması gerekir. Aksi takdirde, rezerv para biriminin değerinde ortaya çıkabilecek dalgalanmalar ödemeler dengesini olumsuz etkileyecektir.²

Rezerv paranın seçiminde önemli olan diğer bir kriter de, seçilecek paranın ülkenin önemli ticaret ortaklarından birine ait olmasıdır. Sabit döviz kuru, iki ülke arasındaki ticareti rezerv para biriminin değerindeki değişimlerden yalıtır. İkili ticarete uzun vadeli istikrar sağlar ve uluslararası döviz kurlarındaki dalgalanmaların toplam döviz gelirleri üzerindeki etkisi azaltılır.

Fiyatların ve ücretlerin esnek olmadığı şartlarda, rezerv paranın seçiminde aranacak başka bir kriter, iki ülke (para kurulu ülkesi ve rezerv para ülkesi) ekonomilerinin benzer şoklara tâbi olmalarıdır. Fiyatlar esnek değilse, olumsuz bir şoka mâruz kalan ülkenin dış ticaret dengelerinin yeniden sağlanması, ancak döviz kurunun artması ile mümkündür. Bu durumda optimal döviz kuru politikası serbest dalgalanmadır. Para kurulu sisteminde, dış ticaret dengesinin nominal değer kaybıyla sağlanması mümkün değildir. İki ülke aynı şoklara maruz kalıyorsa, ikili dış ticaret dengesinin sağlanması için dış ticaret hadlerinde ve dolaşısıyla döviz kurunda değişiklik gerekmecektir.³

ii) Sabit Döviz Kuru Ne Olmalı?

Para kurulu sisteminin getirdiği sabit kur düzeni ile merkez bankası sisteminde takip edilecek sabit kur politikası arasında önemli bir fark vardır. Merkez bankasınca takip edilen sabit kur politikasında döviz kuru genelde hükümet tarafından belirlenir ve istendiğinde hükümet tarafından değiştirilebilir. Para kurulu sisteminde ise, sabit döviz kuru, para kurulu kanununda, ya da anayasada ilân edilir.

Döviz kurunun daha ileri bir tarihte değiştirilmesi ancak yeni bir kanun, ya da anayasa değişikliği ile mümkün olduğu için, sabit döviz kurunun iki ülke parasının görece alım güçlerini yansıtmaması önem kazanır. Aksi takdirde kurlardaki dengesizlik dış ödemeler dengesine yansiyacaktır.

iii) Referans Parasal Büyüklük ve Minimum Rezerv Karşılık Oranı

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, ortodoks para kurulunun pasifleri sadece emisyon ve özvarlıklardan oluşur. Böylece, ortodoks para kurulu sisteminde piyasaya sürülen banknotların toplamı karşılığı döviz rezervleri tutulur.

Bankacılık sektörünün zayıf olduğu bir ülkede, bankalara para kurulunda munzam karşılık bulundurmaya yükümlülüğü getirilebilir, ya da para kurulu bankalararası takas işlemlerini yürütebilir. Her iki durumda da, para kurulunun pasiflerine (Şekil 2.1'de parantez içinde gösterilen) ticari banka mevduatı da eklenecektir. Para kurulunun tüm yükümlülükleri karşılığında döviz rezervleri tutması gerektiği için, referans alınacak parasal büyüklük, emisyon ve ticari bankaların kurulda bulundurduğu mevduatın

Para kurulu sisteminde, dış ticaret dengesinin nominal değer kaybıyla sağlanması mümkün değildir.

Para kurulu sisteminde sabit döviz kuru, para kurulu kanununda ya da anayasada ilân edilir.

Para kurulunun rezervleri, seçilen parasal büyüklüğün en az tamamını karşılayacak düzeyde olmalıdır.

toplamına eşit olan parasal tabandır.

Para kurulunun rezervleri, seçilen parasal büyüklüğün en az tamamını karşılayacak düzeyde olmalıdır. Dış varlıklarda olası bir değer kaybına karşı, para kurulunun referans para büyüklüğünden daha fazla dış varlık bulundurması gerekebilir. Bunun yanı sıra, ileride çıkabilecek bir mali kriz ihtimaline karşı, para kurulunun minimum rezerv karşılıklarıyla ilgili bazı esneklikler getirilebilir.

iv) Rezervlerin Vade Yapısı

Para kurulunun, rezervlerin tamamını nakit döviz olarak tutması gerekmez; tuttuğu takdirde, devletin senyoraj gelirleri rezerv para ülkesine hibe edilmiş olur.

Para kurulu istendiğinde döviz talebini karşılayabilmek için rezervlerinin bir kısmını nakit tutar. Normal ekonomik şartlarda, tutulacak nakit oranı büyük değildir. Net döviz talebi toplam rezervlerinin küçük bir bölümü olacağı için, para kurulunun rezervlerinin tamamını nakit döviz olarak tutması gerekmez. Tuttuğu takdirde, devletin senyoraj gelirleri rezerv para ülkesine hibe edilmiş olur.

Geçmişten günümüze para kurulu deneyimleri incelendiğinde, nakit döviz ve döviz cinsi likit rezervler toplam dış varlıkların yüzde 30'u ilâ yüzde 50'sine karşılık gelmektedir (Schwartz, 1993). Para kurulunun yurt dışındaki yatırımlardan elde ettiği faizler gelir olarak yıl sonunda özvarlıklara eklenir ve özvarlıklar yüzde 5 veya 10 artınca bu gelirler hazineye devredilir.

Dünyada Para Kurulu Deneyimi

Günümüzde pek çok ülkede ekonomi politikalarının yüksek enflasyonla mücadelede başarısız kalmasıyla gündeme gelen para kurulu, aslında yeni bir düşüncenin ürünü değildir. Para kurulu fikrinin ortaya atılışı, 19. yüzyılın ilk yarısında İngiltere’de merkezi parasal otoritenin kurulması sırasında geçen tartışmalara kadar uzanır. Bu tartışmalarda, “Para Ekolü” (Currency School) adıyla anılan grup, İngiltere Bankası’na (Bank of England) ancak elindeki altın ve gümüş rezervleri kadar banknot basma yetkisi verilmesini önermiştir. Arzulanan, o dönemde hükümetin bankası görevini de yerine getirmekte olan İngiltere Bankası’nın karşılıksız banknot çıkarmasını önlemektir.

Para kurulu sistemi aradan geçen 150 yıl içinde 70 dolaylarında ülke ve sömürge de uygulanmıştır. Bugün Hanke ve Schuler (1994) tarafından Rusya, Brezilya ve Meksika gibi yüksek enflasyon ülkeleri için önerilen “ortodoks” para kurulu sistemi ise, sadece İngiliz sömürgelerinde uygulanmıştır. İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra bağımsızlığına kavuşan sömürgelerin hızla terkettiği para kurulu sistemi, az sayıda ülkede farklı uygulamalarla günümüze kadar ulaşmıştır. Halihazırda para kurulu sistemindeki ülkelerin listesi Tablo 3.1’de sunulmuştur.

Tablo 3.1 Günümüzde Para Kurulu Sistemindeki Ülkeler

Ülke / Bölge	Kuruluş Tarihi	Nüfus (Temmuz 1994)	Rezerv Para
Arjantin	1991	33,912,994	ABD Doları
Bermuda	1915	61,158	ABD Doları
Brunei	1987	284,663	Singapur Doları
Cayman Adaları	1972	31,790	ABD Doları
Estonya	1992	1,616,862	Alman Markı
Falkland Adaları	1899	2,261	İngiliz Sterlini
Faroe Adaları	1940	48,427	Danimarka Kronu
Cebelitank	1927	31,684	İngiliz Sterlini
Hong Kong	1983	5,548,754	ABD Doları
Litvanya	1994	3,848,389	ABD Doları

Kaynak: Williamson (1995)

19. yüzyılın ilk yarısında İngiltere’de başlayan tartışmalara açıklık getirebilmek için önce, İngiltere Bankası da dahil olmak üzere, İngiltere’deki bütün bankaların özel kurumlar olduğunu hatırlatalım. İngiltere Bankası’na bazı bölgelerde tedavüle banknot çıkarma tekeli verilmişti. İngiltere Bankası emisyonu bağlı olarak artan pasiflerini çoğunlukla devlet tahvillerinden oluşan aktifler ile dengelemişti. Böylece, İngiltere Bankası, bir anlamda,

Para kurulu fikri, ilk kez 19. yüzyılın ilk yarısında İngiltere’de ortaya atılmıştır.

Günümüzde Rusya, Brezilya, Meksika gibi yüksek enflasyonlu ülkeler için para kurulu sistemini önerenler vardır.

Şu anda para kurulu 10 ülkede uygulanmaktadır. Ancak, Arjantin dışında, bunlar küçük ülkelerdir.

Bank of England, bir anlamda, günümüzde gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının ana işlevlerinden biri hâline gelen bütçe açığı finansmanının ilk örneğini vermiştir.

19. yüzyıl İngilteresi'nde, "para ekolü"ne mensup olanlar, altın rezervlerinde artış olmadan banknot çıkarmayı imkânsız kılan bir sistem öneriyorlardı.

"Bankacılık ekolü" ise, bugünkü anlamda merkez bankacılığını savunuyordu.

"Bankacılık ekolü"ne göre, sadece tedavüle çıkan banknotlar üzerinde durmak ve mevduatı gözardı etmek yanlıştı.

günümüzde gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının ana işlevlerinden biri hâline gelen bütçe açığı finansmanının ilk örneğini sergilemekteydi.

İngiltere Bankası sadece devletin bankeri olmakla kalmamış, aynı zamanda, küçük bankaların pasiflerini değerli madenlere çevirerek ticari bankaların bankası işlevini de görmeye başlamıştı. "Bankaların bankası" olmak İngiltere Bankası'na büyük pazar gücü sağlamış, kâr amacı güden bir özel kuruluş olması da bu konumunu gerektiğinde kendi çıkarı doğrultusunda kullanma fırsatı vermişti. Bu duruma bankacılık sektöründen gelen itirazlar sonucunda İngiltere Bankası için yeni bir kurumsal yapı arayışları başladı.

Bu arayışla başlayan tartışmalarda "Para Ekolü", ticari bankaların ellerindeki altın miktarından bağımsız tedavüle para çıkarılmalarının parasal dengelerin bozulmasının asıl nedeni olduğunu öne sürmekteydi. Para Ekolü, teşhis edilen bu soruna çözüm olarak altın rezervlerinde artış olmadan banknot çıkarmayı imkânsız kılan, tamamıyla kurala bağlı bir sistem önerdi. Bugün "Marjinal Para Kurulu Sistemi" diye anılan bu öneriye göre, İngiltere Bankası'nın Tedavül Bölümü'ne (Issue Department) sadece altın ve gümüş karşılığı banknot çıkarma yetkisi verilmekteydi.⁴ Ayrıca, İngiltere Bankası'nın, ticari bankacılık faaliyetlerini Tedavül Bölümü'nden bağımsız Bankacılık Bölümü'ne toplaması istenmekteydi.

Ulusal para otoritesinin kurulması aşamasında ortaya çıkan bu tartışmalara katılan iki grup daha vardı: özel bankaların o zamanlar sahip oldukları para basma ve kendi rezervlerini kontrol etme yetkilerinin sürdürülmesini savunan Serbest Bankacılık Ekolü ve bugünkü anlamda merkez bankacılığını savunan Bankacılık Ekolü. Serbest Bankacılık Ekolü parasal istikrarın bozulmasını İngiltere Bankası'nın altın ve gümüş rezervlerinden bağımsız, genişletici ya da daraltıcı politikalar izlemesine bağlamaktaydı. Çözümü İngiltere Bankası'nın kapatılması ve ticari bankaların kendi rezervlerini kendilerinin kontrol etmesinde görmekteydi.

Bankacılık Ekolü ise, İngiltere Bankası'nın kâr amacı gütmeyen, hükümetin ve bankaların bankası görevini üstlenen bir kuruma dönüşmesini savunmaktaydı. Bu ekol, parasal istikrarın sağlanmasında bankacılık sektörünün toplam aktif ve pasiflerinin kontrolünün önemini vurgulamaktaydı. Bankacılık Ekolü'ne göre Para Ekolü'nün, sadece tedavüle çıkan banknotlar üzerinde durması ve bankaların pasif kalemleri arasında giderek daha önemli bir yer tutan mevduatı gözardı etmesi yanlıştı. Öte yandan, bu ekol, Serbest Bankacılık Ekolü'nün iddiasının aksine, ticari bankaların tamamen kontrolsüz bırakılmaları durumunda, portföylerindeki kredilerin kalitesine dikkat etmeyeceklerini öne

sürerek; ticari bankaların, kâr amacı gütmeyen bir merkez bankası tarafından denetlenmesini ve İngiltere Bankası'nın devlet mülkiyetine geçirilerek bugünkü anlamda bir merkez bankası gibi çalışmasını savundu (Goodhart, 1995).

19. yüzyılın ilk yarısında geçen ve bugün de tazeliğinden hiçbir şey kaybetmemiş olan bu tartışmalar, 1844 yılında İngiltere Bankası Kanunu'nun çıkarılması ile birlikte "Para Ekolü"nü savunduğu doğrultuda sonuçlandı. Ancak, yeni kurulan sistemde zamanla ortaya çıkan sorunlar İngiltere Bankası'nın Tedavül Bölümü'nün bir para kurulu gibi çalışmasını engelledi.

Bankacılık Ekolü'nün beklediği gibi, emisyon hacminin kontrol altında tutulması parasal sistemde istikrarın sağlanmasına yetmedi. Emisyonun sabit tutulmasına rağmen bankacılık sektörünün mevduatındaki büyüme, parasal büyüklüklerde ciddi bir artışa neden oldu. Tedavül Bölümü faizleri kontrol edemediği için, altın rezervlerindeki azalmanın önüne geçemedi.⁵ 1847 yılında İngiltere Bankası'na açık piyasa işlemleri gerçekleştirme yetkisi verilmesiyle "Marjinal Para Kurulu Sistemi" terkedildi ve İngiltere Bankası bugünkü anlamda bir merkez bankası gibi çalışmaya başladı.

3.1 Sömürgelerde Para Kurulu

Para kurulunun fikir babaları İngiliz iktisatçılarıydı; ilk başarılı uygulayıcıları ise İngiliz sömürgeleri oldu. İlk para kurulu 1849'da İngiltere'nin Hint Okyanusu'ndaki sömürgelerinden Mauritius'da yürürlüğe girdi; bunu daha sonra Seylan (bugünkü Sri Lanka) ve Boğazlar Yerleşimleri (Straits Settlements) takip etti. Sömürgeler para kurulunu kurarken kendi başlarına hareket ettiler ve Londra'dan bu konuda destek görmediler. Ancak merkezi otoritelerin bu konudaki görüşleri zaman içinde değişti ve 1894'de Honduras Para Kurulu Kanunu'nun ardından para kurulları İngiliz sömürgelerinde yaygınlaşmaya başladı.

İlk para kurulu, Mauritius'da bir mali kriz sonrasında 1849 yılında kuruldu. 1847 yılında patlak veren mali krize yol açan olaylar zinciri, sömürge'nin en önemli ihraç ürünü olan şekerin uluslararası piyasalarda fiyatının düşmesiyle birlikte başladı. Bu sektöre verilen kredilerin batmasıyla, banknot basma yetkisine sahip iki yerel bankadan biri olan Mauritius Bankası iflâs etti. Bu olay bankacılık sektörüne olan güvenin azalmasına ve sömürge'nin diğer bankası olan Ticaret Bankası'nın tedavüle sürdüğü banknotların piyasada nominal değerinin altında işlem görmesine yol açtı.

Mauritius bankacılık sektöründeki bu belirsizlik, 1849 yılında Hint rupisi karşılığında banknot çıkarmaya yetkili para kurulunun tesisine kadar sürdü. Özel bankaların banknot basma yetkisi kaldırıldı. Rezerv olarak kıymetli madenler, dış varlıklar ve

19. yüzyılda geçen bu tartışmalar, bugün de tazeliğini koruyor.

Emisyon hacminin kontrol altında tutulması, parasal sistemde istikrarın sağlanmasına yetmedi. Mevduattaki büyüme, parasal büyüklükleri de arttırdı.

İlk para kurulu, 1849'da Mauritius'da kuruldu.

bazı iç varlıklar tutulurken, sabit döviz kuru gümüş Hint rupisine göre tesbit edildi. İç varlıkların tutulmasından kaynaklanan yüksek riski azaltabilmek için, sömürge hükümeti rezervlerin dörtte birinin de Londra kaynaklı düşük riskli menkul değerlere ayrılmasını şart koştu. Ayrıca, hükümet para kurulunun menkul değerler tutmaktan uğrayabileceği olası zararları karşılamak üzere, para kurulunun kârının yüzde birini Amörtisman Fonu'na yatırması şartını getirdi.

İlk para kurulu ile birlikte bir öğrenme süreci de başlamış oldu.

Mauritius'daki bu ilk para kurulu uygulamasının bazı ilginç özellikleri vardı. Bunlardan ilki, bir sömürge yönetimi olmasına karşılık yerel hükümetin merkezden bağımsız olarak para kurulu kurması ve Londra'nın baskılarına rağmen para kurulu uygulamasından vazgeçmemiş olmasıdır (Schwartz, 1993).

Mauritius deneyiminin ikinci bir özelliği de, para kurulunun kuruluşu ile birlikte belirli bir öğrenme sürecinin başlamasıdır. Kurulun etkinliğini artırabilmek ve iç ve dış piyasalardaki dalgalanmaların olumsuz etkilerini engellemek için kurulun uyması gereken kurallarda zamanla önemli değişiklikler yapılmıştır.

Mauritius, en büyük ticaret ortağı olan Hindistan'ın para birimini rezerv para olarak seçti.

Üçüncüsü, Hindistan da bir sömürge ülkesi olduğu hâlde, Mauritius hükümetinin rezerv para olarak gümüş Hint rupisini tercih etmiş olmasıdır. Bu rastgele yapılan bir tercih değildi. O dönemde, Mauritius'un en büyük dış ticaret ortağı Hindistan idi ve yerel hükümet rupiyi rezerv para seçerek kur dalgalanmalarının dış ticaret üzerindeki etkisini asgariye indirmeye çalıştı.

Mauritius'u, 1885'de Seylan para kurulu izledi.

Mauritius'daki ilk para kurulu uygulamasını, yine bir mali kriz sonrası 1885 yılında yürürlüğe giren Seylan para kurulu izledi. Seylan para kurulu başlangıçta Mauritius deneyiminden geniş çapta yararlanmış olsa da, iki deneyim arasında bazı farklılıklar vardır. Bunlardan en önemlisi, Seylan'da özel bankaların tedavüle para çıkarma yetkilerinin hemen kaldırılmamasıdır. Diğer bir fark ise, Seylan hükümetinin yerel menkul değerlerin munzam karşılık olarak tutulmasına izin vermemesiydi.

Burada üzerinde duracağımız üçüncü deneyim, Singapur, Penang, ve Malacca'dan oluşan Boğazlar Yerleşimleri (Straits Settlements) para kuruludur. Mauritius ve Seylan'dan farklı olarak Boğazlar Yerleşimleri yerel hükümeti para kurulu sistemine geçme kararını bir mali kriz sonrasında almadı. Para kuruluna geçiş uzun bir sürede gerçekleşti.

Singapur'u da içeren Boğazlar Yerleşimleri para kurulu 1899'da kuruldu.

Parasal sistemdeki değişiklik ihtiyacı, yerel hükümetle Londra'daki Kraliyet Hazinesi ve Sömürge Ofisi arasındaki anlaşmazlığın bir ürünü olarak ortaya çıktı. 1872 yılında yerel hükümetin Hong Kong ve Şanghay Bankası'na verdiği, daha önce gümüş para olarak tedavüle çıkarılan ve 5 doların altında kalan gümüş paraların yerine banknot basma imtiyazını, Londra'daki Kraliyet Hazinesi ve Sömürge Ofisi onaylamadı. Yerel hükümetle Londra arasındaki anlaşmazlık, 1897'de Boğazlar Yerleşimleri Meclisi

si'nin yerel hükûmete banknot basma yetkisi vermesi ve bunun Londra tarafından onaylanmasına kadar sürdü. Boğazlar Yerleşimleri para kurulu 1899'da kuruldu.

19. yüzyıl boyunca sömürge yönetimlerinin kendi inisiyatifleriyle başlattıkları para kurulu sistemi, Boğazlar Yerleşimleri para kurulunun tesisi sırasında çıkan tartışmaların etkisiyle İngiliz hükûmeti tarafından da benimsendi. İngiliz Sömürge Ofisi ve Kraliyet Hazinesi bu konudaki ilk sistematik çalışmayı 1894 Honduras Para Kurulu Kanunu'nun hazırlanması aşamasında yaptı.

Daha sonra 1912 yılında Batı Afrika'daki İngiliz sömürgelerine (Gambiya, Gana, Nijerya ve Sierra Leone) hizmet vermek üzere Batı Afrika Para Kurulu kuruldu. Batı Afrika Para Kurulu'nun özelliği kuruluşu sırasında daha önceki uygulamalardan edinilen tecrübelerin kullanılması ve daha sonra diğer sömürgelerde kurulacak olan para kurullarına örnek teşkil etmesidir.

Para kurulu sistemi sadece İngiliz sömürgelerinde uygulanmakla kalmadı. Özellikle 19. yüzyılın sonlarında, Amerikan ve İtalyan sömürge yönetimleri tarafından da benimsendi. Uygulamalarda büyük farklılıklar vardı. İngiliz para kurulu sisteminin ağırlıklı üzerinde durduğu en az yüzde 100 rezerv (yabancı para veya kıymetli madenler) tutulması, sabit döviz kuru uygulaması ve rezervlerin ancak çok küçük bir kısmının iç varlıklardan oluşması gibi ortodoks kuralları diğer sömürge yönetimleri daha esnek yorumladı.

Amerika ve İtalya dışında, Fransız sömürgelerinde de para kurulu benzeri kurumlar -Emisyon Kurumları (Instituts d'Emission)- oluşturuldu. Emisyon Kurumları para kurulundan farklı olarak, tedavüle sürdükleri paranın ancak üçte biri karşılığında rezerv tutmak zorundaydılar. Ayrıca, Fransız Frangı cinsinden yabancı aktiflerin yanısıra yerel aktif bulundurma yetkileri de vardı. Emisyon Kurumları günümüzde tamamen ortadan kalkmamıştır. Batı ve Orta Afrika'daki eski Fransız sömürgeleri bugün Emisyon Kurumları tarafından piyasaya sürülen ve Fransız Frangına sabit kurla bağlı olan CFA (Colonies Française en Afrique) Frangı para birimini kullanıyorlar.

Sömürgecilik döneminde para kurulunun hızla yayılmasının ardındaki nedenlerden biri de önemli bir soruna pratik çözüm getirmesiydi. Merkezi idarenin para birimi hem tedavülde dolaşmakta, hem de banka sisteminde rezerv para işlevini görmekteydi. Eski banknotların merkeze yollanarak yenileriyle değiştirilmesi 19. yüzyılda önemli bir sorundu. Kaybolan banknotlar ise sömürge net dış varlıklarının azalması demektir. Para kurulu, sömürge net dış varlıklarını Londra'da veya bağlı olduğu merkezde tutup, karşılığında yerel banknot basarak soruna yaratıcı bir çözüm getirmişti. Konvertibilite garantisi ve yüzde

*Para kurulu sistemi
19. yüzyılın sonlarında,
Amerikan ve İtalyan
sömürge yönetimlerinde
de benimsendi.*

*Sömürgecilik döneminde para
kurulunun hızla yayılmasının
ardındaki nedenlerden biri de,
önemli bir soruna pratik bir
çözüm getirmesiydi.*

Sömürgelerde başarısı kanıtlanan para kurulu sistemi, daha sonraları sömürge olmayan ülkelerde de uygulandı.

yüz karşılık esası ile merkezi parayı tam ikame edebilen yerel para birimi yaratılmış; eskiyen ve kaybolan banknotların yerine yenilerini çıkarmak sorun olmaktan çıkmış ve yerel hükümetin senyoraaj gelir kaybı azalmıştı.

Sömürgelerde başarısı kanıtlanmış para kurulu sistemi daha sonraları sömürge olmayan ülkelerde de uygulandı. İngiltere Bankası'nın kısa deneyimini bir kenara bırakırsak, para kurulu na benzeyen bir sistemi uygulayan ilk bağımsız ülke Arjantin'dir. 1902 ile 1914 yılları arasında Arjantin ekonomisinde istikrarı sağlayan Arjantin para kurulu sistemi iki kurumdan oluşmuştu. Bunlardan, "Le Caja de Conversion" konvertibilite garantisi altında para basma yetkisine sahipti. İkinci kurum ise tedavüle çıkan banknotları altın ve döviz rezervleri ile garantileyen Arjantin Milli Bankası (Banco de la Nacion Argentina)'dır.

1913 yılına kadar düzenli çalışan bu sistem, savaş beklentilerinin artmasıyla birlikte uluslararası piyasalarda faizlerin yükselmesi ve Arjantin'in dış borç ertelemeğinde karşılaştığı güçlüklerden büyük bir darbe aldı. Hükümet, "Le Caja de Conversion" ve "Banco de la Nacion"un altın ve döviz rezervlerini dış borç ödemek için kullandı. Rezervlerdeki azalmanın yarattığı iç kredilerdeki daralmaya hükümet siyasi olarak dayanamadı. "Le Caja de Conversion" kapatıldı ve konvertibiliteden vazgeçildi. Ülke ekonomisinin iç dengelerinde ciddi sorun yokken, uluslararası piyasalardaki dalgalanmalar Arjantin para kurulunun sonunu hazırladı.

Arjantin deneyimi, para kurulu sisteminde dış konjonktürün etkilerini azaltacak bir mekanizma bulunmadığını göstermiştir.

Arjantin'in deneyimi, para kurulu sisteminde dış konjonktürün etkilerini azaltacak bir mekanizmanın olmadığını göstermiştir. İlginç bir tesadüf eseri, bugün de para kurulu sisteminde olan Arjantin, Aralık 1994'de patlak veren Meksika krizinden en çok etkilenen ülke oldu.

3.2 Sömürgecilik Sonrası: Singapur ve Hong Kong

Sömürgecilik dönemi sonrasında, yeni ve antiemperyalist yönetimler, para kurullarını kaldırarak yerine ekonomik gelişmeye büyük katkıda bulunacağına düşündükleri merkez bankalarını kurdular.

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1960'lı yılların sonuna kadar geçen dönemde sömürgelerin çoğu bağımsızlıklarına kavuştu. Sömürgecilik döneminin bir kurumu olarak görülen para kurulları da bu değişimden etkilendi. Bağımsızlığına yeni kavuşan ülke yöneticileri, para kurullarının rezervlerini İngiliz menkul kıymetlerine yatırmalarını sömürgelerden emperyalist devlete kaynak transferi olarak gördüler.⁶ Yeni antiemperyalist yönetimler, para kurullarını kısa sürede kaldırarak yerine ekonomik gelişmeye büyük katkısı olacağını düşündükleri merkez bankalarını kurdular.

İkinci Dünya Savaşı sonrası para kurulları bir çok eski sömürge de terkedilirken, Bermuda, Brunei, Cayman Adaları, Falkland Adaları, Faroe Adaları, Cebelitarık, Hong Kong ve Singapur'da günümüze kadar yaşadı. Burada, geçmişteki para kurulu deneyimlerinden önemli farklılıklar sergileyen iki uygulamayı özetle-

mekte fayda var: 1967 yılında bağımsızlığını kazandıktan sonra da para kurulu uygulamasını tamamen terketmeyen Singapur ile para kurulu ile merkez bankası sistemleri arasında gidip gelen Hong Kong.

Singapur ve Hong Kong deneyimlerinin ilginç yanı, bu para kurullarının zamanla ortodoks para kurulu sisteminden uzaklaşmaları ve merkez bankası görevleri de üstlenen daha karmaşık yapılara dönüşmeleridir. Bu dönüşüm, modern ve karmaşık ekonomilerin parasal otoritenin emisyon dışında kalan işlevlerine olan talebin yarattığı bir süreçtir.

i) Singapur

Singapur'un para kurulu deneyimi, Birinci Dünya Savaşı öncesine kadar uzanmaktadır. Singapur, 1967'de bağımsızlığına kavuşuncaya kadar bir İngiliz sömürgesi olan Boğazlar Yerleşimleri'nin bir parçası olarak kaldı. Boğazlar Yerleşimleri para kurulu 1938 yılında Malaya'yı da içine alacak şekilde genişledi. Yapılan anlaşma uyarınca, para kurulunun elde ettiği kârlar iki sömürge yönetimi arasında paylaşılacaktı. Merkezi Singapur'da olan para kurulu, rezervlerinin tamamını Londra'daki bankalarda tutmaktaydı.

Boğazlar Yerleşimleri ve Malaya para kurulu sistemi, Malaya'nın 1963'de bölgedeki diğer adalarla birleşerek bağımsız Malezya Cumhuriyeti'ni oluşturmasına kadar sürdü. Malezya 1967 yılında merkez bankası sistemine geçerken, bağımsızlığını ilan eden Singapur para kurulu sisteminde kaldı.

Singapur Hükümeti 1971'de, para kuruluna ilâveten Para İdaresi'ni (Monetary Authority) kurdu. Para kurulu ile aynı kurumsal yapı ve yönetimi paylaşan Singapur Para İdaresi'ne, para kurulundan farklı olarak para politikaları yürütme yetkisi verildi. Bu iki başlı kurumsal yapı günümüzde de yürürlüktedir.

Singapur, 1973 yılında alışılmamış bir uygulamaya giderek, Singapur dolarını Amerikan doları karşısında dalgalanmaya bıraktı. Serbest (dalgalanan) döviz kuru sistemine rağmen Singapur para kurulu, Amerikan doları, sterlin ve değerli madenlerden oluşan rezervleri ile tedavüldeki Singapur dolarlarının tamamını desteklemeye devam etti.

ii) Hong Kong

Hong Kong, para kurulu sistemine 1935 yılında, hükümetin yerel bankaların elinde bulunan gümüşü kamulaştırması ile geçti. Hükümet, kamulaştırılan gümüş karşılığında faizsiz Borç Senedi (Certificate of Indebtedness) verdi ve üç ticari yerel bankaya, Borç Senetleri karşılığında banknot çıkarma yetkisi tanıdı. Bu arada kamulaştırılan gümüşler, rezerv olarak tutulmak amacıyla

Singapur, 1967 yılında bağımsızlığını kazandıktan sonra da para kurulu sistemini terketmedi.

Singapur'da 1971 yılında Para Kurulu'na ilâveten, para politikaları yürütme yetkisini de haiz olan "Para İdaresi" kuruldu.

Hong Kong, para kurulu sistemine, 1935 yılında hükümetin yerel bankaların elinde bulunan gümüşü kamulaştırması ile geçti.

yeni kurulan Kambiyo Fonu'na devredildi.

Hong Kong para kurulu sisteminde bankaların Kambiyo Fonu'nda munzam karşılık tutmak zorunluluğu yoktu. Hong Kong Kambiyo Fonu, sabit döviz kuru uygulamakla yükümlü olmamasına rağmen, bir para kurulu gibi çalışmalarını sürdürdü.

Başlangıçta Kambiyo Fonu'nun elinde bulunan gümüş rezervleri tedavüle çıkan paranın yüzde 100'ünü karşılamaktaydı. Zaman içinde, kıymetli madenler yerine İngiliz sterlini rezerv para oldu. Ancak İkinci Dünya Savaşı sonrasında sterlinin iki kez devalüe edilmesinin ardından Kambiyo Fonu, 1972 yılında Hong Kong dolarını İngiliz sterlininden ayırarak Amerikan dolarına bağladı.

1972 yılındaki bu önemli değişikliğin ardından Fon, para kurulu sistemi için ileride önemli sorunlara yol açabilecek uygulamalara başladı. Fon, ticari bankalara Hong Kong doları karşılığı Borç Senedi vermeye başladı. Sonuçta, Hong Kong dolarının Kambiyo Fonu'nun toplam rezervleri içindeki payı zamanla ciddi bir artış gösterdi. Fon bununla da yetinmedi ve para kurulu prensiplerinden daha da uzaklaşarak, Borç Senetleri satışından elde ettiği Hong Kong dolarlarını, yerel bankalarda mevduat olarak saklamaya başladı. Bu uygulama para arzını hızla genişletti ve bu durum Hong Kong'un para kurulu sistemini 1973 yılında fiili olarak terketmesine kadar sürdü. Sabit döviz kuru politikası da bırakıldı. 1973'ten 1983'e kadar geçen süre zarfında, Kambiyo Fonu para kurulundan çok, para politikalarından sorumlu bir merkez bankası gibi çalıştı.

Hong Kong'un para kurulu sisteminden ayrılığı, Ekim 1983'de İngiltere ve Çin arasında, Koloni'nin geleceğiyle ilgili görüşmelerin tıkanmasıyla başlayan borsa krizine kadar sürdü. Borsanın çöküşü ve Hong Kong dolarının Amerikan doları karşısında ciddi bir değer kaybına uğraması üzerine, Hong Kong para kurulu sistemine geri döndü.

1983'de para kurulu sistemine geri dönen Hong Kong hükümeti, zaman içinde tekrar sistemden uzaklaşmaya başladı. Fon, 1988'den sonra yeniden para politikası yürütecek yetkilerle donatıldı. Piyasadaki faiz oranlarının hareketliliğini azaltmak için hükümet 1988 yılında Kambiyo Fonu'na açık piyasa işlemleri yürütme yetkisini verdi. Bu gelişmeler, 1990 yılında piyasaya üç aylık hazine bonoları sürme yetkisinin verilmesi ve 1993 yılında yaratılan Piyasadaki Nakit Akışını Ayarlama Mekanizması (Liquidity Adjustment Facility) ile bankaların Kambiyo Fonu'ndan kısa dönemli borçlanmalarına imkân sağlanmasıyla devam etti. Bugün, Hong Kong Kambiyo Fonu'nun, genişletiften yetkileriyle geleneksel para kurulundan çok, bir merkez bankasına dönüştüğünü söyleyebiliriz.

Parasının dolar karşısında büyük değer kaybetmesi üzerine, Hong Kong 1983'de para kurulu sistemine geri döndü.

3.3 Geçiş Döneminde Para Kurulu: Estonya

1990 Eylül'ünde Berlin Duvarı'nın yıkılmasıyla başlayan, sosyalist sistemden pazar ekonomisine geçiş süreci, eski sosyalist ülkelerin beklemedikleri pek çok sorunu da beraberinde getiriyordu. Özellikle eski Sovyet Cumhuriyetleri pazar ekonomisinin gerektirdiği kurumlardan ve deneyimlerden yoksundular. Geçiş dönemini uzun süreli bir ekonomik krize girmeden aşmak, yeni kurumları hızla hayata geçirmekle mümkündü. Böyle bir ortamda, pazar ekonomisine geçişte, para kurulu gibi basit kurullarla çalışan şeffaf kurumlar önemli rol oynayabilirdi. Bu tür kurumlar yeni oluşturulan devlet yapısı içinde mali disiplini sağlamanın yanı sıra, değişmeyen kurullarla çalışan bir model rolü de üstlenebilirdi. Bu konuda ilk adımı 1992 yılında para kuruluna geçen Estonya attı. Estonya'yı, Nisan 1994'de bir başka Baltık ülkesi, Litvanya izledi. Letonya ise reformlara Estonya'yla eş zamanlı olarak merkez bankası sistemiyle başladı.

1991'de bağımsızlığını kazanan diğer Sovyet Cumhuriyetleri gibi Estonya da makroekonomik politika üretmekte ve bunları yürürlüğe koymakta zorluklarla karşılaştı. Piyasa ekonomisine geri dönmek isteyen bu ülkede, düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hızını tutturabilmek için makroekonomik disiplinin sağlanması gerekiyordu. Bu yolda atılan önemli adımlardan birisi, sabit döviz kuru uygulaması, diğeri de ulusal para otoritesinin kurulmasıydı. Estonya her iki süreci de Haziran 1992'de başlattı.

Estonya, 20 Haziran 1992'de ruble para alanını terkederək kendi ulusal parası olan kronu piyasaya sürdü ve yabancı yatırımcılar için sorun olan döviz kuru riskini asgariye indirmek amacıyla sabit döviz kuru uygulamasına geçti. Önce kronun değeri 10 Rus rublesine eşitlendi. Ardından da, serbest piyasada rublenin Alman markı karşısındaki değeri üzerinden marka sabitlendi.⁷

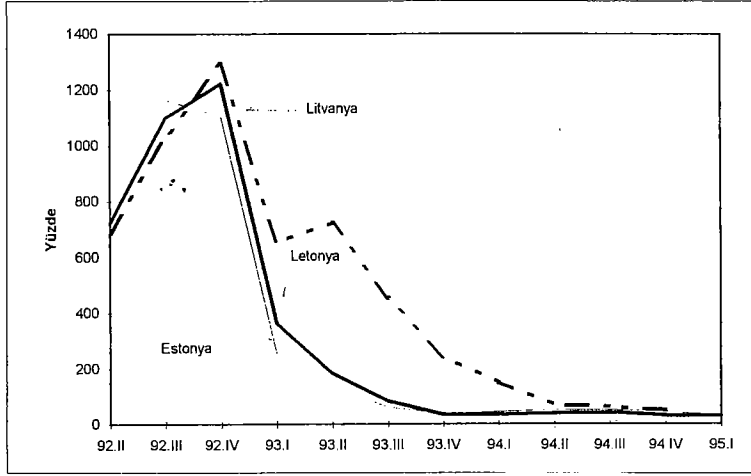
Sabit döviz kuru politikası tek başına makroekonomik disiplinin sağlanmasında yeterli olamazdı. Bütçe disiplininin sağlanabilmesi için kurumsal değişikliklere ihtiyaç vardı. Estonya, para kurulu sistemine geçerek, sabit döviz kurunu rezervlerle garanti altına aldı. Aynı zamanda parasal sistemi politik etkilerden koruyacak yasal yapıyı kurdu.

Estonya Bankası'nın kurumsal yapısı anahatlarıyla 1844'den sonra kısa bir süre İngiltere Bankası'nda yürürlükte olan yapıya benzer. Estonya Bankası bilançoları, birbirinden bağımsız iki bölümden oluşur. Bu bölümler, aynen İngiltere Bankası'nda olduğu gibi, tamamen bankacılık işlemleriyle uğraşacak olan ve gerektiğinde "en son borç mercii" (lender of last resort) işlevini görecek olan Bankacılık Bölümü ve geleneksel para kurulu görevini gören Tedavül Bölümü'dür.⁸

Sosyalist sistemden pazar ekonomisine geçişte, para kurulu gibi, basit kurullara bağlı, şeffaf sistemler düşünülmeliydi.

Estonya, para kurulu sistemine geçerek, sabit döviz kurunu garanti altına aldı.

Şekil 3.1
Baltık Ülkeleri'nde
Yıllık Enflasyon



Bu kurumsal düzenlemeyle bir taraftan, Estonya Bankası'nın ihtiyari (discretionary) para politikaları uygulaması engellendi. Diğer taraftan, emisyon hacmindeki olağandışı dalgalanmalara ve olası bir mali krize karşı gerekli araçlar Bankacılık Bölümü'nde toplandı.

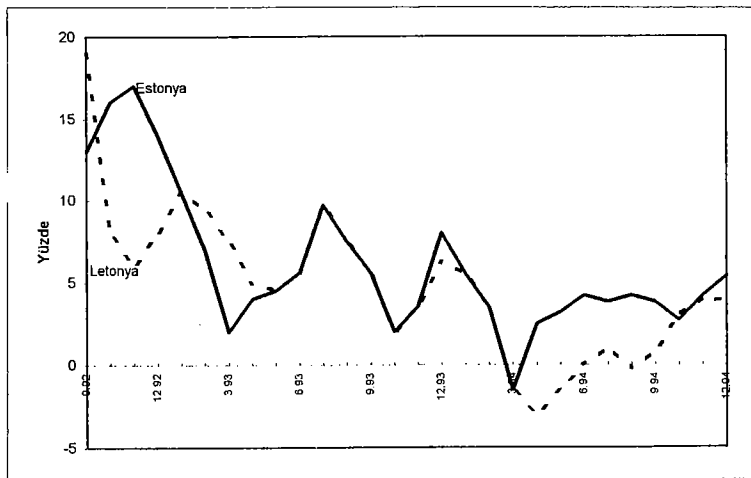
Tedavül Bölümü, dış varlıklardan elde ettiği faiz gelirini Bankacılık Bölümü'ne aktarır. Biriken bu fonlardan gerektiğinde mali sıkıntıdaki bankalar geçici kaynak temin edebilir. Yine bu sınırlı kaynakla Bankacılık Bölümü açık piyasa işlemleri ile kısıtlı merkez bankası görevlerinden birini yapabilir. Ne Bankacılık Bölümü'nün ne de Tedavül Bölümü'nün

hükümete ya da kamu işletmelerine kredi açma yetkisi bulunmaktadır.

Estonya Bankası'nın referans aldığı parasal büyüklük, parasal tabandır. Emisyon yerine parasal tabanın seçilmesinin nedenlerinden birisi, hükümetin bankaların aktiflerini yeterli bulmayıp Estonya Bankası'nda munzam karşılık bulduklarını zorunlu kılmasıdır. Diğer bir neden ise, yeterince gelişmemiş bankacılık sektörünün takas işlemlerinin Estonya Bankası tarafından yürütülmesidir.

Estonya'nın para kurulu için gerekli olan döviz rezervlerini bulması zor olmadı. 1991'de İngiltere bloke etmiş olduğu İkinci Dünya Savaşı dönemi tazminatlarını bağımsızlığını kazanan Estonya'ya transfer etti.⁹ Öte yandan, Estonya'nın Alman markını rezerv para birimi olarak seçmesi doğru bir karardı. Alman markının istikrarlı bir para birimi olması ve Almanya'nın Estonya'nın önemli dış ticaret ortakları arasında yer alması rezerv para biriminden kaynaklanan muhtemel şokların Estonya ekonomisi üzerindeki etkisini asgariye indirmiş oldu.¹⁰

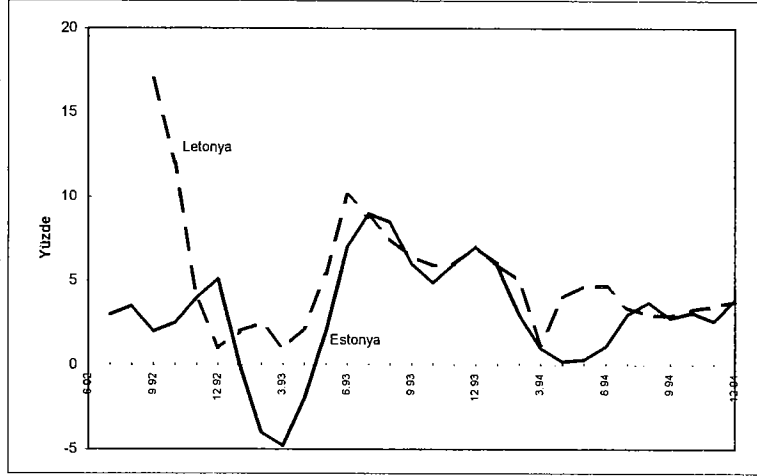
Şekil 3.2
Estonya ve
Letonya'da
Parasal Tabandaki
Değişim (3 Aylık
Hareketli
Ortalama)



Para kurulu sisteminin Estonya'da ekonomik istikrarı sağlamadaki katkısını değerlendirmek için, bu ülkedeki istikrar poli-

tikalari ve sonuclari, Estonya ile buyuk benzerlikler gosteren ve gecis doneminde ekonomik istikrarin saglanmasi icin ayni zamanlarda radikal onlemler alan bir baska Baltik ulkesi olan Letonya'da uygulanan politikalarla karstilasirmayi faydali goruyorumuz.

Estonya'nin para kurulu sistemine gecigi sirada, Letonya hukumeti ekonomik reformlara ozerk bir merkez bankasi kurarak basladi. Letonya, para kurulu sistemini destekleyecek doviz rezervleri olmadigi icin, esnek kur (onceleri tamamen serbest, daha sonralari ise kontrollu) ve sikli para politikalarini ile istikrari saglama yolunu sec-ti.¹¹

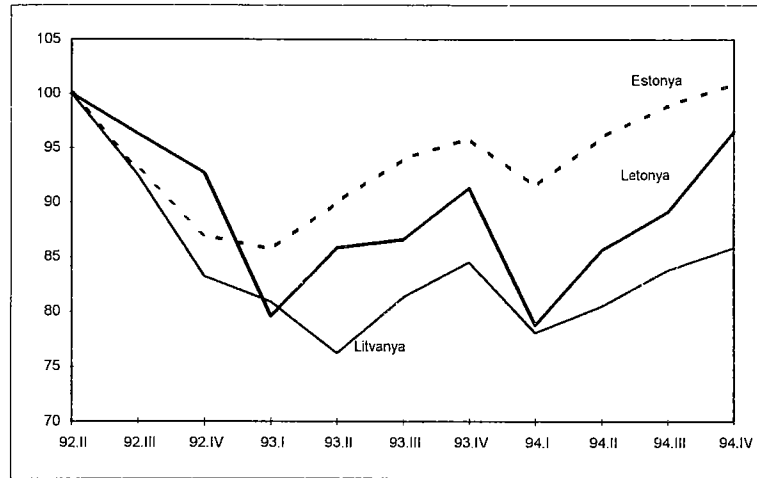


Şekil 3.3
Estonya ve
Letonya'da Geniş
Paradaki Değişim
(3 Aylık Hareketli
Ortalama)

Estonya ve Letonya'da benzer makro politikalar farklı kurumsal yapıda uygulanmasına rağmen, 1995 ortalarına kadar iki ülkedeki fiyat hareketlerinde büyük benzerlikler vardır. Her iki ülkede de, istikrar politikaları ve yeni para otoritelerinin kurulmasıyla, ruble yerine geçen ulusal paraya olan güven artmış, buna paralel olarak, döviz rezervleri de ciddi bir artış göstermiştir. 1994 yılı sonuna kadar parasal taban ve geniş anlamda para arzındaki aylık artışlar yüzde 3 ilâ yüzde 5 arasında tutulmuştur. Bu politikalar, iki yılda enflasyonu düşürmede başarılı olmuştur.

Estonya'da 1992'de yüzde 950 düzeyinde dolaşan yıllık tüketici fiyatları enflasyonu, Mayıs 1995'de yüzde 27'ye düşmüştür. Letonya'da, 1992'de yüzde 951'lik seviyesinden, Mart 1995 itibariyle yüzde 28.5'e düşmüştür (Şekil 3.1).

Para teorisi bize, para kurulu sisteminin ve sikli para politikası yürüten bir merkez bankasının enflasyonun düşürülmesinde aynı sonucu alabileceğini gösterir. Her iki sistemin de enflasyona karşı başarısı, para arzını kısımadaki başarılarıyla doğru orantılıdır. Enflasyonun kontrolündeki başarı rastgele olmamıştır. Şekil 3.2 ve Şekil 3.3'de görülebileceği gibi her iki ülkede de parasal taban ve geniş para arzı değişimi birbirine yakın oranlarda büyümüştür. Gene her iki ülkede de para



Şekil 3.4
Baltık Ülkeleri -
Gayri Safi Milli
Hasıla Endeksi

Para kurulu sistemi ve sikli para politikası yürüten bir merkez bankası enflasyonun düşürülmesinde aynı sonucu alabilir.

arzındaki düşüğe paralel olarak enflasyon yıllık yüzde binlerden yüzde 20-30'lar düzeyine inmiştir.

Benzer para arzı politikası yürüten merkez bankası ve para kurulu sistemi enflasyonu aynı oranlara düşürürken, Şekil 3.4'de

görüldüğü gibi reel üretimdeki daralma para kurulu sisteminde daha az olmuştur. Diğer bir deyişle, enflasyonun düşürülmesinin maliyeti para kurulu sisteminde daha az olmuştur.

Sabit kur politikası ve para kurulunun yarattığı kurumsal güven, sanırım, bu sonuçta önemli bir rol oynamıştır. Bu fark Şekil 3.5 ve Şekil 3.6'de sunulan mevduat

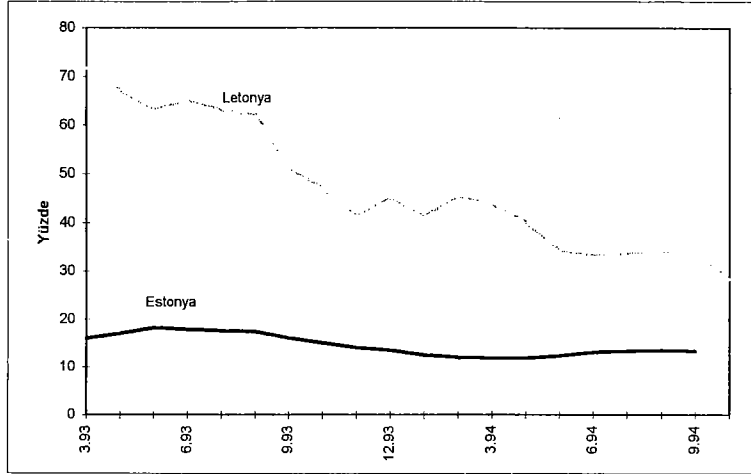
ve özellikle kredi faiz oranlarında görülmektedir. Estonya'da 3 aylık mevduat faizleri 1993 ve 1994 yılı boyunca yüzde 15-20 arasında dalgalanmıştır. Aynı faiz oranları Letonya'da, 1993 yılının Mart ayında yüzde 70 civarında iken, 1994 Ekim'inde ancak yüzde 30'lara düşmüştür. 1994 Eylül'ünde Letonya'daki üç aylık nominal kredi faiz oranları Estonya'daki kredi faiz oranlarından 25 puan yüksektir.

Başlangıçta iki ülke arasındaki ortak yönler, para kurulunun faizler arasındaki farkı izah eden önemli faktörlerden biri olduğu

izlenimini vermektedir. Letonya'daki faizlerin Estonya'ya göre yüksekliği bu ülkede yürütülen sıkı para politikasının yeterli güveni yaratamadığı şeklinde yorumlanabilir. Estonya'da ise para kurulunun sabit kur ve konvertibilite garantisi ile yarattığı kurumsal güvence devalüasyon beklentilerini kırarak, risk primini düşürmüştü ve reel faizler Letonya'dan daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Sonuçta, enflasyon ekonomide daha az daralmayla düşürülebilmiş ve ekonomik genişleme daha kısa sürede başlamıştır¹² (Şekil 3.4). Sebep-sonuç ilişkilerini güvenilir biçimde ortaya çıkartan ayrıntılı bir ekonometrik çalışma olmadığı için, bu sonuçları hipotez olarak değerlendirmek daha doğrudur.

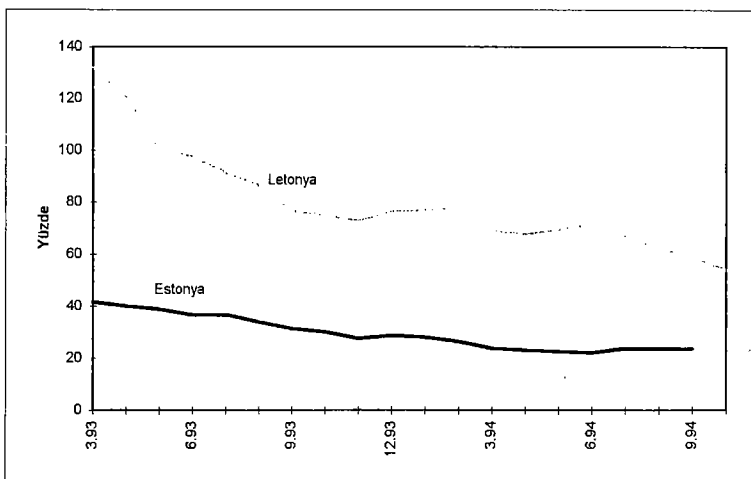
Para kurulu sisteminin Estonya gibi geçiş ekonomilerine sağ-

Şekil 3.5
Estonya ve
Letonya'da
Mevduat Faizleri



Estonya ve Letonya mukayese edildiğinde, enflasyonun düşürülmesinin maliyetinin para kurulu sisteminde daha düşük olduğu görülüyor.

Şekil 3.6
Estonya ve
Letonya'da
Nominal Kredi
Faizleri



Estonya'da enflasyon daha az ekonomik daralmayla düşürülmüş ve ekonomide genişleme daha kısa sürede başlamıştır.

layacağı faydalar, makroekonomik istikrarın sağlanması ile sınırlı değildir. Pazar ekonomisi herşeyden önce kuralların geçerli olduğu bir düzendir. Makroekonomik istikrarın sağlanması ve enflasyon sürecinin daha başından kontrol altına alınması, bir yandan hükümetin yapısal ekonomik reformlarla ilgilenmesini kolaylaştırırken, diğer yandan bütçe disiplini ve para kurulu gibi şeffaf kurallarla çalışan bir parasal sistemin, bu ülkelerde gelecek pazar ekonomisinin diğer kurum ve aktörlerine örnek olacağını düşünürüz.¹³

3.4 İstikrar Tedbirleri ve Para Kurulu: Arjantin

Merkez bankası sisteminden para kurulu sistemine geçmiş orta büyüklükteki tek ülke olan Arjantin, sanırım incelediğimiz para kurulu deneyimleri arasında Türkiye gibi ülkeler için daha geçerli bir örnektir. Ülke ve ekonominin büyüklükleri yanısıra, kişi başına düşen milli gelir açısından da Türkiye ile Arjantin arasında benzerlikler bulunur. 1994 yılında, Arjantin kişi başına düşen 7220 dolar GSMH ile orta gelir ülkeleri arasında üst sıralarda, Türkiye ise 2970 dolar ile aynı grubun orta sıralarında yer alırken, iki ülke ekonomileri yakın büyüklüktedir.

1995 yılı başında yaşanan Meksika krizi ve yarattığı uluslararası iktisadi konjonktürün Arjantin ekonomisi üzerindeki etkileri, Arjantin'in para kurulu deneyimini daha da ilginç kılmaktadır. Öte yandan da, Arjantin deneyiminin sömürgeler döneminde uygulanan ve son yıllarda bazı yazarlar tarafından neredeyse bütün makroekonomik sorunların çözümü olarak gösterilen ortodoks para kurulundan farklılığı önem taşımaktadır.¹⁴ Arjantin para kurulu sistemi, ortodoks para kurulu ve merkez bankası özelliklerini aynı anda taşıyan bir ara kurumdur.

Arjantin deneyimini tartışmaya geçmeden önce, Arjantin'in para kurulu sistemine geçme kararını hangi şartlarda aldığını hatırlamakta fayda görüyoruz. 1973'deki petrol fiyat artışlarını takip eden yaklaşık 17 yıllık sürede, Arjantin'de iktidara gelen hükümetler enflasyonu düşürmede başarılı olamadılar.

1970'li yıllarda ortalama yüzde 130 civarında seyreden enflasyon, 1982'deki dış borç krizinden sonra tamamen kontrolden çıktı. 1985-1989 arasında yürürlüğe konulan 6 ayrı istikrar paketinin hepsi de enflasyonun kontrolünde başarısız oldular. 1985'te yüzde 660 düzeyine ulaşan yıllık tüketici fiyatları artışı, ard arda gelen istikrar paketlerine rağmen 1989'da yüzde 3,080 oranıyla hiperenflasyon düzeyine yükseldi. Mart 1990'da yıllık yüzde 20,266'lık oranla rekor düzeye erişti. Enflasyonu dizginlemede gösterilen basiretsizlik, halkın makroekonomik politikalara ve merkez bankası dahil bu politikaları uygulamaktan sorumlu olan bütün kurumlara olan güvenini tamamen ortadan kaldırdı.

Hiperenflasyon ve getirdiği dolarizasyon süreci, reel para

Pazar ekonomisi, herşeyden önce kuralların geçerli olduğu bir düzendir.

Merkez bankası sisteminden para kuruluna geçmiş orta büyüklükteki tek ülke Arjantin'dir.

Arjantin sistemi, merkez bankası ve para kurulu özelliklerini birleştirmektedir.

Mart 1990'da, Arjantin'de enflasyon yüzde 20,266'ya ulaşmıştı.

(M1) talebini hızla azalttı. Para tabanı azalırken senyoraj gelirleri düşmekte, bütçe açıklarının monetizasyonu daha da zorlaşmaktaydı. 1985 Temmuz'unda yürürlüğe giren Austral planı öncesinde üç yılın ortalama senyoraj geliri GSYİH'nın yüzde 7.8'i iken, Austral planı sonrasında bu oran yüzde 4.8'e düştü. Para talebindeki daralma aynı zamanda Merkez Bankası'nın parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü kaybetmesine ve para politikalarının etkinliğini yitirmesine de neden oldu. Bütün bu gelişmeler, ekonominin yönetiminden sorumlu kişilere bir anlamda artık denizin bittiğini göstermekteydi.

1989 yılında Cumhurbaşkanı seçilen Peronist aday Carlos Menem populist bir mesajla seçimi kazanmasına rağmen, işbaşına gelir gelmez hiç beklenmedik bir dönüşle istikrar tedbirlerini yürürlüğe koydu. 1980'lerde ortalama yüzde 9 civarında gerçekleşen bütçe açığı, 1990'da yüzde 5.8'e düşürüldü. Ancak bütçedeki bu başarı enflasyonun tamamen kontrol altına alınmasına yetmedi. Ocak 1991'de Domingo Cavallo'nun Ekonomi Bakanlığı'na atanmasından sonra ekonomik reform sürecinde yeni bir aşamaya geçildi.

Enflasyonla mücadelede inanılırlığın ve itibarın önemini kavrayan hükümet, para kurulu sistemine geçerek halka, özel kesime ve yabancı yatırımcılara inandırıcı bir mesaj verdi. Yeni düzenlemeyle artık merkez bankası basit ve şeffaf kurullarla çalışacak ve kesinlikle bütçe açıklarına finansman sağlamayacaktı. Para kurulu sistemine geçmekle hükümet sadece bütçe disiplini konusundaki kararlılığını sergilemekle kalmıyor, aynı zamanda disiplinin kalıcılığının gerekli kurumsal şartını da yerine getirmiş oluyordu.

*1992'de, paradan dört sıfır
birden atıldı.*

Arjantin para kurulu sistemi, Nisan 1991'de Konvertibilite Kanunu ile birlikte yürürlüğe girdi. Kanun, bir yandan Arjantin para birimi austral'in değerini 10,000 austral-bir Amerikan doları olarak sabitleirken, diğer yandan da merkez bankasının bir para kurulu gibi çalışmasını, yani parasal tabanın tamamına karşı ABD doları rezervi bulundurmasını ve talep üzerine sabit döviz kurundan dolar alıp satmasını karara bağladı. Ocak 1992'de de Arjantin 10,000 australe karşılık yeni para birimi pesoyu piyasaya sürdü. Paradan dört sıfır atılarak, yeni para birimi peso bir ABD doları karşılığıyla tedavüle girdi.¹⁵

Konvertibilite Kanunu Arjantin'e para kurulunun yanısıra pek çok radikal önlemler de getirdi. Yıllar süren yüksek enflasyon döneminin ürünü olan endeksleme bu kanunla yasaklanırken, ücretlerin üretkenliğe bağlı olarak artmasına karar verildi. Yine aynı kanunla, geçmişte yasak olan döviz bulundurma yasal hâle getirildi. Ancak bununla da yetinilmedi ve Konvertibilite Kanunu, austral'in yanısıra Amerikan dolarının da yasal değişim

aracı olarak kullanılmasına izin tanıdı.

Arjantin para kurulu sisteminin, ortodoks para kuruluna göre bazı önemli farklılıkları vardır. Bunlardan ilki, yabancı varlıkların parasal tabandan fazla olması durumunda, merkez bankasına bu fazla rezervleri para politikası yürütmek için kullanma yetkisi tanınmasıdır. Bunun yanı sıra, Arjantin Merkez Bankası'nın dolara ve altına endeksli Arjantin devlet tahvillerini uluslararası rezervlerine eklemesine izin verildi. Bu uygulama ortodoks para kurulu anlayışıyla tam bağdaşmasa da, para kurulu sistemine belli bir esneklik kazandırdığı da bir gerçektir. Bu düzenlemeyle, hükümet gerektiğinde merkez bankasına dolara endeksli tahviller satarak bütçe açıklarını finanse edebilecekti. Kanunun yürürlüğe girmesinden çok kısa bir süre sonra alınan bir kararla, dolara veya altına endeksli devlet tahvillerinin merkez bankası rezervleri içindeki payı yüzde 10 ile sınırlandı.

Arjantin sistemi, merkez bankasına bazı koşullarda para politikası yürütebilme imkânı tanır.

Tablo 3.2: Arjantin - Ekonomik Göstergeler

	1990	1991	1992	1993	1994
GSMH (milyar dolar)	141.4	189.6	228.5	255.4	283.2
Nüfus (milyon)	32.3	32.7	33.1	33.5	33.9
GSMH Büyüme Oranı (%)	0.1	8.9	8.7	6.0	7.1
Enflasyon (Tüketici Fiyatları- yıllık ort.)	2.3	171.0	24.9	10.6	4.1
İhracat (milyon dolar)	12,354	11,918	12,235	13,090	15,739
İthalât (milyon dolar)	4,077	8,276	14,872	16,786	21,544
Cari Denge (milyon dolar)	-4,552	-672	-6,664	-7,288	-10,074
Rezervler (Altın hariç- milyon dolar)	4,592	6,085	9,990	13,791	13,800
Toplam Dış Borç (milyar dolar)	60.9	63.7	65.0	68.0	74.5
Debt-Service Ratio	39.0	36.3	28.5	21.8	—
Döviz Kuru (Ps:dolar)	0.488	1	1	1	1
İhracat / GSMH (%)	8.74	6.29	5.35	5.13	5.56
İthalât / GSMH (%)	2.88	4.36	6.51	6.57	7.61
İhracat+İthalât / GSMH (%)	11.62	10.65	11.86	11.70	13.16

Kaynak: Economist Intelligence Unit (EIU) Country Reports, çeşitli sayılar

Tablo 3.3: Estonya - Ekonomik Göstergeler

	1992	1993	1994
GSMH (milyon dolar)	1,067	1,530	2,414
Nüfus (milyon)	1.54	1.50	1.50
GSMH Büyüme Oranı (%)	-23.3	-2.1	4.7
Enflasyon (Tüketici Fiyatları- yıllık ort.)	1,069.3	89.4	47.7
İhracat (milyon dolar)	438	813	1,427
İthalât (milyon dolar)	525	958	1,816
Cari Denge (milyon dolar)	34	24	-389
Döviz Kuru (EEK:dolar)	12.65	13.24	12.98
İhracat / GSMH (%)	41.04	53.12	59.11
İthalât / GSMH (%)	49.19	62.60	75.23
İhracat+İthalât / GSMH (%)	90.23	115.72	134.34

Kaynak: Economist Intelligence Unit (EIU) Country Reports, çeşitli sayılar

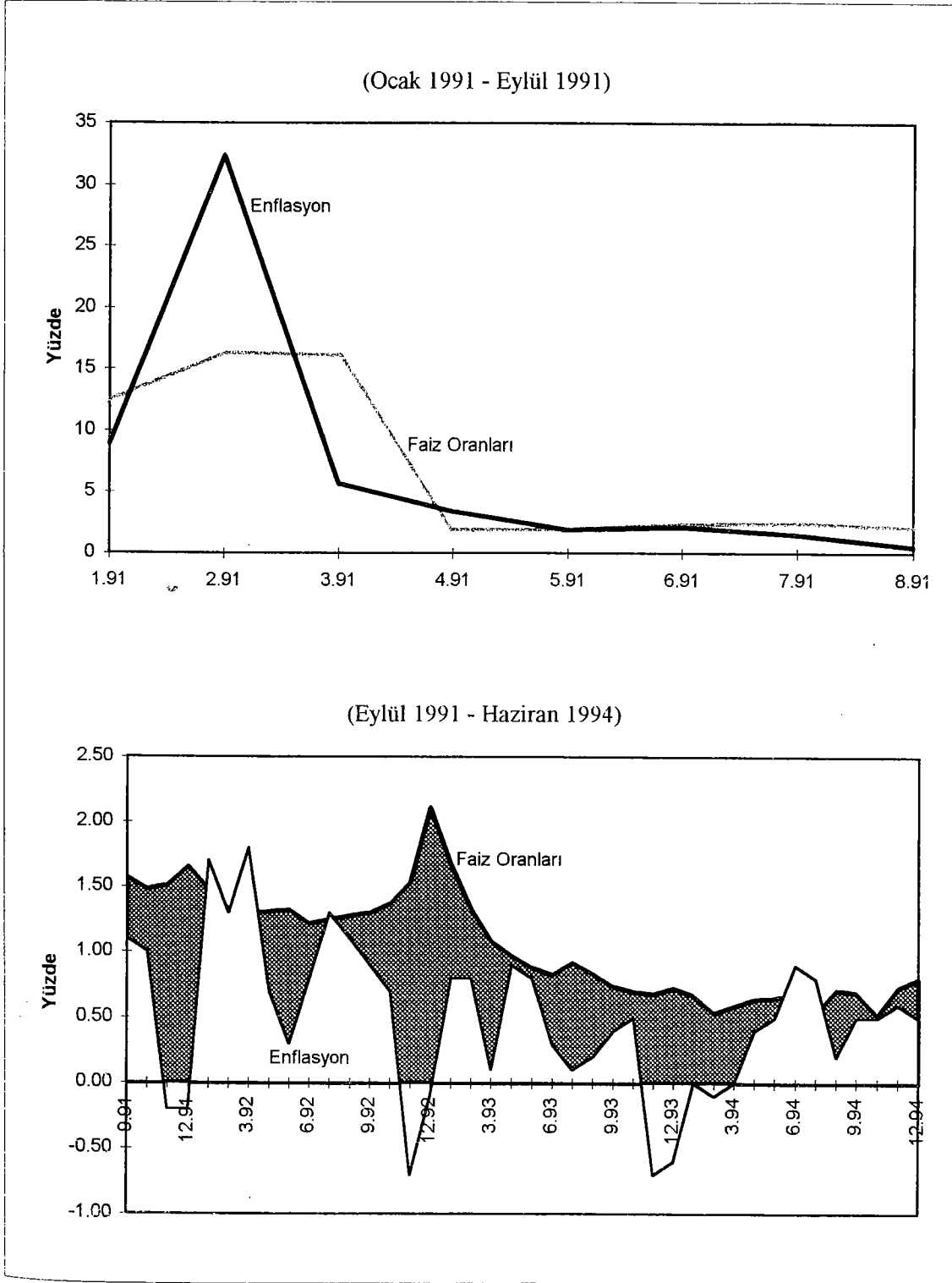
Arjantin Merkez Bankası'nı ortodoks para kurulundan ayıran diğer bir özellik de, merkez bankasının mevduat sigortacısı ve "bankaların bankası" olarak işlev görebilmesiydi. Daha sonra getirilen düzenlemelerle merkez bankasının bu işlevleri kısıtlandı. Ekim 1992'de bankaların prim karşılığı katılabileceği mevduat sigorta sistemi kuruldu. Merkez bankasının "borçlanmada son başvurulacak yer" işlevi ise 30 gün gibi kısa süreli ve belirli miktarda altındaki çek kırma işlemleri dışında kaldırıldı.

Arjantin para kurulu sisteminin fiyatlar, özellikle faizler üzerindeki etkisi çabuk hissedildi. Ocak'ta yüzde 8, Şubat'ta yüzde 27 ve Mart'ta yüzde 11 olan aylık enflasyon oranı, Konvertibilite Kanunu ile birlikte Nisan 1991'de yüzde 5.5, Mayıs'ta yüzde 2.8 ve Haziran'da yüzde 3.1'e düştü. O günden bu yana aylık enflasyon oranı yüzde 3'ü aşmadı.¹⁶

Şekil 3.7'de de görülebileceği gibi 1991'in ilk üç ayında yüzde 15 civarındaki bir ay vadeli peso mevduat faizleri, para kurulu sisteminin yürürlüğe girmesiyle birlikte yüzde 2'lere düştü.¹⁷ Düşük faiz hadleri ve fiyat istikrarı, 1991-1994 döneminde, Ar-

Arjantin para kurulu sistemi,
fiyatları ve faizleri hızla
aşağıya çekti. Büyüme hızı ise,
yıllık %7.5'e ulaştı.

Şekil 3.7
Arjantin'de Aylık
Enflasyon ve
Mevduat Faiz
Oranı



jantin ekonomisinin son on yıl içinde erişemediği yüzde 7.5 yıllık büyüme hızını yakalamasını sağladı.

Arjantin'de enflasyonun düşürülmesindeki başarı kuşkusuz 1990 yılında başlayan ekonomik reformların kümülatif etkisini yansıtıyor. Arjantin hükümeti bütçe açığını kontrol altına alabil-

**Özelleştirilmeyen Arjantin
KİT'lerinde istihdam
%20 oranında azaltıldı.**

mek için gerekli mali önlemleri konvertibilite kanunu yürürlüğe girmeden çok önce, 1990 yılı içinde başlatmıştı. Özelleştirme programı çerçevesinde Arjantin Havayolları ve EnTel (Telefon) gibi dev şirketlerin satış süreci 1990 yılı sonunda başladı. 1994 yılına gelindiğinde Arjantin hükümetinin toplam özelleştirme gelirleri 24 milyar doları aşmıştı. Yeniden yapılanma programı sonucunda, özelleştirilmeyen iktisadi devlet kuruluşlarında istihdam yüzde 20 oranında azaltıldı ve bu kuruluşların harcamaları eskiye göre daha sıkı kontrol altına alındı.

Vergi toplama sistemindeki Dünya Bankası'nın da katkılarıyla gerçekleşen verimlilik artışlarıyla, 1991 yılında bazı vergi kalemlerinde (örneğin Katma Değer Vergisi) iki kata kadar varan artışlar sağlandı.¹⁸ Öte yandan, vadesi gelmiş borç ödemelerinin bütçedeki etkisini zamana yaymak için, 1990 yılında kısa vadeli yüksek faizli tahviller uzun vadeli dolara endeksli tahvillerle değiştirildi. Bütçe harcamalarında yapılan kesintiler, vergi sisteminde yapılan değişikliklerle artan vergi gelirleri ve özelleştirme gelirleriyle, Arjantin hükümeti kamu kesimi borçlanma gereğini (KKBG) azaltmayı başardı. 1980'li yıllarda hükümet bütçesi GSYİH'nin ortalama yüzde 9'u kadar açık verirken, 1991 sonrasında bütçe fazla vermeye başladı. Böylece, Arjantin daha para kuruluna girmeden önce bütçe disiplini sağlayarak para kurulu sistemine düzenli bir geçişi kolaylaştırdı.

Istikrar politikalarının başarısında yabancı sermaye girişleri de büyük rol oynadı.

Arjantin'deki istikrar politikalarının başarısında yabancı sermaye girişleri de önemli bir rol oynadı. 1991-1994 döneminde ekonomik büyüme önemli ölçüde yabancı sermaye tarafından finanse edildi. Ulusal tasarrufların yetersizliği yüzünden ortaya çıkan GSMH'nin yüzde 3'ü düzeyindeki cari açıklar kısa dönemli sermaye girişiyle kapatıldı. Kısa dönemli yabancı sermaye hareketlerinin, Arjantin gibi gelişmekte olan ülkelerde aynı zamanda yeni sorunları da beraberinde getirdiği 1994 sonunda patlak veren Meksika krizi ile ortaya çıktı.

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin riski de büyüktü. 1994'ten itibaren bir yabancı sermaye kaçıışı başladı.

Meksika hükümetinin Aralık 1994'de pesoyu devalüe etmesinin ardından, ABD Merkez Bankasının (Federal Reserve Board) faiz arttırmasının etkisiyle de, son bir kaç yıl içinde Meksika'ya akın etmiş yatırımcılar bir kriz beklentisiyle güvenli piyasalara çekilmeye başladılar. Kısa dönemli yabancı sermayenin kaçışıyla Meksika Merkez Bankası'nın Mart 1994'de 30 milyar dolar civarında bulunan rezervleri, 1994 sonunda 16 milyar dolara düştü. Meksika krizi ancak gelişmiş ülkelerin IMF öncülüğünde hazırladığı 50 milyar dolarlık yardım paketi sayesinde 1995 Ağustos'unda kontrol altına alınabildi. Krizin Meksika'ya maliyeti yüksek oldu. Yıllık enflasyon tek haneli rakamlardan yüzde 50'lere çıkarken, ekonomi 1995'in ilk 9 ayında yüzde 9.6 küçüldü.¹⁹

Meksika'da başlayan kısa vadeli sermaye kaçışları diğer Latin Amerika ülkelerine ve Arjantin'e de sıçradı. Arjantin'in 1994 yılının Aralık ayında 15.7 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz ve altın rezervleri, Mart'ta 10.2 milyar dolara kadar geriledi.

1991-94 yılları arasında yüzde 50'nin üzerinde büyüyen Arjantin mali sektörü ve özellikle küçük bankalar sermaye kaçışlarından en çok etkilenen kesim oldu. Bankacılık sektörü büyük çapta mevduat kaybına uğradı. Dolar ve peso mevduat toplamı, 10 Aralık 1994'deki 45.1 milyar dolarlık düzeyinden, 15 Mayıs 1995'de 38.2 milyar dolara kadar geriledi. Banka sektörünün mevduatındaki bu düşüş, Nisan'da isteğe bağlı özel mevduat garanti sisteminin yürürlüğe girmesi ile birlikte yavaşlarken, 1995 yılı başında sayıları 206'yi bulan finans kurumları, iflas ve birleşmelerle daralarak Nisan ayında 166'ya düştü.

Arjantin hükümeti sermaye kaçışının yarattığı ani parasal daralmayı bankacılık sektörüne acil kredi sağlayarak önlemeye çalıştı. Bir taraftan munzam karşılık oranları azaltılırken, Konvertibilite Kanunu'na daha önce konmuş bir maddeden yararlanılarak, dolara endekli devlet tahvillerinin toplam rezervler içindeki payı yüzde 20'ye çıkarıldı. Bütün bu önlemlere rağmen, rezerv kaybını tersine çevirmek için IMF ile yapılan 2 milyar dolarlık stand-by anlaşması gerekti.

Dört yıllık başarılı bir istikrar programından sonra, kendi kontrolü dışındaki uluslararası gelişmelerden kaynaklanan bir mali kriz yaşayan Arjantin ekonomisi 1995'de yüzde 1.6 küçüldü. Arjantin deneyimi, para kurulu sistemindeki bir ekonominin muhtemel dış şoklara karşı tepkisini ve alınan riskleri göstermesi açısından önemlidir.

Arjantin deneyiminden çıkarılacak dersleri kısaca üç başlık altında özetleyebiliriz:

Birincisi, Arjantin deneyimi, ekonomik reformların uygun zamanlamasının reformların başarısı için ne kadar önemli olduğunu gösterdi. Arjantin ekonomik istikrarı, yapısal reformlarla bütçeyi denkleştirmekle sağladı. Para kurulu daha sonradan bu reformların kalıcı olduğuna dair bir güvence unsuru olarak getirildi.

İkincisi, para kurulunun gerektirdiği sabit kur uygulaması bu katkılar kadar, ekonomik istikrarı tehdit edebilecek unsurları da içinde barındırmaktadır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu ortaya çıkan cari açık, başlangıçta kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ile karşılanabiliyordu. Bu sürecin devam edemeyeceği Meksika kriziyle ortaya çıktı. Şu anda Arjantin'in ikilemi, para kurulunu kaldırmadan ya da devalüasyon yapmadan aşırı değerlenme sorununa çözüm bulmaktır.

Arjantin ekonomisi, dört yıllık başarılı bir istikrar programından sonra, bir mali krize girdi.

Son olarak, Arjantin deneyimi bize ekonomik reformlar sonucunda kalıcı istikrarın yerleşmesinin çok zaman aldığını ve para kurulu gibi kurumsal düzenlemelere rağmen, güven ortamının dış şokların da etkisiyle çabucak kaybolabildiğini gösteriyor.

Para Kurulunun Muhtemel Faydaları ve Sorunları

Önceki bölümlerde, para kurulunun işlevleri, sistemin çalışma ilkeleri ve bazı ülkelerdeki para kurulu deneyimlerini inceledik. Bu bölümde ise para kurulu sistemi ile merkez bankası sisteminin karşılaştırmalı bir analizini sunuyoruz. Bu karşılaştırmalı analizin nedeni para kurulunun son yıllarda kronik enflasyon sorununu çözmekte zorlanan ülkelere merkez bankasına alternatif bir kurum olarak önerilmesidir. Daha önce de birkaç kez belirttiğimiz gibi, merkez bankası düzeninden para kuruluna geçişle bütçe açıklarının monetizasyonu imkânsızlaşır. Arjantin ve Estonya deneyimlerinde gözlediğimiz para kurulu, makro ekonomik politikalarda ciddi kısıtlamalarla beraber bazı maliyetler de getirecektir.

Para kurulu sisteminin güçlü ve zayıf yanlarını, değişik ekonomik koşullardaki etkilerini ve bu rejimde ekonominin iç ve dış şoklara karşı nasıl kontrol edileceğini ayrıntıyla incelemekte fayda görüyoruz. Bu analiz, yukarıda özetlediğimiz çeşitli ülke deneyimleriyle birlikte ele alındığında bize Türkiye'deki olası bir uygulamanın sonuçları hakkında bazı ipuçları verecektir.

4.1 Para Kurulu Sisteminin Faydaları

Merkez Bankası'nın politik süreçten bağımsız bir kurum olarak kalamadığı veya özerkliğini koruyamadığı ülkelerde, para kurulunun merkez bankasına göre avantajlarını kabaca üç ana başlık altında toplayabiliriz:

- i) Makroekonomik disiplinin sağlanması,
- ii) Otomatik dış ödemeler dengesi mekanizmasının kurulması,
- iii) Ulusal paraya güvenin tekrar sağlanması.

Bu avantajların ayrıntılı tartışmasını bazı ülke örnekleriyle aşağıda sunuyoruz.

i) Makroekonomik Disiplin

Değişik ülkelerde yaşanan yüksek enflasyon ve hiperenflasyon dönemleri incelendiğinde, enflasyonun ana sebebinin bütçe açıkları ve bu açıkların finansman yöntemi olduğu görülür. Siyasi iktidarlardan bağımsız olamayan merkez bankası sistemlerinde, bütçe açıklarının önemli bir kısmının merkez bankası tarafından para yaratılarak finanse edildiğini görüyoruz. Bu politikaların yarattığı dengesizliklerin maliyeti, enflasyonun hızla kontrolden çıkmasıdır. Örneğin, 1984 yılında Bolivya hükümetinin faiz-

Kronik enflasyon sorununu çözmekte zorlanan ülkelerde, merkez bankasına alternatif olarak önerilen para kurulu sistemi, bazı maliyetleri de beraberinde getirmektedir.

Para kurulunun başlıca üç yararı vardır: makroekonomik disiplinin, dış ödemeler dengesinin ve ulusal paraya güvenin sağlanması.

dışı bütçe açığı GSYİH'nın yüzde 23.5'ine eşitti. Bu miktarın yaklaşık yüzde 90'ını merkez bankası karşılamıştır. Sonuçta, 1984 yılında yüzde 1,281 olan enflasyon oranı bir sene sonra yüzde 11,750'ye yükselmiştir.²⁰

Para kurulunun getireceği disiplin, yeterli yasal güvenceye sahip para otoritesinin senyoraaj gelirini kaldırarak hükümeti bütçe sınırlarında kalmaya zorlamasından kaynaklanır. Sargent ve Wallace'ın (1981) "Nahoş Monetarist Aritmetik"ine göre hükümetler bütçe açıklarını er ya da geç kontrol altına almak zorundadır. Bu, iki yolla gerçekleştirilebilir. Birincisi, para otoritesinin yetkisini bütçe otoritesinin, yani hazinenin üzerinde tutmak. İkincisi ise, bütçe açıklarından doğan borcun yönetimini para otoritesine bırakmaktır. Para kurulu, birinci yolun yasal olarak kabul edilmesi demektir.

Bütçe açıkları kapatılmadan istikrar politikalarının kalıcı bir çözüm üretemeyeceğini kavrayan bir siyasi irade, para kurulu sistemine geçişle birlikte, ve belki de daha önceden, maliye politikalarında köklü değişikliklere giderek enflasyonun ardındaki ana unsur ortadan kaldırabilir. Arjantin örneğinde olduğu gibi, hükümetlerin bu seçimi makroekonomik disiplin ve istikrarı kısa sürede sağlayabilir.

Para kurulu sisteminde, bütçe disiplini bir kez sağlandıktan sonra, populist politikalara geri dönmenin iktidarlar açısından siyasi maliyeti yüksek olur.

Para kurulu, daha sonra işbaşına gelecek hükümetlerin değişik nedenlerle bütçe açığı vermesini engelleyemez. Hatta populist politikaları da doğrudan etkileyemez. Fakat para kurulu sisteminde, bütçe disiplini bir kez sağlandıktan sonra yeniden sorumsuz politikalara dönmenin ve bu politikalarda ısrar etmenin siyasi maliyeti hükümetler için daha yüksek olabilir.

Para kurulu sistemi, parasal finansman yolunu kapatarak hazinenin borç kapasitesini piyasaların belirlemesini sağlar. İç piyasalarda hükümetin borç talebi arttıkça, hükümet daha yüksek reel faiz vermek zorunda kalacaktır. Öte yandan, dış piyasalarda borçlanma kapasitesine yaklaşıldıkça hükümet giderek artan risk primi ödemek zorunda kalacaktır. Sonuçta her iki piyasada da borçlanma maliyeti artacaktır. Kronik bütçe açığının devamı durumunda uluslararası piyasalar kredi sınırlamalarına gidecek ve hükümetin dış borç bulması imkânsızlaşacaktır.²¹

Hükümetin, kredibilitesinin giderek düşmesine rağmen, makroekonomik disiplin sağlanmadan iç ve dış piyasalarda borçlanmada ısrar etmesi para kurulu sisteminin çökme tehlikesini getirebilir. Hükümetin giderek artan faizlerle borçlanarak tasarruflara el koyması, özel kesim yatırımlarını azaltacak ve uzun vadeli büyüme potansiyelini düşürecektir. Kısa vadede hükümetin harcamalarla sürdürdüğü fazla talep yüzünden enflasyon kontrol altına alınamayacaktır.

Öte yandan, yüksek enflasyona rağmen döviz kurunun sabit olması, ulusal paranın aşırı değerlenmesine, büyük çaplı dış öde-

meler dengesi açığına ve para arzında daralmaya kadar uzanan etkiler zincirini yaratacaktır. Bu zor şartlara rağmen hükümet hâlâ borçlanma imkânına sahip ise, bütün bu gelişmeler para kurulunun rezervlerinin tükenmesine ve sabit döviz kurunun desteklenemez bir duruma gelmesine, bir başka deyişle para kurulu sisteminin çökmesine kadar uzanabilir.

Para kurulu ve merkez bankası sistemlerinde sorumsuz mali politikalar değişik sonuçlar yaratır. Para kurulu düzeninde sorumsuz mali politikalar, hükümetleri merkez bankası sistemine göre daha çabuk iflasa götürür. Merkez Bankası düzeninde ise, para basarak borçlarını nominal değerinde ödeyebilen hükümet sonuçta hiperenflasyonu getirir. Hükümetlerin borçları ödemek yerine hiperenflasyonu tercih etmeleri, devlet borcunu resmen ödememenin siyasi maliyetinin hiperenflasyona göre çok daha ağır olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla para kurulu sisteminin çöküşünde sorumluluk saklanamayacağından, siyasi maliyetin sorumlu hükümet için daha ağır olacağını düşünüyoruz.

ii) Ödemeler Dengesi

Gelişmekte olan ülkelerin önemli sorunlarından birisi, ödemeler dengesinin sürekli olarak açık vermesi ve belirli aralıklarla ortaya çıkan ödemeler dengesi krizlerinin ülke ekonomisinde yarattığı daralmalardır. 1982'de patlak veren dış borç krizi sonrasında, uluslararası piyasalardan borçlanma imkânları oldukça azalan birçok Latin Amerika ülkesi, dış ödemeler dengesi açıklarını GSMH'da yüzde 5-6'ya kadar varan daralmalarla kapatabildi. Ödemeler dengesi krizinin nedeni, bu ülkelerin izledikleri tutarsız para ve bütçe politikalarıydı.

Hükümetin gerekli bütçe disiplini kurmakta ayak diremesi, para otoritesinin para ve kur politikalarıyla enflasyonun kontrolünü engeller. Enflasyonun istenen hızda düşmemesi sonucu ulusal para değerlenirken, ödemeler dengesi bozulur ve rezervler azalır. Para arzının rezerv kaybına paralel olarak azalması gerekirken, merkez bankasının rezerv kayıplarını sterilize etmesi sonucu iç talepte gereken daralma gerçekleşmez. Sonuçta ödemeler dengesi açığı kapanmaz ve bir noktada kur politikaları çöker ve krize dönüşür. Makro dengeler, IMF gözetimi altında, devalüasyonu da kapsayan bir istikrar paketiyle yeniden kurulmaya çalışılır.

Türkiye'de 1994 yılında yaşanan ve Latin Amerika'da benzerleri sık görülmüş olan krizin altında yatan olgu, bu basit ve çok bilinen dinamiklerdir. Enflasyonu düşürmek için kurlar kontrol altında tutulurken, Türk lirası 1989 yılından itibaren değerlenmiş; ihracat yavaşlarken genişleyici bütçe politikalarıyla ve reel ücretlerin hızla yükselmesiyle iç talep kamçılanmış; ve ithalât

Para kurulu ve merkez bankası sistemlerinde sorumsuz mali politikalar, değişik sonuçlar yaratır.

Hükümetlerin gerekli bütçe disiplini kurmaması sonucu, ödemeler dengesi açığı kapanmaz ve bir noktada kur politikaları çökerek krize dönüşür.

Ülkede bozulan makroekonomik dengeler, çok daha önce gelmesi gereken 5 Nisan 1994 istikrar paketini zorunlu kılmıştır.

sürdürülemez boyutlara ulaşmıştır. 1989'da Türk lirasının zamanından önce konvertibiliteye geçmesi sonucu kısa vadeli sermaye girişleri ödemeler dengesinde çıkması muhtemel bir krizi ertelerken, ekonominin beklenmeyen şoklara olan direncini azaltmış ve çıkacak bir krizin boyutlarını büyütüştü. Sonuçta ülkede bozulan makroekonomik dengeler hükümeti çok daha önce gelmesi gereken noktaya getirmiş ve 5 Nisan 1994 istikrar paketini uygulamaya zorlamıştır.

Türkiye dahil, gelişmekte olan pek çok ülkede değişik aralıklarla krizle sonuçlanan kronik dış ödemeler dengesi açıkları para kurulu sisteminde sürdürülemez. Dış denge kendiliğinden sağlanır. Sabit döviz kuru altında ödemeler dengesi açıkları, özel sektör ve bankacılık kesiminin sermaye transferi için para kurulundan döviz çekmeleri sonucunda, para kurulunun rezervleri azalır ve emisyon daralır. Para arzındaki bu daralmayla birlikte iç piyasada faizler artar. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestliği (finansal liberalizasyonun gerçekleştirilmiş olması) varsayımı altında, ulusal faizlerdeki artış kısa dönemli yabancı sermayeyi cezbetmeye başlar. Faizdeki artışın bir diğer sonucu da iç talebin daralması olacağı için, fiyatlar üzerinde bir baskı oluşur. İthalât azalırken ihracat artar. İhracattaki artış, ithalâttaki azalma ve yabancı sermaye girişiyle birlikte ödemeler dengesi yeniden sağlanır.²²

Arjantin ve Türkiye gibi ekonomilerde, ödemeler dengesindeki otomatik uyum mekanizması daha yavaştır.

Buna rağmen, para kurulu sisteminde ödemeler dengesinin krize girme ihtimali düşüktür.

Ödemeler dengesindeki otomatik uyum mekanizmasının çalışması yerel fiyatların esnekliğine bağlıdır. Hong Kong, Singapur ve Estonya gibi dışa-açık ve küçük ülkelerde dış ticarete, dolayısıyla rekabete, tâbi olan malların GSMH içindeki payı daha yüksek olduğundan, ödemeler dengesi açıkları bu ülkelerde sabit kur rejimiyle daha kolay kapanır. Arjantin ve Türkiye gibi orta büyüklükteki ve nisbeten daha az açık ekonomilerde ise otomatik uyum mekanizması daha yavaş çalışır. Buna rağmen, para kurulu sisteminde ödemeler dengesinin krize girme ihtimalinin bugünkü düzene göre daha az olacağını düşünüyoruz.

Para kurulu sisteminin ödemeler dengesi üzerindeki olumlu bir yan etkisi de, makroekonomik disiplinle sağlanan ücret, fiyat ve döviz kuru istikrarı sonucunda hem dış ticaret hacminin genişlemesi, hem de ihracat ve ithalâttaki dalgalanmaların azalmasıdır. Öncelikle döviz kuru dalgalanmalarının asgariye indirilmesi, ihracat ve ithalât fiyatlarının dalgalanmasını azaltacak, bu da, şirketlerin fazla risk almadan uzun dönemli dış ticaret bağlantıları yapmalarına imkân sağlayacaktır. Uzun dönemli ticaret ilişkileri uluslararası piyasalarda rekabet gücünün de artmasına katkıda bulunacağı için sonuç ihracatı da olumlu etkileyecektir.

Para kurulu, pasiflerinin tamamı karşılığında yabancı varlıklar bulundurarak ulusal paranın konvertibilitesini garanti eder.

iii) Ulusal Paraya Güven

Para kurulu, pasiflerinin tamamının karşılığı olarak rezerv pa-

ra ve rezerv para cinsinden yabancı varlıklar bulundurmakla ulusal paranın konvertibilitesini garanti eder. Yüksek ve kronik enflasyon altında yaşamaya alışmış pek çok gelişmekte olan ülkede, para tabanının yabancı varlık rezervleriyle desteklenmesi, ulusal paraya olan güveni yeniden sağlayarak dövize kaçış sürecini tersine çevirecektir. Yurtdışında ve "yastık altında" tutulan tasarrufların geri dönmesi mali sistemi derinleştirirken, devalüasyon beklentilerinin azalmasıyla risk primi, yani faizler düşecektir.

Derinleşmenin sağladığı maliyet düşüşleri, kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı azaltırken, düşük maliyetli kredi kullanma olanağını elde eden özel sektör yüksek enflasyon döneminde azalan yatırımlarını artırır.

Konvertibiliteyle ulusal paraya karşı yeniden sağlanan güven, makroekonomik disiplinin yerine oturmasıyla zaman içinde ekonomik kurumlara ve politikalara yönelik bir güvene dönüşür. Ortaya çıkan güven ortamında hükümet uzun vadeli borçlanma imkânı bulur. Hükümetin iç ve dış piyasalarda ödediği risk primi, ve dolayısıyla borç faizleri düşer. Türkiye gibi, bütçe gelirlerinin önemli bir kısmı faiz ödemelerine giden ülkelerde, faiz oranlarında düşüş eğilimi ve uzun vadeli borçlanma imkânı, bütçede önemli ölçüde tasarruf sağlar.²³

Güven ortamı, uzun vadeli borçlanmaya olanak sağlar.

Tablo 4.1 Arjantin - Bütçe Dengesi (GSMH'ya oranı, %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Faiz Dışı Denge						
-Özelleştirme hariç-	1.0	1.4	0.5	1.4	2.0	0.9
Özelleştirme gelirleri	0.0	0.2	1.2	0.8	0.2	0.2
Faiz Dışı Denge						
- Özelleştirme dahil	1.0	1.6	1.7	2.2	2.2	1.1
Faiz Ödemeleri	4.8	3.2	1.7	1.7	1.1	1.2
Bütçe Dengesi	-5.8	-1.6	0.0	0.5	1.1	-0.1

4.2 Para Kurulu'nun Getireceği Muhtemel Sorunlar

Para kurulu, ekonomiye olumlu katkılarının yanı sıra bazı sorunları da beraberinde getirir. Bunların bir kısmı yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde karşılaşılan sorunlar, bir kısmı da para kurulu sisteminin yapısından kaynaklanan sorunlardır. Bu sorunları beş başlık altında toplayabiliriz: (i) Ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi, (ii) Senyoraj gelirinde azalma, (iii) Kısa dönemli makroekonomik yönetimin zorluğu, (iv) Uluslararası konjonktür ve ödemeler dengesi ve (v) Kuruluş aşamasında gerekli döviz rezervleri.

Para kurulu ile doğabilecek sorunların başında, ulusal paranın aşırı değerlenmesi gelir.

i) Ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi

Para kurulu sistemiyle birlikte yürürlüğe konan başarılı bir istikrar programı sonucu yüksek enflasyon ve bütçe açıkları ortamından, düşük enflasyon ve mali disiplin ortamına geçen bir ekonomide, ortaya çıkabilecek sorunların başında ulusal paranın aşırı değerlenmesi gelir. Aşırı değerlenme sorunu, para kurulu- nun yüksek enflasyonlu bir ülkeye sabit döviz kuru esasını getirmesinden kaynaklanır.²⁴

Yüksek kronik enflasyonlu bir ülkede para kurulu sistemine geçişle birlikte enflasyonun kısa bir süre içinde rezerv ülkedeki enflasyon seviyesine düşmesini beklemek fazla iyimserlik olur. Bugüne kadar sabit kura dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerin hiçbirinde böyle bir başarı gerçekleşmedi.

Nominal çıpa olarak kullanılan döviz kuru enflasyon sürecini etkileyen önemli faktörlerden sadece birisidir. Sabit döviz kuru uygulamasına rağmen, dış ticarete tâbi olmayan malların fiyatları, beklentiler, endeksleme ve yürürlükte olan toplu sözleşmelerle belirlenmiş ücretler enflasyonun süratle düşmesini engelleyebilir.²⁵

Kronik enflasyonun ataletinin kırılması oldukça zor, fakat imkânsız değildir. Para kurulu sistemiyle birlikte yürürlüğe giren bütçe önlemleri sonucunda iç talep azalır. Fiyatlar üzerinde oluşacak baskı, enflasyon beklentilerini düşürecek ve endekslemeye rağmen bir sonraki dönem enflasyonu daha düşük gerçekleştirecektir. Ancak enflasyondaki düşme bir anda gerçekleşmez. Zaman içinde dereceli bir düşme eğilimi gözlenir.

Yüksek ve kronik enflasyonun kısa sürede düşürülmesini zorlaştıran enflasyon dinamiği, hiperenflasyon ortamında enflasyonun daha hızlı kontrol altına alınmasını sağlar. Hiperenflasyon ortamında her alana hakim olan belirsizlik sonucu sözleşmelerin süresi giderek kısalmıştır. İşçi ve işveren sendikaları bir-iki aydan fazla geçerli olacak sözleşmelere girmezler. Kısa süreli sözleşmeler ve geleceğe dönük oluşturulan beklentiler hiperenflasyonun kontrolünü kolaylaştırıcı etkenlerdir. İstikrar tedbirlerinin yürürlüğe girmesiyle birlikte, fiyat ve ücret artışları yeni enflasyon hedefi temel alınarak yapılır; bu da enflasyonun aşağıya çekilmesini kolaylaştırır.

Hiperenflasyon dönemlerinde, istikrar önlemleri yıllık enflasyon oranını %20-30 gibi seviyelere düşürmekte başarılı olmuştur.

Bugüne kadar yaşanan hiperenflasyon dönemlerinde, istikrar önlemleri yıllık enflasyon oranını kısa sürede yüzde 20-30 gibi orta seviyelere düşürmekte başarılı olmuştur. Ancak, enflasyonun bu platonun daha da aşağılara düşürülmesi kronik enflasyon episodları sonrasında görüldüğü gibi, birkaç yıllık bir sürede gerçekleşmiştir. Sonuçta, aşırı değerlenme sorunu Arjantin örneğinde de olduğu gibi bu ülkelerde de tamamen ortadan kalkmaz.

Sabit döviz kuru uygulamasının başlangıcıyla enflasyonun rezerv ülkedeki düzeylerine çekilmesi arasında geçen sürenin

uzunluğu ve ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi, yerli ürünlerin iç ve dış piyasalardaki rekabet gücünü kaybetmesine ve ödemeler dengesinde büyük boyutlara varan açıklara yol açar. Enflasyonun düşüşü ne kadar yavaş gerçekleşirse, aşırı değerlenme sorunu da o kadar ağır olur.

Arjantin ve ABD'deki enflasyon oranları arasındaki farkın bir sonucu olarak, 1991-1994 arasında Arjantin pesosunun yüzde 40 reel değer kazanması Arjantin'in dış ticaret rakamlarına da yansımıştır. 1991 yılında sadece 672 milyon dolar olan cari açık, 1994 yılında 10 milyar doları bulmuştur. Dört yıl içinde ithalât neredeyse üçe katlanırken, ihracattaki artış yüzde 30 civarında gerçekleşmiştir (Tablo 3.2). Aşırı değerlenme ve cari açık önümüzdeki yıllarda da Arjantin ekonomisinin en büyük sorunu olmaya adaydır. Meksika krizinden sonra başlayan sermaye kaçışları cari açıkların süremeyeceğini göstermiştir.

Aşırı değerlenmeye karşı bazı çözümler önerilebilir. İlk önerilebilecek çözüm, istikrar sürecine yüksek dozda bir devalüasyonla (maksidevalüasyon) başlamaktır (Williamson, 1995). Maksidevalüasyonla, başlangıçta reel değerinin altında tutulan ulusal para, enflasyon farklarıyla zaman içinde gerçek değerine erişecektir.²⁶

İkinci bir çözüm, Osband ve Villaneuva (1992)'nin önerisidir. Bu öneri, döviz kurunun para kurulu sistemine geçilir geçilmez sabitlenmesi yerine, devalüasyonun önceden halka duyurulacak bir takvime göre zamana yayılarak azaltılması ve bu zaman dilimi sonunda sabit kura geçilmesidir. Bu öneri 1970 ve 1980'lerde Şili, Arjantin, ve Uruguay tarafından yürürlüğe konulan tablita uygulamasına benzer. Bu önerinin uygulanmasındaki sorun, zaman içine yayılan devalüasyonun enflasyondaki düşmeyi ne kadar yavaşlatacağını kestirmenin güçlüğüdür.

Sonuç olarak, aşırı değerlenme, Arjantin gibi bütçe açıklarını başarıyla kontrol altına almış bir ülkede dahi krize yol açabilecek kadar ciddi bir sorun olabilmektedir. Bütçe açıkları sorununu çözmeden para kuruluna geçmek, aşırı değerlenmeyi sistemin çökmesine neden olacak boyutlara getirebilir.

ii) *Senyoraj Geliri*

Artan para talebini, merkez bankası yeni para basarak karşılar. Merkez bankasının piyasaya para sürmesiyle devlet kazançlı çıkmaktadır. Karşılıksız (fiat) para döneminde, kâğıt para basmanın maliyeti nominal değerine göre çok düşüktür. Aradaki fark, devletin senyoraj geliridir. Merkez bankasından para kuruluna geçişle birlikte, devlet para basma tekelinden kazandığı senyoraj gelirini kaybedebilir. Daha doğrusu, para kurulu rezervlerini bir başka ülkenin parası cinsinden tutmakla, özel kesimden aldığı senyoraj gelirinin bir kısmını veya tamamını rezerv para ülkesinin merkez bankasına hibe etmiş olur.

Enflasyonun düşüşü ne kadar yavaş gerçekleşirse, paranın aşırı değerlenmesi sorunu da o kadar ağır olur.

Aşırı değerlenme, Arjantin gibi bütçe açıklarını başarıyla kontrol altına alan bir ülkede bile krize yol açabilir.

Karşılıksız para basma döneminde, kâğıt para basmanın maliyeti ile paranın nominal değeri arasındaki fark, devletin senyoraj geliridir.

Para kurulu, senyoraj gelirlerinde önemli bir kayba yol açabilir.

Senyoraj gelirindeki kaybın her yıl gerçekleştiği düşünülürse, uzun vadede gelir kaybı büyük rakamlara ulaşabilir. Bu karamsar tablo para kurulunun rezervlerinin boş tutulduğu varsayımına dayanmaktadır. Oysa para kurulu, rezervlerinin bir kısmını hayli likit ve güvenilir aktiflere yatırarak faiz geliri elde edebilir.

Öte yandan, yatırım gelirlerinin vazgeçilen senyoraj gelirden az olma ihtimali yüksektir. Para kurulu, döviz talebindeki beklenmedik artışları karşılayabilmek için rezervlerinin önemli bir kısmını rezerv para olarak bulundurur. Hükûmete ve para kuruluna karşı güven ortamı oluşana dek her an dövize kaçış ihtimali olacaktır. Hattâ, bazı durumlarda piyasalat para kurulunu ve hükûmetin kararlılığını sınavacaklardır. Bu yüzden, para kurulu sistemine geçişten hemen sonraki dönemde, rezervlerin tamamını nakit olarak tutmak gerekebilir.²⁷

Senyoraj gelir kaybı küçük ekonomilerde daha azdır. Genelde küçük ülkeler açık ekonomilerdir. 5.8 ve 2.8 milyon nüfuslu Hong Kong ve Singapur'da ithalat GSMH'dan fazladır. Bir geçiş ekonomisi olan Estonya'da bile, ithalatın GSMH'ya oranı 1994 yılında yüzde 75'e ulaşmıştır.

Çoğu ülkenin yaklaşık 3-4 aylık ithalatı karşılığı döviz rezervleri tuttuğunu varsayarsak, dışa açık ekonomilerde ithalatın finansmanı için en az GSMH'nın yüzde 10-20'si kadar rezerv gerekir. Görece büyük ve kapalı ekonomilerde ise ithalatın GSMH'ya oranı yüzde 10-15 civarındadır. Bu ekonomilerde ithalat için gerekli rezervler, takriben GSMH'nın yüzde 2.5-5'ine karşılık gelir.²⁸

Merkez bankası sisteminde, karşılıksız para basımı önemli miktarda senyoraj geliri sağlar.

Merkez Bankası sisteminde, hükûmet karşılıksız banknot basarak, yani parasal tabanı genişleterek hiç de küçümsemeyecek miktarda (GSMH'nın yüzde 5-10'u) bir senyoraj geliri elde edebilir. Pek çok ülkede para tabanının GSMH'ya oranı yüzde 4-40 arasında değişirken, ortalama rakam yüzde 10-15'dir. Bir başka deyişle, para kuruluna geçen bir ülke, para tabanı karşılığı olarak GSMH'nın yüzde 10-15'i civarında döviz rezervleri bulundurmak zorundadır.

Bu hesaba göre dışa açık ve küçük ekonomilerde ithalatın finansmanı için gerekli döviz rezervleri takriben para tabanına eşittir. Para kuruluna geçişten doğan ek senyoraj geliri kaybı önemsiz bir miktardır.

Görece kapalı ekonomilerde para kurulunun merkez bankasına göre GSMH'nın yüzde 7.5-10'u kadar ek döviz rezervi tutması gerekebilir. Bu yüzden karşılıksız para basma yetkisi elinden alınan hükûmetin senyoraj gelir kaybı daha büyük olur.

iii) Kısa Dönemli Makroekonomik Yönetimin Zorluğu

Kısa dönemli konjonktürel dalgalanmalara (business cycles) karşı etkin bir araç olan para politikaları, gelişmekte olan ülkele-

rin çoğunda asıl amaçlarından saptırılmış ve merkez bankasının para basma tekeli kamuya finansman sağlamak için kullanılmıştır. Bu keyfi uygulamalara karşı önerilen para kurulu sistemi, para politikalarını tamamen devre dışı bırakır. Konjonktürel dalgalanmaların kontrolü bütçe politikalarına kalır. Fakat hükümet harcamaları, vergiler ve yatırım teşvikleri gibi bütçe politika araçları bütçede değişiklikler gerektirdiği için, para politikaları kadar hızlı devreye sokulamaz. Ayrıca bu araçlar ekonomiyi para politikası araçlarına göre daha gecikmeli etkiler.

Para kurulu sisteminde diğer bir sorun da hükümetin gerektiğinde doğrudan mali piyasalara müdahale etme imkânının sınırlı olmasıdır. Yerel faiz oranlarının rezerv ülkedeki faizlerin etki alanına girmesi hükümetin mali piyasalarda ortaya çıkabilecek spekülâtif balonları kontrol etmesini zorlaştırır.

Bu tür bir durum 1990'ların başında Hong Kong'da faiz oranlarının ABD'deki ekonomik durgunluk sırasında düşen faiz oranlarını takip etmesiyle yaşandı. Bu sırada Hong Kong mali piyasalarında spekülâtif bir dönem yaşanıyordu; menkul ve gayrimenkullerin değerleri hızla artmaktaydı. Para kurulu sistemindeki Hong Kong hükümetinin yerel faizleri etkileyememesi borsa ve gayrimenkul piyasalarında Japonya'da olduğu gibi çalkantılara yol açtı. Piyasalar istikrara aradan ancak üç yıl geçtikten sonra, ABD faiz oranlarının yükselmesiyle kavuştu.

Para kurulu sisteminde hükümet, kısa vadeli konjonktürel dalgalanmalara karşı kısmî para politikalarını dolaylı olarak kullanabilir; bütçe fazlası vererek yaratacağı döviz rezervlerini bu amaca yöneltebilir; ve gerektiğinde de bu döviz rezervlerini para kuruluna satarak piyasadaki para arzını arttırmak yoluna gidebilir. Hükümet bu rezervleri acil harcamaları için kullanabileceği gibi, "borçlanmada son başvuru yeri" olarak para talebindeki ani artışları da bunlarla karşılayabilir.

Hükümetin sınırlı döviz rezervleriyle girişeceği bu kısmî para politikasının etkisi merkez bankası sisteminden çok daha kısıtlıdır ve zor biriktirdiği döviz rezervlerini kolayca tüketmesine yol açabilir.

Öte yandan, hükümetin ekonomiyi daraltıcı bir para politikası izlemek için elindeki araçlar yetersizdir. Sadece bu amaçla elinde yerel para bulundurmasının maliyeti ise çok yüksek olacaktır. Ekonomik dalgalanmaları kontrol edebilmek amacıyla hükümet bütçe politikaları ve dış borçlanmayı kullanabilir. Hazine dış borçları erken ödeyerek parasal tabanı küçültebilir; dış borç alarak da rezervleri, dolayısıyla parasal tabanı, genişletebilir.

iv) Uluslararası Konjonktür ve Ödemeler Dengesi

Para politikalarının devre dışı kalması, uluslararası konjonktürden kaynaklanan ekonomik dalgalanmaların kontrol altına alınmasını güçleştirir.

*Para kurulu sisteminde,
hükümetin gerektiğinde mali
piyasalara doğrudan müdahale
imkânı kısıtlıdır.*

Para politikalarının devre dışı kalması, uluslararası konjonktürden kaynaklanan ekonomik dalgaların kontrolünü güçleştirir.

Olumlu yönlerine karşın, kısa dönemli dış sermaye akımı geliştirmekte olan ekonomileri dış şoklara daha duyarlı yapar.

Geçtiğimiz on yıl zarfında uluslararası özel sermaye hareketleri büyük önem kazandı. Bu dönemde izlenen mali liberalizasyon politikaları sonucunda, gelişmekte olan ülke sermaye piyasaları, gelişmiş ülke yatırımcılarına yüksek getirili yatırım olanakları sundu. Gelişmiş ülkelerdeki likidite bolluğunun da yardımıyla, 1989-1994 yılları arasında 160 milyar doları bulan kısa vadeli yabancı sermaye aktı.

Yabancı özel sermaye; Latin Amerika, Uzak Doğu ve diğer gelişmekte olan ülkelerde ek kaynak yaratmıştır. Latin Amerika ve Uzak Doğu bu kaynakları farklı kullanmışlardır. Öte yandan Latin Amerika'da bu fonlar daha çok tüketim harcamalarını ve özellikle de tüketim malları ithalini finanse etmekte kullanılırken, Uzak Doğu'da ise yatırımların ve ihracat kapasitesinin artışı desteklemiştir.

Bütün olumlu yanlarına rağmen, kısa dönemli sermaye akımı geliştirmekte olan ülke ekonomilerini dış şoklara karşı daha duyarlı hâle getirmiştir. Sermaye hareketlerinin eriştiği büyüklük ve hız ekonomi yönetiminde yeni sorunlar yaratmaktadır. Para kurulu altında ekonominin iç dengelerini dış dengelerden yalıtmanın imkânı yoktur. Beklenmedik düzeyde sermaye hareketlerini sterilize ederek kısa dönemde ekonomideki etkilerini yumuşatmak para kurulu sisteminde imkânsız, hiç değilse oldukça zordur.

Tam kapasiteye yaklaşmış bir ekonomide sermaye girişlerinin yaratacağı parasal genişleme enflasyonist baskıya yol açar. Öte yandan, hükümetin elinde ülkeden sermaye çıkışını yavaşlatacak bir araç olmadığı için, yabancı sermayenin ülkeyi terketmeye başlamasıyla birlikte rezerv kaybına uğrayan finans sektörü, hızlı bir daralmaya girecektir. Sonuçta, para arzında meydana gelen daralma reel sektöre de yansır. Örneğin, Meksika kriziyle başlayan sermaye kaçışlarının Arjantin ekonomisinde yarattığı güçlükler üçüncü bölümde değinmiştik.

v) Kuruluş Aşamasında Gerekli Döviz Rezervleri

Merkez Bankası döviz rezervlerinin para tabanını destekleyebilecek düzeyde olmaması, para kuruluna geçişte sorun olabilir. Hükümet para tabanını desteklemek için gerekli döviz rezervlerini nasıl sağlayacaktır?

Merkez Bankasının net dış varlıklarının para tabanını karşılamakta yeterli olmaması durumunda bazı çözüm yolları önerilebilir. Birincisi, merkez bankası'nın döviz yükümlülükleri yeterince uzun vadeli ise, ortodoks ilkelere feragat edip, brüt döviz varlıklarına bakılabilir (Bennett, 1994). Ancak, net döviz varlıklarının mümkün olan en kısa sürede tam karşılık için yeterli düzeye getirilmesi gerekir.

Bir başka çözüm, hükümetin gerekli net döviz varlıklarını uluslararası piyasalardan, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası

sı kuruluşlardan kredi olarak sağlamasıdır. Ülkesine göre bu rakam çok yüksek olabilir. Bu fonun uluslararası piyasalarda kredibilitesi yüksek olmayan bir hükûmete hangi şartlarda verileceğini kestirmek zordur. Ayrıca, bu fonlar hibe değil borç oldukları için, ileride ödenmeleri zorunludur ve o zamana kadar para kurulunun net rezervlerini nasıl arttıracığı açık değildir.

Başlangıç döviz rezervlerinin yaratılması dışa açık, küçük ülkelerde daha kolay olabilir. Yukarıda değindiğimiz gibi, dışa açık, küçük ülkelerin ithalât finansmanı için buldukları döviz rezervleri para tabanı karşılığı olarak gereken döviz rezervi miktarına oldukça yakındır. Karşılık döviz rezervlerinin yaratılması, ithalâtın finansmanı için tutulan rezervlerin para tabanından daha az olduğu büyük ve görece kapalı ekonomilerde oldukça zordur.

Bazı özel durumlarda, özellikle reel para tabanının çok azaldığı ülkelerde para kuruluna geçiş için gerekli döviz rezervlerinin yaratılması zor olmayabilir. Bu durum, Arjantin'in 1991 yılında para kuruluna geçişini kolaylaştıran etkenlerden biridir. 1985 sonrası içine girdiği hiperenflasyon süreci sonucunda reel para tabanının giderek daralması bu ülkede karşılık döviz rezervi miktarını önemli boyutta düşürmüştür.²⁹

Para kuruluna geçişte, merkez bankası döviz rezervleri para tabanını destekleyecek düzeyde olmalıdır.

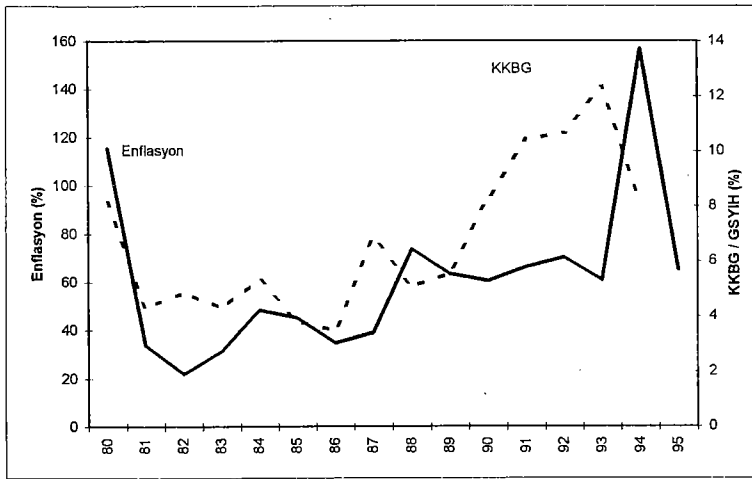
Türkiye'de Makroekonomik Dengeler ve Para Kurulu

1980'den günümüze Türkiye ekonomisindeki gelişmeler bir-biriyle çelişen iki Türkiye görüntüsü yaratıyor. Bir tarafta, dışa açık kalkınma politikası izleyen, finansal liberalizasyonu gerçekleştiren, Avrupa ile gümrük birliğine giren ve sürekli atılımlar yapmaya hazır bir Türkiye; diğer tarafta basiretsiz bütçe politikaları ve tutarsız para politikalarıyla, ağır hasta görünümlü bir Türkiye var.

Türkiye 1980'den bu yana enflasyona karşı sözde mücadele

etmesine rağmen henüz bu konuda kalıcı bir başarı elde edebilmiş değildir. 1980 askeri darbesini izleyen yedi yıl boyunca demokratik hakların kısıtlanması ve grevlerin yasaklanmasıyla paralel olarak reel ücretlerin düşürülmesi sayesinde, enflasyon yüzde 30-40'lar düzeyine çekilebildi (Şekil 5.1). Demokratik sürecin yeniden işlemeye başlamasıyla 1987'den sonra ücretleri kontrol altında tutmak zorlaştı. 1988 sonrasında izlenen populist politikalarla enflasyon yükselişe geçti ve yüzde 60-70'ler düzeyinde bir platoya oturdu. 1993 yılı sonlarına doğru izlenen yanlış borçlanma ve finansman politikalarıyla derinleşen ekonomik kriz sonrasında, 1994 tüketici enflasyonu yüzde 130'la Cumhuriyet tarihinin en yüksek düzeyine ulaştı. Her ne kadar 1995 yılı enflasyonu daha düşük gerçekleşmişse de, 24 Aralık 1995 genel seçimleriyle ortaya çıkan siyasi belirsizlik ortamında enflasyon sorununun aşılması ve ardında yatan makroekonomik dengesizliklerin düzeltilmesi zorlaşmıştır.

Şekil 5.1
Türkiye'de Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Yıllık Enflasyon (Tüketici Fiyatları)



Türkiye'de aşamalı olarak yükselen enflasyon sürecini etkileyen iki ana unsur bütçe açıkları ve ücretlerdir.

Türkiye'de aşamalı olarak yükselen enflasyon sürecini belirleyen iki ana unsur vardır: Bütçe açıkları ve ücretler. 1980'den bu yana yürürlüğe konan istikrar programlarının hiçbiri bütçeyi denkleştirememiştir. Buna rağmen, gerektiğinde enflasyonun hızının kesilmesini sağlayan ve hiperenflasyon düzeyine sıçramasını bugüne kadar engelleyen en önemli etken, reel ücretlerin esnekliğidir.

Sendikaların politik gücünün yetersizliği ve Türk toplumunun istikrar programlarına diğer ülkelere kıyasla daha fazla za-

man tanınması, getirilen ekonomik önlemlerin kısa vadede etkili olmasını sağlıyor. Fakat, bütçe düzeltmeleri kalıcı olmadığı için, Türkiye’de istikrar paketlerinin başarısızlığı, enflasyonun en fazla bir iki yıl sonra program öncesi seviyesine çıkması ve hatta bu seviyeyi de aşmasıyla belli oluyor. İstikrar politikalarının yükünü kısa vadede büyük ölçüde ücretliler çekerken, uzun vadede yatırım hacminin düşmesinden dolayı ekonomik büyüme gerçek potansiyelin altında gerçekleştiği için, sonuçta toplumun bütün kesimleri kaybediyor.

i) Bütçe Açıkları

Diğer kronik enflasyonlu ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de de enflasyon bir bütçe sorunudur. Şekil 5.1’de görüldüğü gibi, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)’nin GSMH içindeki payı 1980’lerin ilk yarısında yüzde 5 ila 6.5 arasında dalgalandıktan

Enflasyon bir bütçe sorunudur.

Tablo 5.1 Türkiye - Ekonomik Göstergeler

Milyar Dolar	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GSMH	150.6	148.5	156.9	177.1	126.4	118.7
İhracat	13.0	13.7	14.9	15.6	18.4	13.7
İthalât	22.6	21.0	23.1	29.8	22.6	21.4
Cari Denge	-2.6	0.3	-1.0	-6.4	2.6	-0.3
Döviz Rezervleri	6.0	5.1	6.1	6.2	7.1	12.4
Dış Borçlar	49.0	50.5	55.6	67.4	65.6	73.8
Dış Yükümlülükler	10.0	9.0	8.7	9.9	12.6	17.1
Döv.Tevd.Hesapları	7.0	11.6	15.7	22.4	21.2	22.6
Yıl Sonu Döviz Kuru (TL:dolar)	2,930	5,087	8,585	14,458	38,457	61,208
Milyar Lira						
Parasal Taban	22,027	39,323	78,814	117,013	189,581	359,410
M1	29,014	42,529	81,493	132,308	200,546	358,386
M2	70,764	115,740	196,503	291,975	601,628	1,138,481
M2Y	89,270	165,458	306,634	544,932	1,254,932	2,055,779
Oranlar (%)						
GSMH Büyüme Oranı	9.26	0.93	5.98	8.04	-6.10	10.0*
Enflasyon (TÜFE- yıl sonu)	62.0	78.5	59.8	69.6	130.6	91.3**
İhracat / GSMH	8.7	9.2	9.5	8.8	14.6	12.8*
İthalât / GSMH	15.0	14.1	14.7	16.8	17.9	20.7*
Kamuya Açılan MB Kredileri / GSMH	1.0	3.0	4.0	4.2	3.8	—
M1 / GSMH	6.58	5.63	6.05	5.17	4.13	4.9*
M2 / GSMH	16.04	15.32	14.59	11.40	12.38	15.7*
M2Y / GSMH	22.5	26.1	27.8	27.3	32.2	38.8*

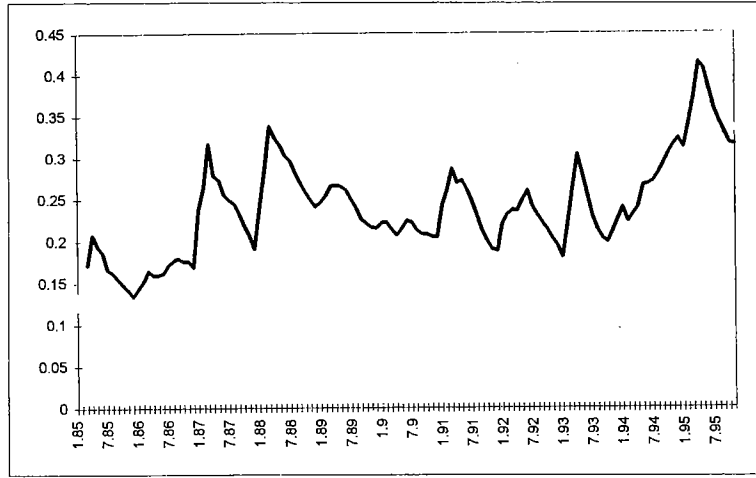
* 1995 yılı rakamları üçüncü çeyreğin sonuna kadardır

** İkinci çeyreğin sonuna kadardır

Kaynak: Devlet İstatistik Enstitüsü, çeşitli yayınlar; Economist Intelligence Unit, çeşitli sayılar

Faiz ödemelerinin hükümet harcamaları içindeki payı %40'la rekor düzeye ulaşmıştır.

Şekil 5.2
Faiz
Ödemelerinin
Bütçe
Harcamaları
İçindeki Payı
(3 Aylık Hareketli
Ortalama)



1980-84 döneminde enflasyonun düşme nedeni reel ücretlerdeki azalmadır.

sonra, 1987'den itibaren bir tırmanış sürecine girmiş ve 1992 yılında yüzde 13.4 düzeyine ulaşmıştır. KKBG'deki bu artışın başlıca kaynakları konsolide bütçe ve KIT açıklarının yanısıra 1987'de uygulamaya konan bütçe dışı fonlardır.

Enflasyon dinamiğini belirleyen bir diğer önemli faktör de açıkların monetizasyonudur. Son yıllarda, Hazinesinin Merkez Bankası kaynaklarına daha sık başvurmasıyla, 1990 yılı sonunda GSMH'nin yüzde 1'ine eşit olan Merkez Bankası'nın kamuya açtığı nakit krediler kalemi, 1991-1993 döneminde GSMH'nin yüzde 4'ünü aşmıştır (Tablo 5.1). Yüksek enflasyon ve belirsizlikler yüzünden reel para talebi, yani Tablo 5.1'deki M1 ve M2'nin GSMH'ya oranları düşerken, hazinenin monetizasyon yo-

lunu daha sık kullanması enflasyonu daha da hızlandırmıştır.

5 Nisan 1994 istikrar programına rağmen bütçe açıkları ciddiyetini korumaktadır. Yeni GSMH verileri kullanılarak yapılan hesaplamalara göre 1993 yılında yüzde

12.2 olan KKBG'nin GSMH içindeki payı, 1994 yılında alınan önlemlere rağmen ancak yüzde 8.1'e düşürülebilmiştir. KKBG'deki bu düşüş, reel cari ve yatırım harcamalarında yapılan büyük çaplı kesintilerle gerçekleşmiştir. 1994 yılında faiz ödemeleri hariç konsolide bütçe 152 trilyon (1987 fiyatlarıyla 30 trilyon) lira fazla vermesine rağmen, iç ve dış borçların faiz yükünün hızla katlanması sonucu, konsolide bütçe açıkları kapatılamamıştır ve 1995'in ilk yarısında faiz ödemelerinin toplam hükümet harcamaları içinde payı yüzde 40'la (1987 fiyatlarıyla 57 trilyon lira) şimdiye kadar görülmemiş bir düzeye ulaşmıştır.³⁰

Kriz sonrasında dış borç imkânları azalınca, hazinenin yüklü faiz ödemelerini de giderek artan faizlerle iç piyasalardan borçlanarak yapmak zorunda kalması devleti aritmetik bir borç çıkmasına sokmuştur.³¹ Bu ağır faiz yükünün taşınamayacağı, bu politikaların uzun süre sürdürülemeyeceği açıkça ortadadır.

ii) Sendikalar ve Reel Ücretler

12 Eylül sonrasında grevlerin yasaklanması, bazı işçi sendikalarının kapatılması, kapatılmayan sendikaların ise etkisiz kalmasıyla işçilerin 1980-1988 yılları arasında uğradığı reel ücret kaybı yüzde 37 dolaylarındadır (Şekil 5.3). Türk lirasının 1980-84 döneminde yaklaşık yüzde 900 devalüe edilmesine rağmen, enf-

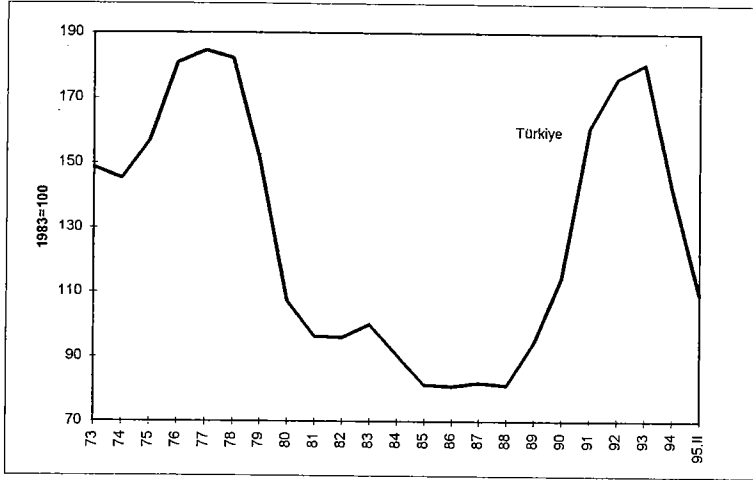
lasyonun bu dönemde yüzde 100'lerden yüzde 30-40 düzeyine çekilmesi reel ücretlerdeki düşüşler sayesinde gerçekleşebilmiştir.

1987 yılında siyasi yasakların kalkmasıyla beraber reel ücretler üzerindeki baskı azaldı. Bütçe açıkları artmaya devam ederken, 1987 genel ve 1989 yerel seçimleri öncesi verilen kamu sektörü ücret zamları ile reel ücretler 1980 yılındaki düzeye ulaştı. 1991 genel seçimleri öncesinde yapılan ücret artışları ile birlikte, 1988-1992 döneminde reel ücretlerdeki artış yüzde 120'yi buldu.

5 Nisan programı da kısa süren başarısını ücretlilerin yüksek reel ücret kayıplarını uysalca kabullenmesine borçludur. 5 Nisan 1994 istikrar programından 1995 Haziran'ına kadar geçen sürede reel ücretler yaklaşık yüzde 40 düşmüştür.

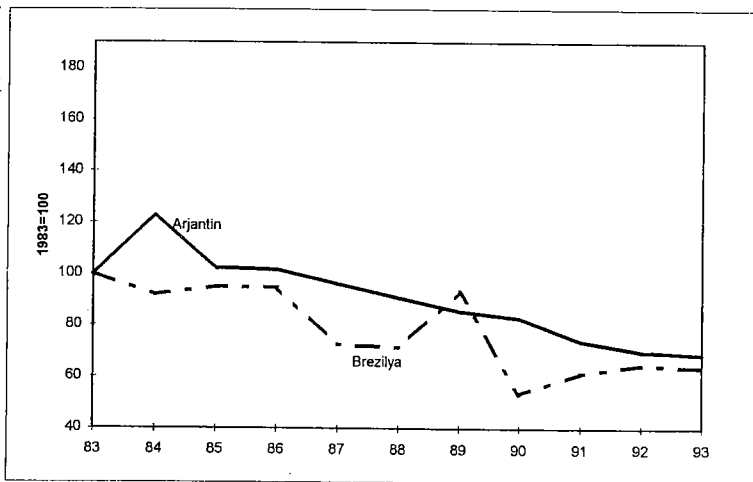
Sendikaların güçlü olduğu Latin Amerika'da, 1980'li yıllarda ücretliler hükümetlere aynı "anlayışı" göstermediler. Ülke çapında örgütlenmiş sendikalar genel grevlerle hükümet üzerinde siyasi baskı kurabiliyorlardı. Arjantin'de, Temmuz 1985' deki Austral planı çerçevesinde ücretlerin bir süre dondurulmasını destekleyen sendikalar, aradan 6 ay geçtikten sonra ücret artışları için genel grev düzenleyecek kadar sabırsızdı. 1986 Şubat'ında yapılan ilk genel greve sendikalı işçilerin yüzde 90'ı katıldı. Genel grevlerin Mart, Nisan ve Haziran'da tekrarlanması üzerine Arjantin hükümeti sendikaların zam isteklerini Temmuz 1986'da kabul etmek zorunda kaldı. Bu karar, Austral planının başarısızlıkla sonuçlandığının ilanıydı.

Benzer bir durum 1986'da Brezilya'da yaşandı. Şubat'ta yürürlüğe giren Cruzado planının üzerinden geçen 9 aylık dönemde reel ücretler yüzde 12 arttı. Cruzado planının ardından gelen Haziran 1987 Bresser planıyla üç aylık dönemde görülen yüzde



Şekil 5.3
Türkiye Reel Ücret
Endeksi

5 Nisan programı, kısa süren başarısını ücretlilerin yüksek reel ücret kayıplarını kabullenmesine borçludur.



Şekil 5.4
Arjantin ve
Brezilya'da Reel
Ücret Endeksi

Reel ücretlerin kolayca düşürülebilmesi, hiperenflasyona geçişi bugüne kadar önleyebildi.

Özelleştirme, yapısal reformların vazgeçilmez bir parçası olmalıdır.

8'lik düşüş, bir sonraki üç aylık dönemde giderildi ve reel ücretlerde hiç bir değişiklik gözlenmedi (Şekil 5.4).³²

Arjantin ve Brezilya'da hem bütçe açıklarının hem de reel ücretlerin kontrol altına alınamaması hiperenflasyona yol açtı. Türkiye'de ise reel ücretlerin kolayca düşürülebilmesi kronik bütçe açıklarına rağmen hiperenflasyona geçişi bugüne kadar önleyebildi.

5 Nisan programının makro dengeleri sağlayamadan çökmesi, 1996 yılında yeni bir dengeleme programını gerektirmektedir. Siyasi belirsizliklerin uzun sürmesi ve gelecek hükümetlerin durumun ciddiyetini kabul etmemeleri hâlinde, ekonomik dengelemin bir istikrar programı hazırlanana kadar bozulma ihtimali vardır.

1996 yılında geciktirilmeden devreye girmesi gereken istikrar programının başarısını zorlaştıracak iki önemli unsur vardır. İlki, faiz dışı bütçe harcamalarında yapılabilecek tasarrufun boyutudur. Cari ve yatırım harcamaları 5 Nisan kararlarıyla mümkün olduğunca kısıldığı için, hükümetin faiz dışı bütçeyi dengelemesi ancak vergi gelirlerini acilen arttırmakla mümkündür.

Bugün hükümet ve pek çok kişi özelleştirme gelirlerini bütçe sorununun çözümü olarak görmektedir. Özelleştirme programının net olarak ne gelir getireceğini kestirmek güçtür. Özelleştirme bütçeye yeni kaynak yaratmaktan çok, mali durumları her geçen gün kötüye giden KİT'lerin bütçeye getirdikleri yükü azaltmak için gereklidir. Bu yüzden özelleştirme yapısal reformların vazgeçilmez bir parçası olmalıdır.

İki yıl aradan sonra ücretli ve sabit gelirlilerden tekrar fedakârlık istemenin ne kadar mümkün olduğunu ve toplumun yeni bir istikrar programının getireceği ek yükleri ve gelir dağılımında giderek artan eşitsizliği geçmişte gösterdiği tevekkülle kabul edip etmeyeceğini kestirmek güçtür. Bu da yeni istikrar programını bekleyen ikinci önemli sorundur.

Bugün geldiğimiz noktada reel ücretlerin daha da aşağıya düşmesindeki zorluk ve bütçe açıklarının faiz yüküyle büyümesi ekonomideki sorunları yeni bir boyuta taşımıştır. Çıkış çareleri yaratıcılığa çok fazla meydan vermeyecek kadar net ve sancılı olacaktır. Kısa sürede aynı noktaya dönmek için iyi hazırlanmış bir program ve güvenilir bir siyasal irade kadar makro dengelemin kalıcılığını sağlayacak kurumsal reformlara da ihtiyaç vardır.

5.1 Türkiye ve Para Kurulu

"Türkiye'de para kurulu gerekli mi?" sorusuna cevap vermeden önce bu bölümde olası bir para kurulu uygulamasının teknik boyutlarını incelemek istiyoruz.

Sabit kur politikasına dayanan para kurulunun, Türkiye'de enflasyonu kontrol altına alırken getireceği uyum maliyeti Hong Kong ve Singapur gibi açık ekonomilere göre daha fazla olacaktır. 65 milyon nüfusu ve 150 milyar dolara ulaşan milli geliri ile orta büyüklükte ekonomiler arasında yer alan Türkiye'nin toplam dış ticaret hacmi GSMH'nın yüzde 25'ine eşittir.³³ Bu rakam Arjantin için yüzde 12, Brezilya için yüzde 14'tür. Türkiye, bu ülkelere göre daha fazla dışa açık bir ülke olmakla beraber bir Hong Kong veya Singapur değildir.³⁴

Türkiye'nin para kuruluna geçiş sürecinde sıkıntı yaratacak konuların başında para tabanını desteklemek için gerekli yabancı rezervlerin yaratılması gelir. Şu anda Türkiye, para kuruluna geçme aşamasında bulundurması gereken brüt döviz rezervine sahiptir. 1995 yıl sonu itibarıyla 13.8 milyar dolar olan Merkez Bankası'nın brüt döviz ve altın rezervleri, 359 trilyon lira, yani yaklaşık 6 milyar dolar olan parasal tabanın iki katından fazladır (Tablo 5.1).

Merkez Bankası'nın döviz yükümlülüklerinin tamamına yakın bir kısmının kısa vadeli olması, para tabanı karşılığı olarak net döviz rezervlerine bakılmasını gerektirir. Ayrıca, Türkiye gibi sürekli dış ödemeler dengesi açığı veren ve para ikamesinin (currency substitution) yoğun olduğu ülkelerde net döviz rezervlerine bakmak daha doğrudur. Merkez Bankasının döviz yükümlülükleri 17.1 milyar dolar olduğuna göre net döviz rezervleri takriben eksi 3 milyar dolardır.

Net döviz rezervlerinin, para tabanının tamamını karşılayabilmesi için Türkiye'nin en az 9 milyar dolarlık ek bir fona ihtiyacı olabilir. Türkiye'nin uluslararası piyasalarda dış kredi bulmakta zorlandığı bugünlerde, bu kadar yüksek bir meblağda uzun dönemli borçlanabilmesi olanak dışı gözükmektedir. Bu durumda, Bölüm 4.2'de anlatıldığı gibi, hükümet IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan bu fonları sağlamanın yollarını arayabilir. Fakat Türkiye'nin önüne konacak şartların ülkenin iktisadi politikalarını arzu edilmeyecek derecede kısıtlayacağı da düşünülmelidir.

Türkiye'de para kurulu uygulamasının yaratacağı sorunlardan birisi de devletin senyoraj gelirindeki azalmadır. 1987 yılından bu yana devletin senyoraj gelirinin milli gelire oranı ortalama yüzde 2.8'dir. Para kurulunun, GSMH'nın yüzde 4'ü civarında olan para tabanı karşılığı tutulan rezervlerin tamamını uluslararası bankalarda tutmakla elde edeceği yaklaşık yüzde 4 faiz geliri, GSMH'nın yüzde 0.16'sına karşılık gelir (Tablo 5.1). Türkiye'nin para tabanı karşılığı 6 milyar dolar civarında net döviz rezervi bulundurması durumunda, hükümet senyoraj gelirinin büyük bir kısmını kaybedecektir.

Para kurulunun Türkiye'ye getireceği uyum maliyeti, Hong Kong ve Singapur gibi açık ekonomilerden daha fazla olur.

Net döviz rezervlerinin para tabanını karşılayabilmesi için 9 milyar dolarlık ek bir fona ihtiyaç var.

Para kurulu sistemi, Türkiye'ye önemli ölçüde senyoraj geliri kaybettirecektir.

Vergi gelirleri arttırılmadan para kuruluna geçmek riskli bir seçim olur.

Mali sistem, devlet desteği olmadan bir kriz ile başa çıkabilir mi?

Para kurulu sisteminin hükümetlere uzun dönemde zorunlu bir bütçe disiplini getirmesi beklenmekle beraber, para kuruluna geçilmeden önce bütçe açıkları kontrol altına alınmazsa, kurulun ömrü çok uzun olmayabilir.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, şu anda bütçenin hemen hemen her kaleminde sorun vardır. Bütçe açıklarının başlıca kaynakları, borç ödemeleri ile sosyal güvenlik kurumları ve KİT açıklarının yanısıra yetersiz vergi gelirleridir. Bu kalemlerin her birini kapsayacak bir bütçe reformu gereklidir.

Vergi gelirleri arttırılmadan para kuruluna geçmek oldukça riskli bir seçim olur. Türkiye'de vergi gelirlerinin GSMH'ya oranı yüzde 13-15 arasında değişmektedir. Bu, Türkiye büyüklüğündeki ve gelişmişlik düzeyindeki bir ülke ekonomisi için oldukça düşük bir orandır. Para kurulu sistemine geçtikten sonra yerel faz oranlarındaki düşüş bütçe açıklarının kontrolünü zaman içinde kolaylaştırıcaksa da, bütçe disiplininin sağlanabilmesi için vergi gelirlerinin para kuruluna geçmeden önce arttırılması gerekir.

Para kuruluna geçişte önemli bir konu da, Türk mali sisteminin ortaya çıkabilecek krizlere merkez bankası desteği olmadan dayanma gücüdür. Para kurulu bankaların bankası değildir. Aynı zamanda bankaları denetleme görevi de yoktur. Para kurulu sistemine geçişle birlikte bankacılık sektöründe bugün bile hissedilen denetim boşluğu olacaktır. Burada sorulacak soru, mali sistemin devlet desteği olmadan bir kriz ile başa çıkabilecek güçte olup olmadığıdır. Ya da başka bir deyişle, bankaların denetleme mekanizması olmadan ihtiyatlı politikalar izleyip izlemeyeceğidir. Geçmişte yaşanan mali krizler ve banka iflasları ışığı altında Türkiye'de bankacılık sektörünün ihtiyatlı davranacağını ve kendi denetleme mekanizmalarını kendi çalıştıracağını varsaymak fazla bir iyimserlik olur kanısındayız.

Para Kurulu veya Merkez Bankası Tercihî

Bir önceki bölümde, yakın geçmişte Türkiye’de izlenen para ve bütçe politikalarının bir değerlendirmesini yapmış ve ekonomideki dengesizliklerin bu politikadaki tutarsızlıklardan kaynaklandığını savunmuştuk. Son 15 yılda işbaşına gelen hükümetlerin, bazı konularda başarılı olurken, makro dengelerin sağlanmasındaki başarısızlıkları ekonomide gereksiz dalgalanmalar ve krizlere neden olurken, Türkiye için ciddi bir itibar sorunu da yaratmıştır. İç piyasalardaki yüksek faizler ve dış piyasalarda kredi bulmakta karşılaşılan zorluklar, ekonomide belirsizlik diye nitelendirilen, fakat aslında son yıllardaki ekonomi yönetiminin kaybettiği itibarın belirgin işaretleridir.

Ekonomide uzun süredir devam eden ve sonuçlarını makro dengesizlikler olarak gözlediğimiz ve 1980’li yılların ortalarından itibaren devlet idaresine de giren keyfi yönetim tarzı, son bir kaç yıl içinde yakın tarihimizde görülmemiş boyutlara ulaşmış ve önemli kurumları ve mevkileri son derece yıpratmıştır.³⁵

Keyfi yönetimlerin neden olduğu hasarlar sadece yaratılan krizle beraber gelen ve bir kaç yıl süren ekonomik daralmayla, bu daralmanın getirdiği reel gelir kayıpları değildir. Daha önemli ve Türk siyasi gündeminde de çok az tartışılan sorun, tutarsız ekonomik politikalar ve yönetimdeki keyfiliğin yarattığı istikrarsızlıkların Türk ekonomisini potansiyelinin altında bir büyüme hızına mahkûm etmesidir. Son yıllarda Türk ekonomisinde elde edilen bir çok başarıya rağmen, istikrarsız büyümenin görünmeyen maliyeti ülke için oldukça ağır olmuştur. Türkiye büyüme potansiyelinin altında kaldığı sürece sadece bugünkü değil, gelecek nesillerin de ekonomik refah düzeyi düşük olacaktır. Ayrıca, Türkiye bütünlük istediği Batı ekonomilerine ancak hızlı büyüme ile yetişecektir.³⁶

Bütçe ve para politikalarında tutarsızlığa ve ekonomi yönetimindeki keyfiliğe meydan veren en önemli unsurlardan biri, Türkiye’de siyasi otoritelerin para otoritesi üstündeki yetkileridir. Hükümetler para otoritesi üzerindeki yetkilerini kullanarak para arzını, faizleri ve döviz kurunu, kısa süreli de olsa, sorumsuz bütçe politikalarını desteklemek için kontrol etmeye çalışmaktadır.

Hükümetlerin sorumsuzca kullandıkları para basma yetkilerine sınır getirilmesinin artık gerekli olduğu kanısındayız. Çünkü basiretsiz politikaların maliyeti giderek ağırlaşmakta ve so-

Son 15 yılda, hükümetler makro dengelerin sağlanmasında başarısız olmuştur.

İstikrarsız büyüme, ülke için büyük bir görünmeyen maliyet getirir.

Sorumsuzca kullanılan para basma yetkisine artık bir sınır getirilmelidir.

nuçlarını toplum ödemek zorunda kalmaktadır.

Hükümetlerin, para otoritesi üzerindeki yetkileri sınırlandırıldığı ölçüde daha sağlıklı bütçe politikalarının oluşması beklenebilir. Bu sayede, hükümetler kısa dönemde bütçe açıklarını merkez bankasından finanse etmek yerine, şeffaf bir şekilde piyasalardan borçlanarak yapmak zorunda kalacak ve ekonomideki diğer aktörler gibi piyasaların çizdiği disiplinin dışına çıkmaları daha zor olacaktır. Uzun vadede harcamaların sürekli artması ise vergi artışları ile mümkün olacaktır. Dolayısıyla hükümetler programlarını gerçekleştirecek bütçeler için yasama organlarından ve seçmenlerden yetki almak zorunda kalacaktır.

Para basma yetkisi iki yolla kısılabılır: para kurulu sistemi veya özerk merkez bankası.

Türkiye’de hükümetlerin para otoritesi üzerindeki yetkilerini iki yolla kısmak mümkündür. İlki, para kurulu sistemi gibi radikal bir çözümle hükümetin para arzını tayin etmedeki yetkisinin tamamen kaldırılmasıdır. İkincisi ise, merkez bankasının anayasal garantilerle özerkleştirilmesidir.

Para kurulu ulusal paraya ve ekonomik politikalara olan güveni, yasal ve geriye dönülmez sabit kur kuralı ile merkez bankasına göre daha kısa sürede tesis edebilir. Para kurulunun önemli bir avantajı keyfi yönetime temayülü olan ülkelerde sıkı bir disiplin getirmesi ve hükümetlerin bu disiplinden sorumsuzca sınırlanmasını zorlaştırmasıdır.

Çünkü para kurulu sistemine geçiş nasıl bir güven artışına yol açarsa, para kurulunun fiilen kaldırılması da ekonomide büyük bir güven bunalımı yaratacaktır. Para kurulunun kaldırılması ile birlikte döviz kurundaki çöküşün yaratacağı ekonomik karmaşanın siyasi hesabını vermek bir hükümet için merkez bankası düzenine göre daha zordur.

Merkez bankalarının özerkliği, kur politikalarıyla doğrudan bağlantılı olmadığı için, özerklik fiilen ya da dolaylı yollardan ihlal edilebilir. Toplumun bu konularda yeteri kadar duyarlı olmadığı ülkelerde, hükümetler merkez bankası özerkliğini fiili veya dolaylı olarak kaldırmanın ekonomide yaratacağı istikrarsızlığın siyasi soruna dönüşmeyeceğini hesapladığı sürece bu yola başvurabilir.

Özerk bir merkez bankası, para kurulunun tüm işlevlerini yapabilir.

Öte yandan, ekonomik istikrarı getirmede kararlı bir siyasi irade, para kurulu kuralı ile çalışabilecek kadar özerk bir merkez bankası oluşturabilir ve özerkliğin gerektirdiği yöneticileri atayabilir. Çeşitli ülke deneyimlerinin de gösterdiği gibi, para kurulunun yapıp da özerk bir merkez bankasının yerine getiremeyeceği bir görev yoktur.

Para kurulu veya merkez bankası tercihi tartışmasında, bugün Türkiye’nin yaşadığı güven bunalımının Arjantin’in 1980’lerin sonunda düştüğü kadar derin olduğu kanısında değiliz. Öte yandan makro dengesizliklerin giderek arttığı ve uygulanması

gereken istikrar programının daha da ağır şartlar altında geleceği de bir gerçektir. Son olarak, bugünkü yasal düzenlemeler ve yönetim alışkanlıklarıyla, Türkiye’de siyasi otoritenin merkez bankası ve para basma üzerindeki yetkisini sınırlandırmanın neredeyse imkânsız olduğunu görüyoruz.

Tercihin, para kurulu ile merkez bankası arasında değil, para kurulu ile özerk bir merkez bankası arasında olması gerektiğini düşünüyoruz. Zira, bugünkü yasal ve kurumsal yapısıyla merkez bankası ile para kurulu arasında tercih yapmanın zor olmadığını düşünüyoruz.

Para kurullarının zaman içinde merkez bankalarına dönüşüklerini gözönüne alırsak, özerk merkez bankası tercihi Türkiye’de bu doğal evrim sürecini kısaltabilecek bir karardır. Kanımızca, Türkiye’de para kurulu için harcanacak zaman ve enerjiyi, merkez bankasını gerçek anlamda özerkleştirmek için harcamak daha akılcı bir tercih olacaktır. Gerçek anlamda özerklik, merkez bankasının para arzını ekonomide fiyat istikrarını koruyacak bir şekilde kontrol etme yetki ve sorumluluğunu taşıması demektir.³⁷ Ancak, özerk bir merkez bankası kurmaya ve yönetmeye olan inancımız ve güvenimiz kayboldu ise, o zaman para kurulu sistemini Türkiye için ciddi olarak düşünmek gerekir. Zira, bugünkü merkez bankası sistemi ve yönetim tarzı ile uygulanan para ve bütçe politikaları sürdürülebilir olmadığı gibi, ülkeye maliyeti çok yüksek olmaktadır.

Özerk bir merkez bankası sadece yasal garantilerle kurulamaz. Her iktidarın keyfi olarak kolayca değiştiremeyeceği yasal garantiler, özerkliğin gerekli şartıdır, fakat yeterli şartı değildir. Bu yasal garantiinin temelini, merkez bankasının kamu kesimine hiç bir zaman, bankalara da mali krizleri önlemek dışında kredi vermemesi oluşturur.³⁸

Merkez bankasının birincil, belki de tek, görevi ülkede fiyat istikrarını sağlamak ve ulusal paranın değerini korumak olmalıdır. Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlayacak para politikalarını tamamen bağımsız olarak kendi başına, ya da hükümetle pazarlık yoluyla gerçekleştirebilir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bugünkü yasal çerçevede, büyük ölçüde, hükümetlerin para politikasını yürütmek zorunluluğundadır.³⁹

Özerkliği kalıcı yapabilecek en az üç yeterlilik şartı olduğunu düşünüyoruz. İlki, özerk bir kuruluşu yönetebilecek bilgi ve cesaret sahibi, bağımsız düşünebilen yönetimlerin atanması ve böyle yönetimlerin atanmasını sağlayacak prosedürlerin oluşturulmasıdır.

İkinci yeterlilik şartı, kamu bankalarının özelleştirilmesidir. Böylece, hükümetlerin kamu bankaları kaynaklarına el koyarak, bütçe açıklarına dolaylı finansman sağlama yolu kapatılacaktır.

Tercih, para kurulu ile merkez bankası arasında değil, para kurulu ile özerk bir merkez bankası arasında olmalıdır.

Özerk merkez bankası sadece yasal garantilerle kurulamaz.

Merkez bankasının birincil görevi fiyat istikrarını sağlamak ve paranın değerini korumaktır.

Merkez bankasının özerk kalmasının koşullarından biri, kamu bankalarının özelleştirilmesidir.

Özerkliğin kalıcı olmasında en önemli etken ise, toplumun bilinçli desteğidir.

Üçüncü yeterlilik şartı, ve belki de en önemlisi, özerk merkez bankasına toplumsal desteğin sağlanmasıdır. Nihai analizde, bir ülkede merkez bankasının özerkliğini ve enflasyonun düşüklüğünü en iyi açıklayan değişken, o ülkede toplumun enflasyona karşı olan duyarlılığı ve bunu sağlayacak kurumlara olan desteğidir.⁴⁰ Türkiye gibi, hükümetlerin yönetmekten çok rant dağıtımını kontrol ettiği ekonomilerde, henüz rekabetin disiplinine alışmamış çıkar grupları ve bu grupların medya dahil her türlü güçlü sözcülerine karşı, Merkez Bankası gibi kurumların özerkliğini koruyabilmesi ancak toplumsal destekle gerçekleşebilir.

Sonuç

Bu çalışmada para kurulunu inceledik. Merkez bankasına göre avantajlarını ve sorunlarını örneklerle özetledik. Modern ekonomilerde fiyat istikrarı özerk merkez bankalarıyla sağlanırken, neden bazı ülkelerde para kuruluna ihtiyaç olduğunu araştırdık.

Bazı özel şartlarda para kurulunun merkez bankasına göre daha avantajlı olduğunu söyleyebiliriz. Birincisi, para kurulunun küçük ve açık ekonomilerde merkez bankasından daha uygun bir sistem olduğu söylenebilir. Herşeyden önce, açık ekonomilerde, para kurulunun gerektirdiği sabit kur rejimi, kapalı ekonomilere göre daha avantajlıdır. Küçük ve açık ekonomilerde, senyoraj gelirlerinde alternatif maliyetin düşük olması ve gerekli rezervleri bulmadaki kolaylık da göz önüne alınırsa, para kurulu bu ülkelerde merkez bankasına göre daha avantajlı olacaktır. Nitekim, geçmişteki başarılı para kurulu deneyimlerinin Singapur, Hong Kong gibi küçük ülkelerde gerçekleşmesi tesadüf değildir.

İkinci olarak, para kurulu bir ülkede kaybolan güven ortamını yeniden kurabilir. Bu sonuca Arjantin deneyimini inceleyerek vardık. Dış borç krizleri, siyasi popülizm, ard arda çöken istikrar programları ve hiperenflasyon, sonunda ekonomik politikalara olan güveni tamamen yok etmişti. Para kurulu, böyle bir ortamda, yaratacağı muhtemel bütün sorunlara rağmen, güveni sağlayabilecek neredeyse son çare olarak görülmüştü.

Para kurulu ekonominin dış denge uyumunu altın standardı esasına dayandırdığı için, dengelerin sağlanmasında kalıcılığı sağlayacak inanılır bir kurumsal düzenlemedir. İç ve dış piyasalara güven veren para kurulu sistemine geçişle uluslararası mali destek daha kolay sağlanabilir.

Bu şartlar altında dahi para kuruluna geçiş bazı sorunları beraberinde getirecektir. Bunların başında ulusal para biriminin aşırı değerlendirilmesi gelir. Ulusal para biriminin aşırı değerlendirilmesi, ülkenin rekabet gücünü kaybetmesine ve ödemeler dengesinde büyük boyutlara varan açıklara yol açar. Bu açıkların finansmanının yabancı sermaye akışı ile karşılanması, kısa vadede geçici bir rahatlık sağlarken, uzun vadede bir ödemeler dengesi krizine ortam hazırlar. Bütçe sorununu çözmeden para kuruluna geçmek, sabit kur politikasının ve dolayısıyla para kurulu sisteminin çökmesini neredeyse garantiler.

Para kurulu geçici bir rejimdir. Para kurulundan merkez bankasına geçiş tabii bir kurumsal evrimdir. Ortodoks para kurulları sadece sömürgelerin özel koşullarında ortaya çıkmıştır. Singapur ve Hong Kong deneyimlerinde para kurulunun zaman içinde adı

Bazı özel şartlarda, para kurulu merkez bankasına göre daha avantajlı olabilir.

Ancak bu şartlarda bile, para kuruluna geçiş bazı sorunları da beraberinde getirir.

*Para kurulu geçici bir rejimdir;
bir araçtır. Amaç ise bütçe
açıklarını kontrol ederek
enflasyonu düşürmektir.*

*Para kurulu
sistemini seçmek,
bütün alternatiflerin
tüketildiğini kabul
etmektir.*

*Bunun yerine, özerk bir merkez
bankası için yasal ve toplumsal
desteği sağlamak daha doğru
olur.*

değişmeden geleneksel merkez bankalarına dönüştüğünü göz-
ledik. Arjantin ve Estonya para kurulları da ortodoks para kurulu
tanımı ile karşılaştırıldıklarında, görev alanlarının daha geniş ol-
duğu ve merkez bankası araçları ile donatılmış oldukları görülür.

Para kurulu bir araçtır. Bu sistemle gerçekleştirilmek istenen
asıl amaç bütçe açıklarını kontrol altına almak suretiyle enflas-
yonu düşürmektir. Ancak bütçeyi para kurulu denkleştirmez.
Para kurulu bütçe açıklarının finansmanını zorlaştırırsa da, büt-
çenin kontrolü siyasi otoritededir.

Ekonomik ve siyasi sorumluluğu olan hükümetlerle idare
edilen ekonomilerde, merkez bankasına karşı para kurulu tartış-
ması pek anlamlı değildir. Zira, teoride para kurulunun uy-
guladığı para arzı kuralını bir merkez bankasının da uy-
gulamaması için bir neden yoktur. Özerkliği yasal güvence altına
alınan bir merkez bankası, para tabanını yabancı varlıklar kar-
şılığında arttırma kuralını uygulayabilir. Ek olarak, merkez ban-
kası, para kurulunda olmayan kısa dönemli para politikası araç-
larını kullanacak esnekliğe sahiptir. Bu durumda, para kurulu sis-
temini seçmek bütün alternatiflerin tüketildiğini kabul etmektir.

Türkiye’de basiretsiz bütçe ve tutarsız para politikaları,
ekonomide maliyeti ağır makro dengesizlikler yaratmıştır. Siyasi
otorite, Merkez Bankası üzerindeki yetkilerini sorumsuzca kul-
lanarak bütçe açıklarından kaynaklanan sorunları erteleyebilmiş-
tir. Bu politikalarda ısrar edilmesi sonucunda, ertelenen sorunlar
büyüyerek günümüze ulaşmıştır.

Bu sorunların çözümü için para kurulu sihirli değnek olarak
sunulursa, çıkacak tartışmalar vakit kaybına yol açacaktır. Zaman
ve enerjimizi Merkez Bankası’nın özerkliği için gerekli yasal ve
toplumsal desteğin sağlanmasında kullanmayı daha faydalı
görüyoruz.

Türkiye henüz 1980’lerin sonundaki Arjantin değildir, ancak
bütçe ve enflasyon sorunlarına çözüm getirmekte gecikirse
sonunda para kuruluna mahkûm olabilir.

Notlar

¹ Para kurulu ve merkez bankası sistemlerini karşılaştırmada yararlı olabilecek iki para politikası kuralı tanımlayabiliriz. Bunlardan ilki olan altın standardı kuralına göre, merkez bankası, dış varlıklarının toplam varlıklara oranını sabit tutabilir. Bu kuralın uygulanması durumunda, para tabanı daha hassas olacak ve dış varlıklardaki dalgalanmalar sonucunda para tabanında büyük çaplı değişiklikler meydana gelecektir. Dış ödemeler dengesine parasal reaksiyon otomatik hâle gelirken, parasal tabandaki dalgalanmalar artmaktadır. İkinci kurala göre, parasal taban dış varlıklardaki değişikliklere karşı rezerv değişikliklerini sterilize ederek sabit tutmaktır. Dışsal para tabanı kuralı olarak tanımlanan bu kuralda, ödemeler dengesi aktif kur ve bütçe politikaları ile sağlanır.

² Döviz kuru sadece bir ülke parasına göre sabitlenmek zorunda değildir. Teorik olarak, ağırlıklı döviz kuru bu paraların dış ticaret payları bazında oluşturulacak sepete göre belirlenebilir. Ancak dış ticaret paylarının zaman içinde değişmesi, bu sepetin kompozisyonunun sık sık gözden geçirilmesini gerektireceğinden, yabancı para sepeti uygulamada sorun çıkarabilir. Günümüzde Amerikan doları ve Alman markı, gelişmiş mali piyasalara sahip ve düşük enflasyon oranlarıyla istikrarlı ekonomilerin para birimleridir ve bu özelliklerinden dolayı uluslararası rezerv para olarak tercih edilmektedir.

³ Bu yaklaşımda karşılıklı ithalât talebi esnekliklerinin benzer olduğu varsayılmıştır. Aksi takdirde, analiz daha da karmaşık olacaktır.

⁴ Marjinal para kurulu sistemi, sadece para kurulu kurulduktan sonra tedavüle çıkarılan banknotların karşılığı olan miktarda döviz rezervi bulundurmaya gerekli kılar. Amaç parasal genişlemeyi kısıtlamaktır.

⁵ Sabit kur sistemi altında, para arzının artmasıyla birlikte iç talepte meydana gelen canlanma, cari hesap açıklarını kaçınılmaz kıldı. Bu da İngiltere Bankası'nın altın rezervlerinin azalmasına yol açtı.

⁶ Bu konuda kısa bir süre önce yapılan çalışma bu tezi doğrulamıyor. Bu çalışmada, 1870 sonrası dönemde İngiliz sermayesinin sömürgelerdeki yatırımlarının getirisinin İngiltere'deki alternatif araçlardan elde edebileceklerinin çok altında olduğunu, dolayısıyla sömürgelerin sübvansede edildiğini göstermektedir (Schwartz, 1993).

⁷ Estonya hükümeti kuru belirleme aşamasında kronun resmi değerinin piyasa değerinin altında olmasına dikkat etti. Sabit resmi kur üzerinden hesaplandığında, Haziran 1992'de Estonya'daki aylık ortalama işçi ücreti yaklaşık 30 dolardı. Bu, Polonya'daki ortalama işçi ücretinin ancak yedide birine karşılık gelmekteydi (Saavalainen, 1995). Amaç, kronun değerini başlangıçta düşük tutarak, ileride Almanya ve Estonya arasındaki enflasyon farkı yüzünden kronun muhtemel reel değer artışının ülkenin rekabet gücünü olumsuz etkilemesini önlemektir.

⁸ Estonya'nın para kurulu deneyimi, başından itibaren IMF'nin aktif danışmanlığı ve gözetimi altında gerçekleşti. Estonya Bankası'nın kurumsal yapısı bu ilişkinin doğrudan yansımasıdır.

⁹ Bu transferle oluşan döviz varlıkları, Haziran 1992'de parasal tabanın ancak yüzde 90'ını karşılayabilecek düzeyde idi. Ancak Estonya Bankası, döviz karşılık oranını birkaç ay gibi kısa bir sürede yüzde 100'e çıkardı.

¹⁰ Alman markı yerine Fin marka'sı ya da İsveç kronu seçilseydi, 1992 yılının ikinci yarısında bu para birimlerinin değer kaybı Estonya ekonomisini doğrudan etkileyebilirdi.

¹¹ Diğer Baltık ülkesi Litvanya'da ise, 1994 yılına kadar ekonomik reformlarla ilgili bir ilerleme sağlanamadı.

¹² Estonya 1994'de yüzde 4.7, 1995'de de yüzde 5'lik büyüme hızına erişmiştir. Letonya'daki görece yüksek faiz oranları, ekonomideki olası genişlemeyi geciktirmiştir. Saavalainen'in (1995) hesaplarına göre, Estonya'nın 1992'nin ikinci çeyreği ile 1994'ün son çeyreği arasındaki kümülatif reel GSYİH kaybı yüzde 6.7 iken, Letonya'da bu oran yüzde 11.8 olarak gerçekleşmiştir.

¹³ Estonya hükümet bütçesi 1992'den bu yana fazla verirken, Letonya 1992 ve 1994'de GSYİH'nın yüzde 0.8 ve yüzde 4.1 oranında bütçe açığı verdi.

¹⁴ Hanke ve Schuler (1994) çözümü ortodoks para kurulunda görmektedirler. Bu yazarlar, para kurulu idare meclisi ve yönetiminin yabancıardan oluşmasını ve para kurulunun yurt dışında, tercihan İsviçre'de, bulunduğu ülkenin kanunlarına göre çalışan bir şirket olarak kurulmasını öneriyorlar.

¹⁵ Ülkemizde paradan sıfır atmak olarak da bilinen, ulusal para biriminin değiştirilmesi konusuna da değinmek istiyoruz. Kronik enflasyonla değerinden çok kaybetmiş ulusal para birimi ne zaman değiştirilmelidir? Radikal istikrar tedbirlerinin ve kurumsal değişikliklerin yürürlüğe konduğu anda mı, yoksa tedbirler başarıya ulaştı mı? Arjantin hükümeti başarılı sonuçların kalıcı olduğunu gördüğü anda bu kararı almıştır. Arjantin, para birimini değiştirmek için enflasyonun stabilize olmasını beklemiş ve 10,000 australe karşı gelen yeni para birimi pesoyu Ocak 1992'de piyasaya sürmüştür.

¹⁶ Enflasyonun Arjantin'de Estonya'dan daha düşük olması, Estonya'nın Arjantin'e göre çok daha dışa açık bir ekonomi olmasıyla çelişiyor (Tablo 3.2 ve 3.3). Bunun ardında yatan neden, Estonya'nın hâlâ geçiş dönemini tamamlanmış olmasıdır. Geçiş döneminde reel üretimde meydana gelen daralmaya rağmen, ülkeye giren yabancı sermaye para tabanının artmasına yol açarak talebin aynı oranda kısılmasını engellemiştir.

¹⁷ 1985'deki Austral planının üzerinden dokuz ay geçtikten sonra, yüzde 1.5-2 arasındaki aylık enflasyona rağmen, faiz oranları yüzde 4-5 arasında gerçekleşmişti.

¹⁸ 1988'de GSMH'nın yüzde 18'ine karşılık gelen vergi gelirleri, vergi reformları sayesinde 1991'de yüzde 22'ye yükseldi.

¹⁹ Türkiye'nin 1994 yılı başında yaşadığı krizle benzerlikler gösteren Meksika krizini inceleyen pek çok çalışma yapıldı. Türkiye için de ilginç sonuçlar veren bu çalışmalar arasında Calvo ve Mendoza (1995), Sachs ve diğerleri (1995), Dornbusch ve Werner (1994) sayılabilir.

20 Özellikle Latin Amerika ülkelerinin enflasyon deneyimleri ve yüksek bütçe açıkları ile enflasyon arasındaki bağlantı konusunda iki önemli kaynak için bakınız: Bruno ve diğerleri (1992) ve Edwards (1995).

21 Dış piyasalarda kredi limitlerine daha çabuk ulaşılabacaktır. Kredi notunun düşmesi ihtimali normal şartlarda daha fazla borçlanmaya karşı caydırıcı bir etki yapacaktır.

22 Para kurulu sistemi, altın standardı rejimine benzer. Altın standardı rejiminde ödemeler dengesi kendiliğinden sağlanır. Açık veren ülkede sermaye çıkışı para arzını azaltır ve faiz hadlerini yükseltir. Faizlerin yükselmesiyle iç talepteki daralma iç fiyatları düşürür, ihracat artarken ithalât azalır. Bu gelişmelerin sonucunda üretim tam kapasiteye ödemeler dengesi sağlanarak döner. Ödemeler dengesi tam serbest kur politikasıyla da sağlanabilir. Bu rejimde, ödemeler dengesindeki açıklar ülke parasının değerini düşürecektir. Ülke parası değer kaybederken, ihraç malları görece olarak ucuzlayacak, iç fiyatlar da yükselecektir. Fiyat artışları reel para arzını düşürecek ve sonuçta altın standardı rejiminde fiyatların düşmesiyle ulaşılan dengeye, serbest kur rejiminde, fiyatlarda artışla varılacaktır. Bir üçüncü rejim de, ödemeler dengesinin, para ve bütçe politikalarıyla desteklenen kurlarla sağlanmasıdır. Devalüasyonla ödemeler dengesi sağlanırken, yüksek faizlerle ve sıkı bütçe politikasıyla iç talep daraltılır. Genelde çoğu ülkeler üçüncü rejimi seçerken, gerekli bütçe politikalarını uygulamazlar, yüksek faiz ve sermaye girişleriyle ertelerler. Türkiye’de 1989 sonrası başlayan ve hâlen de devam eden ekonomik politikalar bu rejimin yanlış uygulanmasına bir örnektir. Bu üç rejim arasındaki tercih, geçiş döneminin getireceği uyum maliyeti varsayımlarına bağlıdır.

23 Nitekim, Arjantin’de para kurulu sistemine geçişle birlikte bir yıl vadeli mevduat faiz oranları yüzde 150-200’lerden yüzde 20’ye düştü (Şekil 3.7). Arjantin’de Konvertibilite Kanunu sonrasında iç borç faiz yükü bütçe daralmasının da etkisiyle hızla azaldı. 1989 yılında GSMH’nin yüzde 4.8’ine karşılık gelen faiz ödemeleri, kısa vadeli yüksek faizli tahvillerin uzun vadeli dolara endeksli tahvillerle değiştirilmesi sayesinde 1990 yılında yüzde 3.2’ye düştü. Faiz ödemelerinin GSMH içindeki payı 1991 yılında da yüzde 1.7 olarak gerçekleşti ve 1994’e değinde yüzde 1.2’ye kadar geriledi (Tablo 4.1). Benzer bir gelişme Estonya’da da yaşandı. Faiz oranlarındaki hızlı düşme enflasyonun kontrolünü kolaylaştırırken, aynı zamanda, geçiş sürecinin sonucu olan ekonomik daralmanın süresini kısalttı.

24 İngiliz sömürgeleri böyle bir sorunla karşılaşmadı. Sömürgelerde para kurulu sistemine geçişteki amaç enflasyonu kontrol altına almak değildi. Para kurulu sistemi öncesinde yerel para birimi olarak İngiliz Sterlini kullanıldığı için sömürgelerde enflasyon sorunu yoktu ve sabit kur politikası da yerel para biriminin aşırı değerlenmesine neden oldu.

25 Kronik enflasyona alışmış ekonomilerde, fiyat ve ücretler resmi ya da gayriresmi endekslenme yoluyla belirlenir. En basit haliyle endeksleme, bir sonraki dönem için verilecek ücret artışlarının o dönemde gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranı ile bir önceki dönemde gerçekleşmiş enflasyon oranının ağırlıklı ortalamasına göre belirlenmesidir. Fiyat ve ücret artışlarını endeksleyerek karara bağlayan anlaşmalar imzalandıktan sonra yürürlüğe konan önlemler paketi, enflasyonu daha yavaş düşürecektir.

26 Bazı durumlarda maksı-devalüasyon da sorunu çözemeyebilir. Türkiye gibi girdi, makine ve teçhizat ithalâtı görece fazla olan ekonomilerde mak-

si-devalüasyonun maliyet arttırıcı etkilerinin enflasyon momentumunu güçlendirme olasılığı vardır. Yapısal sorunları Türkiye'den çok farklı olmasına rağmen, Polonya'nın 1990'da, eski Çekoslovakya'nın da 1991'de başlattıkları istikrar programı deneyimleri, maksî-devalüasyonun kontrol altına alınmak istenen enflasyon sürecini daha da körükleyebileceğini gösteren iki örnektir.

²⁷ Arjantin para kurulu sistemi bu tür bir spekülâtif hücumu yaşadı. Bu dönem zarfında yeni para kurulu sistemi spekülâtorler tarafından birkez denendi. Kasım 1992'de ortaya çıkan kriz beklentileri üzerine pesodan kısa süreli bir kaçış başladı. Ancak Merkez Bankası, talep edilen yaklaşık 300 milyon dolarlık rezervleri anında sağlayarak bu spekülâtif saldırının bir krize yol açmasına engel oldu (Bennett, 1994).

²⁸ Bu analiz Williamson'un (1995) yaptığı hesaplara dayanmaktadır. Bu sonuçlar yaklaşık rakamlardır; ayrıntılı bir tahmin yöntemine dayanmadığından tek tek ülkeler için büyük sapmalar olabilir.

²⁹ 1991 Nisan'ında parasal taban ve M1'den (emisyon artı vadesiz mevduat) fazla olan döviz rezervleri, M2'nin (M1 artı vadeli mevduat) de dörtte üçüne karşılık geliyordu (William R. Cline, *Financial Times*, 28 February 1995; aktaran Williamson, 1995).

³⁰ Bu oran 1987 öncesinde yüzde 15-20 arasında dalgalanırken, 1987-93 arasında ortalaması yüzde 23'e yükselmiş, bu arada da daha değişken olmuştur (Şekil 5.2).

³¹ Türkiye'de devlet borçlarının özellikle iç borçların GSMH'ya oranının OECD ülkelerine göre daha düşük olduğu ve ülkenin borç kapasitesi aşılmadığı için, hükümet ve bazı çevreler iç borçlar konusunda endişelenmeye gerek olmadığını söylüyorlar. Bir ülkenin borç kapasitesini borcun milli gelire oranı değil, borç ödeyebilme gücü tayin eder. Örnek verilen ABD, Japonya ve Avrupa ülkelerinde net faiz oranları yüzde 3-5 düzeyindedir. Türkiye'de ise, Hazine 1994 yılından bu yana yüzde 25-65 dolaylarında reel faiz ödemektedir. Türkiye'nin borç/GSMH oranının bu ülkelere göre şu anda olduğundan çok daha düşük olması gerektiğini söyleyebiliriz.

³² Şekil 5.4'de görüldüğü gibi, Arjantin ve Brezilya'da reel ücretlerdeki düşüş bir yıl gibi kısa bir sürede gerçekleşmiyor; zamana yayılıyor.

³³ Bu rakam 1990-1994 yılları ortalamasıdır (Tablo 5.1).

³⁴ Hanke ve Schuler (1994), Hong Kong, Singapur gibi ülkelerin coğrafi olarak küçük, fakat üretim gücü olarak orta gelir düzeyindeki pek çok ülkeden daha büyük olduklarına işaret etmektedirler. Her ne kadar bu iki küçük ülke GSMH olarak coğrafi ölçeklerinden gerçekten çok daha büyükse de, bu iki ekonomi dünyanın en açık ekonomileridir.

³⁵ Ekonomide ve kamu idaresinde, bazı hallerde çözülme noktasına kadar varan zayıflama, bu çalışmanın konusu olmamakla beraber, sorumluluğun sadece kamu kesiminde olmadığını hatırlatmakta fayda görüyoruz. Kamu yönetiminin zayıflaması, modernleşen Türk ekonomisine ve toplumuna ayak uyduramaması kadar, rant dağıtan ekonomideki sosyal talepten de kaynaklanmaktadır.

³⁶ Son sekiz yılda ekonomideki ortalama büyüme hızı yüzde 2.9, nüfus ar-

tışı da yüzde 2.2 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, gelir dağılımındaki dengesizliklerin arttığını gözönüne alırsak, toplumun refah düzeyinin hissedilir bir şekilde artmadığını söyleyebiliriz (TÜSİAD, 1996).

37 Merkez bankası özerkliği ve para politikaları üzerinde oldukça zengin bir literatür vardır. Bu çalışma para kurulu ile ilgili çalışmaları kapsamaktadır. Modern merkez bankacılığı ile ilgili araştırmaların geniş bir özeti Capie, Goodhart, Fischer ve Schnadt'da (1994) bulunabilir.

38 Merkez bankası Yasası'nın, 1994 krizi sonrasında IMF'nin baskılarıyla azaltılan, hazineye sağladığı kısa vadeli avans sınırı bağlayıcı olamamaktadır. Hükümetin ek bir bütçeyle limitleri delmesine engel yoktur. Ayrıca, Hazine kamu bankaları kaynaklarını kullanarak piyasa dışı borç bulabilmektedir.

39 Merkez bankasının para politikasını hükümetten tamamen bağımsız tayin edebildiği en çok bilinen örnek Alman Merkez Bankası'dır. Merkez bankasının yıllık enflasyon hedefini pazarlık ederek tayin ettiği fakat enflasyon hedefinin gerektirdiği para politikalarını uygulamakta hükümetten bağımsız olduğu örnek ise Yeni Zelanda Merkez Bankası'dır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 4. maddesi Banka'nın temel görevini şöyle tanımlar: "Para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlar gözönünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürütmek."

40 Cukierman, Webb ve Neyaptı'nın (1992) yetmiş iki ülkede yaptığı merkez bankası özerkliği ve enflasyon arasındaki ilişki ile ilgili araştırmanın bulguları, enflasyona karşı duyarlı olmayan ülkelerde, politik sistemin her zaman merkez bankasının yasal statüsünü dolaylı veya doğrudan ihlâl edebildiğini göstermektedir.

Kaynakça

- Bennett, Adam G. G., 1994, "Currency Boards: Issues and Experiences", IMF Papers on Policy Analysis and Assessment, 94/18.
- Bruno, Michael, Stanley Fischer, Elhanan Helpman and Nissan Liviatan, 1992, *Lessons of Economic Reform and Its Aftermath*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Calvo, Guillermo A. ve Mendoza, Enrique G., 1995, "Reflections on Mexico's Balance of Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold", mimeo, Center for International Economics, University of Maryland at College Park.
- Capie, Forrest, Goodhart, Charles, Fischer, Stanley ve Schnadt, Norbert, 1994, *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Cukierman, Alex, Steven B. Webb ve Bilin Neyaptı, 1992, "Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes," *World Bank Economic Review*, 6, 3, 353-398.
- Cukierman, Alex, 1994, *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Dornbusch, Rudiger ve Alejandro, Werner, 1994, "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1994.
- Edwards, Sebastian, 1995, *Crisis and Reform in Latin America: Despair to Hope*, Oxford University Press, Oxford.
- Fischer, Stanley, 1995, "Modern Central Banking", Capie ve diğerlerinde; s. 262-308.
- Goodhart, Charles, 1995, *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan Press, London.
- Hanke, Steve H. ve Schuler, Kurt, 1994, *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*, ICS Press, San Francisco, California.
- Osband, Kent ve Delano Villanueva, 1993, "Independent Currency Authorities: An Analytic Primer," IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1, 202-216.
- Saavalainen, Tapio O., 1995, "Stabilization in Baltic Countries: A Comparative Analysis", IMF Working Paper, 95/44.
- Sachs, Jeffrey, Tornell, Aaron ve Velasco, Andres, 1995, "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?", Discussion Paper No: 1724, Harvard Institute of Economic Research, Harvard University, Cambridge, Massachusetts.
- Sargent, Thomas, and Neil Wallace, 1981, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5.
- Schwartz, Anna J., 1993, "Currency boards: their past, present, and possible future role", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, no. 39, 147 - 187.
- TÜSIAD, 1996, *Konjonktür, Ocak 1996*.
- Williamson, John, 1995, *What Role for Currency Boards?*, Institute for International Economics, Washington DC, Eylül 1995.
- Zarazaga, Carlos, E., 1995, "Can Currency Boards Prevent Devaluations and Financial Meltdowns?" *The Southwest Economy*, Federal Reserve Bank of Dallas, No. 4.



