

## Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı Semptomlarını Açıklamaya Yönelik Hipotezler ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme

Nevzat Balıkçioğlu  
Cumhuriyet Üniversitesi

Bu çalışmada, kura dayalı istikrar programlarının genel özellikleri teorik çerçevede analiz edildikten sonra bu programların uygulanması sırasında ekonomide yaşanan gelişmelerin kura dayalı istikrar programı semptomları şeklinde isimlendirilen makro ekonomik gelişmeler yarattığı gösterilmektedir. Kura dayalı istikrar programı semptomlarını açıklayan hipotezlerin ise, uygulanan kura dayalı istikrar programının makro ekonomik değişkenler arasında meydana getirdiği asimetrik durum olduğu ayrıca bu hipotezlerin kura dayalı istikrar programı semptomlarını tam olarak açıklayamadığı gösterilmektedir.

*Anahtar Sözcükler:* kura dayalı istikrar programı, kura dayalı istikrar programı semptomları, Türkiye

### Hypotheses to Explain Exchange Rate-Based Stability Program Symptoms and An Evaluation of Turkey

In this study, general characteristics of exchange rate based stability programs are analyzed theoretically and then it is indicated that, economic developments occurred with the implementation of such programs generate macro economic developments which are termed exchange rate based stability programs symptoms. Also indicated that, hypotheses which explain exchange rate based stability programs symptoms are an asymmetric situation of macroeconomics variables generated by implemented exchange rate based stability programs and these hypotheses are not capable of explaining symptoms precisely.

*Keywords:* exchange rate-based stabilization program, exchange rate-based stabilization program symptoms, Turkey

1970'lerden itibaren gelişmekte olan ülkeler yüksek kronik enflasyon, ödemeler dengesi açığı, finans ve reel kesimde istikrarı sağlayabilme konusunda pek başarılı olamamışlardır. Ekonomik dengeleri sağlamak için pek farklı istikrar programları uygulanmış, ancak bu programların çoğu ekonomiyi krize sürüklemiştir. Ekonomik dengeleri sağlamak için uygulamaya konulan istikrar programlarının temelini oluşturan farklı nominal çapalar bulunmaktadır. Bunlar; para politikası araçları ile etkilenebilen para arzı, döviz kuru ve faiz oranları gibi nominal değişkenlerdir. Bu değişkenlerin birinin değeri belirli bir süre için dışsal olarak belirlenmekte ve ekonomideki diğer işlemler sabitlenen bu değerlere göre yapılmaktadır. En yaygın kullanılan değişkenler, nominal para miktarı veya döviz kurunun sabitlenmesidir. Para arzına dayalı istikrar programı, önceden ilan edilmiş azalan para arzı büyüme oranına dayandırılmaktadır. Bu programlar çerçevesinde, enflasyonun en önemli nedeni olarak görülen para arzındaki artış dizginlenerek enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır Şili (1975), Arjantin (1989) ve Brezilya (1990) Para arzına dayalı istikrar programlarından birkaç tanesidir. Diğer alternatif olan kura dayalı istikrar programı, kur hareketleri üzerine önceden ilan edilmiş sınırlamalar konularak oluşturulan nominal çapa üzerine kurulu istikrar programları olarak tanımlanmaktadır. Kura dayalı istikrar programı, hem 1980'lerden sonra yaşanan krizlerin bir çoğunun bu programların uygulandığı ülkelerde oluşması, hem de literatürde kura dayalı istikrar

programı semptomu olarak bilinen ilginç gelişmeleri nedeniyle ekonomi literatüründe özel bir ilgi görmüştür. Bu çerçevede çalışmada, öncelikle kura dayalı istikrar programı tanımı ve kura dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerin tecrübelerini inceleyen çalışmaların ulaştığı temel sonuçlara değinilmiştir. Ardından bu temel sonuçlar neticesinde iktisadi literatürde kura dayalı istikrar programı semptomu olarak adlandırılan gelişmeleri açıklayan hipotezler anlatılmıştır. Son kısımda ise, Türkiye'de kura dayalı istikrar programı uygulamasında ortaya çıkan sorunlar önceki kısımda değinilen noktalar ışığında analiz edilmiştir.

### Kura Dayalı İstikrar Programı ve Temel Özellikleri

Literatürde, sabit kur politikası olarak da adlandırılan kura dayalı istikrar programı, özellikle 1970'lerin başlarından itibaren gelişmekte olan ülkelerin siyasetçilerini en çok meşgul eden konulardan biri olmuştur. 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ve petrol fiyatlarındaki artışların bu ülkeleri olumsuz yönde etkilemesi, birçok gelişmekte olan ülkenin kur rejimi tercihinin gelişmiş ülkelerde uygulananlardan farklı olmasına neden olmuştur. Döviz kuru; gelişmiş ülkelerde piyasa, gelişmekte olan ülkelerde ise parasal otoriteler tarafından tespit edilmeye başlanmıştır. 1980'lerde finansal liberalizasyonla birlikte, sabit kur sistemi bazı gelişmekte olan ülkeler tarafından

enflasyonla mücadelede kullanılmış ve de başarı sağlanmıştır (Caramazza ve Aziz, 2000, s.3).

Kura dayalı istikrar programı, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, bir ülkenin ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin parasına veya ticaret hacminin yüksek olduğu ülkelerin paralarından oluşan bir sepete bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Program çerçevesinde farklı kur rejimleri uygulanabilmektedir. Örneğin, 1991 yılında Arjantin'de para kurulu uygulanırken, Türkiye 2000 yılı istikrar programında sürünen çapayı tercih etmiştir.

Kura dayalı istikrar programı, sabit bir döviz kurunun sürdürülmesi (artan enflasyona rağmen) ya da enflasyon oranının altında bir mini devalüasyonlar takviminin önceden duyurulması biçiminde uygulanmaktadır. Kura dayalı istikrar programları, temelde üç haneli (yada daha fazla) bir enflasyon oranı sonrasında reel para dengelerine yönelik talebin istikrarsız, yada tahmin edilemez olabileceği noktasından hareketle, önceden belirlenen bir nominal döviz kurunun fiyat düzeyini, bundan dolayı da enflasyonist beklentileri demirleyeceği (çapa) görüşünü taşıyan makro ekonomistler tarafından savunulmaktadır (Kruger, 1997, s.2). Kurlardaki değişim oranlarının bir tablo halinde ilan edilmesi nedeniyle literatürde "Tablita Sistemi" olarak da adlandırılan bu stratejide, nominal çapa olarak kurun iki yolla enflasyonu aşağı çekeceği tahmin edilmektedir. İlk olarak; enflasyonist beklentiler kırılacak; ikinci olarak da, dış ticarete konu olan malların fiyatlarında istikrar sağlanacaktır (Çağlar, 1997, s.35). Diğer bir ifadeyle, nominal çapa olarak döviz kuru, ithal malların fiyatlarını, üretimde ithal girdi kullanılan malların maliyetlerini ve ihraç ürünlerinin değerini belirler. Kurun çapa olarak belirlenmesi, ticarete konu olan malların fiyatlarını dünya fiyatlarına yaklaştıracığından enflasyon rahatlıkla kontrol

edilebilecektir. Öte yandan, kura dayalı istikrar programları basit ve açık olmaları nedeniyle iktisadi birimlerce rahatlıkla izlenebilmektedir. Kurun nominal çapa olarak seçiminin asıl önemi, özellikle güvenilirliğin sağlandığı durumlarda direkt olarak enflasyon ekleyişlerini ve diğer nominal değişkenleri olumlu yönde etkileyerek dezenflasyonun refah maliyetini azaltmasından kaynaklanmaktadır (Masson ve Agenor, 1996, s.3). Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerin tecrübelerini inceleyen çalışmaların ulaştığı temel sonuçlar şunlardır:

### *Enflasyonun Devalüasyon Oranına Yavaş Yaklaşması*

Kur çapasının temel argümanı, ticarete konu olan mallar enflasyonundaki çabuk etkisinden dolayı, toplam enflasyonun devalüasyon oranına çabuk yaklaşacağıdır. Fakat, Latin Amerika ve Uruguay'ın deneysel bulgularından ise, tam tersi bir sonuç gözlenmiş ve aşağıdaki Tablo 1'den de görüleceği gibi, dış ticarete konu olmayan malların görelî fiyatlarında ortaya çıkan artış sonucu enflasyon oranı devalüasyon oranına yavaş yaklaşmıştır.

Bu durum ise, ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunu doğurmaktadır. Aslında, reel değerlenme kaçınılmaz olduğundan, programın ilerleyen aşamalarında ortaya çıkabilecek ödemeler bilançosu krizlerine yol açmamak için, ulusal paranın programın başında devalüe edilmesi gerekir. İsrail'in 1985 yılında uyguladığı programda bu noktadan hareket edilerek İsrail para birimi programın başlangıcında %20 oranında devalüe edilmiştir. Nitekim, İsrail 1985 istikrar programı kura dayalı istikrar programlarının başarılı bir örneğini teşkil etmektedir.

Tablo 1  
*Kura Dayalı İstikrar Programlarında Enflasyon, Devalüasyon ve Reel Döviz Kurunda Görülen Değişimler*

Programlar	Dönem	Programdan Önceki Çeyrek 4 Çeyrek Dönemde Değişim		Programın Son Çeyreği		Reel Kur Değerlenmesi %
		Devalüasyon Oranı	Enflasyon Oranı	Devalüasyon Oranı	Enflasyon Oranı	
Arjantin Tablita	1979.1- 1980.4	67.9	167.3	23.1	88.7	46.3
Şili Tablita	1978.1- 1982.1	60.5	66.3	0.0	7.6	28.8
Uruguay Tablita	1978.4- 1982.3	28.3	41.9	15.1	25.2	48.2
Arjantin Austral	1985.3- 1986.3	1.462.2	1.036.2	33.5	59.4	4.6
Brezilya Cruzado	1986.2- 1986.4	211.0	263.5	42.0	76.7	9.3
İsrail 1985	1985.3- 1990.2	434.0	386.1	3.3	16.4	16.7
Meksika 1987	1988.1- 1992.4	139.3	148.4	1.4	13.2	36.6
Arjantin Konvertibly	1991.2- 1992.4	106.8	453.0	-0.8	17.8	20.2

Kaynak: (Calvo ve Vegh, 1994, s.92).

### Genişleme-Daralma Çevrimi

Kura dayalı istikrar programlarında reel faaliyetlerde (özel tüketim ve reel GSYİH) programın başlangıcında genişleme sonrasında daralma (resesyon) görülmektedir (Sobolev, 2000, s.5).

Ekonomide en çok tartışılan konulardan biri, istikrar programlarının bir daralmaya yol açıp açmayacağı yönündedir. Bu konuda genel düşünce, enflasyonun sadece ekonomik aktivitelerdeki kısa vadeli bir daralma maliyeti ile düşürülebileceğidir. Bu görüş altında yatan mantık geleneksel Phillips Eğrisi'ne dayanır. Buna göre,

Tablo 2

Kura Dayalı İstikrar Programı'nda Özel Tüketim Harcamalarında Görülen Yıllık Büyüme Oranları

Programlar	Dönem	Program Öncesi 3 Yıl (Ort)	1.Yıl	2.Yıl	3.Yıl	4.Yıl	5.Yıl
<b>KDİP</b>							
Arjantin 1967	1967-70	6.8	2.6	4.0	6.4	4.1	4.4
Brezilya 1964	1964-68	3.6	3.3	0.7	4.3	9.6	10.2
Uruguay 1968	1969-71	0.5	8.2	6.4	1.0	-0.2	....
Arjantin Tablita	1979-81	-4.2	14.4	5.6	-3.6	-13.3	....
Şili Tablita	1978-82	1.0	7.5	6.5	6.8	10.1	-12.1
Uruguay Tablita	1979-82	0.2	9.0	5.0	2.4	-9.7	-9.1
Arjantin Austral	1986	1.2	7.9	0.7	....	....	....
Brezilya Cruzado	1986	2.8	6.4	-0.9	....	....	....
İsrail 1985	1986-90	0.6	14.8	9.0	4.3	0.0	5.3
Toplam Dayanıklı Mallar Tüketimi		-6.2	49.7	13.2	5.8	-12.8	17.1
Meksika 1987	1988-92	0.3	1.8	6.3	5.7	5.0	4.9
Arjantin Convertibility	1991-92	-2.1	6.7	10.8	....	....	....

Kaynak: (Calvo ve Vegh 1994, s.94).

### Ulusal Paranın Reel Olarak Değerlenmesi

Döviz kuru ile mal fiyatları arasındaki uyum belli bir zamanı kapsamaktadır. Bu uyumun sağlanması için geçen sürede ulusal para, kur-enflasyon farkı oranında değerlendirilir. Bu değerlendirme, ithal mallarının fiyatlarının ulusal para cinsinden azalmasına ve ihracat mallarının fiyatının yabancı para cinsinden artmasına neden olarak ithalat üzerinde artırıcı, ihracat üzerinde azaltıcı bir etki yaratır. Tablo 1'den de izlenebileceği gibi uygulanan programların tamamında ulusal para reel olarak değerlendirilmiştir.

### Tüm Bu Gelişmeler Sonucunda Dış Ticaret ve Cari İşlemler Bilançolarında Dengesizliklerin Oluşması

Aşağıdaki Tablo 3'den de görülebileceği gibi kronik enflasyona sahip Şili, Uruguay, Arjantin gibi ülkelerde

enflasyonun düşürülmesi kısa vadeli işgücü ve üretim kaybına neden olacaktır. Fakat, 1970'lerde ve 1980'lerde kronik enflasyona sahip ülkelerde uygulanan dezenflasyon programları sonucunda ortaya çıkan deneysel bulgular, bu genel görüşü reddetmektedir. Aşağıda Tablo 2'den de görülebileceği gibi Meksika (1987), Şili (1978), İsrail (1985), Arjantin (1979-1980 Tablita) ve Arjantin (1991 Konvertibilite Planı) gibi kura dayalı istikrar programlarında, Phillips Eğrisi analizinin tersine reel faaliyetlerde programın başlangıcında artış sonrasında azalma görülmüştür (Rebelo ve Vegh, 1995, s.5-6).

uygulanan kura dayalı istikrar programı sonucunda, İsrail 1985 hariç, cari işlemler bilançosundaki dengesizlikler artmıştır. Örneğin, Şili Tablita Planı'nda program öncesi üç yılda ortalama %3 olan cari işlemler açığı, program sonrasında 8.6'ya yükselmiştir. Aynı durum Uruguay Tablita, Arjantin ve Meksika için de geçerlidir. Sermaye hesabı bakiyesi sıfır olsaydı, bu olumsuz etki doğrudan uluslararası rezervlere yansiyarak rezervlerin azalmasına neden olacak, bu durumda da programa olan güven azalacaktı. Bu nedenle, programın kredibilitésinin korunması açısından cari işlemler bilançosunda meydana gelen açığın mutlaka sermaye hesabında dengelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle, kura dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerde uluslararası destek son derece önemli bir hal almaktadır.

Tablo 3

*Kura Dayalı İstikrar Programı'nda Cari İşlemler Dengesi ve Reel Faiz Oranında Görülen Değişimler*

Programlar	Dönem	Cari İşlemler Dengesi İllik % Değişim		Reel Faiz Oranı İllik % Değişim		
		Programdan Önceki Ü yıl	Programın Uygulandığı Dönem	Programdan Önce Dört Çeyrek	İlk Dört Çeyrek	Son Dört Çeyrek
Kura Dayalı İstikrar Programı						
Arjantin Tablita	1979-81	2.1	-2.5	0.7	-2.8	5.9
Şili Tablita	1978-82	-3.1	-8.6	70.6	43.0	46.4
Uruguay Tablita	1979-82	-2.8	-4.6	18.2	-7.2	24.9
Arjantin Austral	1986	-2.8	-3.6	20.0	48.0	-7.5
Brezilya Cruzado	1986	-1.1	-1.7	-4.5	8.5	-9.5
İsrail 1985	1986-90	-2.5	1.1	-2.0	21.2	11.0
Meksika 1987	1988-92	0.7	-3.9	-2.6	29.2	2.0
Arjantin Konvertibility	1991-92	-0.6	-2.6	38.1	-2.0	4.0

Kaynak: (Calvo ve Vegh, 1994, s.93).

### *Yurtiçi Faiz Oranlarında Belirsizliğin Olması*

Literatürde, kura dayalı istikrar programlarının reel faiz oranları üzerinde yaratacağı etkiler konusunda birbirinden farklı gözlemler söz konusudur. Calvo ve Vegh (1994) ile Rebelo ve Vegh (1995), reel faiz oranlarının ortodoks programlarda düştüğünü, heteredoks programlarda ise yükseldiğini göstermiştir. Agenor (1994) benzer şekilde, 1970'lerin sonlarındaki Güney Koni (Tablita) deneyimlerinde reel faiz oranlarının düştüğünü ve 1980'lerde Arjantin, Brezilya, İsrail ve Meksika'da uygulanan programlarda ise önemli oranda arttığını ifade etmektedir. Agenor (1998), bu farklı tepkileri açıklamak için kurduğu modelde, reel faizlerin farklı tepkisinin kur çapasının güvenilirliğinde değil, programın mali politikalarının güvenilirliği ile açıklanabildiğini göstermektedir. Bu durum, ortodoks programlarda reel faizlerin düşüşünü açıklamaktadır.

Rebelo (1997), kura dayalı istikrar programlarının uygulama sonuçları üzerine geliştirilmiş literatürde en fazla ilgiyi çekmiş olan konunun, dış ticarete konu olmayan malların görece fiyatlarındaki artış olduğunu ileri sürmektedir. Bunun yanı sıra, yukarıdaki bir ve dördüncü şıklarda verilen olgular, kura dayalı istikrar programlarının işlemediğini gösteren uyarı sinyalleri olarak görülmektedir. Enflasyon yavaşça yakınsamakta ve başlangıçtaki ekonomik genişleme dış borçlanma ile finanse edilen bir tüketim artışı tarafından yönlendirilmektedir. Santaella ve Vela (1996)'ya göre, tüketimdeki canlanma, esas olarak özel sektör kaynaklıdır ve büyük bir kısmı dayanıklı mallara yönelik alımlarda artış şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ücretlerde ortaya çıkan artış ise, sendikalar, hükümetin istihdam ve harcama politikası, büyük ölçekli yabancı sermaye girişi veya sistemdeki nominal katılıkların yarattığı yapay bir genişleme olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, Santaella ve Vela (1996), dördüncü şıkta verilen dış ticaret ve cari

işlemler dengesindeki bozulmanın hemen tüm programlarda gözlemlendiğine ve bu açıkların dışarıdan sermaye girişleri ile finanse edildiğine işaret etmektedir. Dış ticaret dengesindeki bozulmaya, dayanıklı malların ithalatındaki ortaya çıkan büyük bir artış da eşlik etmektedir. Ekonomik faaliyetlerde programın sonraki aşamalarında ortaya çıkan daralma evresinde sıklıkla gözlenen gelişme ise sermaye girişlerinin kesilmesidir. Dış ticarete konu olan mallar sektöründeki daralma ve reel ücretteki artışın yol açtığı rekabet kaybı, politikanın sürdürülebilir olmadığı izlenimini yaratmaktadır.

Rebelo (1997)'nin belirttiği gibi, yaşanan deneyimlerin bir kısmında resesyonun ortaya çıkışının, ticaret hadlerindeki bozulma veya kötü geçmiş bir tarımsal yıl gibi negatif şoklar ile çakıştığı gözlenmiştir. İşte bu noktada, sisteminin terk edildiği görülmektedir. Ve bundan sonra hükümet ekonomide durgunluğu gidermek için genellikle kamu harcamalarını arttırmakta ve ekonomi eski düzeyine geri dönmektedir. Bu süreçte, bütçe açıklarının U-biçimli davranış sergilediği gözlenmekte; reformun başlangıç aşamalarında bütçe açıklarında gözlenen düşüş, geri dönüş noktasından sonra tekrar artma eğilimine girmektedir (Telatar, 2000, s.480).

### *Kura Dayalı İstikrar Programının Semptomlarını Açıklamaya Yönelik Hipotezler*

Literatürdeki çok sayıda çalışma, yukarıda özetlenen (özelliklerin) gözlemlerin, genel olarak İsrail (1985) programı gibi başarılı bulunan programlar da dâhil tüm kura dayalı istikrar programlarında görüldüğü vurgulanmaktadır. Bu özelliklerin yarattığı gelişmeler ve bazı programların ekonomik krizlerle sonuçlanması nedeniyle, bu konu iktisatçılar arasında oldukça büyük ilgi görmüş ve kura dayalı istikrar programı semptomu şeklinde isimlendirilen bu ilginç gelişmeleri açıklayabilecek iktisadi modeller kurmaya yöneltmiştir (Dakhlallah, 2003, s.1465). Bunlar;

### *Enflasyon Ataleti Hipotezi*

Rodriguez (1982) ve Dornbusch (1982) tarafından geliştirilen modelde, enflasyon ataleti ve yüksek sermaye hareketliliği altında devalüasyon oranını düşürmenin, reel faiz oranını düşüreceğini ve bunun da ekonomik genişlemeye yol açacağı teorisini ortaya koymuşlardır (Rebelo ve Vegh, 1995, s.26).

Kura dayalı istikrar programı semptomunu açıklayan en eski sav olan enflasyon ataleti varsayımı faiz oranı paritesine<sup>1</sup> dayandırılmaktadır. Bu öngörü çerçevesinde, kura dayalı istikrar programı'nda devalüasyondaki düşüş nominal faizlerin aynı oranda düşmesine neden olmaktadır. Fakat, diğer taraftan bu modele göre kişiler geleceğe yönelik beklentilerini geçmişe dönük endeksleme (backward indexation) yöntemleri ile yapmaktadır. Geçmişe dönük enflasyon rakamlarına göre, gelecekteki enflasyon beklentilerini oluşturan kişiler, gelecek dönemde yüksek enflasyon beklentisi içerisinde yüksek ücret ve fiyat talep etmektedirler. Bu nedenle, enflasyon nominal faizler kadar hızlı düşmemektedir. Bu durum, ekonomi literatüründe enflasyon ataleti olarak adlandırılmaktadır (Müslümov ve Hasanov, 2003, s.92).

Kura dayalı istikrar programlarının uygulandığı ekonomilerde, devalüasyon oranının düşeceğine dair güvenilir bir açıklama, yurtiçi reel faiz oranlarında düşüşe yol açarken, beklentilerin geçmişe dönük endeksleme yöntemiyle belirlenmesi, reel kurda değerlenmeye ve ticaret dengesinde bozulmaya yol açmaktadır. Faiz oranındaki düşüşün, ekonomide yarattığı genişletici etkinin rekabet gücünde ortaya çıkan kaybın yarattığı daraltıcı etkiyi bastırması durumunda, toplam talep artışı ekonomik faaliyetlerin uyarılması ile sonuçlanmaktadır. Sonuçta, reel kurun değerlenmesi, toplam talep üzerinde daha sonra bir resesyona neden olacak olan deflasyonist baskıyı oluşturacaktır (Dakhlallah, 2003, s.1473). Dolayısıyla, enflasyon ataletini temel alan bu varsayım, kura dayalı istikrar programlarının ilk aşamalarında ortaya çıkan canlanmayı faiz oranındaki düşüşe bağlamaktadır. Programın sonraki aşamalarında ise, kurun aşırı değerlenmesi neticesinde ekonomide üretim azalmakta, büyüme yavaşlamakta hatta durgunluğa dönüşmektedir. Bu durum, yukarıda açıkladığımız genişleme-daralma çevrimini açıklamaktadır.

1 Faiz Haddi Paritesine göre, bir ülkede sermaye giriş ve çıkışları önünde hiçbir engel yoksa, yurtiçi faiz haddi (i), yurtdışı faiz haddi (i\*) ile beklenen devalüasyon oranının €e toplamına eşit olmalıdır.  $i = i^* + \epsilon$  eşitliğinin bozulduğu durumlarda, ülkeye yabancı sermaye girişi ve çıkışının eşitliği yeniden sağlanması beklenir. Sermaye hareketliliği tam ise, ya da çok yüksek ise bu eşitlik o kadar kısa sürede sağlanır ki, ekonominin bu eşitlikten hiç sapmadığı kabul edilebilir. Bu demektir ki, denklemlerdeki değişkenlerden herhangi birinin bir nedenden ötürü değişmesi, diğer değişkenlerin arasında değişmelerine ve eşitliğin yeniden tesisine yol açacaktır. Türkiye'de 9 Aralık 1999 Kararları'ndan sonra yurtiçi faiz haddinin hızlı bir biçimde düşmesi bu ilişki ile tutarlı bir gelişmedir. Nitekim, formüle göre yurtdışı faiz haddi (i\*) sabit iken, gelecekte beklenen devalüasyon oranının €e hızlı bir biçimde düşmesi, eşitliğin solundaki yurtiçi faiz oranının (i) da hızlı bir biçimde düşmesine yol açmıştır.

Bu hipotez, genişleme ve daralma dönemlerini başarıyla açıkladıktan başka, programın uygulanması sırasında oluşacak bazı tuzaklara dikkat çekmesi açısından da önemlidir. Örneğin, genişleme döneminde artan vergi gelirleri ve iyileşme gösteren kamu maliyesi nedeniyle programın gevşetilmesine dönük uygulamalar getirilmesi düşünülebilir (İnan, 2000, s.4). Enflasyon ataleti varsayımı ile ilgili en önemli eleştiri, modelin faiz oranı paritesine dayandırılması ile ilgilidir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı paritesinin geçerli bir öngörü olmadığı bilinmektedir. Bunun yanı sıra, model reel faizlerin düşmesi üzerine kurulmuştur. Fakat, reel faizlerin kura dayalı istikrar programlarına tepkisi belirsiz olabilmektedir. Ortodoks programlarda faizler artarken, heteredoks programlarda faizlerin düştüğü gözlemlenmektedir. Bu çerçevede, bu model sadece reel faizlerin düştüğü ortodoks programlarını açıklamaktadır. Bunun yanı sıra, Hamann (1999) "geçmişe dönük endeksleme ile yapılan enflasyon beklentileri istikrar programında ancak güven eksikliği varsa gerçekleşir" demektedir. Güven eksikliğine dayanarak kura dayalı istikrar programı semptomunu açıklayan modeller aşağıda incelenmiştir.

### *Güven Eksikliği Hipotezi*

Calvo (1986) tarafından ortaya atılan ve Calvo ve Vegh (1993) tarafından geliştirilen güven eksikliği hipotezi, kura dayalı istikrar programı semptomunu güven eksikliği ile açıklamaktadır. Bu hipoteze göre, istikrar programları uygulamanın başında tam olarak güvenilir değildir. Ekonomideki kişi ve kurumların, geçmişteki başarısız programlara ve tecrübelerine dayanarak uygulanan programın da yakın gelecekte biteceğine inandıkları öngörülmektedir. Uygulanan program süresince, yurtiçi ve yurtdışı reel faizler arasındaki farklar programın güvenilirliğini göstermekte, yüksek reel faizler programın güvenilirlik sorunu yaşadığını ortaya koymaktadır.

Güven eksikliği hipotezi, enflasyon ataleti hipotezinin tersine geleceğe yönelik endeksleme yöntemi ile oluşturulan yapışkan fiyat ve ücret mekanizmasına dayanmaktadır. Fiyatlar geleceğe endekslediği için, tamamen güvenilir bir programda enflasyon aniden ve hızlı bir biçimde düşecektir. Bu nedenle, güvenilirliği tam olan bir programda genişleme-daralma çevrimi gibi kura dayalı istikrar programı semptomları görülmeyecektir. Dolayısıyla, kura dayalı istikrar programlarında gözlenen gelişmelerin güven eksikliğinden kaynaklandığı savunulmaktadır (Müslümov ve Hasanov, 2003, s.93). Uygulanan kura dayalı istikrar programı güvenilir değilse, bireyler devalüasyonun ve ardından gelen sabit kur uygulamasının geçici olduğunu ve gelecek dönemde daha yüksek devalüasyonların yapılacağını düşünebilirler (Calvo ve Vegh, 1994, s.40). Bu durumda, programın başında nominal faizlerin düşmesi sonucu tüketim maliyetleri azalacak, gelecek dönemde yapılacak harcamalar bugüne taşınacak ve bu dönemlerarası tüketim transferi tüketim talebini yükseltecektir. İstikrar programının başlangıcında yaşanan genişlemenin nedeni budur. Dış ticarete konu olan ve olmayan mal talebi

artacaktır. Dış ticarete konu olan malın üretiminin dışsal faktörler, diğerlerinin ise iç talep tarafından belirlendiği varsayımı altında, talebin dış ticarete konu olan mallara yönelik olarak artması dış ticaret açığına yol açarken, talebin diğer mallar için artması yurtiçi üretim artışına neden olacaktır. Bu mallara yönelik fazla talep sonucu yurtiçi mal fiyatları devalüasyon oranından daha az düşecektir. Bu nedenle, eğer başlangıçta programa yönelik güven yoksa enflasyonda kalıcı bir düşüş sağlanamamaktadır. Yurtiçi mal fiyatlarında oluşan enflasyonist baskı ulusal paranın değerlenmesine yol açmaktadır. Yurtiçi fiyatların yüksek olması bir süre sonra talebi azaltmakta ve böylece ekonomi daralma sürecine girmiş olmaktadır.

Reinhart ve Vegh (1995), dönemlerarası tüketim esnekliğinin çok düşük olduğu ekonomilerde, dönemlerarası tüketim transferinin gerçekleşebilmesi için nominal faizlerde olabilecek rakamların çok üstünde düşüşler olması gerektiği sonucuna varmış ve güven eksikliği varsayımının kura dayalı istikrar programı semptomunu açıklamada yeterli olmadığını belirtmiştir (Sobolev, 2000, s.6).

### *Servet Etkisi Hipotezi*

Servet etkisine dayanan varsayımlar; istikrar programının başlangıcında görülen ekonomik faaliyetlerdeki artışı servet etkisine bağlı olarak açıklamaya çalışılan ve kendi içerisinde farklı yorumları olan bir yaklaşımdır. Helpman ve Razin'e (1987) göre, kamu harcamalarındaki kesintiler ve enflasyon vergisindeki azalış bir servet etkisi meydana getirecektir. Servet etkisi, gelecekte kamu harcamalarında oluşabilecek bir gerileme beklentisinden kaynaklanmaktadır. Drazen ve Helpman (1988) ile (Rebelo (1994) çalışmalarında, işgücünün dış ticarete konu olan sektörden dış ticarete konu olmayan sektöre doğru yeniden dağılımıyla ortaya çıkan "değişken işgücü arzı" kavramıyla arz yönlü etkiyi açıklamaya çalışmışlardır. De Gerorio, Guidotti ve Vegh (1993) ile Roldos (1993) ise, servet etkisinin sermaye birikiminin sonucunda meydana gelebileceğini belirtmişlerdir (Hoffmaister ve Vegh, 1995, s.18).

### *Mali Politikalar Hipotezi*

Helpman ve Razin (1987) tarafından ortaya atılan mali politikalar hipotezi, kura dayalı istikrar programlarının genişleme-daralma semptomunu mali yapıdaki değişiklikler nedeniyle meydana gelen servet etkisine bağlamaktadır. İstikrar programlarının başarısı, daha yüksek vergiler ve daha düşük harcamaları gerektiren mali politika ayarlamalarını gerektirir. İstikrar programlarının ortak bileşenleri genellikle üç mali etkiden oluşur. Bunlar; Dış ticarete konu olan mallara yönelik kamu harcamalarındaki düşüş, dış ticarete konu olmayan mallara yönelik kamu harcamalarındaki düşüş ve kamu gelirlerinde artıştır.

Enflasyonda sürekli bir düşüş sağlamak için kamu açıklarının giderilmesi esastır. Kamu açıkları önlenemediği ve mali düzenlemelerin olmadığı programların en iyi bilinen örnekleri Arjantin (1978

Tablita), (1985 Güney Planı) ve Brezilya (1986 Cruzado Planı)'dır. Bunlar başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Başarılı olanlar da ise (İsrail 1985 Planı ve Arjantin 1991 Dönüşüm Planı gibi) mali düzenlemeler oldukça önemli olmuştur. İsrail'de 1984'ten 1986'ya kadar GSMH'nın %18.4'ünü oluşturan mali açık yaklaşık olarak %10'a kadar gerilemiştir. Bu, kamu harcamalarında azalma ve kamu gelirlerinde artış sağlanarak gerçekleştirilmiştir. 1987 yılında tamamlanan Meksika istikrar programında ise kamu gelirleri GSMH'nın %10'nuna yakın bir fazlaya sahipti (Rebelo ve Vegh, 1995, s.34).

Helpman ve Razin'e göre, enflasyon vergisindeki düşüş programın başlangıcında bir servet etkisi meydana getirecektir. Servet etkisi, kamu harcamalarında gelecekte bir düşüş beklentisinden kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, istikrar programı uygulanmaya başlanmadan önce kamu harcamaları sürekli artmaktadır ve bu artan harcamaların hükümet tarafından karşılanması kısıt fon kaynaklarının maliyetini yükseltmektedir. Fakat, istikrar programının uygulanmaya başlanmasıyla kamu harcamalarında görülen büyük düşüşle birlikte toplumdaki enflasyon yükü de düşecektir. Mali politikada kısa vadede vergilerin artmasına rağmen enflasyon vergisindeki düşüş sonucu meydana gelen servet etkisi programın başında geçici bir genişlemeye öncülük edecektir (Calvo ve Vegh, 1999, s.36). Diğer taraftan, yaratılan bu servet etkisi ulusal paranın değerlenmesine ve sonuçta dış ticaret açıklarının artmasına neden olacaktır.

Rebelo ve Vegh (1993), mali etkiyi dış ticarete konu olan mallar ile dış ticarete konu olmayan mallar sektörü olarak iki sektörlü genel denge modelinde incelemişlerdir. Dış ticarete konu olan mallar üzerindeki verginin azaltılmasını, kamu harcamalarındaki düşüşü ve vergilerde meydana gelen artışın etkilerini, devalüasyon oranındaki sürekli bir düşüşle birlikte inceleyerek genişleme-daralma varsayımını mali etki ile açıklamaya çalışmışlardır. Dış ticarete konu olan mallar üzerindeki verginin azaltılması, tüketimin genişlemesine (boom) ve reel değerlenmeye yol açsa da yatırımlar düşmekte ve cari açık büyümektedir. Dış ticarete konu olmayan malların kamu tüketimindeki azalma reel değer kaybına neden olmaktadır. Bu nedenle, mali harcamalardaki kesintiler kura dayalı istikrar programlarının gerçeklerini açıklama gücünü sınırlamış gibidir. Ayrıca, vergi artışlarının ekonomik faaliyetleri daraltıcı etkisi de bulunmaktadır (Calvo ve Vegh, 1999, s.37). Diğer bir ifadeyle, yukarıda da belirtildiği gibi (Hamann, 1999) kura dayalı istikrar programlarının mali disiplini artırdığı argümanı hakkında ciddi kuşklar vardır. Bu modelin çıkış noktasındaki bu soru işaretleri, hipotezin kura dayalı istikrar programı semptomunu açıklamadaki yeterliliğini zayıflatmaktadır. Bunun yanı sıra, mali politikalar hipotezi genişleme-daralma çevrimini açıklayamamaktadır (Müslümov ve Hasanov, 2003, s.94).

### *Arz-Taraftı Üzerindeki Etkiler Hipotezi*

Talep yönlü "enflasyon ataleti" ve "güvenilirlik" açıklamalarıyla birlikte, Meksika (1987) ve Arjantin'in

1991'de uygulanan PDİP'lerinde görülen işgücü ve yatırımda belirginleşen arz taraflı etkiler tüm ilgiyi bu yöne çevirmiştir. Bu konuda temel çalışma Roldos (1995) ve Uribe (1995) tarafından yapılmıştır (Calvo ve Vegh, 1999, s.34). Bu hipoteze göre, kura dayalı istikrar programı sermaye mallarının ve dayanıklı tüketim mallarının nispi fiyatları üzerindeki deformasyonu kaldırarak, tüketim ve yatırımların artmasına neden olacaktır. Kısa vadede artan talep ulusal paranın değer kazanmasına, dış ticaret açıklarının artmasına ve dış ticarete konu olmayan malların üretiminin artmasına neden olacaktır. Kısa vadede artan talep ulusal paranın değerlendirilmesine, dış ticaret açıklarının artmasına ve dış ticarete konu olmayan malların üretiminin artmasına neden olacaktır. Dış ticarete konu olmayan malların yurtiçi üretim ve tüketiminin birbirine eşit olması gerektiği ve kısa vadede istihdam artışı olmayacağı için, artan iç talep karşısında dış ticarete konu olan mallar sektöründen, dış ticarete konu olmayan mallar sektörüne işgücü transferi olacaktır. Uzun vadede ise, dış ticarete konu olan mallar sektöründe yapılan yatırımlar sonucu artan istihdam ihtiyacı nedeniyle reel ücretler artacak ve dış ticarete konu olan mallar sektörüne geri istihdam transferi gerçekleşecektir. Bunun neticesinde, ulusal para daha fazla değerlendirilecektir. Ancak, bu modele göre yapılan yatırımlar sonucu artan dış ticarete konu olan mallar sektörü üretimi ile beraber ihracat artacak ve dış ticaret açıkları kapanacaktır. Bu şekilde ekonomi düşük enflasyon, düşük reel kur ve artan dış ticarete konu olan mallar üretimi ile yeni bir denge noktasına oturacaktır.

Bu model için yapılan en önemli eleştiri, programın ikinci safhasında bir daralma öngörmemesi nedeniyle genişleme-daralma çevrimini açıklayamamasıdır. Agenor ve Pizzati (1999), bu hipotezi tam rekabetçi olmayan uluslararası sermaye piyasaları varsayımı ile kurduğu bir modelde incelemiştir. Faiz oranı paritesi yerine faizlerin iç para piyasasında belirlendiği daha gerçekçi bu yaklaşımda, programın başında görülen büyümeyi takiben ekonomide yavaşlama görüldüğü gösterilmiştir. Bu şekilde, kura dayalı istikrar programı sonucu ortaya çıkan ekonomik konjonktürü gösteren model için, çalışmada yapılan özeleştirilme modelde sadece bir tip ürün bulunması varsayımı nedeniyle (dış ticarete konu olan mal) modelin kura dayalı istikrar programlarında görülen ulusal paranın reel olarak değer kazanmasını açıklayamamasıdır (Müslümov ve Hasanov, 2003, s.95-96).

### *Tam Rekabetçi Olmayan Piyasalar Üzerine Kurulu Bir Model*

Yukarıda sıralanan modellerin hepsi tam rekabetçi piyasa varsayımı üzerine kurulmuş ve faiz oranı paritesi varsayımı gibi gerçek hayatta geçerli olmayan öngörülere dayanmaktadır. Fakat, çalışmalara konu olan gelişmekte olan ülkelerin tam rekabet koşullarını sağladığı iddiası pek gerçekçi olmadığı yakından bilinmektedir. Tam rekabetçi koşulların sağlanamadığı bir ortamda, azalan devalüasyon oranları ulusal sermaye piyasası yatırım araçlarının getirisini arttıracığı için, dışardan gelen sıcak paranın da etkisi ile ekonomide bir parasallaşma meydana

gelecektir. Artan parasallaşma ödünç verilebilir fon miktarını arttıracaktır. Artan arz ve eksik güvenilirlik değerlendirmesi nedeniyle, böyle eksik piyasa ortamında banka kredisi kullanımı kura dayalı istikrar programı uygulamasıyla oldukça artacaktır. Artan kredi miktarı ve ekonomide parasallaşma, kura dayalı istikrar programı uygulamalarında görülen tüketim, yatırım ve dolayısıyla üretim artışlarını da beraberinde getirmektedir. Dış ticarete konu olmayan ürünlerin dış ticaret rekabetinden etkilenmemesi nedeniyle bu ürünlerin fiyatları artacak, enflasyon düşüşünün yavaşlamasına neden olacak ve ulusal para reel olarak değer kazanmaya başlayacaktır. Dış ticarete konu olmayan ürünlerin üretim ve tüketiminin eşit olması gerektiğinden, artan talep karşısında dış ticarete konu olan ürünler sektörüne istihdam kaybı olacaktır. Bu çerçevede, reel ücretler artacak, istihdam kaybı nedeniyle dış ticarete konu olan ürünler sektöründe üretim düşecektir. Bu sektörde düşen talebe karşın, artan talep sonucu ortaya çıkan talep fazlası ise ithal ürünlerle karşılanacaktır. Dolayısıyla, değerli ulusal para ile azalan ihracat ve artan ithalat sonucunda dış ticaret açıkları hızla artacaktır. Artan dış ticaret açıkları ise, bankalar tarafından yurt dışından getirilen sıcak para ile finanse edilecektir. Bu hipotez için yapılan özeleştirilme ise, genişleme-daralma çevriminin ikinci bölümündeki yavaşlamayı öngörememesidir. Bu noktada modelin gözden kaçırdığı kritik nokta, bankaların yurt dışından önceki ödemelerini yapabildiği sürece yurt içindeki aşırı kredi kullanımı için kaynak bulabilmesidir. Burada tanımlanacak riski sevmeyen yurtdışı yatırımcı varsayımı ile daha gerçekçi bir sonuç elde edilebilecektir. Bu şekilde artan dış ticaret açıkları, ulusal paranın aşırı değer kazanması gibi sinyalleri değerlendiren yabancı yatırımcı ulusal bankaları, bu bankalar geçmiş ödemelerini zamanında yapsa bile, finanse etme konusuna kuşkuyla yaklaşacaktır. Bu şekilde yavaşlayan sıcak para girişi ile ekonomik büyüme yavaşlayacak, hatta durgunluğa girip krize bile gidebilecektir (Müslümov ve Hasanov, 2003, s.97).

### **Aralık 1999 Kura Dayalı İstikrar Programının Değerlendirilmesi**

Kura dayalı istikrar programı uygulamaları sonucunda ortaya çıkan güçlükler, makro ekonomik istikrar politikaları konusunda uluslararası literatüre aşına olanlar için özel bir gelişme arz etmemektedir. Türkiye ekonomisinin yaşadığı gelişmeler kura dayalı istikrar programlarının önceki kısmında teorik olarak incelediğimiz ve aşağıda sayılan genel ampirik sonuçları ile oldukça uyum içerisinde olduğu görülmektedir:

- Enflasyon Oranının Devalüasyon Oranına Yavaş Yaklaşması,
- Genişleme - Daralma Çevrimi,
- Ulusal Paranın Reel Olarak Değerlenmesi,
- Tüm Bu Gelişmeler Sonucunda Ticaret ve Cari İşlemler Bilançolarında Dengesizliklerin Oluşması,
- Yurtiçi Faiz Oranlarında Belirsizliğin Olması.

Gerçekten de, programın uygulanma sürecine baktığımızda, ilk gerilim enflasyon oranlarından kaynaklanmıştır. Enflasyonda aşağı doğru bir eğilim olmasına rağmen, enflasyondaki atalet beklenenden güçlü çıkmış ve 2000 yılının sonbaharında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %27 seviyesinde kalmıştır. Enflasyon oranı, kurun önceden ilan edilen nominal değer kaybindan oldukça yüksek kalmış ve Kasım 2000 itibarıyla, TL'nin kur sepeti karşısındaki reel değerlenmesi tüketici fiyatlarına görece %11.4'e, özel imalat sanayi fiyatlarına (çekirdek enflasyon) göre de %8.5'e ulaşmıştır. İstikrar programında, enflasyon ve kur hedefleri birbirlerine uygun olarak belirlenmiş olmasına rağmen, uygulamada para politikasının pasifleştirilmesi ve kura yönelik bir atak olduğunda ne yapılacağına dair senaryoların ortaya konulamaması temel sorun olmuştur. Program uyarınca parasal taban döviz giriş çıkışlarına göre belirlendiğinden, sterilizasyon olmadığı koşullarda döviz girişlerinin parasal tabanı artırarak faizleri düşürmesi ve iç dengenin sürdürülebilirliği açısından bir rahatlama sağlanması beklenmektedir. Diğer taraftan, faizlerdeki düşüşün iç talebi artırmasıyla enflasyon-kur yakınlaşması yeterince gerçekleşmemiş ve TL'nin aşırı değerlenmesine katkıda bulunmuştur.

TL'nin beklenenden daha fazla değerlenmesi ile ilgili olarak vurgulanan nokta program öncesinde nispi fiyatların dengede olmasının bir gereği olarak düzeltici bir devalüasyonun yapılmaması gösterilmektedir (Yeldan, 2001, s.188).

Enflasyonun programda hedeflenen devalüasyon oranına çok tedrici bir şekilde yaklaşması ile birlikte reel faiz oranında ilk elde meydana gelen düşüş, tüketim ve yatırım talebini artırarak ekonomide genişleme sürecini başlatmıştır.

Ayrıca, enflasyonu düşürmenin bir aracı olarak kullanılan kur çapası, kurdaki artışları da sınırladığından, döviz, faiz ve borsanın yatırım aracı olarak çekiciliğini kaybetmesi tüketim eğilimini kamçulamıştır. (Ongun, 2001, s.4).

Programın uygulanma sürecinde karşılaşılan ikinci güçlük; programın kendi başarısından kaynaklanmıştır. Programa verilen yüksek güvenoyu nedeniyle ve dış borçlanmanın iç borçlanma yerine ikame edilmesi sonucunda, Hazine'nin iç borçlanma talebi nispi olarak azaldığı için ortaya çıkan faizlerdeki önemli düşüş, iç talepte patlamaya ve bunun da, döviz çapası altında aşırı değerlenen kurun yarattığı ithalat artışı ile sürdürülmüş olduğu anlaşılmaktadır (Demircan ve Ener, 2003-2004, s.44). Nitekim, 2000 yılındaki ithalat artışı yaklaşık %35 civarında gerçekleşmiştir.

Üçüncüsü; güçlü iç talep, ithalatın reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi nedeniyle artması, Avrupa'ya ihracatın Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, diğer pazarlarda ise rekabet gücünün azalmasından dolayı gerilemesi ve tüm bunların yüksek petrol ve doğalgaz fiyatları ile birleşmesi, ekonomik ajanların cari işlemler hesabının sürdürülebilirliğini sorgulamasına yol açmıştır. Diğer ülke deneyimlerinin de gösterdiği üzere, kura dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerde cari işlemler

dengesi genelde olumsuz yönde etkilenmektedir. Ancak, Türkiye'de cari işlemler açığındaki artış beklenenin çok üzerinde gerçekleşmiş ve Cari Açık/GSYİH oranı 1999 sonunda %0.7 düzeyinden, 2000 sonunda yaklaşık %5 düzeyine çıkmıştır. Bu oran, kritik kabul edilen sınırın oldukça üzerindedir.<sup>2</sup>

Cari işlemler açığının GSYİH'ya oranı, Meksika'da 1993 yılında %7, 1996'da Güney Kore'de %4.9, Endonezya'da %3.3, Malezya'da %4.9, Filipinler'de %4.7 ve Tayland'da %7.9 civarında (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002, s.135) olduğu göz önüne alındığında bu oranın ne kadar yüksek olduğu fark edilecektir.

Programda ortaya çıkan bir başka güçlük ise, yapısal reformların gerçekleştirilmesinde ortaya çıkan geçikmelerdir. 1999 seçimlerinin hemen akabinde kurulan ve oldukça farklı politik/ekonomik görüşleri içinde barındıran üçlü koalisyon hükümetinin, böyle zor ve riskli bir programı devreye sokma konusunda başlangıçta samimi bir irade göstermesine rağmen, yapısal reformların yasal ve uygulamaya dönük takvimi işlerken, önce, su yüzüne çıkmayan, alttan alta hissedilen itiraz ve engellemelerin daha sonra programın işleyişini zafiyete uğrattığı görülmüştür. Bu bağlamda, bütçe dışı fonların tasfiyesi ve kamu bankalarına ilişkin düzenlemelerin geciktirilmesi sonucunda, IMF stand-by anlaşması çerçevesinde verdiği kredinin üçüncü dilimini ertelemiş, Dünya Bankası ve Japon Hükümeti ise "mali sektör uyum" kredisini askıya almıştır. Diğer taraftan, yapısal önlemlerin en önemlilerinden olan ve programın finansmanında anahtar bir rol biçilen özelleştirme gelirlerinde daha programın uygulamasının üzerinden altı ay geçtiği halde bu hedefe ulaşamayacağı anlaşılmıştır. Nitekim, 7.5 milyar Dolar olarak hedeflenen bu kalem, %50'nin altında bir düzeyde gerçekleşebilmiştir. Daha da önemlisi, özelleştirmenin iç ve dış piyasalar açısından sembolik önem taşıması ve bu önemin IMF'ye verilen niyet ve ek niyet mektuplarına da yansımış olmasıdır. Son olarak, kura dayalı istikrar programı uygulayan benzer programların 1990'lı yıllarda Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland'da da finansal krizlerle sonuçlanması, 9 Aralık 1999 kararları çerçevesinde uygulanan programa duyulan güveni sarsmış ve ekonomi krize girmiştir.

## Sonuç

1970'li yıllardan itibaren bazı gelişmekte olan ülkelerde ve 1999 yılında Türkiye'de uygulanan kura dayalı istikrar programlarında, üzerinde uzlaşı sağlanan temel noktalar olan "enflasyon oranının devalüasyon oranına yavaş yaklaşması, programların başlangıç aşamalarında ekonomide önce genişleme sonra daralma çevriminin görülmesi ve tüm bu gelişmeler sonucunda ticaret ve cari işlemler bilançolarındaki dengesizliklerin oluşmasıyla ekonomik krizlerin meydana gelmesi" şeklindeki semptomların, genel olarak İsrail (1985) programı gibi başarılı bulunan programlar da dâhil tüm

2 Uygur (2000), kritik eşiği Türkiye için % 3.5, Ades ve Kaune (1997) ise, % 2.1 olarak hesaplamışlardır. Dornbusch (2001) ise, % 25 aşırı değerli ülke parası ve % 4 Cari Açık/GSMH oranını kriz açısından kritik olarak tanımlamıştır (Uygur 2001, s.21-25).



kura dayalı istikrar programlarında görüldüğü vurgulanmaktadır.

Bu özelliklerin yarattığı gelişmeler ve bazı programların ekonomik krizlerle sonuçlanması nedeniyle, bu konu iktisatçılar arasında oldukça büyük ilgi görmüş ve kura dayalı istikrar programı semptomu şeklinde isimlendirilen bu ilginç gelişmeleri açıklayabilecek iktisadi modeller kurmaya yöneltmiştir.

Kura dayalı istikrar programı semptomlarını açıklamak için geliştirilen başta Enflasyon Ataleti Hipotezi olmak üzere, Güven Eksikliği Hipotezi, Servet Etkisi Hipotezi vd, yukarıda sıralanan makro ekonomik gelişmelerin (semptomların) bir kısmını açıklayabilirken, bazılarını açıklayamamaktadırlar. Diğer taraftan, bu hipotezlerin ortak özelliği, programların ikinci aşamasında yaşanan daralma sürecine açıklık getirememeleridir.

### Kaynakça

- Calvo, A. G. ve Vegh, A. C. (1994). Inflation stabilization and nominal anchor. *Contemporary Economic Policy*, 12(2), 35-45.
- Calvo, A. G. ve Vegh, A. C. (1999). Inflation stabilization and BOP crises in development countries. *NBER Working Paper*, 6925, 1-73.
- Caramazza, F. ve Aziz, J. (1998). Fixed or flexible getting the Exchange rate right in the 1990s. *Economic Issues*, 13, 1-25.
- Çağlar, Ü. (1997). İstikrar politikalarında nominal çapa seçimi ve para ikamesi. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 11, 33-38.
- Çakmak, U. (2007). Kriz modelleri çerçevesinde Türkiye 2001 finansal krizinin değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi*, 9(1), 81-101.
- Dakhlallah, M. K. (2003). Exchange rate- based stabilization policy: The case of Lebanon. *Journal of Economic Literature*, 41(4), 1461-1483
- Demircan, E. ve Ener, M. (2003-2004). IMF'nin GOÜ ve Türkiye'de uygulanan istikrar politikaları üzerine etkileri. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 1(1-2), 37-53.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, A. (2002). Finansal serbestleşme politikaları ve finansal krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 27, 111-140.
- Hoffmaister, W. A. ve Vegh, A. C. (1995). Disinflation and the Recession-Now-Versus-Recession- Later Hypothesis: Evidence from Uruguay. *IMF Working Paper*, 99, 1-22.
- İnan, A. E. (2002). Kur rejimi tercihi ve Türkiye. *Bankacılık Dergisi, Şubat*, 1-10.
- Kruger, O. A. (1997). Nominal anchor exchange rate policies as a domestic distortion. *NBER Working Paper*, 5968, 1-41.
- Masson, P. R. ve Agenor, P. R. (1996). The Mexican Peso crisis: Overview and analysis of credibility factors. *IMF Working Paper*, 9(6), 1-36.
- Müslümov, A. ve Hasanov, M. (2003). Döviz kuru sistemleri ve Türkiye'de uygulanan döviz kuru sistemlerinin ekonomiye etkileri. *TÜGİAD Bilimsel Eser Yarışması*, İstanbul.
- Ongun, M. T. (2001). İstikrar arayışından krize: Bir değerlendirme. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, (2), 1-14.
- Rebelo, S. ve Vegh, A. C. (1995). Real effects of exchange-rate-based stabilization: An analysis of competing theories. *NBER Working Paper*, 5197, 1-60.
- Sobolev, Y. V. (2000). Exchange rate- based stabilization: A model of financial fragility. *IMF Working Paper*, 122, 1-37.
- Telatar, E. (2000). İstikrar programlarında nominal çapa seçimi ve uygulama sonuçları. *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 18(2), 459-487.
- Uygur, E. (2001). Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu* (s.1-38).
- Yeldan, E. (2001). Küreselleşme sürecinde Türkiye ekonomisi-bölüşüm, birikim, büyüme. İstanbul: İletişim Yayınları.