

**T.C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ENFLASYONLA MÜCADELEDE PARA KURULU SİSTEMİ VE TÜRKİYE'DE
UYGULANABİLİRLİĞİNİN ANALİZİ**

**IN COPING WITH THE INFLATION, THE CURRENCY BOARD SYSTEM AND
THE ANALYSIS OF FEASIBILITY IN TURKEY**

TAYFUR BAYAT

**İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav
Yönergesinin İktisat Anabilim Dalı İçin Öngördüğü Tez Danışmanı Yrd. Doç. Dr. Ali
KOÇYİĞİT Gözetiminde YÜKSEK LİSANS TEZİ Olarak Hazırlanmıştır.**

**MALATYA
Haziran-2007**

İÇİNDEKİLER

Teşekkür.....	4
İçindekiler	2
Özet.....	5
Abstract.....	5
Tablolar Listesi.....	6
Grafikler Listesi.....	6
Kısaltmalar Listesi.....	7
Giriş	8

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA KURULU SİSTEMİNİN TEORİK AÇIDAN ANALİZİ

1.1. Para Kurulu Sistemi Nedir?	11
1.1.1.Para Kurulu Sisteminin Tanımı	11
1.1.2.Para Kurulu Sisteminin Özellikleri	12
1.1.3.Tarih Boyunca Para Kurulu Sistemi	15
1.1.4.Para Kurulu Sisteminin Lehine ve Aleyhine Argümanlar.....	17
1.1.4.1.Para Kurulu Sisteminin Lehine Argümanlar.....	17
1.1.4.2.Para Kurulu Sisteminin Aleyhine Argümanlar	18
1.2. Alternatif Döviz Kuru Rejimleri ve Para Kurulu Sisteminin Karşılaştırılması	19
1.3. Para Kurulu Sistemi ile Tipik Merkez Bankasının Karşılaştırılması	21
1.4. Para Kurulu Sisteminde Para Arz ve Talebi	23
1.4.1.Para Kurulu Sisteminde Para Arzı Sürecinin Varsayımları	26
1.4.2.Para Kurulu Sisteminde Para Arzı Artışının Aşamaları.....	26
1.4.3.Para Kurulu Sisteminde Para Arzı Azalışının Aşamaları.....	27
1.5. Para Kurulu Sistemi Literatür İncelemesi.....	27

İKİNCİ BÖLÜM

PARA KURULU SİSTEMİ UYGULAYAN ÜLKELERİN PERFORMANS ANALİZİ

2.1. Para Kurulu Ülke Deneyimleri.....	34
2.1.1. Arjantin Para Kurulu Uygulaması.....	34
2.1.2. Hong Kong Para Kurulu Uygulaması.....	39

2.1.3. Estonya Para Kurulu Uygulaması	43
2.1.4. Litvanya Para Kurulu Uygulaması	45
2.1.5. Bulgaristan Para Kurulu Uygulaması	46
2.2. Para Kurulu Sistemini uygulayan Ülkelerin Performans Değerlendirmesi	48

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA KURULU SİSTEMİNİN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİNİN ANALİZİ

3.1. Türkiye'de Para Kurulu Sistemi Tartışması	58
3.2. Baz Alınan Göstergeler Açısından Para kurulu Sistemi Uygulanabilir mi?	60
3.2.1. Enflasyon Oranı Açısından Para kurulu Sistemi Gerekli midir?	60
3.2.2. Para kurulu Sisteminin Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Olası Etkileri	63
3.2.3. Para kurulu Sisteminin Uygulanabilirliğinin Kamu Borç Stoku Göstergeleri Açısından Analizi	65
3.2.4. Para kurulu Sistemi Uygulanabilirliği İçin Finansal Piyasaların Yeterliliği	68
3.3. Para Kurulu Sisteminin Türkiye'de Uygulanabilirliğine İlişkin Ekonometrik Analiz	72
3.3.1. Veri Seti ve Yöntem	72
3.3.1.1. Granger Nedensellik Testi	72
3.3.1.2. Birim Kök Testi	73
3.3.2. Ampirik Analiz Sonuçları	74
3.3.2.1. Birim Kök Testi Sonuçları	74
3.3.2.2. NDKE, RDKE, TUFİ arasında Granger Nedensellik Testi .	75
3.4. Para kurulu Sistemi Türkiye Analizi için Sonuçlar	76
4. Sonuç	80
Kaynakça	83

Teşekkür

Enflasyon olgusu yıllar boyunca ülkemizin makro ekonomik performansını olumsuz yönde etkilemiş, ulusal paranın kredibilite ve konvertibilitesini zayıflatmış, gelir dağılımında adaletsizliğe ve bunun gibi bir çok olumsuz sonuçlara yol açmıştır. Enflasyonla mücadele için birçok politika mevcuttur. Bunlardan biriside Para Kurulu sistemidir. Günümüze kadar yüksek enflasyonla mücadele eden küçük ve orta büyüklükteki ülkelerin para kurulu sistemi sayesinde düşük enflasyon seviyelerine ulaşması, ülkemiz içinde söz konusu sistemin uygulanabilirliğinin araştırılmaya başlanmasına neden olmuştur. Tez araştırmasının başlangıç noktası ise “Türkiye’de enflasyonla mücadele amacıyla alternatif politikalar nelerdir?” sorusuyla başlamıştır ve bu bağlamda araştırma devam etmiştir.

Araştırmanın başından itibaren sorularıyla beni yönlendirdiğini tezimin kaynakçasını yazarken fark ettiğim, “İyi ki onunla tez çalışmasına başlamışım.” dediğim tez hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Ali KOÇYİĞİT’e ve bölüm başkanımız Sayın Prof. Dr. Çetin DOĞAN’a sonsuz teşekkürü bir borç bilirim. Araştırma yaparken en düşük seviyelerde gezinen motivasyonumu düzeltmek için yüksek telefon faturalarına katlanan ve Erciyes Üniversitesinin en sağlam iktisat doktora öğrencisi Uğur ADIGÜZEL’in, sınıf arkadaşım ve neşe kaynağım TÜİK Uzm. Yrd. Ali TÜFEKÇİ’nin her zaman yanımda olduklarını bilmek çok güzel... Teşekkürün son noktasında ise maddi ve manevi tüm sorunlarıma katlanan babam ve ailemin diğer üyelerine minnettarım, onların desteği ile bu tez çalışması hayat bulmuştur.

Nihayetinde ise tek amacımız ülkemizin bir adım daha ileriye gitmesini sağlamaktır. Bizim bundan başka bir idealimiz yoktur. Umarım Para Kurulu Sistemine yolu araştırmaya düşen değerli araştırmacılara bu tez yardımcı olur. Benden sonra Para Kurulu Sistemini araştırarak arkadaşlara yararlı olması dileğiyle...

ENFLASYONLA MÜCADELEDE PARA KURULU SİSTEMİ VE TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİNİN ANALİZİ

ÖZET

Para kurulları, enflasyonla mücadelede gelişmekte olan ülkeler için merkez bankacılığı uygulamasının alternatifi olmaktadır. Araştırmanın amacı teorik açıdan para kurulu sisteminin incelenmesi, tarihsel süreç içerisinde para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin performanslarını değerlendirmek, buradan çıkan sonuç ise para kurulu sisteminin Türkiye'de uygulanabilirliğinin analizini yapmaktır. Araştırmada para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde enflasyon ve faiz oranlarının düşmesi ile yüksek büyüme hızları elde edildiği ancak ödemeler bilançosu açığı oluşturduğu, işsizlik oranını artırdığı, finansal piyasalarda nihai ödünç verici pozisyonunun olmaması nedeniyle küçük bankacılık krizlerini finansal krizlere dönüştürdüğü saptanmıştır. Türkiye uygulamasında ise enflasyon oranı, kamu kesimi borç stoku, ödemeler bilançosu dengesizlikleri ile para kurulu sisteminin gerekli yapısal reformlar sağlanmadan yararlı olamayacağı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para Kurulu Sistemi, Merkez Bankası, Enflasyon, Döviz Kuru Sistemleri

IN COPING WITH THE INFLATION, THE CURRENCY BOARD SYSTEM AND THE ANALYSIS OF FEASIBILITY IN TURKEY

ABSTRACT

For developing countries, the currency board took over the place off central bank. The objective of the study was the investigation of the currency board system. Theoretically, the performance evaluation of the countries practicing currency board system in the historical process and with the findings from above- mentioned, analysing the feasibility of currency board system in Turkey. In this study, we found that in the countries practising currency board system, the inflation and interest rates decrease, but this caused a current account balance, and increased the total public debts stocks and because of not having final money lenders in the financial system, it was found that small banking crises, become financial crises. However in Turkey's practising, it was reduced that, with the inflation rate, public dept stocks, the imbalance in payments, it couldn't be usefull without performing the necessary the structural reforms.

Key Words: Currency Board System, Central Bank, Inflation, Exchange Rate Systems

Tablolar Listesi

Tablo 1: Para Kurulu Sistemi Uygulayan Ülkeler	17
Tablo 2: Alternatif Kur Sistemlerinin Karşılaştırılması	19
Tablo 3: Arjantin'in Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri	36
Tablo 4: Hong Kong Ekonomisinde Uygulanan Kur Sistemleri	39
Tablo 5: Estonya Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri.....	44
Tablo 6: Litvanya Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri	45
Tablo 7: Bulgaristan Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri	47
Tablo 8: Örnek Ülkelerin Para Kurulu Sistemi Performans Analizi.....	49
Tablo 9: 2000–2006 Arası Türkiye’de Enflasyon Oranları.....	61
Tablo 10: 2001-2006 Arası Türkiye Ödemeler Bilançosu Analitik Sunumu	63
Tablo 11: Türkiye Kamu Dış Borç göstergeleri % GSMH	65
Tablo 12: Toplam İç Borç Stoku.....	66
Tablo 13: Toplam Borç Stoku Üzerinde Döviz Kurlarının Etkisi	67
Tablo 14: Finansal Sağlık Göstergeleri	70
Tablo 15: Finans Sektörü Aktif Büyüklüğü (milyar YTL).....	71
Tablo 16: Bankacılık Sektörü Performans Endeksi (PE)	71
Tablo 17: NDKE, RDKE, TUFЕ'nin ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	74
Tablo18: NDKE, RDKE, TUFЕ Granger Nedensellik Testi Sonuçları	75

Grafikler Listesi

Grafik 1: Arjantin'in 1989–2001 Arası enflasyon oranları	35
Grafik 2: Arjantin'in 1993–2001 Arası GSYİH Büyüklüğü	35
Grafik 3: Hong Kong Ekonomisi Dalgalı Kur Uygulamasında Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları	40
Grafik 4: Hong Kong Ekonomisi 1983-1998 Arası Enflasyon Oranları	41
Grafik 5: Finansal Derinleşme Oranları	69

Kısaltmalar Listesi

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BCRA: Arjantin Merkez Bankası

BNB: Bulgaristan Merkez Bankası

BoL: Litvanya Merkez Bankası

EMU: Avrupa Para Birliği

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

HKMA: Hong Kong Para Otoritesi

HK\$: Hong Kong Doları

IMF: Uluslar arası Para Fonu

NDKE: Nominal Döviz Kuru Endeksi

RDKE: Reel Döviz Kuru Endeksi

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

GİRİŞ

Finansal istikrarın ve ekonomik gelişmenin sağlanması ülkelerin ulusal paralarının itibarlı ve konvertibil olmasını gerektirir. Sağlam bir parayı ise paranın işlevlerini yerine getirebilen, yüksek enflasyon karşısında itibarını yitirmemiş, para ikamesi oranının düşük olduğu para olarak tanımlayabiliriz. Küresel piyasalarda sağlam bir paraya sahip olmak, dış ticarete rekabet gücünü artırmakta, borçlanmayı kolaylaştırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası kaynaklarının, hükümetlerin izledikleri popülist politikalar nedeniyle etkin kullanılmamaktadır. Merkez bankalarının görevlerini yerine getirememesi ve dolayısıyla güvenilirliğini yitirmesi finansal istikrarı sağlamak amacıyla alternatif sistemlerin uygulanmasını gündeme getirmiştir. Para kurulu sisteminin temel karakteristiği olan kamu harcamalarının finanse edilmemesi ve para arzının otomatik bir sürece bağlanması, para kurulu sistemini, enflasyonla mücadelede gelişmekte olan ülkeler için merkez bankalarının alternatiflerinden biri haline getirmiştir. Öte yandan ekonomiler dışa açıldıkça döviz kuru tercihi önem kazanmaktadır. Uluslar arası alanda oluşan bölgesel para birlikleri, ülkelerin para kurulu sistemini tercih etmesinin altında yatan başka bir nedendir. Parasal birliklerin sağladığı avantajlardan faydalanmak üzere ülkeler, para kurulu sisteminin bir diğer özelliği olan rezerv para seçimini, birliklerin ortak para birimine bağlamışlardır. Bu sayede para alanına adaptasyon sürecinde önemli kazanımlar elde etmişlerdir.

Araştırma üzerinde en fazla durulacak konular para kurulu sistemi işleyiş mekanizması, para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin sistemden elde ettikleri deneyimler ve para kurulu sistemini Türkiye’de uygulanabilirliğinin analizidir. Para kurulu sistemi merkezi hükümetten bağımsız bir yapıda yürütülen para politikası uygulamasıdır. Genel olarak bakıldığında araştırma konusunda incelenen en önemli başlık enflasyonla mücadele ve bu problemi tamamlayan para kurulu sistemidir. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon olgusu ve yüksek enflasyonun yol açtığı sorunların varlığı, bu konunun üzerine gidilmesine ve konu ile ilgili alternatif yaklaşımların gelişmesine neden olmaktadır. Para kurulu sistemi böyle bir sürecin ürünüdür. Sistem 18.yy’da İngiltere’nin sömürgelerini kontrol altında tutmak amacıyla geliştirdiği bir mekanizma olmasına rağmen 1980’li yıllarda finansal istikrarı sağlamak amacıyla bağımsız, küçük ve dışa açık ekonomilerde uygulanmaya başlamıştır. Zaman içerisinde daha kapsamlı olarak ele alınması gereği hissedilen konu, enflasyonla mücadele amacının ötesinde finansal piyasalarda nihai ödünç vericiliğin olmaması, kamu

harcamalarını finanse etmemesi, para arzına otomatik bir ayarlama mekanizması getirmesi vs. ile siyasi otoriteden bağımsız bir para politikası uygulama olanağı tanımıştır. Öte yandan parasal birliklere giriş amacıyla kullanılması ile başka bir açıdan gündeme getirmiştir. Bu doğrultuda Türkiye için para kurulu sisteminin uygulanabilirliği tartışılacaktır. Dolayısı ile çalışmanın özel problem alanı Türkiye’de para kurulu sisteminin uygulanabilirliğini tartışmak, bunu para kurulu sistemini uygulayan Arjantin, Hong Kong, Estonya, Litvanya ve Bulgaristan örnekleriyle karşılaştırmak ve aralarındaki benzerlik veya farklılıkları ortaya koymaktır.

Araştırma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde para kurulu sisteminin teorik açıdan ele alınması amaçlanmaktadır. Bu bölümdeki konular sırasıyla; para kurulu sisteminin tanımı, para kurulu sistemi çeşitleri, para kurulunu oluşturan unsurlar, para kurulu sisteminin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, sistemin tarihsel açıdan incelenmesi, para kurulu sisteminin lehine ve aleyhine görüşlere yer verildikten sonra para kurulu sisteminin diğer döviz kuru sistemleri ile karşılaştırması yapılacaktır. Bölümün devamında ise para kurulu sistemi ile merkez bankacılığı uygulaması karşılaştırması yapılarak her iki sistemin benzer ve farklı yönleri ortaya konulacaktır. Sistemde para arzı mekanizması ayrıntıları ile ele alındıktan sonra birinci bölümün son kısmında para kurulu sistemi ile ilgili literatürde yer edinmiş bilimsel çalışmalara yer verilecektir.

İkinci bölümde ise -belirli kriterler göz önünde bulundurularak seçilmiş- para kurulu sistemini uygulayan ülkelerden Arjantin, Hong Kong, Estonya, Litvanya ve Bulgaristan’ın sistemi tercih etme nedenleri, sistemi uygulama süreçleri tarihsel açıdan ele alınacaktır. Daha sonra ise söz konusu ülkelerin sistemi uygulama süresi boyunca makroekonomik göstergeleri incelenecektir. Bu incelemedeki amaç; para kurulu sisteminde teorinin pratiğe yansımalarını irdelemek ve teori ile pratik arasında bağlantı kurmak ve buradan çeşitli çıkarımlar yapmaktır. Buradan ulaştığımız sonuçlar ile en azından Türkiye’nin öznel şartlarına girmeden genel anlamda para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin kazanımlarını, uygulama hatalarını ve bunların sonuçlarını ortaya koymaktır.

Üçüncü ve son bölümde ise para kurulu sisteminin Türkiye’de uygulanabilirliğinin analizi yapılacaktır. Bu bölüme Türkiye’de 1980’den sonra uygulanan döviz kurlarına ve zaman içerisinde para kurulu sisteminin neden tartışılmaya başlandığı değinilecektir. Para kurulu sisteminin uygulamaya başlamadan önce kamu kesimi borç stokunun azaltılması ve finansal

piyasaların yeterliliği ve gerekli dzenlemeler yapılması gerekmektedir. Bu aşama ilk önce para kurulu sisteminin uygulanabilirliği için söz konusu bu göstergeler yeterli seviyede olup olmadığına değinilecektir. Bir sonraki aşamada ise ülkemizdeki enflasyon oranı, ödemler bilânçosu, kamu kesimi borçlanma göstergeleri ve finansal piyasaların yeterliliği açısından para kurulu sisteminin gerekli olup olmadığı konusunda bir sonuca ulaşılmaya çalışılacaktır. Konuyu biraz daha irdelemek amacıyla 1970–1997 arası Türkiye'nin enflasyon, nominal döviz kur ve reel döviz kuru değışkenleri arasında zaman serileri yaklaşımı vasıtasıyla bazı sonuçlar elde edilmeye çalışılacaktır. Bölümün sonunda ise para kurulu sisteminin Türkiye'de uygulanmasına dair lehte ve aleyhte görüşlere yer verilecektir.

Çalışmanın sonuç kısmında ise para kurulu sistemi üzerine genel bir kanıya ulaşılabacaktır. Bu bağlamda teoride para kurulu sistemi, örnek ülke uygulamaları ve Türkiye analizi üzerine elde edilen bulgular ortaya konulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA KURULU SİSTEMİNİN TEORİK AÇIDAN ANALİZİ

1.1.PARA KURULU SİSTEMİ NEDİR?

Araştırmamızın başlangıç aşamasında Para Kurulu sisteminin Türkiye’de uygulanabilirliğinin analizine geçmeden önce sistemi ortaya koymamız gerekmektedir. Bu nedenle birinci bölüme para kurulu sisteminin tanımı yapılarak başlanacaktır. Para kurulu sisteminin tanımı içerisinde; sistemin özellikleri, sistemin farklı uygulamaları olan Ortodoks para kurulu ve Para Kurulu Benzeri sistem, daha detayında ise para ikamesi (dolarizasyon) arasındaki farklara değinilecektir. Tanımlamanın devamında ise para kurulu sisteminin temel karakteristiklerine; rezerv para, konvertibilite, rezerv miktarı, karlar, para kurulu sisteminde harcamalar, faiz ve enflasyon oranları üzerinde sistemin etkilerine, para kurulu sisteminde para politikasının yapısı ve amaçlarına değinilecektir. Tanımlamanın son kısmında ise para kurulu sisteminin nasıl kurulabileceği ortaya konulacaktır. Para kurulu sisteminin genel hatları ile ortaya konulmasından sonra 1800’lü yıllarda İngiltere’de düşünce olarak ortaya çıkan sistemin 19. yy. ilk uygulamasından günümüze kadar uygulamaları çerçevesinde para kurulu sisteminin tarihi özetlenecektir. Bu aşamadan sonra para kurulu sisteminin özellikleri çerçevesinde para kurulu sisteminin lehine ve aleyhine olanların argümanları ele alınacaktır. Daha sonra nihayetinde bir döviz kuru sistemi olan para kurulunun, diğer döviz kuru sistemleri ile karşılaştırması yapılacaktır. Para kurulu sisteminin alternatifi olan merkez bankacılığı uygulaması ile karşılaştırılmasının yapılmasından sonra para kurulu sisteminde rezerv para seçimi, para arz ve talebi, buna bağlı olarak para arzı sürecinin varsayımları, varsayımlara bağlı kalınarak para arzının artış ve azalış mekanizmasının işleyişine değinilerek birinci bölüm noktalanacaktır.

1.1.1. PARA KURULU SİSTEMİ TANIMI

Para kurulu (currency board), tamamı yabancı bir “ rezerv” para tarafından desteklenen, sabit bir oran üzerinden talep olduğu takdirde tamamı rezerv paraya çevrilebilen kâğıt ve bozuk parayı tedavüle çıkararak parasal bir kurumdur (Hanke, 2001).

Para otoritesi, banknot ve bozuk paraları yabancı çıpa para birimini (rezerv para) sabit bir kur üzerinde konvertibilitesini sağlar. Seçilen para çıpası durgun olması beklenen ve uluslar arası

kabul görmüş bir para birimidir. Para kurulu düşük faiz riski içeren çeşitli varlıkların baskın olduğu rezerv parayı tutar. Koyulan çok basit bir kural ile para kurulu banknot ve bozuk paraların sirkülasyonu için %100 rezerv paraya denk bir rezerv tutar (Saleh, 2004). Rezerv para birimi seçiminin para politikasının yurt içi olaylara müdahale esnekliğini azaltabilme olasılığı vardır. Para kurulu sisteminin en uç noktası tam dolarizasyondur. Tam dolarizasyon ise bir ülkede ulusal paranın, sürekli değer kaybı veya buna duyulan güvenin yitirilmesi sonucu, bir kısım parasal fonksiyonlarını yapmaması ve dolayısıyla ülke sakinlerinin ulusal para yerine daha güvenilir buldukları yabancı parayı talep etmeleri durumudur. Para ikamesi olayı bir anlamda ulusal paradan kaçış olayıdır. Enflasyonist bir ortamda, sürekli değer kaybeden ulusal paranın, ilk olarak tasarruf ya da servet birikimi aracı olma fonksiyonunu zayıflamaktadır. Bir ülkede mevduat faizleri enflasyon oranının altında tutulmaktaysa, bireyler tasarruflarını sağlam yabancı paraya dönüştürmeye zorlanmış olacaklardır. Ulusal paraya olan güven kaybı daha da ileri boyutlara ulaşırsa, ulusal para değişim, ödeme ve değer standartları olma fonksiyonlarını yitirebilir. Para ikamesi, nakit döviz ikamesi biçiminde olabileceği gibi, hesap ikamesi tahvil ikamesi biçimleriyle de ortaya çıkabilir (Seyyidoğlu,1999). Para ikamesinin son noktası Tam Dolarizasyon ile Ortodoks bir para kurulu arasındaki temel fark ise;

- Dolarizasyon yapan ülke, para kurulu sisteminin varlığında kazanabileceği senyoraj gelirini kaybeder.
- Para kurulunun siyasi avantajları ve bağımsız bir para politikası uygulama olasılığı daha fazladır (Hanke, 2001).

1.1.2. PARA KURULU SİSTEMİ ÖZELLİKLERİ

Tipik para kurulu uygulaması Ortodoks para kurulunu yansıtmaktadır. Ortodoks para kurulu sistemi özellikleri:

- Genellikle kâğıt para ve bozuk para arz eder.
- Rezerv parada sabit döviz kuru kullanır.
- %100 oranında yabancı rezervler tutar.
- Tam konvertibilite sağlanır, taahhüt edilir ve parlamentodan çıkarılan yasa ile korunur.
- Kuralları belirlenmiş para piyasası mevcuttur.
- Para kurulu nihai ödünç verici pozisyonuna girmez.
- Ticari bankaları düzenleyecek kurallar getirmez.
- Şeffaflığa sahiptir.

- Bağımsızdır, siyasal baskıdan korunmuştur.
- Yüksek itibara sahiptir.
- Sadece faizden senyoraaj kazancı sağlar.
- Enflasyona yol açmaz.
- Kamu harcamalarını finanse etmez, bütçenin monetarizasyonu yoktur.
- Para reformu için ön şartlara ihtiyaç duymaz.
- Hızlı parasal reform sağlar.
- Personel sayısı azdır.

Para kurulu tam konvertibilite paraya sahip olduğundan para kurulunun parasına sahip olan herkes sabit bir oran üzerinden rezerv para ile değiştirebilir. Rezerv para dışında sahip olunan yabancı paralar konusunda para kurulunun herhangi bir görevi yoktur. Tipik bir para kurulunda, kurala bağlı bir para politikası vardır. Bunun sonucunda hükümet finans politikasına sık sık müdahale edemez. Para kurulu, merkez bankası gibi nihai ödünç verici değildir, iflas eden ticari bankalara ve kamu açıkları finansmanında para kurulu sistemine güvenilmez (Hanke, 2001).

Bütçenin, merkez bankası kaynakları ile finansmanı (bütçenin monetarizasyonu) gelişmekte olan ülkelerde en büyük sorunlardan biridir. Diğer kriterleri bir yana bırakırsak para kurulu sistemi bu özelliği nedeniyle alternatif politikalara avantaj sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için bir diğer sorunda fiyat istikrarı sorunudur. Rezerv ülkenin merkez bankası, para kurulunun bulunduğu ülkede parasal istikrarsızlığa (enflasyona) yol açmaz mı? Bu sorunun cevabında da nispeten güvenilirlik düşünülmelidir. Seçilen rezerv paranın, küresel piyasalarda işlem gören, tam konvertibiliteye sahip, itibarı yüksek bir merkez bankasına ait olması gerekmektedir (Hanke, 2001). Parası rezerv para olarak seçilen ülke genellikle sanayi ülkesidir. Dolayısıyla bu ekonomide verimlilik ve gelir, ticarete konu olan ürünler üzerinde nispeten yavaş artma eğilimindedir. İnelastik arzın söz konusu olduğu ticarete konu olmayan mallara ilişkin fiyatlar, gelişmiş ülkelere oranla gelişmekte olan ülkelerde daha hızlı artabilir. Dolayısıyla bu sonuç, parasını ABD dolarına bağlayan Hong Kong'un 1983 yılından bu yana enflasyonun ABD'ye oranla neden daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır (Oktar, 2001).

Para kurulunun Temel Karakteristikleri;

- Rezerv para: durgunluğu beklenen, uluslar arası kabul edilmiş ve politik riskleri karşılayabilecek özelliklere sahip bir para birimi olmalıdır.
- Konvertibilite; tam ve sınırsız konvertibilite rezerv para ile yerli para arasında, ticari bankalarda rezerv paradan tutarlar. Bireyler hem ticari bankalardan hem de para kurulundan konvertibiliteyi sağlayabilirler.
- Rezervler: rezerv paraya karşılık gelen % 100 oranında yerli para bulundurur. Ortodoks para kurulu sistemine %100'e denk bir rezerv oranı gerekmektedir. Ancak pratikte para kurulu benzeri sistemi uygulayan ülkelerde bu oranın %60-%110 arasında olduğu tespit edilmiştir.
- Karlar;
Kar= rezerv kazanmanın faizi- sirkülasyon içinde banknot ve bozuk para tutmanın maliyeti
- Harcamalar; emisyon yapmanın ve para kurulu çalışanların ücretleri, bundan başka maliyeti yoktur.
- Faiz oranları; politik risk veya sermaye giriş çıkışını engelleyen bariyerler olmadığı sürece, rezerv para olarak seçilen ülkenin faiz oranları ile aynı olacaktır. Rezerv ülke faiz oranları ile para kurulu ülkesi faiz oranlarını birbirine yaklaştıran mekanizma arbitrajdır. Para kurulunda tipik merkez bankasında olduğu gibi reeskont oranı (discount window) kurulmaz.
- Enflasyon; rezerv para birimi seçilen ülkenin enflasyonu kadardır. Para kurulu ile enflasyon ithal edilir. Ancak seçilen rezerv para sağlam ve itibarlı para özelliklerine sahip olduğu için muhtemelen rezerv para seçilen ülkenin enflasyonu oranında düşük olacaktır.
- Para politikası; tamamıyla otomatiktir. Ülke içine giren rezerv para miktarı kadar ulusal para emisyonu yapılır. Hükümet harcamalarını borçlanma veya vergi geliri ile karşılar. Bütçenin monetarizasyonu kesinlikle yoktur.
- Senyoraj; ülkeye giren rezerv para miktarı karşılığında emisyonu yapılan ulusal para miktarı kadar senyoraj geliri elde edilir. Para kurulu elinde tuttuğu rezerv para varlıklarından gelir elde eder, ama banknot veya bozuk para üzerinden faiz elde etmez. Net senyoraj geliri= gayrisafi senyoraj geliri- banknot ve bozuk para emisyonu maliyeti

Para kurulu, enflasyondan senyoraj geliri kazanmaz.. Çünkü para kurulu gücünü nominal para arzını artırarak almaz (Saleh, 2004). Para kurulu sisteminde genel ilke, rezerv olarak tutulan varlıkların faiz geliri yaratan kalemlerden oluşması gerektiğidir. Ayrıca bu faiz gelirlerinin kısa vadeli olması da önemlidir. Çünkü varlık fiyatlarında olası dalgalanmalar meydana geldiğinde hükümetin gelirleri azalmayacak ve para kurulunun sermaye yapısı zayıflamayacaktır. Örneğin Estonya para kurulu uygulamasının başında sahip olduğu rezervlerin büyük bir bölümünü altın olarak oluşturmasına karşın, altın rezervlerinin tamamı, faiz geliri yaratmak amacıyla Alman Mark'ına tahvil edilmiştir. Yine Hong Kong para kurulu bünyesinde görev yapan Kambiyo Fonu'nun (Exchange Fund) rezerv varlıklarının hemen hemen tamamı faiz geliri yaratan Amerikan dolarından oluşmuştur (Oktar, 2001).

O halde para kurulu nasıl kurulur?

1. Merkez bankasının parasal tabanı arz etmenin dışındaki diğer tüm görevlerini devreder.
2. Ulusal paranın kısa bir süre için temiz ve sınırlandırılmamış dalgalı döviz kuruna bırakılmasına izin verilir.
3. Merkez bankası faaliyetlerini şeffaf ve öngörülebilir hale getirilir.
4. Ticari bankaların gerekli bazı rezervlerini (merkez bankasındaki mevduatlar), ticari bankaların tercihlerine göre, para kurulu kâğıt ve bozuk paralarına veya menkul kıymetlerine çevrilir, kalan rezervler elden çıkarılır.
5. Rezerv paraya göre sabit bir döviz kuru tesis edilir. Sabit döviz kurunu kurma zamanı geldiğinde, önceki piyasa oranları alanı içinde kalan herhangi bir oran belirlemelidir.
6. Yabancı rezervlerin, tedavüldeki ulusal paraların ve bozuk paraların %100'üne eşit olması sağlanır.
7. Merkez bankasının kalan aktifleri ve yükümlülüklerinin para kuruluna transfer edilmesi ve para kurulunun işleme açılması (Hanke, 2001).

1.1.3. TARİH BOYUNCA PARA KURULU

Para Kurulunun ilk oluşumu 1800'lü yıllarda "Para Okulu" (Currency School) olarak anılan bir grup ekonomist tarafından İngiltere'de ortaya konulmuştur. O yıllarda İngiltere'nin sömürgeci anlayışı nedeniyle para kurulları ilk olarak İngiliz sömürgelerinde kurulmuştur (Saleh, 2004).

İlk para kurulu 1849 yılında Hint okyanusundaki İngiliz kolonisi olan Mauritius da kurulmuştur (Hanke, 2001). Para kurulları İngiliz sömürgelerinde başlamış 20 yy. içerisinde bağımsız ülkelerinde tercih ettiği bir para politikası aracı olmuştur. Para kurulları en büyük sayıya Afrika, Karaipler ve Güney Asya'daki birçok ülkede para kurullarının kurulduğu 1950'li yıllarda ulaşmışlardır (Schuler,1992). 20 yy. da meydana gelen küresel krizlerde (Büyük Depresyon, İkinci dünya Savaşı vs.) para kurulları diğer merkez bankacılığın uygulayan ülkelerin aksine sabit kuru ve tam konvertibilitiyi korumuşlardır. Para kurulu sisteminin doğasında bulunan tam konvertibilite, ekonomik ve siyasi belirsizlik döneminde bazı para kurulu sistemlerinden sermaye kaçışıyla sonuçlanmıştır. Ancak para kurulu sistemlerinde sermaye kaçışı, kambiyo denetimi tehdidi atındaki merkez bankacılığı sistemindeki sermaye kaçışına kıyasla daha az görünmüştür (Hanke, 2001). 20 yy. da kurulan bağımsız devletler, para kurulu sisteminin sömürgecilikle eş değer gördüklerinden, bu ulus devletler bağımsız merkez bankaları kurmuşlardır. Para kurulu sisteminin uygulamada iki farklı örneği bulunmaktadır. Bunlar;

- Ortodoks Para Kurulu Sistemi: Para kurulu sisteminin ilk oluşturulduğu model olan Ortodoks para kurulu sistemi bir ülke parasının yetkili bir kurul tarafından sabit bir döviz kuru üzerinden %100 döviz karşılığında üretilmesidir. Ortodoks para kurulu sisteminde ihracat artışı dış ödemeler dengesini artırırken, ödemeler dengesinde oluşan artı bakiye döviz kazancı sağlayarak para arzı artışına neden olmaktadır. Yine bu sistemde, bütçe finansmanı amacıyla para basılamamakta, devlete borç verilmemekte, son başvuru mercii bulunmamakta ve parasal işlemin ödemeler dengesi yoluyla sağlanması nedeniyle herhangi bir devlet müdahalesine gerek duyulmamaktadır. Ancak Ortodoks para kurulu sisteminde para talebindeki artış bankacılık sektörünün daralmasına yol açar. Çünkü bu çeşitli para kurulu uygulamasında yabancı rezervler sadece parasal tabanı kapsar. Dolayısıyla para kurulunun, merkez bankasının likiditenin son kaynağı olma fonksiyonunu yapamaması nedeniyle, para kurulu ülkesi parasal tabanı karşılayacak büyüklükte bir rezerv fazlalığı oluşturmadığı sürece bu daralmalarla mücadele etmek zorlaşacaktır. Bu açıdan para kurulu sistemi salt para krizini bankacılık krizine dönüştürme potansiyeline sahiptir. Böylesi bir kriz ortamı Ortodoks para kurulu sisteminin uygulandığı 19. yy da yaşanmamıştır. Günümüzde ise birçok para kurulu ülkesi ticari bankaları düzenlemek ve likiditenin son kaynağı olma fonksiyonlarını iskonto penceresi olanakları yoluyla gerçekleştirmek amacıyla bütünüyle apayrı bir organizasyon yapısına

gitmiştir. Örneğin Estonya para kurulu uygulamasında ikili bir yapı oluşturulmuştur (Oktar, 2001).

- Yarı (Melez) Para Kurulu Sistemi: İlk para kurulu sistemi uygulamalarından sonra ülkelerin kendi koşullarına göre Ortodoks para kurulu sisteminden sapmalar şeklinde uyguladıkları modeldir. Parasal araçların bir veya birkaçının uygulamaya konulması yoluyla merkez bankası ile eşdeğer bir sistem arasında bulunmaktadır (Barışık, 2001).

Tablo 1: Para Kurulu Sistemi Uygulayan Bazı Ülkeler

Ülke	Nüfus	GSYİH (US\$)	Sistemin Başlangıcı	Döviz Kuru Başlangıcı
<i>Arjantin</i> *	37 milyon	374 milyar	1991	1 peso=1 USD doları
<i>Bosna</i> *	3,5 milyon	5.8 milyar	1997	1konv.mark=1 DM
<i>Bulgaristan</i>	8.2 milyon	34 milyar	1997	1lev=1DM
<i>Estonya</i> *	1.4 milyon	7.8 milyar	1992	8krooni=1DM
<i>Falkland Adl.</i>	2.880	mevcut değil	1899	1Falkland£=1US
<i>Faroe Adl.</i>	41.000	700 milyon	1940	1Faroe kronu= 1Danimarka kronu
<i>Hong Kong</i> ¥	6.8 milyon	168 milyar	1983	7.8 Hong Kong\$ =1US\$
<i>Litvanya</i> *	3.6 milyon	18 milyar	1994	4litai=1US\$

Not: * Para kurulu benzeri. ¥ 1998'den beri daha Ortodoks
Kaynak: Schuler(1992).

1.1.4. PARA KURULU SİSTEMİ LEHİNE VE ALEYHİNE ARGÜMANLAR

1.1.4.1. PARA KURULU LEHİNE ARGÜMANLAR

Gelişmekte olan ülkelerde ulusal para itibarını yitirmiş ve dolayısıyla bireyler tasarruflarını yabancı para cinsinden (gayri resmi dolarizasyon) tutmaktadırlar. Para kurulu sisteminde seçilen rezerv para biriminin düşük enflasyona sahip olması nedeniyle para kurulu sistemi

uygulayan ülkeler de fiyat istikrarı sağlanmış olacaktır. Para kurulu sistemi özellikle küçük ölçekli ve dışa açık ekonomilerde merkez bankalarına oranla daha elverişlidir. Söz konusu ekonomilerde senyorej gelirlerinde alternatif maliyetin düşük olmasının yanında, gerekli rezervleri bulmadaki kolaylığı para kurulu sisteminin uygulanabilirliğini avantajlı kılmaktadır. Hong Kong para kurulu sisteminin başarısı da bu kanıyı güçlendirmektedir (Oktar, 2001).

Sıklıkla ekonomik gerilemelere neden olan hükümet müdahalelerine karşı ülkelere daha dayanıklı para ve maliye politikası uygulamak için sabit döviz kurunu kullandılar. Sabit kur altında devam eden para kurulu sistemi kamu bütçesi üzerinde sert sınırlamalar empoze ederek hükümetlerin verimsiz transfer harcamaları yapmalarını engeller. Ayrıca sabit kur, rezerv para ile birlikte kur riskini elimine eder. Yine sabit döviz kuru rejiminde kredibilitenin artması ve kur riskinin elimine edilmesiyle sağlanan kombinasyonla yabancı yatırımlar para alanına (currency zone) yönelecektir. Çünkü yabancı yatırımcılar rezerv para vasıtasıyla karların taşınmaları konusunda herhangi bir kaygı duymayacaklardır. Sabit kur, uygulayan ülkenin girişimcileri yüksek likidite ve iyi kurulmuş bir piyasa sağlayacaktır (Saleh, 2004). Para kurulunun diğer bir özelliği ise para kurulu ülkesi ile rezerv ülkenin faiz hadlerini birbirine yakınlaştırmasıdır. Arbitraj olanakları sayesinde faiz hadlerinin uzun dönemde sapmaya uğraması söz konusu değildir. Arjantin’de faiz hadleri 1991–1992 yılları arasında Amerikan dolarının üzerinde kalma eğilimi gösterdi. Bu durum, kısmen, yüksek ekonomik büyümeden kaynaklanan güçlü para talebinin sonucuydu. Arjantin para otoritesi ilk önce piyasa faiz hadlerindeki artışa, rezerv taleplerini daraltarak ve reeskont yoluyla karşı koydular. Faiz hadlerinin %70’lere ulaştığı 1995 yılına kadar rezerv kaybı artarak devam etti. IMF tarafından sağlanan destek ile güven tazelendi ve spekülasyon saldırıları son buldu (Oktar, 2001).

1.1.4.2. PARA KURULU ALEYHİNE ARGÜMANLAR

Para kurulu sisteminin bütün avantajlarına karşın, dezavantajları da bulunmaktadır. Para kurulu sisteminde para politikası araçları daha az kullanılır, yüksek rezerv maliyeti ve deflasyonist etkileri vardır. Para politikası araçlarının etkinliğini yitirmesiyle hükümetler yurt içi faiz oranlarını ve döviz kurlarını kullanarak ekonomiyi uyaramayacaklardır. Bunun yerine sadece ücret ve fiyat ayarlamalarını kullanabilir. Para politikası araçlarının etkisizliği

özellikle yurt dışı şoklar konusunda da önem kazanmaktadır. Para kurulu ülkesi özellikle sabit kurlarda dolayı bu şoklara maruz kalabilir. Ancak para kurulunun, kurala bağlı para politikası uygulamasından dolayı bu şoklardan minimum maliyetle kurtulabilirler. Deflasyon konusunda ise; ödemeler bilançosu ve bütçe açıkları durumunda, banknot ve bozuk para arzı, talebinden daha yavaş artacağından bu da deflasyona neden olacaktır (Saleh, 2004). Para kurulu sisteminde nihai ödünç vericinin yokluğu olası likidite sıkışıklığını bankacılık krizine dönüştürebilir. Meksika krizinin Arjantin'e yayılması ile birlikte, Arjantin pesosuna karşı başlayan spekülasyon saldırısı ile mali sistemde toplam mevduatlar %18 oranında azalmıştır. Oysa kriz, mali sistemde toplam mevduatın %2'sine sahip olan Bank Exader adlı küçük bir bankanın likidite problemi ile başlamıştır. Bu gelişme para kurulu sisteminde parasal krizin nasıl çok kısa sürede bankacılık krizine neden olabileceğini göstermiştir (Akyazı, 1998).

1.2. ALTERNATİF DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE PARA KURULU SİSTEMİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Tablo 2: Alternatif Kur Sistemlerinin Karşılaştırılması

Sistem	Temel Özellikler	Olumlular	Olumsuzlar	Açıklamalar
Serbest Dalgalanma (Free Float)	Döviz kuru serbest piyasada belirlenir. Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale etmez.	Nominal döviz kurundaki değişim içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaların hemen hepsini yansıtır. Yüksek düzeyde rezerv birikimine ihtiyaç yoktur.	Yüksek oranlı nominal ve reel döviz kuru dalgalanmaları kaynak dağılımını olumsuz etkiler. Para politikası döviz kuru dışında bir nominal çıpa çerçevesinde şekillenir.	Hiçbir ülke tam esnek kur politikası uygulamamaktadır. Geçmiş, uygulamalar da göz önünde bulundurulduğunda, ABD, Almanya ve İsviçre bu uygulamaya en yakın örneklerdir.

<p>"Kirlili" Dalgalanma veya Gözetimli Dalgalanma (Managed Float)</p>	<p>Merkez Bankası belli bir pariteye bağımlı olmaksızın döviz piyasasına müdahaleye hazır durumdadır. Müdahale sıklığı ve şekli hedef doğrultusunda değişir. Doğrudan müdahaleler uluslararası rezervlerde değişim yaratırken, dolaylı müdahaleler yaratmaz.</p>	<p>Piyasaya tepkisi serbest dalgalanan kur benzeridir ancak daha yüksek düzeyde uluslararası rezerv birikimine ihtiyaç vardır. Döviz kurlarındaki "aşırı" hareketliliği önler.</p>	<p>Merkez Bankasının hareketinin şeffaf olmayışı piyasalarda belirsizliğe neden olabilir. Uygulamada müdahalelerin etkileri "sinyal" niteliğinde bile olsa kısa süreli olmaktadır. İstikrar kazandırıcı değildir.</p>	<p>Kanada ve Avustralya gibi gelişmiş ülkeler uygulamaktadır. Meksika 1994–1995 krizi sonrası benzer sistemi uygulamıştır.</p>
<p>Aralık İçinde Dalgalanma (Floating within a Band) (Hedef Bölgesi) (Target Zone)</p>	<p>Nominal döviz kuru belirlenen merkez parite etrafında aşağı/yukarı belli aralık içinde serbest dalgalanır. Sapmalarda parasal otorite piyasaya müdahale eder. Aralık genişliği değişir. Daraldıkça sabit kur sistemine, genişledikçe dalgalı kur sistemine yakınsar.</p>	<p>Sistem belirli esneklikle kredibilitiyi sağlamaktadır. Aralık ve merkez parite gibi anahtar bilgiler piyasanın beklentilerini şekillendirir. Aralık içinde gerçekleşen dalgalanmalar piyasadaki şok değişimleri absorbe eder.</p>	<p>Aralığın çok dar olduğu ve makro politikaların sisteme uyumlu olmadığı durumlarda uygulama istikrar önleyici olabilir ve spekülasyon ataklara neden olabilir. Aralığın tayini önemlidir. Sistemin esnekliği aralık ve merkez parite değerlerinin revize edilmesine olanak tanır.</p>	<p>Avrupa Para Sistemi çerçevesinde uygulanan Döviz Kuru Mekanizması (ERM) en bilinen örnektir. 1992–1993 ERM krizinin tanık olduğu gibi sistem önemli spekülasyon baskılarına maruz kalabilir ve Merkez bankası belirlenen aralığı korumada kararsız kalırsa sistem çökebilir.</p>

Kaygan Aralık (Sliding Band)	Parasal otorite belirli bir merkez pariteyi izlemeyi taahhüt eder. Ancak, merkez parite aralıklarıyla çeşitli göstergeler ışığında ayarlanır.	Sistem dünya ortalaması üzerinde enflasyon yaşayan ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına olanak tanır ve ülke parasını önemli oranda değer kazanmasını önler.	Merkez paritenin ayarlanma dönem ve oranlarının bilinmeyişi piyasalarda belirsizlik ve faiz oranlarında hareketlilik yaratabilir. Aralık tayini önemlidir.	İsrail 1989 yılbaşlarından 1991 sonuna kadar benzer sistem uygulamıştır. Sistemin içerdiği belirsizlik ve neden olduğu hareketlilik alternatif uygulamalar ön plana çıkarmaktadır.
Para Kurulu (Currency Board)	Kesin kurallara bağlanmış, sabit kur sistemidir. Para politikasında yasal sınırlamalar mevcuttur. Para otoritesi yerli parayı yalnız yabancı para girişi karşılığı basabilir.	Kredibilite unsurunu en çoklayıcı bir sistemdir ve "zaman tutarsızlığı" sorununu ortadan kaldırır.	Kredi açısından önemlidir ancak sistem esnek değildir. Önemli dışsal şoklar tamamen işsizlik ya da ekonomik aktivite yoluyla absorbe edilir. Merkez bankası "son kredi mercii" fonksiyonunu yitirir.	Tarihsel olarak pekçok ülkede ilke uygulaması görülmektedir. Ancak bazıları önemli dışsal şoklarda uygulamaya son vermek durumunda kalmışlardır.
Tam Dolarizasyon (Full 'dollarization')	Para kurulu sisteminin en uç formudur ve bir ülkenin parasal bağımsızlığına son vererek yabancı para kullanmasıdır.	Kredibilite unsurunu maksimize eden sistemdir. Teori olarak parasal otoritenin farklı davranma hakkı yoktur.	Para kurulu sisteminde olduğu gibi kredibilite açısından olumlu ancak esneklik olarak olumsuz bir sistemdir.	Panama ve San Marino en yakın uygulamalarıdır.

Kaynak: Özdemir, Şahinbeyoğlu, 2000

1.3.PARA KURULU SİSTEMİ İLE TİPİK MERKEZ BANKASI KARŞILAŞTIRILMASI

Bu kısımda para kurulu sistemi ile merkez bankasının karşılaştırılmasını yapmıştır. Bu karşılaştırılma içerisinde para kurulunun, merkez bankası uygulamasına; operasyon kolaylığı, kamu harcamalarının disipline edilmesindeki kredibilitiyi, enflasyon oranlarının düşük

olması, ülke riskinin azaltılması hususunda avantajları vardır (Saleh, 2004). Para kurulu sistemi ile tipik merkez bankası uygulamasının karşılaştırılmasında bir başka çalışmada şu sonuçlara varılmıştır;

1. Merkez bankalarının geleneksel işlevleri ulusal düzeyde ödeme mekanizmasının düzgün çalışmasını sağlamak, finansal istikrarı sağlamak mali konularda devlet hazinesinin bankası olmak, likiditenin son kaynağı olmak, finansal piyasalarda liderlik yapmak, banknot çıkarmak ve en önemlisi ekonomik istikrarın sağlanmasında önemli rol oynamaktır.

2. Merkez bankalarının genel olarak bilançolarının aktif kısmında iç ve dış varlıklar bulunurken, pasif tarafı parasal tabanı yani dolaşıma çıkan para, bankalar mevduatı gibi kalemleri kapsamaktadır. Örneğin, T.C. Merkez Bankası'nın pasif tarafına rezerv para, emisyon ve bankalar mevduatından oluşurken, bu kaleme açık piyasa işlemleri eklendiğinde, parasal taban elde edilir.

3. Para Kurulu bilançosunun aktifinde yalnızca dış varlıklar bulunmaktadır. Son ödeme mercii değildir. Aktifte iç varlıklar kaleminin bulunmaması para kurulunun hiçbir şekilde kamu kuruluşlarına, Hazine'ye ve özel sektöre kredi veremediğini göstermektedir. Pasifinde ise bankalar mevduatı, kamu mevduatı ve açık piyasa işlemleri gibi kalemler bulunmaktadır. Buna göre, para kurulu ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemleri yapamaz, reeskont kredileri veremez ve ticari bankalar zorunlu karşılık oranı ve likidite oranı gibi yaptırımları kullanarak kontrol edemez.

4. Para Kurulu en az tüm yükümlülükleri karşılığında döviz rezervleri tutar. Para kurulu olası döviz talebini karşılayabilmek için rezervlerinin bir kısmını nakit tutar.

5. Para Kurulu çoğu merkez bankasının tersine, açık ve her türlü politik baskıdan uzak bir kuruluştur.

6. Para Kurulu sisteminde para arzı kendini uyarlayan bir sistem (self-adjusting process) aracılığıyla piyasa tarafından içsel olarak belirlenir.

7. Para kurulunun yalnızca faizden senyoraj geliri vardır. Aktifindeki rezerv para birimi cinsinden menkul kıymetler üzerinden faiz geliri elde etmektedir. Para kurulu, merkez bankalarının tersine parasal sistemi kontrol edemediğinden dolayı enflasyon yaratamaz ve enflasyondan senyoraj geliri elde edemez (Aksoy, 1996)

Para kurulu rezerv para miktarını sabit bir oranda tutar, buna karşılık merkez bankası tutmaz. Para kurulunda rezerv para miktarı aşırı şekilde dalgalanmadıkça pariteleri değiştirmez, basit ve belli kurallara dayalı operasyon yapılır. Bu kurallar bütün kamuoyu tarafından bilinir ve uygulanır. Böylece hükümet müdahaleleri engellenir ve sabit kurun kredibilitesi artar. Para kurulu bütçe açıklarının ve maliye politikasının finansmanı konusunda belirli yasaklar getirir. Para kurulunda aktörler düşük enflasyon beklentisine sahiptir. Para kurulunda paritenin öngörülebilirliği dalgalı kurdan daha fazla olduğu için yatırımlar artar. Para kurulunun başka bir avantajı da ödemeler bilançosunda otomatik denge sağlamasıdır. Para kurulu ülkenin ödemeler bilançosunda bir açık olduğu zaman para arzı düşecek ve faiz oranları yükselecektir. Bu da sermayeyi içeri çekecektir. Aynı zamanda yüksek faiz oranları deflasyonist baskı oluşturacak ve ödemeler bilançosunun dengeye gelmesini zorlaştıracaktır. Düşük talep ile sonunda, fiyatlar yapılan ihracat ile ödemeler bilançosu açısız bir şekilde tam istihdam da dengeye gelecektir (Saleh, 2004). Para kurulları ihtiyari para politikasının uygulanmasına yönelik fırsatları ortadan kaldırmak ve yerli paranın sabit kur üzerinden konvertibilitesini garanti etmek yoluyla kredibilitiyi artırmak olanağına sahiptir. Ancak küçük ve açık ekonomilerde para kurulları, bankacılık sektörlerinin dışsal şoklara karşı duyarlı olmaları nedeniyle, banka mevduatlarının konvertibilitesini garanti etmezler. Bu nedenle merkez bankalarının aksine para kurulları likiditenin son kaynağı olma fonksiyonu olmazlar (Oktar, 2001).

1.4. PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZ VE TALEBİ

Merkez Bankası, sadece döviz ve döviz cinsi varlıklar karşılığında sabit kur üzerinden piyasaya para arz etmekle yükümlü oluyor ve bunun dışında hiçbir görevi bulunmuyor. Para Kurulu sisteminde, para tabanı döviz rezervlerine bağlıdır. Parasal taban, ancak özel ya da kamu sektörü ulusal para ihtiyacını karşılamak için para kuruluna sabit kurdan döviz sattığı zaman artıyor, dış ödemelerde kullanmak ya da spekülasyon amacıyla döviz satın aldıkları zaman azalmaktadır.

Para kurulunu arz edeceği kağıt ve bozuk para miktarı piyasa tarafından belirlenir. Parasal tabanı belirleme konusunda aktif bir rolü yoktur. Rezerv para ile sabit bir döviz kuruna sahip olması ve %100 yabancı rezervleri elinde tutmasını gerekliliği kurulun isteğine bağlı olarak

parasal tabanın artışını veya azalışını önler. Tipik bir para kurulu sisteminde para arzı talep değişmelerine cevap verme konusunda oldukça esnek durumdadır. Bir para kurulu sisteminde nihai rezervler, rezerv paranın parasal tabanıdır. Nihai rezerv tedarik etmenin tek yolu da onu rezerv ülkeden elde etmektir. Dolayısıyla cari işlemler bilançosu fazlası elde etmesi gerekmektedir (Hanke, 2001).

Peki, para kurulunda rezerv para nasıl seçilecektir; Uluslar arası ticaret ve finansmanda üç anahtar para vardır; ABD Doları, Euro, Yen.

1. ABD Doları, uluslar arası piyasalarda en çok kullanılan paradır. Tarihsel olarak Dolar düşük bir enflasyona sahiptir. Yüksek itibarı ve tam konvertibiliteye sahiptir ve düşük reel faiz oranı vardır.
2. Euro'da ise, ülkemiz için Avrupa Birliğine entegrasyon süresinde Gümrük Birliği, Maastricht Kriterleri ve ihracatımızın büyük çoğunluğunun Euro Bölgesine olması nedeniyle tavsiye edilebilecek en uygun para birimidir.
3. Yen ise bu üç para birimi içinde uluslara arası alanda en az kullanılanıdır. 1970'lerden beri düşük enflasyona sahiptir ve uzun dönemli istikrara sahiptir (Hanke, 2001).

Para kurulu sisteminde para arzı genel bir ifade ile şöyle belirleyebiliriz;

$$M = [(1+C)/(r+C)] \cdot (C+D) \quad (1)$$

M= para arz

C= halk tarafından tutulan banknot miktarı

D= ticari bankaların merkez bankasında tuttukları rezervler

C= nakit oranı

r= ihtiyaç duyulan rezerv miktarı

Para Kurulu'nun para arzı, bize basit para çarpanını sunar. Varsayalım rezerv ülkede geçici olarak faiz oranları artsın. Eğer para kurulu ülkesindeki yatırımcılar yüksek faiz oranlarından dolayı dışarı sermaye çıkarırlarsa, ilk önce para kurulu parasını, rezerv paraya değiştirmeleri gerekecektir. Yurt dışına sermaye çıkışı nedeniyle para kurulu ülkesinde yurt içi para arzı azalacak ödemeler bilançosu dengesi düşecektir. Faiz oranları para arzı kadar artacaktır. Rezerv ülke para oranındaki düşme baskısı para kurulu ülkesindeki faiz oranı eşitleyecektir. Eğer rezerv ülke, para kurulu ülkesinden açık farkla büyükse, faiz oranında ki değişim para kurulu ülkesi ile sınırlı olacaktır. O zamanda eşitlik şu şekilde dönüşecektir;

$$M=[1+C/r+C].(R) \quad (2)$$

R=rezerv para varlıkları

Bu durumda para kurulunun faydası nedir?

Para kurulu ülkesinde; para kurulu sistemi ile fiyatlarda durgunluğu ve kredibilitesini sağlayacaktır. Merkez bankası uygulaması para kurulu arasında ki bir farktan; para arzı konusunda ortaya çıkıyor. Yurt içi teminatlar ilgilidir. Yönetimli dalgalanma veya sabit kur sistemi altında, merkez bankası da benzer uygulamalar yapacaktır.

$$M=[1+C/r+C].(R+S) \quad (3)$$

S=yurt içi teminatlar

Rezerv miktarında bir değişme olduğu zaman, merkez bankası açık piyasa işlemleri ile yurt içi para arzı üzerindeki etkileri sterilize edebilecektir. Eğer değişim kısa vadeli ve geçici ise, müdahaleler fiyatları ve faiz oranlarını stabilize edecektir. Eğer değişim kalıcı ve yapısal ise yurt dışına sermaye kaçıışı oluşacaktır ve devalüasyonla sonuçlanabilecektir. Para kurulu hükümet teminatlarının tutmamasına rağmen bazı para kurulları (para kurulları benzeri sistemleri) para arzı üzerine etkileşim yapabiliyorlar (Spiegel, 2002). Para kurulu sisteminin etkin bir şekilde işlemesi yaratacağı kredibiliteye doğrudan bağlıdır. Daha öncede belirtildiği gibi para kurulu sistemi para ihracını sadece mevcut döviz rezervlerine bağlı olarak yaratmakta ve aralarında bire bir değişim oranı sabit kurullarla desteklendiği için sistemde devalüasyon yer almamaktadır. Ancak yerli para ile rezerv para arasındaki pariteyi sabit kılmaya çalışmanın bedeli, Arjantin örneğinde olduğu gibi çok ağır olabilmektedir. Çünkü kuralın katılığı, bir istikrar programı çerçevesinde uygulansa bile yetkililerin şoklar karşısındaki hareketini sınırlayarak nispi fiyatlarda gerekli ayarlamaları yapmasına engel olmakta ve spekülasyon bir hücum durumunda bankalara yeterli likidite desteği verilemeyeceği için 1995 yılında Arjantin’de yaşandığı gibi krize neden olabilir (Oktar, 2001). Ayrıca Para Kurulu sisteminde para arzının ülkenin döviz rezervlerine bağlanması, döviz girdilerinde istikrar ve sürekliliğin olmasını gerektirmektedir. Döviz girdisi için temel kaynağın ihracat olması, ihracatı artırmaya yönelik geniş kapsamlı kurumsal bir yapının oluşturulmasını zorunlu kılmaktadır. Bu çerçevede ihracatı olumsuz yönde etkileyebilecek vergiler ve bürokratik engellerin kaldırılması, geniş kapsamlı teşviklerin sağlanması ve kullanılan teknolojinin yenilenmesi gerekmektedir. Çünkü ülkemiz için ihracat sektörünün, ihracata konu olan malların fiyat elastikiyetinin düşük seviyede olması ve teknolojik bakımdan ikame

derecesinin yüksek olması, dünya piyasalarında genel kabul görmüş bir paraya sahip olmaması gibi nedenler döviz rezervlerinin sürekliliğini ve istikrarını olumsuz yönde etkilemektedir.

1.4.1. PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZI SÜRECİNİN VARSAYIMLARI

Para kurulu sisteminde para arz ve talebi piyasa aktörleri tarafından belirlenir. Para kurulu sisteminde para arzı sürecinin bu basitleştirilmiş açıklamasının temelini oluşturan varsayımlar;

- Ticari banka mevduatları, sabit bir oran üzerinden para kurulu kâğıt ve bozuk parasına çevrilebilir.
- Para kurulu, ülkede kâğıt ve bozuk para çıkaran tek birimdir.
- Ticari bankaların rezerv mevduat oranları sabittir.
- Toplumun, para kurulunun çıkardığı kâğıt ve bozuk paraların ticari banka mevduatlarına oranı sabittir.
- Gelir ve para arzı aynı yönde hareket eder.
- Para kurulunun ülkesi ile rezerv ülke arasında uluslar arası şube bankacılığı yoktur.
- Ödemeler dengesindeki değişme ancak cari işlemler dengesinde söz konusu olabilir; sermaye hesabı değişmez.
- Bankalar için minimum rezerv oranları veya özel banka regülasyonları mevcut değildir.

İnsanlar rezerv parayı ülke içi ticari işlemlerde almaz veya kullanmazlar (Hanke, 2001).

1.4.2. PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZI ARTIŞININ AŞAMALARI

1. Başlangıç durumunda cari işlemler dengesi sıfır (ithalat= ihracat) eşittir.
2. İki alternatif olası durumda ise ilk olarak ithal mallarına yönelik iç talep düşer veya ikinci olası durumda para kurulunun ülkesinin mallarına yönelik iç talep artıyor.
3. Cari işlemler fazlası oluşur.
4. Ticari bankaların rezervleri yükselir.
5. Ticari bankaların kredileri yükselir.
6. Faiz oranları düşer.

7. Gelir artar.
8. Mallara talep genellikle, para kurulu kâğıt ve bozuk paraları da dâhil yükselir.
9. Yerli malların fiyatları yükselir.
10. Yabancı mallara yönelik iç talep artıyor veya para kurulu ülkesinin mallarına yönelik dış talep azalır.
11. Cari işlemler dengesi sıfıra geri dönüyor (Hanke, 2001).

1.4.3. PARA KURULU SİSTEMİNDE PARA ARZININ AZALIŞI

1. Cari işlemler dengesi sıfır
2. İthal mallarına yönelik iç talep artıyor veya para kurulunun ülkesinin mallarına yönelik dış talep azalır.
3. Cari işlemler açığı oluşur.
4. Ticari bankaların rezervleri düşer.
5. Ticari bankaların kredi ödünçleri düşer.
6. Faiz oranları yükselir.
7. Gelir azalır.
8. Mallara talep genellikle, para kurulu kağıt ve bozuk paraları da dahil, azalır.
9. Yerli malların fiyatları düşer.
10. Yabancı mallara yönelik iç talep azalıyor veya para kurulu ülkesinin mallarına yönelik dış talep artar.

Cari işlemler dengesi sıfıra geri dönüyor (Hanke, 2001).

1.5. PARA KURULU SİSTEMİ LİTERATÜR İNCELEMESİ

Kwan, Lui, Cheng (1999) çalışmalarında Asya krizi çerçevesinde para kurulunun gösterdiği tepkileri ortaya koymaya çalışmışlardır. Asya krizi içerisinde uzun bir süredir uygulamada olan Hong Kong para kurulunu seçmişlerdir. Hong Kong'u seçmelerinin nedenleri 1935 ten beri para kurulu sistemi uygulamaları, Hong Kong dolarının çeşitli spekülâtif ataklara maruz kalması ve en önemlisi para kurulu ile ilgili birçok veriye sahip olmasıdır. Çalışmalarında aradıkları sorular; para kurulunun pratikte nasıl bir performans sergilediği, para kuru uygulamasının fayda ve maliyetleri ve diğer ülkelere tavsiye edilip edilemeyeceğidir. Araştırmaları sırasıyla şu aşamalardan geçmiştir. 1997–98 Asya finansal krizine kadar Hong Kong para kurulunun tarihi, Hong Kong para otoritesinin kriz boyunca müdahaleleri

incelenmiştir. Yazarlar Asya krizi ile birlikte gelen spekülâtif ataklara karşı Hong Kong dolarının ve Hong Kong para otoritesinin tepkilerini incelemişlerdir. Bu çerçeve de enflasyon oranı, döviz kuru, işsizlik oranı, reel GSYİH'deki değişimleri incelemişlerdir. Sonuç kısmında Hong Kong para kurulu deneyiminin diğer sabit kur uygulayan ülkeler için faydalı olabileceği kanısına varmışlardır. Ayrıca para kurulunun tuttuğu yabancı rezervlerin optimal seviyeden fazla olduğunu bulmuşlardır. Hong Kong hükümetinin kriz karşısında dolarizasyon silahına yönelmişlerdir.

Kwan, Lui (1996) çalışmasında Hong Kong para kurulunu incelemiştir. Araştırmalarında Hong Kong para kurulunu tarihsel olarak ele almıştır. Çalışmanın devamında Hong Kong ekonomisinin dışsal şoklara karşı hem dalgalı kur hem de sabit kur açısından ampirik olarak incelemiştir. Ampirik çalışmasında VAR (vektör otoregresif model) analizi yapmışlardır. Araştırmaların sonuç kısmında çıktı büyüme oranı ve enflasyon oranının hem dalgalı kur hem de sabit kur altında kolerasyon katsayıları düşük çıkmıştır. Talep şoklarında, enflasyon oranının dalgalı kurda daha büyük tepki verdiğini ve yine talep şoklarında çıktı üzerine para kurulunun daha büyük dalgalanmaya maruz kaldıklarını sonucuna varmışlardır.

Batiz, Sy (2000) beraber hazırladıkları çalışmalarında para kurulu sisteminin diğer alternatif döviz kuru rejimleri arasındaki avantaj ve dezavantajlarını ortaya koymuşlardır. Bu karşılaştırma içerisinde her iki uç döviz kuru rejimini; işsizlik ve enflasyon oranı, döviz rezervleri, dışsal şoklar karşısındaki tepkilerini incelemişlerdir. Çalışmalarının ikinci bölümünde kredibilitenin nasıl sağlanacağı konusu üzerinde durmuşlardır. Son bölümde ise para kurulu sisteminde olası devalüasyon riskinin yol açacağı sonuçları ele almışlardır.

Santiprabhop (1997), hazırladığı çalışmasında para kurulu sisteminin, finansal piyasalar üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu analizinde Estonya ve Litvanya'nın rezerv para olarak seçtikleri mark ve doların, söz konusu ülkelerin faiz oranları, para arzı vs. makro ekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini ele almıştır. Araştırmanın devamında ise aynı etkileri Hong Kong ekonomisi açısından değerlendirmiştir. Çalışmasının sonuç kısmında ise para kuruluna yeterli kredibilitenin sağlanmasında, merkez bankalarının parasal operasyonları ve nihai ödünç vericilik tutumunun yetenek ve esnekliğinin ne kadar önemli olduğu vurgusunu yapmıştır.

Enoch ve Gulde'nin (1997), beraber hazırladıkları çalışmalarında para kurulu sisteminin nasıl işleyeceği ve sistemin uygulanması için makro ekonomik göstergelerin optimal seviyelerini bulmaya çalışmışlardır. Bu amaçtan hareketle simülasyon tekniği altında para kurulunun organizasyonu, rezerv para seçimi, finansal sektörün rehabilitasyonu, para kurlu isteminde kamu harcamalarını, kamu borçlarını, döviz rezerv miktarını, nakit yönetimini ve kredibilitenin nasıl kurulacağını ve sürdürülebileceği konularına değinmişlerdir.

Oppers (2000), araştırmasında para kurulu sisteminde rezerv paranın, sepet şeklinde oluşturulmasının olası etkileri üzerinde durmuşlardır. Araştırmasının giriş bölümünde çift (dual) rezerv para seçen para kurulunun uyması gereken kuralları, bu seçimin, her iki rezerv paranın, para kurulu parası üzerindeki ve ekonomik istikrarın sağlanması üzerindeki etkilerini incelemiştir.

Saleh'in (2004) para kurulları ile ilgili çalışmasında sabit kurun, dalgalı kur karşısındaki avantajlarını ve alternatif bir para politikası olarak para kurulu sistemini incelemiştir. Bu noktada gelişmekte olan ülkeler için kur seçiminde, yurt içi olaylara yoğunlaşmak ve maliye politikalarının etkinliğinin artırılmasında sabit döviz kurunun daha avantajlı olduğunu bulmuştur. Buna karşın yine gelişmekte olan ülkeler için dalgalı kurun bütçe açıklarına ve enflasyona yol açtığı kanısına varmıştır. Buradan hareketle sabit kur uygulamasının, fiyat hareketleri üzerindeki döviz kuru riskini elimine ettiğini söylemiştir. Yine aynı makalenin ikinci bölümünde altın standardı ve para kurulunun tarihsel süreç içerisinde ele almıştır. Yine bu tarihsel süreç çerçevesinde altın standardı ve para kurulu arsında ki ortak ve farklı noktaları ortaya koymuştur. Çalışmanın devamında ise para kurulu sisteminin tanımını yapmış ve üç anahtar unsuru olduğunu belirlemiştir. Bu anahtar unsurlar para kurulu ülkesinin ulusal parası ile rezerv ülke parası arsındaki sabit kur, tam konvertibilite ve para kurulu sistemi uygulamalarının yasalara desteklenmesi olarak belirlemiştir. Bu tanım içerisinde para kurulu sisteminde; rezerv para, konvertibilite, rezervler, maliyetler, enflasyon, faiz oranı, senyoraj geliri gibi kavramların olması gereken şekillerini ortaya koymuştur. Çalışmanın bir sonraki aşamasında para kurulu sistemi ile merkez bankasının karşılaştırılmasını yapmıştır. Bu karşılaştırma içerisinde para kurulunun, merkez bankası uygulamasına karşı avantajları olarak; operasyon kolaylığı, kamu harcamalarının disipline edilmesindeki kredibiliteyi, enflasyon oranlarının düşük olması, ülke riskinin azaltılması hususunda avantajlı bulmuştur. Buna karşın para kurulu sistemin dezavantajları olarak; para politikası araçların yitirilmesi ve dolayısıyla müdahale esnekliğinin azalması, rezerv tutmanın maliyeti, deflasyon,

sömürgecilik anlayışının ürünü olmasını öne sürmüş ve ayrıca para kurulu uygulaması için ülke ekonomisinin büyüklüğü de göz önüne alınması gerektiğini savunmuştur. Bir sonraki aşamada ise para kurulu benzeri sistemler ile Ortodoks para kurulunun farklarını ortaya koymuştur. Çalışmanın son aşamasında merkez bankasının para kuruluna çevrilmesi için gerekli kriterleri sıralamıştır. Sonuç kısmında ise gelişmekte olan ülkeler için enflasyonu kontrol etmek, ulusal paraya kredibilite sağlamak ve uluslar arası finansal piyasalardan daha ucuz borçlanmak için para kurulu sisteminin avantajlı olacağı sonucuna varmıştır.

Spiegel (2002) çalışmasında para kurulu sistemini uygulayan Arjantin ve yaşayan krizden, Asya ülkeleri için öneriler çıkarmıştır. Para kurulu sisteminin genel tanımını yapmış ve Arjantin para kurulu sistemini 1991–2001 uygulamasını incelemiştir. Çalışmasının sonunda Arjantin para kurulu sistemi uygulamasında, döviz kuru seçiminin sağladığı kredibilite, döviz kuru seçiminin makro ekonomik politikalara etkileri, dolarizasyon konuları hakkında önerilerde bulunmuştur.

Dominguez (2001) araştırmasında Arjantin para kurulu sisteminin uygulamasını Arjantin'in makro ekonomik sorunları çerçevesinde ele almıştır. Bu sorunlar işsizlik, bütçe açıkları, ekonomik müdahaleler, finansal piyasalar olarak ortaya koymuştur. Çalışmanın tavsiye bölümünde ise vergi ve iş gücü konularında reformlar yapılması, sermaye hareketlerinde ki dalgalanmaların azaltılması yönünde ki öneriler ile bitirmiştir.

Kim (2003) çalışmasında Arjantin para kurulu sisteminin enflasyon, gayri safi milli hasıla işsizlik oranı uygulamaları süreci boyunca irdelemiştir. Tarihsel süreç içerisinde II. Dünya Savaşından sonra para kurulu sistemini özetlemiştir. Bu çerçevede para kurulunu uygulayan ülkelerde, bu sistemin uygulama farklılıklarını ortaya koymuştur. Sonuç kısmında ise Arjantin para kurulunun 1995–1999 arasında ki başarısını Arjantin pesosunun, rezerv para olarak bağladığı ABD dolarında ki gelişmelerle ilgili olduğu sonucuna varmıştır.

Domill, Frenkel Maurizio'nun (2002) beraber yaptıkları çalışmada Arjantin para kurulu uygulamasını gelir dağılımı, büyüme işsizlik üzerindeki etkileşimini incelemiştir. Kurdukları ekonometrik model ile işgücü piyasasındaki yapısal gelişmelerin olası sonuçlarını, gelir dağılımının sektörler içerisindeki payını ve iş gücünün bu sektörlerden kazandıkları ücretler üzerine çeşitli sonuçlara varmışlardır.

Chui (2000), Hong Kong para kuruluunu incelediği makalesinde uygulanan para kurulu ilk önce tarihsel süreç içerisinde ele almıştır. Çalışmasının devamında Hong Kong'da 1974-1983 arası uygulanan dalgalı kur uygulamasını incelemiştir. Daha sonra 1997 Asya krizi içerisinde Hong Kong ekonomisinin kriz boyunca karşılaştığı sektörel ve makro ekonomik göstergeler açısından incelemiştir. Asya krizinin etkilerini azaltmak için Hong Kong para otoritesinin tepkilerini incelemiş ve kriz sonrası iyileşmeleri belirlemiştir. Chui çalışmasının son bölümünde ise Hong Kong'un hem dalgalı kur hem de para kurulu açısından performansını değerlendirmiş ve para kurulunun kriz sonrası en makul uygulama olduğu sonucuna varmıştır.

Gulde, Kahkonen ve Keller'in (2000) IMF için beraber hazırladıkları araştırmada ülkelerin hangi olası durumlarda para kurulu sistemine başvuracaklarını ortaya koymuşlardır. Avrupa Birliğine üye olan Estonya, Litvanya ve Bulgaristan para kurulu benzeri sistem uygulamalarını incelemişlerdir. Bu üç ülkenin incelenmesindeki amaç Euro Bölgesine girmeden önce para kurulu sisteminin uygulanmasının, birliğe girdikten sonra getirdiklerini incelemektir. Bu açıdan her üç ülkenin birliğe katılmadan önceki ve birliğe katıldıktan sonraki makro ekonomik göstergelerini irdelemişlerdir. Çalışmalarının sonuç bölümünde ise para kurulu sisteminin her üç ülke için birliğe katılmadan önce adaptasyon için olası en iyi politika uygulaması olduğunu sonucuna varmışlardır.

Hanke ve Schuler'in (2000) beraber hazırladıkları "Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Para Kurulları" kitabı, konu için temel kaynak sayılabilir. Çalışmanın giriş bölümünde para kurulları yerine argümanları sıralama ve tipik para kurulu ile tipik merkez bankası argümanlarının temel özelliklerini belirtmişlerdir. Çalışmanın ikinci aşamasında gelişmekte olan ülkelerin parasal sorunları için para kurulları sisteminin neden uygulanması gerektiği ortaya konulmuştur. Bu noktada, gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon, yüksek reel faiz oranları, bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarından finansmanı (bütçenin monetarizasyonu) engellemek için para kurulu sistemini önermişlerdir. Üçüncü bölümde ise hem merkez bankası uygulamasını hem de para kurulu sisteminde parasal tabanı belirleyen faktörlere yer verilmiş, buradan yol çıkarak para arzı ve para talebi süreçleri ortaya konulmuştur. Yine bu bölümün devamında para kurullarının tarihi kısa bir şekilde ele alınmış ve Ortodoks para kurulu ile para kurulu benzeri sistemler, ülke uygulamaları ile birlikte karşılaştırılmıştır. Çalışmanın dördüncü bölümünde para kurulunun oluşturulması için merkez bankasının para kuruluna çevrilmesi veya para kurulunun merkez bankasının yanında paralel para çıkararak bir kurum olmak üzere iki şekilde oluşturulabileceğini ifade etmişlerdir. Bu nokta

her iki oluşum şekli ile aşamalar sıralanmıştır. Bu bölümün devamında ise para kurulunun temel karakteristiği olan rezerv para ile ilgili nasıl seğileceği, hangi para biriminin rezerv para alacağı başlangıç rezervlerinin nasıl hesaplanacağı ve gerekli olan başlangıç rezervlerinin nasıl temin edileceğini göstermişlerdir. Bir sonraki bölümde ise para kurulları sistemine karşı itirazlar çerçevesinde; nihai ödül vericinin yokluğu, para kurulu sisteminin uygulayan ülkenin makro ekonomik büyüklüğünün derecesi, genel bir çerçeve içerisinde sabit kura karşı dalgalı kurun, deflasyonun, enflasyon vergisinin, rezervlerin maliyetinin ve en kötü durum olarak da bireylerin tüm para kurulu paralarını rezerv paraya çevirmeleri olarak sıralamıştır. Çalışmanın sonuç bölümünde ise parasal reformlar için öneriler sunulmuş, ulusal paraya kredibilite kazandırılması gerektiği ve böylece büyüme ve kalkınmanın sağlanacağı, bununda Hong Kong uygulamasında olduğu gibi para kurulu sistemi ile olabileceğini ifade etmişlerdir.

Quirk (1999) alışmasında enflasyonla mücadelede sabit kurun mu yoksa dalgalı kurun mu daha avantajlı olduğunu araştırmıştır. Bu kur seçiminde esas kriterlerin, kurumsal düzenlemeler olduğunu belirtmiştir. alışmasında şu sonuçlara varıyor.

1. Hkmetler sabit döviz kurunu belirlemede iki taahhüt altına giriyor; kamunun finansmanında merkez bankası kaynakları kullanılmıyor ve emisyon.
2. Dalgalı kur uygulamasında kurlarda meydana gelebilecek dalgalanma çoğu zaman sabit kur lehine savunulur, ancak değişkellik çoğu kez arzulanan ayarlamaları ifade eder.
3. Sanayilemiş ülkelerde döviz kurları değişkenliğini genelde yüksek enflasyon izlemiştir.
4. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için; döviz kuru değişkenliği, enflasyonu gecikmeli olarak takip etmektedir.
5. Devalüasyon dönemin de düşük enflasyona sahip ülkelerde sabit döviz kuru rejiminin başarısı, istikrarın bir sonraki aşamasında, enflasyon geniş ölçüde tatmin edici seviyelere düşürüldükten sonra yararlı olabilir.
6. Para kurulu sistemi kısa arz talep baskılarını sezinleme yeteneğini kaybedebilir. Bu sorunu tam zememesine rağmen, sabit kura yakın döviz kuru marjlarının kabul edilmesi faydalı olabilir.

Karasoy (1996) araştırmasının ilk bölümünde para kurulu sisteminin tanımını yapıyor. Bir sonra ki aşamada ise merkez bankası uygulaması ile para kurulu arasında ki farkları ortaya koyuyor. Araştırmasında bulduğu sonuçlar şoyledir.

1. Para kurulu sistemi kurulmadan önce bütçe açıkları kontrol altına alınmalıdır.
2. Gelişmekte olan ülkeler için sabit kur sistemi enflasyonu durdurur, fiyat ve ücretler genel seviyesine limit getirmesi, kur riskini elimine etmesi, rezerv ülkeden sermaye girişi sağlamasını avantaj olarak görüyor.
3. Küçük ve açık ekonomilerde uygulanan para kurulunun senyoraj gelir kaybının daha az olduğunu gözlemlemiştir.
4. Para kurulunun, yüksek enflasyonlu bir ülkede sabit döviz kurunu getirmesi, ülke para biriminin aşırı değerlenmesine ve dolayısıyla cari açığın genişlemesine yol açmıştır.
5. Türkiye için bağımsız bir merkez bankası, para kurulu gibi çalışabilir. Para tabanını dış varlıklar karşılığında arttırabilir. Böylece kamuyu finanse etmemiş olur. Para politikası araçlarını kullanarak piyasalardaki olası dengesizliklere müdahale edilebilir.

Irvin (2001) çalışmasında para kurullarının parasal krizlere dayanıklılığının ölçülmesi amacıyla matematiksel model kurmuştur. Modeli iki temel çatıya dayanmaktadır. Birincisi para kurulu sistemi çökerse politika yapıcıların karşılaşacakları maliyetleri ölçmek ve ikinci olarak ta işsizliğin direncini ölçmeye çalışıyor. Kurduğu Obstfeld modelinde devalüasyonun para kurulu sisteminde ki olası etkilerini inceliyor. Yapılan matematiksel analizin sonucunda spekülatif atakların, politika yapıcıların devalüasyon baskısı altına alacağını bulmuştur. Politika yapıcılar için sorun; devalüasyonun maliyeti ile eksik bilginin, devalüasyon beklentisine ve işsizlik oranının yükselmesine yol açabileceği sonucuna varmıştır. Devalüasyon kararı politika yapıcılar için gelecekte iki güvenilir durum ortaya çıkaracaktır; eksik bilgi maliyetlerin minimuma indirilmesi ve krizlere karşı dayanıklılığın kredibilitelerini arttıracaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA KURULU SİSTEMİ UYGULAYAN ÜLKELERİN PERFORMANS ANALİZİ

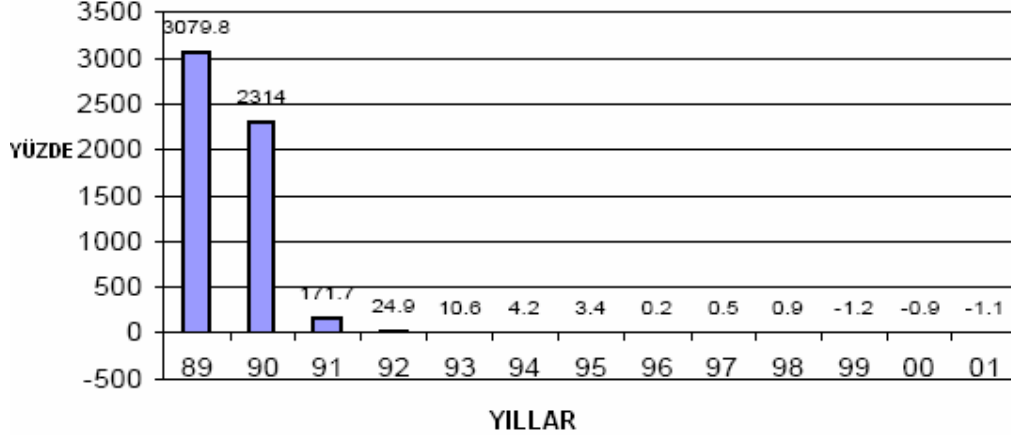
Araştırmanın bu bölümünde para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin uygulama tecrübelerine değinilecektir. Arjantin'in para kurulunu tercih nedeni; Arjantin'de enflasyon oluşması Türkiye'de olduğu gibi kamu harcamalarını finansmanının merkez bankası kaynaklarından sağlanmasıdır. Hong Kong para kurulunu araştırma içine almamızın nedeni ise uzun bir geçmişe sahiptir, birçok kriz atlaştığı ve buna bağlı olarak çeşitli dönüşümler geçirmiştir. Bundan dolayı para kurulu sistemi hakkında birçok veriye ulaşmak mümkündür. Estonya, Bulgaristan ve Litvanya para kurullarının tercih edilmesinin nedeni ise geçiş ekonomisi olan bu ülkelerin ruble bölgesinden ayrıldıktan sonra Euro bölgesine girmek amacıyla sistemi kullanmalarıdır. İkinci bölümün amacı ise pratikte para kurulu sistemini incelemek ve belirli çıkarımlara ulaşmaktır.

2.1. PARA KURULU ÜLKE DENEYİMLERİ

2.1.1. ARJANTİN PARA KURULU UYGULAMASI

Arjantin'in ilk para kurulu deneyimi 1902–1914 arası İngiliz sömürgesi altında oldu. İkinci para kurulu deneyimi ise 1991 Mart'ında Arjantin çevresinde “Konvertibilite Kanunu” ile başladı. Arjantin para kurulu, mevcut merkez bankasının para kurulu şeklinde faaliyet gösterebilecek bir yapıya dönüştürülmesi ile oluşturulmuştur. Arjantin para kurulunu oluşturan “Konvertibilite Kanunu”na göre, Arjantin'in eski para birimi olan Australın değeri 1 ABD doları= 10 000 Austral şeklinde belirlenmiştir (Akyazı, 1998). Daha sonra 1992 yılında para birimi değiştirilerek 1 Arjantin pesosu=1ABD dolarına eşitlendi. Bu kanun altında ilk etapta % 100 üzerine bir rezerv para tutuldu. Para kurulu, Arjantin hükümetine ait bankaları 1/3 rezerv miktarı kadar tuttu fakat bu bankaların parasallaşmasını yasakladı. Böylece sistem uzun dönemli maliye politikaları ve ödemeler bilançosu dengesi üzerine bir şüphe uyandırmadı (Chang, 2003). Arjantin'in para kurulu sistemini tercih nedeni bütçenin monetarizasyonuna bağlı olarak hiper enflasyona maruz kalmasıdır.

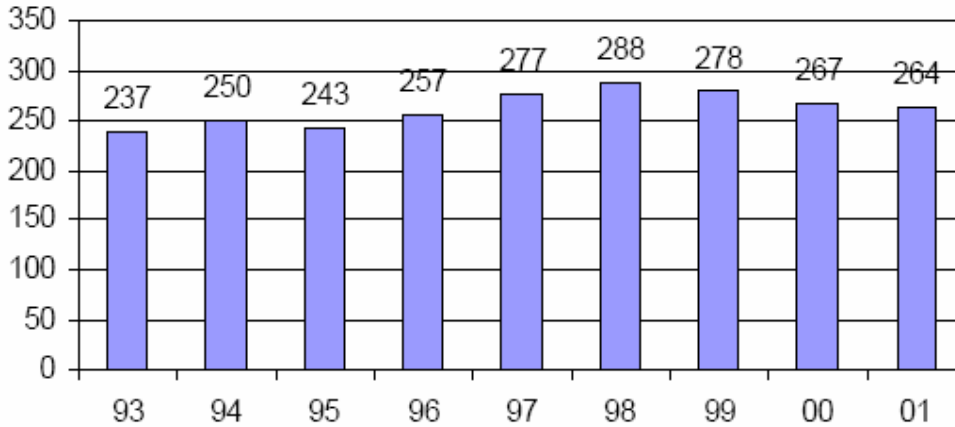
Grafik 1: Arjantin'in 1989–2001 Arası Enflasyon Oranları



Kaynak; Chang, 2003

Para kurulu sisteminin uygulanmaya başladığında enflasyon oranı yaklaşık %3000 oranındadır. Arjantin'in para kurulu sistemi uygulamasına geçmesindeki amaçta zaten Finans Bakanı Cavallo'nun hiper enflasyon nedeniyle ülkenin düşen kredibilitesini kurtarmak istemesidir. Yine para kurulunun uygulandığı yıllar boyunca reel GSYİH ortalama %3,4 artmıştır. Arjantin, Latin Amerika ülkeleri içinde farklı bir duruma sahipti. Örneğin Arjantin reel GSYİH'sı 2001'in ortalarında % 3 düştü, ancak diğer Latin Amerika ülkelerinde sadece % 1,3 düştü, işsizlik oranı Arjantin'de %15,7 iken diğer Latin Amerika ülkelerinde %6,7 idi (Chang, 2003).

Grafik 2: Arjantin'in 1993–2001 Arası GSYİH Büyüklüğü



Kaynak; Chang, 2003

Başlangıçta Arjantin’de var olan hiper enflasyon 1993 yılına kadar hızlı bir şekilde düştü. 1993–98 arası enflasyon oranı %4 oldu. 1 peso=1 dolar üzerinden parite olmasına rağmen 1995 Meksika ödemeler bilançosu krizi ve 97 sonunda doğru Asya krizi, Arjantin pesosu üzerinden devalüasyon yönünde spekülasyon ataklarına neden oldu. Bu baskılar Arjantin ekonomik performansını 1998 sonuna doğru ve 2001 yılında % 3 negatif büyüme ile sonuçlandırdı. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki rezerv ülkenin finansal ve ekonomik koşulları para kurulu ülkesini etkilemektedir. Arjantin’in rezerv ülkesi ABD ve 1991–1996 arası döviz kuru durağandı. Fakat 1996–2001 arası yıllık ortalama %6 arasında değişti (Feldstein, 2002).

Arjantin pesosunun küresel piyasalarda hemen değeri düştü. Arjantin’i en büyük ticari partneri Brezilya, ödemeler bilançosunu düzeltmek amacıyla 1999’da parasını devalue etti (Chang, 2003). Arjantin’de yaşanan cari açık daha çok Arjantin pesosunun aşırı değerlenmesinden kaynaklanmaktadır. Arjantin ve rezerv ülkesi ABD’deki enflasyon oranlarındaki farkın sonucu olarak Arjantin pesosunun %40 reel değer kazanması dış ticaret verilerine yansımıştır (Akyazı, 1998).

Tablo 3: Arjantin’in Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Enf. Oranı	117	24,9	10,6	4,2	1,6	0,0	0,4	0,7	-1,8
İşsizlik Oranı	6,9	7,0	9,3	12,2	17,5	14,9	13,1	14,3	14,2
GSYİH deflatör	137,5	13,7	6,9	0,8	3,2	-0,1	-0,5	-2,0	-2,0
Ödemeler Bil. Den. (milyar \$)	-	-	-7,853	-10,34	-4,93	-6,468	-12,03	-14,2	-12,3
İhracat (%GSYİH)	-	-	-	-	9,7	10,5	10,6	10,4	9,8
İthalat (%GSYİH)	-	-	-	-	10,1	11,1	12,7	12,9	11,5
Kamu Borç Stoku (milyar \$)	-	-	293	184	329	311	479	488	280
Kamu Top. Dış Borç Stoku (milyar \$)	-	57,39	53,62	61,27	67,20	73,51	74,80	82,44	84,85
BCRA Top. Rezervler	5,835	8,541	11,766	11,818	9,832	13,452	16,437	-	-

Kaynak: IMF Ülke Raporlarından ve Simone (2002) derlenmiştir.

Para kurulu sistemini uygulayan Arjantin'in bu sistemden etkin olarak faydalanamamasının nedenlerini sıralayacak olursak;

İşsizlik: 1999'da %13,8 olan işsizlik şuan %15,5'tur ki bu sonuç kesin değildir çünkü içerisinde friksiyonel işsizliği yansıtmıyor. Ayrıca part-time çalışan insanların sayısı 1995 den 2000'ne %26 arttı. Endüstriyel ve yapıcı sektörlerde, iş gücü kaybından çok büyük etkilendiler. Ayrıca, aktif nüfusun %40'ı kaçak olarak çalışmaktadır.

Açıklar: Arjantin uzun bir süre bütçe açığı verdi. Başbakan Fernando de La Rúa 1999'daki iyileştirme planı, problemlerin birikmesiyle bütçe açıklarını kapatmaya yetmedi. Bunun en büyük iki sebebi vergi kaçınması ve yüksek oranda vergi kaçakçılığıydı. Arjantin bütçe açıklarını kapatmak için GSYİH'nin %69,3 kadar dış borç kullandı.

Parasal Sorunlar

Para kurulu: Arjantin merkez bankası, para kurulu çerçevesinde %80 oranında ABD doları rezervi bulundurdu. Kriz zamanı boyunca yapılan ekonomik modeller, Arjantin merkez bankasının para arzını artırması ve sisteme daha fazla likidite vermesi gerektiğini tavsiye ettiler. Fakat bunu yapmadılar, çünkü ABD doları arzı bulmaları gerekiyordu. Arjantin para kurulu için iki yorum vardı. Birincisi yüksek ülke riski olduğundan yabancı yatırımcılar için maliyetli güven yoktu. İkincisi ne Latin Amerika içinde Arjantin'i aykırı pozisyonudur. Cavallo dolaylı yabancı sermaye hareketlerine %25 oranında izin verdi. Bu kararlar sayesinde yabancı yatırımcıların Arjantin'e güveni yeniden kuruldu ve hazine kâğıtlarının 350 milyar doları satıldı. Yüksek faiz oranı yabancı yatırımcıları cezp ediyordu fakat ülke içinde yatırım yapmayı olanaksız kılıyordu (Dominquez, 2001).

Sonuç olarak Konvertibilite Planı ile Arjantin, ABD parasal sistemine dahil olması hiper enflasyonu düşürdü. 1997'de % 0,5 enflasyon oranı ile dünyanın en büyük enflasyonuna sahip oldu. Para kurulu sistemi yerli ve yabancı yatırımcılara, hükümete güven duymaları açısından büyük fayda sağladı. Bununla beraber Arjantin, tarım ürünlerindeki fiyatları şoklara ve dünyanın diğer ülkelerinden gelen şoklara hazır değildi. Özellikle 1994–1995 Mexico pesosu krizi, Arjantin'de kısa ve vadeli faiz oranlarının yükselmesine ve Arjantin pesosunun devalue edilmesine yol açtı. Bununla birlikte Arjantin'in yapısal sorunları da vardı. İlk olarak aşırı kamu harcamaları ve ikinci olarak rijit iç gücü kanunları. Bu problemler sonucunda büyük bütçe açıkları, yüksek işsizlik oranı ve umutsuz bir toplum yarattı. 14 Haziran 2001'de hazine bakanı Domingo Cavallo, Arjantin pesosunu yeni bir formülle euro ve dolarla birlikte ayarladı. Fakat daha sonraki altı ay boyunca hiçbir yapısal reform yapılmadı. Bu para kuruluna yeniden kredibilite sağladı. 2001'in son iki haftasında Arjantin'in 192 milyar dolar

borcu vardı. 6 Ocak 2002’de Başbakan de La Rúa Para Kurulu sistemini bitirdiğini ve pesoyu devalue ettiğini açıkladı (Kim, 2003). Bu noktada Arjantin para kurulu sisteminin en büyük hatası sabit kuru yanlış parite üzerinden kurmasıdır. Bunlara ek olarak makro ekonomik politikalar ve yapısal reformların eksikliği yerli ve yabancı yatırımcılara güven vermemiş, dolayısıyla para kurulunun kredibilitesi sarsılmıştır (Spiegel, 2002).

Arjantin para kurulu deneyiminden Gelişmekte Olan Ülkeler için çıkarılacak dersler şunlardır;

- 1-) Arjantin para kurulunun çökmesinde en önemli olarak döviz kurları üzerinde oluşan baskının kırılmadı ve kredibilitiyi sağlayacak devam ettirecek hiçbir adım atılmadı.
- 2-) Arjantin kamu borçları 155 milyar doları aştıktan sonra devalüasyon baskısı oluştu. Para kurulu sisteminde sert mali önlemler alınması gerektiğini ifade ediyordu.
- 3-) Rezerv para ile para kurulu parası arasında devalüasyon baskısından uzak, her iki para arasında konvertibilite sağlanması ve mevcut paritenin gereğini yansıtması gerekiyor. Arjantin pesosunun devalüasyonu birçok ticari bankanın iflasına neden olmuştur.
- 4-) Hiçbir koşul altında dolarizasyona başvurulmamalıdır. Dolarizasyon riski altında, Arjantin’in kamuları ile olan ticaret ve rekabet gücü azalmıştır.

Bununla beraber gelişmekte olan ülkeler için dalgalı kurun bazı zorlukları bulunmaktadır. Birincisi yurtdışı şoklarının finans piyasasında krizler yaratmasıdır. İkincisi gelişmekte olan ülkelerin kendi para birimleri üzerinde borçlanmalarından yoksun olmalarıdır. Bu yüzden de dalgalı kurda çıkan krizler yoğun iflaslarla son bulmaktadır. Üçüncüsü ise dalgalı kurda fiyatların genel seviyesi üzerindeki durgunluğun devam etmesi merkez bankasına bağlıdır.

Sonuçta bu devrelerden en önemlisi döviz kurunun aşırı veya eksik değerlendirilmesini engellenmeli ve kurlardaki dalgalanmaların azaltılması için alternatifleri ciddi olarak düşünülmektedir (Damill, Frenkel, Maurizio, 2002). Arjantin para kurulunun portföyünde devlet tahvilinin bulunması, Ortodoks bir para kurulu uygulaması olmadığını göstermektedir. Böylece hükümetin iç ve dış şoklara neden olabilecek mali bir kriz durumunda, finansal piyasalara likidite sağlamak amacıyla kullanmıştır. Arjantin para kurulunu, Ortodoks ara kurulunda ayıran diğer özellikler ise; kurulun sınırlandırılmış düzeyde de olsa para politikası uygulatabilmesi ve hükümete kredi sağlayabilmesidir. Parasal tabanı aşan uluslararası rezervler ve portföyünde bulundurduğu devlet tahvilleri ile hükümete ödünç fon verebilmektedir. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarını kullanarak ve swap işlemlerini yürüterek para politikasını devam ettirmektedir. Bununla birlikte kurul mevduat sigortacısı ve nihai

ödünç vericilik özelliğinde taşımaktadır. Ancak 1995 yılında yapılan Mevduat Güvencesi Planına göre mevduat sigortası kaldırılmış, yine aynı yıl içerisinde sadece aylık geçici nakit taleplerindeki dalgalanmaları dengelemek amacıyla teminat karşılığında verdiği reeskont kredilerini sınırlandırarak ödünç verme fonksiyonunu kaldırmıştır (Balino, Enoch, 1997).

2.1.2. HONG KONG PARA KURULU UYGULAMASI

Hong Kong para sistemi 19 yy. boyunca ve 20. yy. başlarına kadar gümüş standardını kullandılar. 1934’de birleşik devletler, Hong Kong ve Çin’den yüksek bir fiyat üzerinden büyük miktarda gümüş satın aldı. Bu olayın sonucunda her iki ülke gümüş standardını bıraktılar. Aralık 1935’de Hong Kong hükümeti daha sonra Döviz Fonu yasası olarak adlandırılan yasayla özel kesimin elinde bulunan bütün gümüş bozuk paraları topladı. Aynı zamanda özel sektör elinde bulunan banknot emisyon bankalarına toplanan bu gümüş rezervleri karşısında Certificates of Indebtedness (CIs) verdi. Toplanan bu gümüş rezervleri, Londra borsasında sterlin karşılığı satıldı. Bu noktada sonra bir banka daha fazla emisyon yapmak isterse, 16 HK doları= 1 Pound’tan (Döviz Fonundan) CIs almak zorundaydı. Ayrıca Döviz Fonu eğer ara arzını artırmaya karar verirse, bankalardan CIs alabilecekti (Kwan,Lui, 1996).

Tablo 4: Hong Kong Ekonomisinde Uygulanan Kur Sistemleri

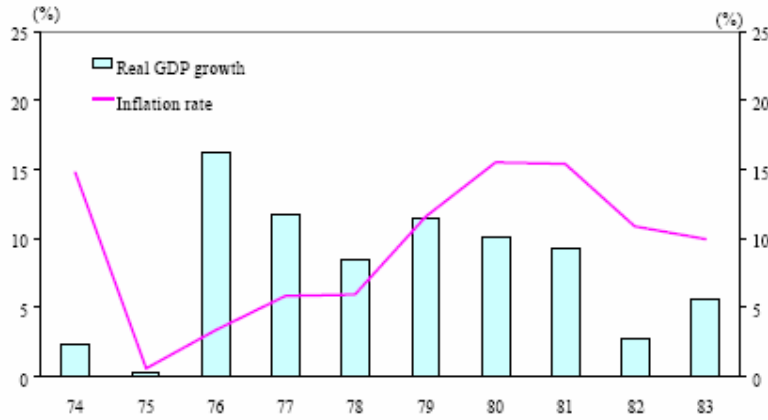
Tarih	Döviz kuru rejimi	Referans oranı
4 Kasım 1935	Gümüş standardı	--
6 Aralık 1935	Rezerv para seçilen sterline bağlanma	£1=HK\$16
23 Kasım 1967		£1=HK\$14.55
6 Temmuz 1972	ABD dolarına +/-%2.25’te dalgalanma	1 ABD doları=HK\$5.65
14 Şubat 1973		1 ABD doları =HK\$5.085
25 Kasım 1974	Dalgalı kur uygulaması	--
17 Ekim 1983	Rezerv para ABD dolarına bağlanma	1 ABD doları =HK\$7.80

Kaynak; Kwan, Lui, 1996

1967–1972 arası Hong Kong doları, sterlin karşısında değer kaybetmiştir (1 sterlin= 14,55 HK\$). (Kwan, Lui, Cheng, 1999). Temmuz 1972’de sterlin üzerinde ki devalüasyon baskısı, HK doları ile sterlin arasına ki bağlantıyı kopardı. 1972 yılında Hong Kong doları, tekrar ABD dolarına bağlanmıştır. Bu andan itibaren HK dolarının, ABD dolarına bağlanarak belirli bir aralıkta dalgalanmasına izin verildi. Fakat ABD doları üzerinde ki devalüasyon baskısı HK para otoritesi dalgalı kuruna geçme kararı aldı (Kwan,Lui, 1996).

Grafik'te Hong Kong dolarının 1974–83 arası dalgalanmaya bırakıldığı gösteriyor. Bu süre zarfında ekonomi iyi performans sergilemiş; petrol krizinin etkilerinden kurtulmuş, enflasyon oranı %4-6 aralığına geçmiştir. Bununla birlikte 70'lerin sonuna doğru kamu harcamaları ve piyasanın ısınması, para arzının %352'lere çıkması, enflasyon oranının %15'e ulaşması, Hong Kong dolarının 1979–82 arası %20 değer kaybetmesine neden oldu. Bütün bu olanların sebebi sadece dalgalı kur değildi, temel neden parasal çıpanın etkinlikten yoksun olmalıydı. Parasal politikalarda şeffaflık ve hükmetin interbankın likitidesi ve faiz oranları üzerinde etkisi yoktu (Chui, 2000).

Grafik 3: Hong Kong Ekonomisi Dalgalı Kur Uygulamasında Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları

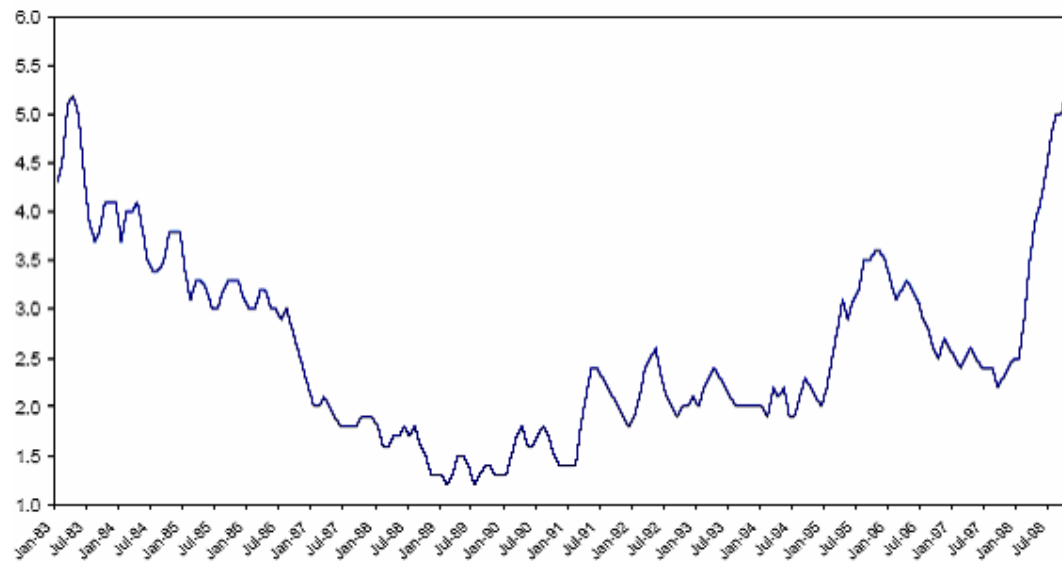


Kaynak: Chui (2000)

1974–1983 arasının uygulanan dalgalı kur uygulamasında, emisyon yapmaya yetkili bankalar aynı sisteme devam ettiler. Mayıs 1979'da bu yetkili bankalar, Döviz Fonunda ki kısa vadeli rezervlerine karşılık %100 likit varlık bulundurmaları kuralı getirildi (Kwan, Lui, 1996). HKMA, döviz kuru fonunun kısa vadeli kağıtları karşılığında %100 likit varlıklar bulundurarak, ticari bankaların kaydi para yaratma süreci üzerindeki etkisini devam ettirdi. Ancak bu etki bankaların uluslar arası piyasalardan kredi bulmalarıyla, Hong Kong dolarında müdahale sürecinden daha fazla dalgalanma yaşanmıştır (Kwan, Lui, 1999). 1982 yılında Sino- British istilasıyla beraber Hong Kong ekonomisinde, banka iflasları, piyasa başarısızlıkları vs. sebeplerle birçok finansal kriz yaşanmıştır (Yip, 2005).

17 Kasım 1983’de para otoritesi para kurulu sistemine geçmeye karar vermiş ve 1 ABD doları= 7,8 HK dolarından kuru bağlamıştır. Tekrar para kurulu sistemine geçilmesiyle birlikte Hong Kong para otoritesi pasif bir para politikası uygulamayı amaçlamıştır. Hong Kong para otoritesinin bundan sonraki tek amacı spot kuru 7,75 ile 7,80 arasında tutmak olmuştur (Kwan, Lui, Cheng, 1999). Para kurulu sistemini uygulayan diğer ülkeler, sistemi tercihlerinin temel nedeni hiper enflasyonla mücadele olmuştur. Hong Kong’un para kurulu sistemini tercih etmesinin nedeninin enflasyon ile mücadele olmadığı, aşağıda verilen tablo ile anlaşılmaktadır.

Grafik 4: Hong Kong Ekonomisi 1983–1998 Arası Enflasyon Oranları



Kaynak: Kwan, Lui 1999

Para otoritesi, açık piyasa işlemleri yapmak amacıyla “Accounting Arrangements” adlı para kanununu yürürlüğe koymuştur. Sağlanan bu yasal destekle birlikte hükümetin faiz oranlarında ayarlama yapma yetkisi esnetildi. 1990’lı yıllarda para otoritesi kısa vadeli hazine kâğıtlarına benzeyen, “Döviz Kuru” kâğıtları çıkardı. HKMA, 1992’de “Döviz Kuru Ofisi” ve “Banka Komisyonu”nu kurdu. Bu kurumların kuruluşundan itibaren talep koşullarına bağlı olarak HKMA interbank likiditesini ayarlama da etkin rol oynamaktadır (Kwan, Lui, 1999).

Hong Kong ekonomisi tarihsel süreç içerisinde birçok dışsal şok yaşamıştır. Bunlar Meksika ve daha sonra küresel etkileri olan Asya krizleridir. Temmuz 1995’de Meksika krizi sonrası Hong Kong doları etkilendi, fakat bu geçici bir şoktu. Asya krizi 1997’de başladı. Özel bankalar, HKMA’ dan daha fazla rezerv para talep etmeye başladılar. Yaşanan diğer

sorunlarla beraber gecelik faiz oranları %300 aştı. Hong Kong dolarına yapılan spekülâtif ataklarla ve yüksek faiz oranlarıyla birlikte piyasa yapısı bozuldu. Bu olumsuz koşullara karşı HKMA; yüksek pirim üzerinden artan yüksek likitide talebini karşıladı Genel olarak HKMA'nın tepkisinin nedenlerini üç başlıkta toplayabiliriz;

- Para kurulu sisteminin şeffaflığını artırmak,
- Konvertibilitateyi korumak,
- Likitide darlığını gidermek,

HKMA Asya krizinden üstün bir performans göstererek çıkmıştır. Hong Kong ekonomisi 1999'un 2. çeyreğinden itibaren tekrar iyileşmeye başladı. Hong Kong ekonomisinin sağlam bir finans sistemine sahip olması para kurulu sisteminin en büyük gereklerinden birini karşılamaktadır (Chui, 2000). Para kurulu sisteminin küçük ve açık ekonomilerde uygulanması, sistemin dışsal şoklara karşı cevap verme ve ekonominin ayarlanması açısından eleştirilere neden olmuştur. Teorideki araştırmaların birçoğu spesifik kur tercihlerinin, talep ve arz şokları, içsel ve dışsal şoklara bağlı olduğunu göstermektedir. Şok geçişleri büyük çoğunlukla ücret ve fiyat ayarlamaları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Yapılan çalışmalarda Hong Kong ekonomisindeki çıktı dalgalanmalarının içsel şoklara bağlı olduğunu göstermektedir. Bulunan bir diğer sonuç ise Hong Kong'un rezerv para olarak ABD doları kullanmasına rağmen, Japonya'nın Hong Kong ekonomisi üzerindeki etkisinin daha fazla olduğunu göstermektedir (Cheung, 2000).

Hong Kong ekonomisi statik değildir. Zaman sırasıyla gümüş standardı, para kurulu sistemi (sterlin), dalgalı kur, tekrar para kurulu sistemi (ABD doları) olmak üzere çeşitli kuru deneyimleri yaşamıştır (Yip, 2005). Hong Kong para kurulu deneyimlerinden çıkarabileceğimiz sonuçlar şunlardır;

Hong Kong para sistemi, sürekli değişen bir yapı arz ediyor. Şöyle ki ilk önce gümüş standardı, daha sonra rezerv para sterline bağlanması, dalgalı kur uygulanması ve son olarak ABD dolarına bağlanması. Belki bu süreç bize uzun süreli sabit kur uygulamasının olamayacağını gösterir?

Hong Kong para sistemi tarihinde iki farklı kur uygulaması (1974–1983 arası dalgalı kur, 1983 günümüze para kurulu uygulaması), ülkenin makro ekonomik göstergeleri göz önüne alındığında; küresel krizler, dışsal şoklar, kamu kesimi bütçe dengesi, ödemeler bilânçosu dengesizlikleri vs. problemler karşısında her iki kur uygulamasının vereceği tepkiyi gösterebilir.

2.1.3. ESTONYA PARA KURULU SİSTEMİ UYGULAMASI

Estonya 20 Haziran 1992'de Sovyetler Birliğinden ayrılarak bağımsızlığını ilan eden ilk ülkedir. Estonya'nın IMF'ye üye olması ise Eylül 1991'de gerçekleşti. 1992 yılında Estonya için IMF'de 31 milyon SDR (yaklaşık 43 milyon ABD doları) kota açıldı. Bağımsızlıklarının ilk yıllarında, Estonya ekonomisinin merkezi planlama uygulayan Sovyetlere bağlı olması büyük zorlukları beraberinde getirmiştir. Estonya dış ticaretinin yaklaşık %90'ının Sovyetler ile olması, Rusya'da meydana gelen bir dalgalanmadan Estonya'nın daha büyük oranda etkilenmesine neden olmuştur. Aylık enflasyon oranının %15'e ulaşması, reel GSYİH'nin %25 azalması, artan bütçe açıkları vs. sorunlara Estonya'da para kurulu sisteminin uygulanmasını tartışmaya açmıştır. Eylül 1992'de Estonya para kurulu sistemini uygulamaya başladı. Estonya bu geçiş sürecinde birçok sorunla karşılaşmıştır. Hangi rezerv paranın seçileceği, rezerv para başlangıç rezervlerinin nereden sağlanacağı, mali açıkların kapatılamaması yönündeki baskılar vs. bu tartışmalardan sonra Estonya Kronu, Alman Markına sabit bir parite üzerinden bağlanmıştır. Para kurulu için gerekli rezervlerde IMF'den sağlanmıştır (Knöbl, Sutt, Zvacico, 2002). Estonya parlamentosundan, para kurulu sistemi için çıkarılan yasa özetle şu ifadeleri içermektedir;

- Estonya Kronunun sabit bir parite üzerinden Alman Markına bağlanması,
- Estonya Merkez Bankasının kronu devalüe etmemesi taahhüdü,
- Resmi parite üzerinden krona tam konvertibilite sağlanması,
- Bankanın yabancı rezervler karşılığında emisyon yapabilmesi,
- Son olarak nihai ödünç vericiliğinin kaldırılması (Sepp, Lattemae, Randveer, 2002).

Yasanın içinde var olan bu ifadeleri vermemizin nedeni Estonya'nın ortodoks para kurulu sistemi uyguladığını göstermektir. Rusya'dan ayrılarak bağımsızlığını ilan eden diğer Baltık ekonomileri gibi Estonya'da hiper enflasyon ile karşı karşıya kalmıştır. Diğer ülke örneklerinde görüldüğü gibi ülkelerin para kurulu sistemi uygulamalarının temel nedeni enflasyon olgusudur. Aşağıdaki tabloda Estonya ekonomisinin makroekonomik verileri gösterilmektedir.

Tablo 5: Estonya Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Reel GSYİH Büyüme Oranı	-14	-9,0	-2,0	4,3	3,9	9,8	4,6	-0,6	7,1	5,0
İşsizlik Oranı	7,6	9,7	10,0	9,7	10,3	-	-	-	-	-
Enflasyon Oranı	1076	89,8	47,7	29,0	23,1	11,2	8,2	3,3	4,0	5,8
Ödemeler Bilançosu Dengesi (% GSYİH)	-	1,3	-7,2	-4,4	-9,2	-12	-9,2	-4,7	-6,0	-6,2
İhracat (% GSYİH)	55,4	69,6	75,3	72,0	67,1	78,4	79,7	77,2	93,8	90,6
Kamu Top. Dış Borç Stoku (milyar €)	-	-	-	-	-	-	201	238	211	192
Bankacılık Sektörü Varlıkları(% GSYİH)	19	29,3	34,8	38,0	43,8	63,4	55,7	61,7	67,7	72,0
Mali Açıklar (% GSYİH)	-	-0,7	1,3	-1,3	-1,9	2,2	-0,3	-4,7	-0,9	0,9
İşsizlik Oranı	-	6,5	7,6	9,7	10,0	9,7	9,9	12,3	13,7	12,6
Merkezi Hükümet Borçları (% GSYİH)	2,2	5,6	5,0	5,2	6,2	5,2	4,3	4,6	3,2	2,7

Kaynak: IMF Ülke Raporlarından derlenmiştir.

Estonya para kurulu uygulamasına geçtikten sonra finansal reformlara başladı. 1993 yılında banka sektörü varlıklar GSYİH'nin %20'si iken 2001 yılı sonunda %70'ten daha yüksek bir seviyeye geldiği görülmektedir. Ayrıca 1992'de mevduat hacimleri küçük olan 42 banka, 2002 yılına kadar elimine olarak 7'ye düşmüştür. Böylece finansal piyasalara derinlik ve sağlamlık kazandırılmıştır (Sepp, Lattemae, Randveer, 2002). Estonya örneğinden para kurulu sisteminin işsizlik oranını düşürmediğini görmekteyiz. Bunun nedeni ise sistemin parasal reformların, yapısal reformlarla desteklenmesi gereğidir.

Para kurulu sistemi başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Ekonomisinin bağlı olduğu Rusya'dan gelen dışsal şokların etkileri azaltılmış, piyasa ekonomisine geçiş hızlandırılmış, enflasyon oranının düşürülmesi sağlanmış ve son olarakta EMU' ya geçmeden önce para kurulu uygulaması bu adaptasyon sürecini kolaylaştırmıştır (Knöbl, Sutt, Zavacico, 2002).

2.1.4. LİTVANYA PARA KURULU SİSTEMİ UYGULAMASI

Litvanya’da para kurulu sistemi 1 Eylül 1994’te kuruldu. 1 ABD doları= 4.4578 LTL den parite kuruldu. Bu uygulamada Litvanya Merkez Bankası (BoL) para kurulu benzeri bir sistem uyguladı (Greenwood, 2006). BoL para kurulunun; sabit kur, konvertibilite vs. özelliklerini korudu fakat tipik merkez bankacılığı uygulamasında olan nihai ödünç vericilik, likiditenin sağlanması gibi özelliklerini korudu.

Litvanya’da para kurulunu olan ihtiyacın temel nedeni yüksek kamu borçlarıdır. 1994–1997 arası uygulanan para kurulu sistemi uygulama süresi boyunca yaşanan gelişmeler aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 6: Litvanya Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Reel GSYİH büyüme oranı	— 9.8	3.3	4.7	7.3	5.1	—3.9	3.9
Enflasyon Oranı	72.2	35.5	13.1	8.4	2.4	0.3	1.5
Bütçe açığı/GSYİH oranı	—4.8	—4.5	—4.5	—1.8	—5.9	—8.5	—2.8
İhracat Büyüme Hızı	5.7	35.7	31.9	24.1	—2.9	—16.4	20.6
Ortalama Yıllık Faiz Oranı	57.4	27.2	21.3	14.4	12.2	13.1	12.1

Kaynak: IMF, Ülke Raporlarından derlenmiştir.

Litvanya para kurulu sistemi uygulayarak enflasyon oranını düşürmede başarı sağladığı ortadadır. Diğer bir konu ise faiz oranlarında, seçilen rezerv para olan ABD dolarının faiz oranını ithal etmesidir. Litvanya para kurulu sistemine başladığı 1994 yılında negatif reel faiz oranından, 2001 yılında yaklaşık %10 reel faiz oranına geçmiştir. 1999 Rusya krizinden Litvanya büyük ölçüde etkilenmiştir. Bu krizden çıkmak için hükümet daraltıcı maliye politikası uygulamıştır. Bu noktada bütçe açığı/ GSYİH oranı 1999’da %8,5’ten 2000 yılında %2,8’e düşürülmüştür. Krizden çıkış süreci içerisinde AB’ne uyum programlarının büyük

desteği olmuştur. 1999- 2000 arası Litas'ın bağlandığı ABD doları, dış ticaretinin büyük çoğunluğu AB ile olan Litvanya için sorun olmaktaydı. Litvanya'daki ihracatçılar euro/dolar paritesinden etkileniyordu. Diğer taraftan AB'ye tam üyelik yolunda olan bir Litvanya söz konusuydu. Bu noktada BoL rezervlerinin %96'sını euroya çevirdi ve litas'ı yeni denge kuru üzerinden euroya bağladı. Bu kuru yeniden bağlama işlemi ile Litvanya ekonomisi Euro Bölgesine adaptasyonda büyük bir aşama kaydetmiştir (Alonso-Gamo, Fabrizio, Kramarenko, Wang, 2002).

2.1.5. BULGARİSTAN PARA KURULU SİSTEMİ UYGULAMASI

Bulgaristan 1 Haziran 1997'de hiper enflasyon ve finansal piyasalardaki karışıklık nedeniyle para kurulu sistemine geçmiştir. Bulgaristan'da enflasyon oranının bu seviyelere gelmesinin temel nedeni bütçe açıklarının monetarizasyonudur (Gulde, 1999). Bulgaristan'daki sorunlar başka bir görüşe göre ertelenen yapısal reformlar, zayıf bankacılık sistemi ve bütçe açıklarıdır. 1996 sonunda bankacılık sisteminden kaynak çıkışı ve azalan likidite, finansal kriz ve banka iflaslarına neden oldu. Bu gelişmeler sonucunda 1997'nin ilk iki ayında leva, Amerikan doları karşısında % 417 devalüe edildi (Vasileva, 2003).

Para kurulu sistemine geçmeden önce Bulgaristan'da finans sektöründeki dalgalanmaların, genel Bulgar ekonomisinin genelinde büyük oranda etkisi vardır. Çünkü diğer geçiş ekonomilerine (Litvanya, Estonya) nazaran Bulgaristan'da bankacılık ve finansal hizmetler daha gelişmiştir.

BNB (The Bulgarian National Bank) 5 Haziran 1997'de 1000 leva= 1 Alman Mark'ı üzerinden denge pariteyi kurduğunu resmi olarak ifade etti. BNB kendisine örnek aldığı "Bank of England Model" ine uygun olarak Bankacılık departmanı ve Emisyon departmanı olmak üzere iki farklı açıdan organizasyonu kurdu. Her iki departmana da amaçlarına uygun hareket etme serbestisi sağlandı. Bu amaçlar çerçevesinde Emisyon departmanı ülkeye giren rezerv para karşılığında emisyon yaptı (Gulde, 1999).

Para kurulu sistemi uygulayan diğer geçiş ekonomilerine nazaran Bulgar ekonomisinin, para kurulu sistemini uygulamaya başlarken farklı nedenleri vardı. Bulgaristan para kurulu sistemini uygulamasının diğer bir amacıda piyasa ekonomisine geçmekti. Ayrıca para kurulu

sistemi parasal enstrümanları sınırladığı için, maliye politikasının 2 temel etkisi ortaya çıkar. Bunlar; kamu borç stokunun azaltılması ve yapısal reformların devamı için gerekli kaynağın yaratılmasıdır (IMF Ülke Raporu, 2003).

Tablo 7: Bulgaristan Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri

	1994	1995	1996	1997/Q1	1997	1998
Reel GSYİH büyüme	1.8	2.1	—10.9	-	—6.9	5.0
Enflasyon Oranı	121.9	32.9	310.8	2040.4	578.4	1.0
Mali Denge (% GSYİH)	—5.8	—6.4	—13.4	—52.1	—2.1	1.3
M1 Büyüme Oranı	-	50.5	92.4	780.0	780.0	6.0
Yabancı Rezervler (milyon \$)	1311	1546	781	826	2474	3051
Kamu Borç Stoku (% GSYİH)	-	111.1	155.8	192.2	103.2	98.5
Ödemeler Bilançosu Dengesi(% GSYİH)	-	-	-	10.1	-0.5	-5.0
Nominal Faiz Oranları	51.3	19.4	116.6	128.6	.03	0.38
Döviz Kuru						
Leva/ABD Doları	66.0	70.7	487.4	1021.9	1776.5	1675.1
Leva/ DM	42,8	49.3	313.4	946.9	1000.0	1000.0

Kaynak: IMF ülke raporlarından derlenmiştir.

Bulgaristan'ın para kurulu sistemi uygulamaya başlamasının nedeninin hiper enflasyon olduğu açıkça görülmektedir. Para kurulu sistemi uygulamaya konulmasından itibaren çok net

ve hızlı sonuçlar alınmıştır. Yine Bulgaristan örneğinden çıkarabileceğimiz bir başka sonuç ise, Bulgaristan'ın rezerv para seçtiği Alman Markı'nın faiz oranını ithal etmesidir. Nominal faiz oranları 1996'da %116,6 seviyesinde iken para kurulunun uygulanmaya başladığı 1997 yılından itibaren binde birden daha düşük seviyelere gelmiştir.

Para kurulu sistemi uygulanan 5 yıl boyunca kamu harcamalarını finanse etmedi. Sovyetlerin egemenliğinde olan Bulgaristan, 1980'lerin ikinci yarısında toplam dış borçları 10,2 milyar doları geçmiş, 1990'ların başında ise 13,8 milyar dolara, GSYİH'nin %131'ine ulaşmıştır. Ayrıca Bulgaristan'ın toplam borç stoku içerisinde, yabancı kaynakların payı büyüktür. Yüksek borç stoku ve çevrilemezliği sonunda 1990 yılında Bulgaristan'a moratoryum ilan ettirdi. Para kurulunun finansal politikalarının yanında Bulgaristan maliye politikasının amacı borç stokunu eritmek ve yapısal reformları sürdürmek olmuştur. Para kurulunun Bulgaristan'a borç stokunun azaltılmasında, kur riskini minimuma indirerek yatırımcılara güven sağlaması ve kamu harcamalarını finanse etmemesi olmuştur. Şu konuya değinmekte de yarar vardır. Diğer geçiş ekonomilerinin aksine Bulgaristan'ın tasarruf oranı düşüktür. Bunun sonucu olarak ödemeler bilançosu açığı 1999–2001 arası GSYİH'nin %20'sine ulaşmıştır. Para kurulu sistemi uygulanan 5 yıl boyunca kamu borç stoku/ GSYİH oranı azalmıştır (IMF Ülke Raporu, 2002).

Bulgaristan'ın para kurulu sisteminde başarıya ulaşmalarında Bulgar parlamentosundan çıkan para kurulu sistemi yasası ve Ortodoks bir para kurulu organizasyonu kurmalarının anahtar rolü vardır.

2.2. PARA KURULU SİSTEMİNİ UYGULAYAN ÜLKELERİN PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

Para kurulu sistemine adaptasyon modellerinde, yüksek büyüme hızlarının, içsel değişkenlerden kaynaklandığı ampirik çalışmalarla ortaya konmuştur (Razgallah, 2000). Para kurulu sistemi ulusal paraya konvertibilite ve itibar sağlar. Sistemi uygulayan ülkelerde seçilen rezerv paranın ülkesinden para kurulu ülkesine dolaylı ve dolaysız sermaye yatırımları gelmektedir. Sistemin uygulanması ile başlayan finansal istikrar enflasyon beklentilerini ve faiz oranlarını rezerv ülke enflasyon ve faiz oranlarına yaklaştırarak (düşürerek) yatırımların artmasını sağlar. Artan toplam talep ile birlikte ekonomide kaynak kullanım oranları ve verimlilik artışı sağlanır. Arjantin 1992 yılında uygulamaya başladığı para kurulu sistemi ile

Tablo 8: Örnek Ülkelerin Para Kurulu Sistemi Performans Analiz¹

	Önce ki 1. yıl	Para kurulu başlangıç yılı	1.yıl	2.yıl	3.yıl	4.yıl	5.yıl	6.yıl	7.yıl	8.yıl	9.yıl	
ARJANTİN (1991-1999)	-	-	-	237	250	243	257	277	288	278	267	GSMH büyüklüğü
	-	-	-	-	%5,4	%-3,8	%5,7	%7,7	%3,9	%-4,5	%-4,9	Büyüme hızı
	%2314	%117	%24,9	%10,6	%4,2	%3,4	%0,2	%0,5	%0,9	%-1,2	%-1,1	Enflasyon oranı
	-	-	-	-	-	-4,9	-6,5	-12,0	-14,3	-12,3	-13,3	Cari açık (milyar\$)
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	KKBG
	-	%6,9	%7,0	%9,3	%12,2	%17,5	%14,9	%13,1	%14,3	%14,2	%15,0	İşsizlik oranı
	-	-	-	-	-	-	-	%38,9	%41,4	%47,3	%49,4	Kamu borç stoku/GSYİH
Dalgalı kur uygulamasından sonra Para Kurulu benzeri sisteme geçmiştir.											Uyguladığı kur politikası	
BULGARİSTAN (1997-2002)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	GSMH büyüklüğü
	%-10,9	%6,9	%3,5	%2,5	%5,4	%4	-	-	-	-	-	Büyüme hızı
	%578,5	%1	%7,0	%11,3	%4,8	-	-	-	-	-	-	Enflasyon oranı
	164	1,046	-61	-652	-701	-878	-	-	-	-	-	Cari açık(milyon\$)
	-	-	%20,6	%20,6	%21,8	%20,8	-	-	-	-	-	KKBG
	%137	%15,0	%16,0	%17,0	%16,4	-	-	-	-	-	-	İşsizlik oranı
	-	-	%111,2	%155,8	%192,2	%103,2	-	-	-	-	-	Kamu borç stoku/GSYİH
Ruble bölgesinden çıktıktan sonra Ortodoks Para Kurulu Sistemi uyguladı.											Uyguladığı kur politikası	
ESTONYA (1992-2002)	-	2,559	2,823	3,528	3,601	4,356	4,634	5,201	5,421	5,924	-	GSMH büyüklüğü
	-	%-14,2	%-9,0	%-2,0	%4,3	%3,9	%9,8	%4,6	%-0,6	%7,1	%5,0	Büyüme hızı
	-	%1076	%89,8	%47,7	%29,0	%23,1	%11,2	%8,2	%3,3	%4,0	%5,8	Enflasyon oranı
	-	-	23	-171	-185	-423	-610	-449	-83	-191	-241	Cari açık(milyar\$)
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	KKBG
	-	%7,6	%9,7	%10,0	%9,7	%10,3	%9,7	%9,9	%12,3	%13,7	%12,6	İşsizlik oranı
	-	%22,2	%5,6	%5,0	%5,2	%6,2	%5,2	%4,3	%4,6	%3,2	%2,7	Kamu borç stoku/GSYİH
Ruble bölgesinden çıktıktan sonra Ortodoks Para Kurulu Sistemi uyguladı.											Uyguladığı kur politikası	
LİTVANYA (1994-1997)	-	-	6,026	7,892	7,585	-	-	-	-	-	-	GSMH büyüklüğü
	-	%-9,8	%3,3	%4,7	%7,3	-	-	-	-	-	-	Büyüme hızı
	-	%72,2	%35,5	%13,1	%8,4	-	-	-	-	-	-	Enflasyon oranı
	-	-94	-614	-723	-981	-	-	-	-	-	-	Cari açık(milyon\$)
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	KKBG
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	İşsizlik oranı
	%4,4	%3,8	%6,1	%7,1	%5,9	-	-	-	-	-	-	Kamu borç stoku/GSYİH
Diğer geçiş ekonomileri gibi Ruble Bölgesinden çıktıktan sonra Ortodoks Para Kurulu Sistemi uyguladı.											Uyguladığı kur politikası	

¹ Kaynak: IMF ilgili ülke raporlarından derlenmiştir.

birlikte GSMH'de büyüme artışları kaydetmiştir. Para kurulu sisteminin dışsal şoklar karşısında para politikası araçlarını etkisiz kılması nedeniyle Arjantin, Meksika krizi esnasında negatif büyüme göstermiştir. Merkezi planlamadan çıkan Estonya ve Litvanya ise para kurulu sistemi uygulama süresi boyunca yüksek büyüme hızını yakalamıştır. Estonya para kurulu sistemini uygulamaya başlamadan önce %14 negatif büyüme yaşamıştır. Sisteme geçmesi ile birlikte ilk iki yıl negatif büyüme gerçekleştirmiş, fakat daha sonra büyüme hızını 1995'te %4,3 ve 1997'de %9,8'e yükseltmiştir. Litvanya'da para kurulu sistemini uygulamadan önce %9 negatif büyüme yaşamasına rağmen 1993'te %3,3, 1994'te %4,7 ve 1995 yılında %7,3 büyüme hızına ulaşmıştır. Para kurulu sistemi uygulayan ülkelerde GSMH büyüklüğü ve büyüme hızı artmıştır. Dışsal şokların yaşandığı yıllar haricinde sistemi uygulayan ülkeler yüksek büyüme hızına ulaşmışlardır.

Enflasyonun oluşmasına neden olan bir çok etmen vardır. Reel döviz kurundaki değerlenmeye bağlı olarak reel ücretlerde artışlar, üretim maliyetlerindeki artıştan kaynaklanan olumsuz arz şokları gelişmiş ülkelerde enflasyona neden olan etmenlerdir. Gelişmekte olan ülkelere kronikleşen enflasyonun nedeni ise kamu kesimi bütçe açıklarının emisyon ile kapatılması, bütçenin monetarizasyonudur. Örneğin kamu kesimi bütçe açığının GSYİH'nin %3'ü, ulusal paranın ise GSYİH'nin %12'si olduğunu varsayalım (diğer bir deyişle likit varlıklar toplamı %12). Eğer hükümet bütçe açıklarını emisyon ile kapatmaya karar verirse, toplam para %25 olacaktır (3/12). Para arzında oluşan söz konusu bu artış, toplam talebi ve dolayısıyla fiyatlar genel seviyesini artıracaktır. Bir diğer örnekle karşılaştıracak olursak, başka bir ülkede kamu kesimi bütçe açığı %1 GSYİH ve para talebinin de %1 GSYİH olduğunu varsayalım. Bu durumda enflasyon oranı %100 olacaktır. Örneklerde görüldüğü üzere para talebinin, bütçe açıkları ve dolayısıyla enflasyon oranı üzerinde etkisi vardır. Para kurulu, ülkenin döviz kuru hedefinden bağımsız olarak bir enflasyon hedefi ortaya koymaz ve Para kurulu, açık piyasa işlemleri ve reeskont kredisi gibi para politikası araçlarıyla parasal tabanı değiştirerek para politikasını yürütmez (Oktar, 2001). Para kurulu sisteminde para arzının artış veya azalışı piyasa güçleri tarafından belirlenir. Sistem sadece rezerv para ve sabit döviz kuru ile talep edilen miktarda para arz eder. Arbitraj para kurulu sisteminde anahtar roledir. Para kurulu sistemini uygulayan ülkedeki nominal fiyatlar için rezerv ülkedeki fiyatları bir çapa olarak alır. Para kurulu rezerv para ile sabit döviz kurunu sürdürür, ancak ekonomideki diğer nominal veya reel herhangi bir fiyatı kontrol etmez (Hanke, Shuler, 2001). Rezerv ülke ile para kurulu ülkesi arasında düşük ticaret engelleyici bariyerlerin olması durumunda ticarete konu olan mallar için, rezerv ülke ile para kurulu sistemini uygulayan ülke arasında fiyat

yakınlaşmaları olur (Saleh, 2004). Rezerv ülke fiyatlarının çapa olarak alınmasıyla, rezerv ülkeden para kurulu sistemini uygulayan ülkeye arbitraj yolu ile enflasyon ithali olur. Seçilen rezerv ülke parası da kredibilitesi yüksek, sağlam bir para olacağı için para kurulu ülkesinde enflasyon oranları düşme eğilimine girer. Para kurulu sistemi uygulayan ülkelerin sistemi uygulamadaki temel amacı enflasyonla mücadele etmektir. Özellikle Arjantin ve Bulgaristan hiper enflasyonla karşı karşıya kalmışlardır. Arjantin 1991’de para kurulunu uygulamaya başladığında %2314 olan enflasyon rakamı bir sonraki yıl %117’ye düşmüştür. Arjantin ve ABD’deki enflasyon arasındaki farkın bir sonucu olarak 1991–1994 yılları arasında Arjantin pesosunun %40 değer kazanması, dış ticaret dengesinin hızla bozulması sonucunu doğurmuştur (Oktar, 2001). Enflasyondaki düşüş süreci yıllar itibariyle devam etmiş 1999 yılında %-1,1 seviyesine gelmiştir. Bulgaristan örneğinde ise aynı sebepten dolayı para kurulu uygulamaya başlamıştır. Bulgaristan’da 1997 yılında %578,5 olan enflasyon oranı, para kurulunun uygulanmaya başlangıç yılında % 1 seviyelerine düşmüştür. Daha sonraki yıllarda, 1998’de %7 ve 1999’da %11,3 olarak gerçekleşmesine rağmen, 2000 yılında enflasyon oranı tekrar düşme eğilimine girmiştir. Estonya’da ruble bölgesinden ayrıldıktan sonra yüksek enflasyona maruz kalmıştır. 1992 yılında %107,6 olan enflasyon oranı yıllar itibariyle azalma trendine girmiş ve 2002 yılında %5,8 seviyelerine kadar düşmüştür. Estonya örneğinde göze çarpan nokta ise diğer para kurulu sistemi uygulayan ülkelerin aksine enflasyon oranı ani bir şekilde düşmemiş, bu düşüş süreci yıllara yayılmıştır. Litvanya’ enflasyonla mücadele anlamında para kurulu sisteminden istenilen sonuçlara ulaşmıştır. Para kurulu sistemini uygulamaya başladığı yılda %72,2 olan enflasyon oranı yıllar itibariyle azalma eğilimine girmiş ve 1997 yılında %8,4 olan enflasyon oranında para kurulu sistemini bırakmıştır. Para kurulu sisteminin uygulamasının başlamasıyla enflasyonun rezerv ülkedeki seviyeye çekilmesi arasında geçen sürenin uzunluğu ve ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi, yerli ürünlerin iç ve dış piyasalarda rekabet gücünü kaybetmesine ve ödemeler dengesinde büyük bu boyutlara varan açıklara yol açar. Enflasyonun düşmesi ne kadar gecikirse, ulusal parada aşırı değerlendirme sorunu o kadar ağır olur (Oktar, 2001). Ancak para kurulu sistemi ile enflasyon arasında uzun dönemde negatif korelasyon ilişkisi olduğu bulunmuştur (Razgallah, 2000). Sonuç olarak enflasyon oranı açısından para kurulu sistemi uygulayan ülkeler, teorik temellere uygun olarak başarılı sonuçlar elde etmişlerdir.

Para kurulu sisteminde cari açık durumunda ticari bankaların rezervler ve dolayısıyla ödünç verilebilir fonlar düşüyor, faiz oranları yükselir. Ekonomideki toplam talep düşer ve yerli malların fiyatı düşer. Yabancı mallara yönelik iç talep azalıyor, dolayısıyla para kurulu

ülkesinin mallarına talep artarak cari işlemler dengesi sıfıra döner (Hanke, 2001). Bu sürecin terside söz konusudur. Cari fazla olması durumunda süreç tersine işleyerek denge noktasına ulaşır. Teorideki bu temellerin tersi bir durum uygulamada gerçekleşmektedir. Analiz ettiğimiz Para Kurulu sistemini uygulayan ülkeler –Hong Kong hariç- ödemeler bilançosu dengede olması gerekirken cari açık vermektedir. Her ülke para kurulu sistemi uygularken dışsal şoklarla karşılaşmıştır, bu krizlerin etkilerini diğer göstergeler üzerinde görebiliyoruz. Ancak söz konusu ülkeler para kurulu sistemine başladıkları yıldan itibaren; Arjantin 1991’de 1,4 milyar dolar olan cari işlemler açığı 1999 yılına kadar artmış 1999 yılında 13,3 milyar dolar açık vermiştir. Bulgaristan 1997’ de para kurulu sistemini uygulamaya başladığın 1,046 milyar dolar olan cari fazlası, sistemin uygulanmaya başlamasıyla tersine dönmüş, giderek artan bir şekilde cari işlemler dengesinde açık vermiştir. 2002 yılında Bulgaristan 878 milyon dolar cari açık vermiştir. Estonya örneğinde de aynı süreç yaşanmıştır. Estonya 1992’de para kurulu sistemini uygulamaya başladığında 23 milyon dolar olan cari işlemler fazlası azalmış, cari işlemler dengesinde negatif oluşumlar başlamış ve 2002 yılına gelindiğinde 241 milyon dolar açık vermiştir. Litvanya uygulamasında ise para kurulu sistemine geçilmeden önceki var olan cari işlemler açığı daha sonrada devam etmiştir. Tam kapasiteye yaklaşmış olan bir ekonomide sermaye girişlerinin yaratacağı parasal bir genişleme enflasyonist baskılara yol açar. Öte yandan hükümetin elinde sermaye çıkışlarını yavaşlatacak bir araç olmadığı için, rezerv kaybına uğrayan finans sektörü hızlı bir daralmaya girer. Sonuçta para arzında meydana gelen daralma, reel konjoktüre yansımakta gecikmez ve ekonomi kriz koşullarını yaşamaya başlar. Estonya ve Litvanya para kurulları, 1992–1995 yılları arasında yaşanan bankacılık krizleri sırasında likidite sıkıntısı yaşayan banklara kaynak akışının yapılmasına izin vermişlerdir. Kuşkusuz para kurulu sisteminin otomatik düzenleme mekanizmasının çalışması para kurulu ülkesinin fiyatlarının esnek olmasına bağlıdır. Örneğin Hong Kong gibi dışa açık ve küçük ölçekli ekonomilerde dış ticarete ve dolayısıyla rekabete açık olan malların GSMH içerisindeki payı yüksek olduğundan ödemeler bilançosu açıkları bu tür ülkelerde sabit kur rejimiyle daha kolay kapanır. Buna karşın Arjantin gibi orta büyüklükte ve nispeten daha az dışa açık ekonomilerde ise otomatik uyum mekanizması daha yavaş çalışır (Oktar, 2001). Eğer nominal döviz kurları, iki ülke arasındaki nispi fiyat farklılıklarını yansıtan ve olması gereken kur olarak nitelendirilen döviz kuru seviyesinin altında ise ulusal paranın aşırı değerlenmesi, üzerinde ise ulusal paranın ek değerlenmesi söz konusu olacaktır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesine bağlı olarak ihracat azalacağından ödemeler dengesi açıkları artacaktır. Dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki farklılıklar, enflasyonla ilgi beklentilerin tam olarak önlenememesi ve ücretler ile fiyatlardaki esnekliklere bağlı olarak

fiyatlardaki azalışlar yavaş seyredebilmektedir. Dolayısıyla sabit döviz kuru uygulamasına geçilmesi ile birlikte belirtilen koşullara bağlı olarak para kurulu ülkesi enflasyonunun, rezerv ülke enflasyon oranına yaklaşması süreci uzayabilir. Bu durumda ulusal paranın aşırı değerlenmesinin etkileri de uzun süreli olacak ve böylece ihracata konu olan mallarda rekabet gücünün azalması ile ödemeler bilânçosu olumsuz yönde etkilenecektir (Akyazı, 1998). Arjantin, Estonya, Litvanya para kurulu sistemi uygulamalarında, bu ülkelerin ödemeler bilânçosu açıkları vermelerinin nedeni olarak da ulusal paralarının aşırı değerlenmesi gösterilebilir. Sonuç olarak teoride olası cari işlemler fazlası veya açığı durumunda ödemeler bilânçosunun dengeye gelmesi gerekirken pratikte aynı sonuçlar elde edilememiştir. Sabit döviz kuru enflasyonu önlemede başarılı iken, ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Ulusal paranın aşırı değerli hale gelmesi ile birlikte, paranın aşırı değerlenmesinin azaltılmasına karşılık enflasyon sarmalına neden olan devalüasyona yol açması arasında bir ilişki söz konusudur. Bu durumda enflasyon sarmalı ile ödemeler bilânçosunun dengesinin bozulması arasında bir tercih yapılması gerekmektedir. Para kurullarının en önemli eksikliklerinden biride ulusal paranın aşırı değerlenmesidir. Bunun önlenmesi için döviz kurlarının başlangıçta gerçekçi bir şekilde belirlenmesi gerekir. Döviz kurunun serbest piyasa şartları altında belirlenmesi optimal çözümdür. Ayrıca dış ticarete konu olan ve olmayan malların üretiminde verimlilik artışlarının sağlanması, dış ticareti artırıcı önlemlerin alınması ve yabancı sermaye girişlerinin cazip hale getirilmesi ek tedbirler olarak sayılabilir (Akyazı, 1998).

Reel döviz kuru, yurtiçi ve yurtdışı talep yoluyla işsizlik oranını etkiler (Razgallah, 2000). Para kurulu sistemi, bir para politikasıdır. Teorik temellerinin içinde işsizlik ile mücadele hedeflenmemiştir. Ancak para kurulu sisteminin işsizlik üzerindeki etkisi dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Bu etkiler enflasyon oranı, cari işlemler açığı veya fazlası, maliye politikası tercihlerine göre şekillenmektedir. Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerden Arjantin’de para kurulu sistemini uygulamaya başladığı yıl %6,9 olan işsizlik oranı bu sistemi uygulamadan kaldırdığı 1999 yılında %14,0 olarak gerçekleşmiştir. İşsizlik oranı Arjantin örneğinde olumsuz eğilim göstermiş ve yıllar itibariyle artmıştır. Bulgaristan’ da ise para kuruluna başlangıç yılı olan 1997’de %13,7 olan işsizlik oranı, kısmen yatay sayılabilecek bir şekilde küçük artışlar göstermiş ve 2002 yılında %16,4 seviyesine yükselmiştir. Aynı şekilde para kurulu sistemini uygulayan Estonya’da 1992’de para kurulu başlangıç yılında %7,6 olan işsizlik oranı, yıllar itibariyle artan bir trend izlemiş ve 2002 yılında %12,6 seviyesine yükselmiştir. Litvanya örneğinde ise işsizlik deki artış oranı diğer geçiş ekonomilerinin aksine

daha düşük olmuştur, ancak işsizlik oranında artış söz konusudur. Sonuç olarak para kurulu sistemi uygulayan ülkeler, işsizlik sorunu ile ilgili olarak para kurulu sisteminden başarılı sonuçlar alamamışlardır.

Merkez bankası tarafından çıkarılan paranın itibar esnekliği ve sınırlı konvertibilitesi, bütçe açıklarını kapatmanın ve dolayısıyla enflasyonun bir sonucudur. Gelişmekte olan ülkelerde ticari bankacılık sistemleri genelde hükümet harcamalarının finansmanının uzantısı gibidir. Söz konusu ticari bankalar, hükümetlere daha ucuz kaynak sağlamak amacıyla negatif reel faiz sunarlar. Negatif reel faiz uygulaması yurt içi tasarruflarda, bir değer birikim stoku olarak yerli paradan vazgeçip, yabancı para kullanmaya başlamalarına neden olur. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde finans piyasaları yeterince gelişmemiş olduğundan dolayı, bu piyasaların kamu borçlarını finansmanı düşük seviyededir. Kamu açıklarının finansmanı için geriye tek çözüm enflasyon kalmaktadır. Nihai olarak para kurulu sistemi kamu harcamalarını finanse etmez ve dolayısıyla enflasyonla mücadele eder (Hanke, Schuler, 2001). Para kurulu fiskal disiplinin sağlanmasına yardımcı olur, ancak onun gerçekleşme garantisini vermez. Hükümetin, merkez bankasındaki finansman kaynaklarını kullanamayacağından, iç finansman ihtiyaçlarını karşılamak için ya ticari bankalara başvurmak zorunda kalacak ya da tahvil ihracı yapacaktır. Eğer ticari bankalar özel sektöre borç verecek kaynağa sahip bulunuyorlarsa ya da tahvil isteği sınırlıysa, hükümetin iç borçlanma talebi ılımlı düzeyde olmalıdır. Dolayısıyla en ideal oran sıfırdır, diğer bir deyişle hükümetin iç borçlanmaya hiç başvurmamasıdır (Oktar, 2001). Para kurulu sisteminin uygulanma şartlarında bir tanesi de kamu kesimi borç stokunun düşük seviyede olmasıdır. Söz konusu göstergenin yüksek seviyelerde olması ekonominin bütünü içinde kamunun ağırlığının fazla olduğu anlamına gelir. Böylece herhangi bir politik krizde ekonomiyi daha fazla etkiler. Ayrıca kamu borç stokunun artması, özel sektör yatırımlarının azalması (crowding out), fiyatlar genel seviyesinin ve reel faizleri yükseltmesi gibi birçok sorunu beraberinde getirmektedir. Para kurulu sisteminde para politikasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. İkincil araçları olan kamu harcamalarının finansmanını yapılmaması mali disiplini sağlar. Dolayısıyla kamu borç stokunu azaltılması ve sürdürülebilirliğini devam ettirir. Şu konuya da değinmekte yarar var ki para kurulu sisteminde, rezerv paranın seçimi ile rezerv ülkenin enflasyon oranları para kurulu ülkesine ithal edilmektedir. Olası bir şekilde seçilen rezerv paranın düşük enflasyon ve faize sahip olması, para kurulu ülkesinde de enflasyon ve faiz oranlarını düşürecektir. Sağlanan fiyat istikrarı ile birlikte düşük faiz oranları özel kesim yatırımlarını artırır. Böylece uygulanan daraltıcı maliye politikalarının genişletici etkisi ortaya çıkar. Para kurulu sisteminde hükümet açıkları ve bankacılık

sektörünün finansmanı kesin çizgilerle yasaklanmıştır. Bu yüzden maliye politikası yapıcılarını kamu harcamalarını azaltmalı, vergi gelirlerini artırmalıdır (Saleh, 2004). Kamu borç stokunun veya kamu kesimi borçlanma gereğinin düşük seviyelerde olması, para kurulu sistemi için bir amaç değil, uygulanmaya konulabilmesi için gerekli şartlardan biridir (Hanke,2001). Kamu borç göstergeleri, para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde farklı trendlere girmiştir. Arjantin para kurulu sisteminde artış eğilimine girmiş, Bulgaristan ve Litvanya para kurulu sistemlerinde yatay bir seyir izlemiş, Estonya örneğinde ise azalmıştır. Para kurulu uygulayan her ülkenin kendine özgü ekonomik özellikleri, küresel ekonomik konjonktür, ülkelerin borç stoklarını döviz ve vade cinsinden sınıflandırılması dikkate alınmalıdır. Para kurulu sistemine işlerlik kazandırılmadan önce bütçe açıkları kontrol altına alınmalıdır. Sistem, kamu harcamalarını nakit olarak finansmanını engellediğinden olası durumda kamu kesimi borçlanma gereği arttığından dolayı reel faizler yükselebilir (Karasoy, 1996). Para kurulu sistemine geçişle birlikte azalan senyoraj ve enflasyon vergisi gelirlerinin denkleştirilememesi halinde bütçe açığının artması ve dolayısıyla bunun sonucu olarak artan bütçe açığının kapatılması problemi ortaya çıkmaktadır (Akyazı, 1998). Gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyonun var oluşu yüksek oranda senyoraj ve enflasyon vergisi kazanımlarının olduğunu gösterir. Para kurulu sisteminin uygulanmasıyla birlikte hükümetler, kamunun finansmanında alternatif kaynaklara yönelir. Para kurulu sistemi doğası gereği parasal politika uygulamalarına yer vermez. Ekonomide yaşanacak olası konjonktürel dalgalanmaların kontrolü de maliye ve dolayısıyla bütçe politikalarına kalır. Ancak bu politikalarda hızlı sonuçlar vermez. Parasal operasyonlardan kaçınan ve onun yerine likiditeyi düzenlemek için tamamıyla sermaye akınlarına dayanan para kurulu sistemi, ekonomiyi beklenmeyen dalgalanmalarla karşı karşıya bırakabilir. İşlem maliyeti, kredi riski, piyasa yetersizlikleri, para kurulunun kredibilitésinin düşüklüğü gibi nedenlerle faiz arbitrajı kısa vadede sınırlıdır. Faiz haddinin oynaklığının artması nedeniyle, günlük likidite uygulamalarının absorbe etme başarısızlıkları spread'i artırabilir ve finansal işlemlerin maliyetini yükseltebilir. Arjantin ve Hong Kong'da sermaye hesabı işlemleri bütünüyle serbestleştirilmesine karşın, faiz arbitrajında bu düzeyde serbestlik tam olarak sağlanamamıştır. Bu nedenle kısa vadeli likidite dengesizliklerin faiz ve döviz piyasalarına zarar verdiği görülmüştür. Sonuçta her iki ülkede açık piyasa işlemlerini günlük parasal operasyonları aktif şekilde yürütmek amacıyla kapasitelerini geliştirmeye yönelmişlerdir (Oktar, 2001). Para kurulu sisteminde hükümetlerin mali disiplinsizliğe devam edeceklerini beklemek gerçekçi olmaz. Para kurulu sistemiyle birlikte bütçenin denk veya fazla vermesi zorunluluğu olmazsa olmaz bir zorunluluk değildir. Sistemde bazı şartlar altında bütçe

açıklarına da izin verilebilir. Borçlanmanın merkez bankası kaynakları kullanılmadan, piyasa şartları altında iç ve dış piyasalardan yapılması ve iç piyasadan yapılan borçlanmanın piyasanın kamu iç borçlanma tahvillerinin doyma sınırını aşması durumunda bütçe açığına izin verilebilir (Akyazı, 1998). Para kurulu sisteminin uygulanmasında, Ortodoks para kurulu veya para kurulu benzeri sistem uygulamak bu noktada önem kazanmaktadır. Para kurulu benzeri sistem uygulayan ülkelerde para kurulu nihai ödünç verici gibi davranırken, Ortodoks para kurullarında ise böyle bir pozisyon olmamakla beraber istenildiği takdirde hükümet bu şekilde davranabilir. Para kurulunun diğer önemli bir özelliği ise kamu harcamalarını (kamu bütçe açıklarını) finanse etmemesidir. Bu özelliği ile para kurulu sistemi en azında kamuya mali disiplin sağlar ve borç göstergelerinin artış eğilimini yavaşlatır.

Araştırma içinde analiz edilen ülkelerin para kurulu tecrübelerinden aşağıdaki sonuçlar çıkarılabilir;

- Para kurulu sisteminin başarılı olabilmesi için, uygulamaya geçmeden önce makroekonomik yapıda ve devletin kurumsal yapısında değişiklikleri içeren önlemler alınmalıdır.
- Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde enflasyon ve faiz oranlarında, her bir ülkenin seçtiği rezerv ülke enflasyonuna ve faiz oranlarına yaklaşmıştır. Böylece ülke uluslar arası piyasalara ve diğer ekonomik birliklere entegrasyonu kolaylaştırmıştır.
- Para kurulu uygulamasında her ülkenin ekonomik yapısına göre esneklik kazandırılmaktadır.
- Para kurulu sistemi, ekonomik ve siyasi sorumluluğu olmayan hükümetlerle idare edilen ülkelere fiyat istikrarının kazandırılmasında ve parasal güvenirliliğin sağlanmasında yardımcı olmaktadır.
- Para kurulu sistemini uygulayan ekonomilerde, uygulanan daraltıcı para ve maliye politikalarına rağmen, hükümetler seçim kazanabilmektedir.
- Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerde işsizlik artmıştır. İşsizliğin artması şeklindeki sosyal maliyete karşılık, enflasyon oranında sağlanan düşüşlerin toplumun satın alma gücünde sağlayacağı iyileştirmeler sosyal faydayı oluşturmaktadır.
- Para kurulları, merkez bankalarından ayrı bir yapı değildir. Arjantin ve Bulgaristan'da olduğu gibi mevcut merkez bankalarının çalışma düzenlerinde yapılacak ayarlamalar ile para kurulları gibi çalışmaları mümkündür. Estonya örneğinde olduğu gibi mevcut merkez bankalarının, merkez bankası fonksiyonunu

yerine getirecek bankacılık bölümü ve para kurulu görevini yerine getirecek banknot ihraç bölümü şeklinde ikiye ayrılması mümkündür.

- Para kurulu uygulaması ekonomik büyümeyi yavaşlatmamaktadır. Yapılan birçok çalışmada, para kurullarının uygulandığı ekonomilerdeki büyüme hızlarının, merkez bankalarının faaliyet gösterdiği ekonomilerden daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur.
- Para kurulları, merkez bankasının bağımsızlığının sağlanamadığı ve kredibilitesinin düşük olduğu ve etkin çalışmadığı ülkelere alternatif bir çözüm olmaktadır (Akyazı, 1998).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA KURULU SİSTEMİNİN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİNİN ANALİZİ

3.1. TÜRKİYE'DE PARA KURULU SİSTEMİ TARTIŞMASI

24 Ocak 1980 kararlarına kadar, kontrollü ve katlı kur politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde -daha gerçekçi ve esnek- bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir. Bu kapsamda, TL, yabancı paralar karşısında yaklaşık olarak yüzde 50 civarında devalüe edilmiş ve kimyasal gübre ithalatı dışında katlı kur uygulamaları kaldırılmıştır. Ayrıca, ihracatçılara tanınan döviz tahsisi uygulaması hammadde ve ara malı ithalatçılarına da tanınmıştır. 1984 yılında kur rejiminde çok önemli bir değişiklik yapılarak yerleşiklere, ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin bankalarda mevduat olarak tutulması imkanı getirilmiştir. 1989 Ağustos ayında kabul edilen 32 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile döviz ve efektif hareketleri üzerindeki kısıtlamaların hemen hepsi kaldırılmıştır. Yerleşik olmayanlara da döviz mevduat hesabı açma hakkı tanınmış ve TL için konvertibiliteye geçilmiştir. 1990–1992 yılları arasında uygulanabilen para programları hazırlanmış ve bu para programlarında döviz piyasası genellikle TCMB'nin açık pozisyonunu küçültme veya kontrol altında tutma çabalarının sonucu olan müdahalelere uğramıştır. Fakat bu müdahaleler kur rejimini etkileyecek ölçüde yoğun olmamıştır. 1999 yılı sonuna kadar etkileri itibarıyla esnek çapa, uygulamada da kontrollü serbest bir kur rejimi uygulanmıştır. Kur, piyasada serbestçe belirleniyor, fakat Merkez Bankası yoğun bir şekilde müdahale ediyordu. Bu dönemde, kur artışları genelde enflasyon düzeyinde veya bu düzeyin biraz altında tutulmuştur. 2000 Ocak ayından 2001 Şubat'ına kadar bir kur temelli stabilizasyon programı uygulanmıştır. Bu kapsamda kur rejimi de esnek bir çapa olarak belirlenmiştir. 2001 Şubat'ından sonra, program başarısız olmuş ve Türkiye tamamen serbest bir kur rejimine geçmiştir. Halen de bu kur rejimi uygulanmaktadır (İnan, 2002). Geçen 20 yıllık süreci analiz edersek 2 önemli sonuca varabiliriz; 80'lere kadar katı kur politikalarından 2000'lere doğru daha serbest kur rejimlerine geçilmiştir. İkinci olarak da hemen hemen bütün alternatif kur rejimleri –para kurulu sistemi hariç- uygulanmıştır.

Türkiye'de para kurulu uygulanması ile ilgili tartışmalar 1994 yılında, IMF'in enflasyonla mücadelede TL'yi Alman markına endeksleme önerisi ile başladığı söylenebilir. IMF'in bu önerisine karşı iki farklı tepki ortaya çıkmıştır. Öneriye olumlu bakanlar; TL'nin sağlam bir

paraya endekslenmesinin ekonomik açıdan istikrar sağlayacağını iddia etmişlerdir. Bu öneriye karşı olumsuz düşünenler ise para kurulu sisteminin uygulanması sonucunda Almanya'nın kendi şartlarına göre alacağı her türlü kararlardan Türkiye'nin de etkileneceği ve beraberinde sorunlar getireceğini savunmuşlardır. Refahiyol hükümeti zamanında hazırlanan para politikasına göre, TL'nin güçlü bir para birimine endekslenmesi, merkez bankasının yanı sıra para yönetimi ile ilgili olarak kararlar verebilecek yeni bir kurumun oluşturulması, böylece para politikalarının ve para arzının iki ayrı kurum tarafından kontrol edilmesi amaçlanmıştır. İki kontrol merkezinden oluşacak olan yeni sistemde, birinci merkez olan Merkez Bankasının para politikasını belirlemesi, ikinci merkez olan para kurulunun da piyasaya para sürmesi öngörülmüştür. Sistemde; iç borçlanmanın önlenmesi, bankaların piyasaya para arzında bulunmaması, ülkenin para mekanizmasının belirlenen sabit kurdan döviz rezervlerine bağlanması planlanmıştır. Refahiyol hükümeti bu projelerini uygulamaya koyamadan görevini bırakmıştır. Yerine gelen Anadol-D hükümetinin ekonomiden sorumlu bakanı Güneş Taner para kurulu tartışmalarını yeniden gündeme getirmiştir. Taner 1998'da tedavüle çıkaracağını açıkladığı Yeni Lira'ya %4 faiz verileceğini belirtmiştir. Bu planda Yeni Lira'nın piyasaya çıkmasıyla birlikte eski liranın tamamen tedavülden kalkması, belirli bir süre içerisinde ellerinde eski lira bulunduranların, bunları bankalarda değiştirebilmesi, uygulamanın başladığı tarihteki Dolar kurunun esas alınması ve Dolar arttıkça Ytl'nin de buna paralel artması öngörülmüştür (Akyazı, 1998). 1999 yılında hükümet; enflasyon, devalüasyon, yüksek faiz ve kamu açıkları arasındaki fasit daireyi devalüasyon noktasından kırmak amacıyla IMF ile stand-by anlaşması yapmıştır. Bu anlaşmaya göre Merkez Bankasının emisyon yapması, ülkeye girecek ilave döviz miktarına endekslenmiştir. Bununla birlikte 1,00 \$ + 0,77 Euro'dan oluşan kur sepetinin değerinin bir yıl içinde en fazla %20 oranında artırılması öngörülmüştür. 2000 yılında uygulamaya konulan istikrar politikası örtülü para kurulu içermektedir. Döviz kurulunun kur sepetine göre önceden açıklanmasıyla kur riski azalmış ve sıcak para girişi sağlanmıştır. Sermaye girişiyle birlikte, para ve kur politikasında sterilizasyon yapılmasına imkân sağlanmış para piyasasında likidite fazla faiz düşüşünü beraberinde getirmiştir. Aynı dönemde bankaların tüketici kredilerini artırmalarını finansmanın repo işlemleri ve interbank piyasasında borçlanarak sağlanmaları vade uyumsuzluğu riskini doğurmuştur. Faiz oranlarında aşırı düşmenin kredi miktarında aşırı artış ile beslenmesi beraberinde tüketim ve yatırım harcamalarında artış meydana getirmiş, cari işlemler açığını olumsuz etkilemiştir (Doğan, 2005). Para kurulu sistemi hazırlıksız başlanması krizin arkasında yatan sebep olarak görülmektedir. Para kurulu sistemine geçerken bunun cari işlemler açığında meydan getireceği olumsuzluğun absorbe edilmesi için sermaye girişini sağlayan mekanizmalar

oluşturulmamıştır (Gençler, 2003). Ayrıca söz konusu bu dönemde Ortodoks para kurulu sisteminin uygulanmaması, sistemi uygulamadan önce parlamentodan para kurulu sistemi yasası (konvertibilite kanunu) çıkarılması gereği olduğundan, koalisyon hükümetleri bu sorumluluğun altına girememişlerdir.

Tezimizin bu bölümünde para kurulu sisteminin, ülkemizin makro ekonomik göstergeleri ele alınarak, uygulanabilirliği incelenecektir.

3.2. PARA KURULU SİSTEMİNİN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİNİN SİSTEMİN ÖN KOŞULLARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Para kurulu sistemi sadece enflasyonla mücadelede mi kullanılır? Bu sorunun cevabı para kurulu sisteminin yapısında olan siyasi baskıdan korunma, hızlı reformlar sağlanması, kamu harcamalarını finanse etmemesi, ulusal paraya kredibilite sağlanması, mali şeffaflık getirmesi vs. sebeplerden dolayı ülke riskini azaltması düşünülmelidir. Bu noktadan itibaren tezimizin çıkış noktası Türkiye yaşanan makro ekonomik sorunlara karşı para kurulu sisteminin yararlı olup olamayacağıdır. Bunun içinde ülkemizdeki enflasyon oranı, ödemeler bilânçosu açığı, kamu borçları, finans piyasalarının etkinliği, ithalat, ihracat, döviz kurları gibi göstergeler incelenerek her bir parametre için para kurulu sisteminin gerekli olup olmadığını incelemektir. Bir sonraki aşamada eğer para kurulu sistemi uygulanırsa ekonomi üzerindeki olası sonuçlarını araştırmaktır. Bu aşamada hangi rezerv paranın seçilebileceği, başlangıç rezerv miktarının ne kadar olması gerektiği ve hangi kaynaklardan karşılanacağı vs. sorulara cevaplar aramak olacaktır. Bir sonraki aşamada ise Avrupa Birliği'ne üyelik yolunda para kurulu sistemine geçmenin birlik öncesi ve sonrasında getireceği kazanımları tartışılacaktır. Bu açıdan da daha önce ülkemizle benzer konumlarda bulunan, para kurulu sistemi uygulayan ve şu an Avrupa Birliği üyesi olan Estonya, Litvanya, Bulgaristan'ın deneyimlerine kısa bir atıfta bulunarak, gerekli karşılaştırmalar yapılacaktır. Sonuç kısmında para kurulu sisteminin Türkiye için hem Avrupa Birliğine üyelik hem de ekonomiye dinamizmin kazandırılması konusunda ne derece yararlı olabileceği hakkında sonuca varmaya çalışılacaktır.

3.2.1. ENFLASYON ORANI AÇISINDAN PARA KURULU SİSTEMİ GEREKLİ MİDİR?

Analize ilk olarak enflasyon oranından başlamamızın nedeni; para kurulu sistemi uygulamasının ilk amacının fiyat istikrarını sağlanmasıdır. Ayrıca para kurulu sistemini

uygulayan birçok ülke- özellikle hiper enflasyonla karşılaşan Arjantin, Bulgaristan, Estonya-enflasyonla mücadelede para kurulu sisteminin etkinliğinden dolayı tercih etmişlerdir.

Para kurulunun Türkiye analizinde ise öncelikle enflasyona neden olan etkenleri ortaya koymamız gerekir. Yaptığımız literatür incelemelerinde ve yapılan ampirik çalışmalara göre Türkiye'de 1971–2002 arası dönemde bütçe açıklarının monetarizasyonunun enflasyon üzerinde doğrudan etkiye sahip olduğu görülmektedir (Günaydın, 2004). Daha geniş bir şekilde Türkiye'deki enflasyon dinamiklerini; arz-talep dengesizliği, kamu açıkları ve devletin ekonomideki ağırlığı, sermaye yetersizlikleri, ödemeler bilânçosu açıkları ve enflasyon beklentisi şeklinde sıralamak mümkündür. Enflasyonu besleyen dinamikler olarak da; hızlı nüfus artışı, aşırı tüketim, bütçe açıkları, tasarruf eksikliği, yüksek kamu borçlanması, ekonomi politikalarına güvensizlik ve ekonominin ithalata bağımlı olması olarak sıralayabiliriz (Akyazı, 1998).

Bu bulgulardan sonra aşağıdaki tabloda yıllar itibariyle Türkiye'de enflasyon oranları verilecek ve para kurulu sistemi uygulanmasının olası sonuçları öngörülme çalışılacaktır.

Tablo 9: 2000–2006 Arası Türkiye'de Enflasyon Oranları

FİYAT HAREKETLERİ (*)	YILLAR						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Toptan Eşya Fiyatları İndeksi	32,7	88,6	30,8	13,9	13,8	2,7	11,6
Tüketici Fiyatları İndeksi	39,0	68,5	29,7	18,4	9,3	7,7	9,7

Kaynak: TÜİK, Merkez Bankası, (*) 2005 yılı Ocak ayından itibaren 2003= 100 temel yıllık üretici ve tüketici fiyatları genel indeksi (ÜFE) ve (TEFE) olarak hesaplanmaktadır.

Sadece son 6 yılın enflasyon oranlarını göz önüne aldığımızda ülkemizin yüksek enflasyona maruz kaldığı aşikâr ortadır. Daha öncede ifade ettiğimiz gibi Türkiye'de yüksek enflasyonun temel nedenlerinden biride bütçe açıklarının monetarizasyonudur. Para kurulu sisteminin karakteristiklerinden biride kamu harcamalarını finanse etmemesidir. Eğer para kurulu sistemi uygulansaydı olası sonuçlarından biride şu olabilir; çıkarılacak olan para kurulu sistemi yasası ile politika yapıcılar popülist politika izlemeleri engellenecek, bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarından finanse edilmeyecek ve dolayısıyla ulusal paraya

istikrar ve itibar getirecektir. Diğer bir bakış açısı ise seçilen rezerv para zaten düşük enflasyona sahip güçlü bir para birimi olacaktır. Para kurulu sistemi uygulanarak seçilen rezerv paranın sahip olduğu enflasyon oranı ithal edilecektir ki bu oranda büyük olasılıkla düşük enflasyona sahip olacaktır.

Son yıllarda enflasyon oranının düşmesinin nedeni ise genelde dalgalı kur özelliklerini taşıyan, yönetilen dalgalı kur rejimi ile birlikte enflasyon hedeflemesini içeren (Managed Float Plus) bir kur rejimi uygulanmasıdır. Ancak bu politika karmasının nihai hedeflere ulaştırıp ulaştırmayacağı belli değildir. Bu aşamada Frankel'in imkânsız üçleme hipotezine (impossible trinity) hatırlamakta yarar vardır. Bu hipoteze göre kur rejimi seçilirken göz önüne alınacak iki unsur vardır; her ekonominin üretim çeşitliliği nominal MG büyüklüğü, coğrafi konum. Bu hipoteze göre; bir ekonomi aynı anda hem finansal serbestiyi hem bağımsız para politikasını hem de kurlarda istikrarı sağlayamaz. Bu üç hedeften en az biri seçilmelidir. Bu üç hedeften en az bir tanesi bırakılmalıdır. Diğer bir deyişle hem dışa açık, hem bağımsız para politikası uygulayıcısı, (mesela enflasyon hedeflemesi yapan) hem de kurda istikrarı sağlayacak bir politikalar demeti imkânsızdır. Eğer, dışa açıklık şartını bir an için kenara bırakırsak; kur rejimi tercihi, doğrudan doğruya bağımsız bir para politikası mı yoksa kurda istikrar mı daha önemlidir sorusu haline gelir. Bu noktada da ekonominin öznel koşulları devreye girer (İnan, 2002). Türkiye'nin öznel koşullarında ise finansal piyasalarda kırılabilirlik, yüksek faiz düşük kur politikası aracılığıyla birlikte ülkeye giren dolaysız sermaye yatırımları, ülkede var olan siyasi belirsizliklerin ülke riskini artırması vs. sorunlar vardır. Para kurulu sistemi uygulamadan önce finansal piyasalarda sağlamlık gerekir. Buna ek olarak seçilen rezerv paranın sabit parite üzerinden kurulması ve bu paritenin yasalarla desteklenmesi, gelişmekte olan ülkelerde görülen “dalgalanma korkusunu” ve devalüasyon riskini azaltır. Böylece fiyat istikrarı ve ulusal paraya itibar kazandırılabilir. Para kurulu benzeri bir uygulamaya geçilmesi ile birlikte enflasyonla mücadelede seçilecek olan rezerv para, M1 veya M2 gibi parasal büyüklükler sadece dış varlıklardaki artış veya azalışa bağlı olarak değişecektir. Sonuç olarak Türkiye’de enflasyonun temel kaynağını oluşturan karşılıksız emisyon yapılması sona erecektir (Akyazı, 1998).

3.2.2. PARA KURULU SİSTEMİNİN ÖDEMELER BİLÂNÇOSU ÜZERİNDEKİ OLASI ETKİLERİ

Türkiye’de 1980’li yıllara kadar ithal ikameci büyüme stratejisi, 80’li ve 90’lı yılların ortalarına kadar ihracata dayalı büyüme stratejisi ve 2000’li yıllarda ise sermaye hareketlerine dayalı büyüme stratejisi uygulamıştır. Dolaysız sermaye hareketlerine dayalı bu politikada, yabancı ülke vatandaşlarının tasarruflarını ülkeye getirebilmek için faizler yüksek, kur ise düşük tutulmuştur. Yabancı tasarruflarının ülkeye çekebildiği sürece sorun yaşanmıyor. Burada önemli olan yabancı yatırımcıların risk algılamalarıdır. Bu politika kamu borçlarının yabancı para cinsinden azalmasını, ithalatın finansmanını vs. olanakları sağlıyor ancak bunun yanında yüksek reel faizler yerli yatırımcıları ve dolayısıyla reel sektörü olumsuz etkilemektedir.

Para kurulu sistemi teorisinde para otoritesinin ülkeye giren efektif miktarı kadar ulusal para emisyonu yapması, olası her durumda ithal ve ihraç mallarının fiyatlarını etkileyerek ödemeler bilânçosunun dengeye gelmesini sağlıyor.

Tablo 10: 2001-2006 Arası Türkiye Ödemeler Bilançosu Analitik Sunumu

Yıllar		2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ödeme Kalemleri							
A.	CARİ İŞLEMLER HESABI	3.392	-1.524	-8.036	-15.604	-23.157	-29.915
	MAL, HİZMET ve YATIRIM GELİRİ DENGESİ	399	-3.960	-9.063	-16.731	-24.625	-31.471
B.	SERMAYE HESABI	-	-	-	-	-	-
C.	FİNANS HESABI	-	1.194	7.192	17.752	44.141	39.116
		14.557					
D.	NET HATA VE NOKSAN	-1.759	118	4.941	2.194	2.216	-280
	GENEL DENGE	-	-212	4.097	4.342	23.200	8.921
		12.924					
E.	REZERV VARLIKLAR	12.924	212	-4.097	-4.342	-23.200	-8.921

Kaynak: Merkez Bankası

Tabloda 2000–2006 yılları arasında oluşan cari işlemler hesabında açık olduğu görülmektedir. Teorik olarak açığın kapanması şu şekilde olacaktır;

1. İhracat, ithalattan az oluyor ve cari işlemler açığı oluşuyor,
2. Ticari bankaların rezervleri düşüyor ve dolayısıyla ödünç verilebilir fon arzı da azalıyor,
3. Faiz oranları yükselir ve gelir azalır,
4. Ekonomideki toplam talep (para kurulu kağıt ve bozuk paraları da dahil) azalıyor. Yerli malların fiyatı düşüyor,
5. Yabancı mallara yönelik iç talep azalıyor veya para kurulu ülkesinin mallarına yönelik dış talep artırıyor,
6. Cari işlemler dengesi sıfıra düşüyor (Hanke, Schuler, 2001)

Bunun tersi durumda söz konusu olabilir. Şöyle ki cari işlemler fazlası durumunda ticari banka rezervleri yükselir, ödünç verilebilir fon arzı artar, faiz oranları düşer, gelir seviyesi artar, yerli mallara olan talep artışı fiyatlara genel seviyesini yükseltir, yabancı mallara olan talep artar ve cari fazla kapanır.

Cari işlemler dengesini ayarlamak için para arzında, para kurulunda ihtiyari bir eylemdir, piyasa güçleri etkili olur. Para kurulu, kâğıt ve bozuk para taleplerine cevap vermez, sadece rezerv para ve sabit döviz kuru ile talep edilen miktarda para arz eder. Döviz kuru sabit olduğundan dolayı, döviz kurundan çok, para arzındaki, faiz oranlarındaki ve cari işlemler dengesindeki değişimlerden dolayı arbitraj ortaya çıkar. Arbitraj bir para kurulu sisteminde değişiklik yapmanın anahtarıdır. Para kurulu ülkesindeki nominal fiyatlar için rezerv ülkedeki fiyatlar bir çıpa gibi çalışır. Para kurulu, rezerv para ile sabit döviz kurunu sürdürür, ancak ekonomideki diğer nominal veya reel herhangi bir fiyatı kontrol etmez. Diğer fiyatları, para kurulu yerine arbitraj belirler (Hanke, Schuler, 2001).

Teorik sonuçlara göre para kurulu sistemi uygulanırken ödemeler bilânçosu konusunda herhangi bir sorun yaşanmamaktadır. Ancak pratikte aynı başarıyı elde edememiştir. Para kurulu sistemi uygulayan Arjantin, 1995'te Meksika krizinden 1999'de en büyük ticari partneri Brezilya'nın ödemeler bilânçosunu düzeltmek amacıyla parasını devalüe etmesinden olumsuz etkilenmiştir. Yine para kurulu sistemi uygulayan ve Sovyetlerden ayrılarak bağımsızlıklarını ilan eden Estonya, Litvanya 1999 Rusya krizinden etkilenmişlerdir. Bu iki

olumsuz örneğe karşın hemen hemen aynı durumda olan Bulgaristan, yine aynı krizden, para kurulunun kurulması için gerekli şartlardan biri olan finansal piyasaların sağlamlığı sayesinde krizden daha az etkilenmiştir. Para kurulu sistemini uygulayan Hong Kong ise 1997 Asya krizinden ise para otoritesinin (HKMA) yüksek performansı ile atlatmıştır. Aşağıdaki tabloda ödemeler bilânçosu dengesini % GSYİH oranıyla verilmiştir.

Sonuç olarak para kurulu sisteminin ödemeler bilânçosu konusunda teorik ve pratik unsurlarını ortaya koyduk. Kanaatimizce Ortodoks para kurulu sistemi uygulayan ülkeler – Bulgaristan ve Hong Kong- dışsal şokların ödemeler bilânçosu üzerindeki olumsuz etkilerini bertaraf etmektedir.

3.2.3. PARA KURULU SİSTEMİNİN UYGULULANABİLİRLİĞİNİN KAMU BORÇ GÖSTERGELERİ AÇISINDAN ANALİZİ

Para kurulu sistemi, kamu harcamalarının finanse edilmesinde rezervlerinin kullanılmasına izin vermez. Böylece hükümetler için ya denk bütçe veya bütçe fazlası vermesi gerekir yada bütçe açıklarının finansmanı için alternatif kaynaklara başvurması gerekir. Aşağıdaki tabloda kamu borç stokuna ilişkin göstergelere yer verilmiştir.

Tablo 11:Türkiye Kamu Dış Borç göstergeleri % GSMH

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Top. Dış Borç Stoğu	43,2	43,8	46,6	55,7	59,3	78,0	71,9	60,5	54,2	47,3	-
Kısa vadeli dış borç stoğu	9,3	9,2	10,1	12,4	14,2	11,3	9,1	9,6	10,9	10,6	-
Orta ve uzun vad. Dış borç stoğu	33,9	34,6	36,5	43,3	45,1	66,7	62,8	50,9	43,3	36,7	-

Kaynak: Hazine

Ülkemizde toplam dış borç stoğunun GSMH'ye oranında 1996–2002 arasında yükseldiğini, 2002 yılından itibaren azaldığını görmekteyiz. Kanaatimizce düşük kur politikası ile sağlanan

parasal azalma olduğudur. Döviz kurundaki dalgalanmaların kamu dış borç stoğuna yönelik etkileri ilerde incelenecektir. Toplam dış borç stoğu içinde yer alan kısa vadeli dış borç stoğu ise 1996–2001 yılları arasında artış göstermiş, 2000 yılından itibaren ise azalmıştır. Ayrıca dış borç göstergeleri analiz edildiğinde, dış borçların vadesinde kısa vadeden uzun vade lehine bir kayma söz konusudur.

Tablo 12: Toplam İç borç Stoku

	Top. İç Borç Stoku (Milyon YTL)	Top İç Borç Stoku/GSMH		Top. İç Borç Stoku (Milyon YTL)	Top İç Borç Stoku/GSMH
1998	11,613	21,7	2003	194,387	52,3
1999	22,920	29,3	2004	224,483	50,3
2000	36,420	29,0	2005	244,782	51,3
2001	122,157	69,2	2006	251,470	43,7
2002	149,870	54,5	2007	257,350	

Kaynak: Hazine

Para kurulu sisteminin uygulanma koşullarından biride kamu borç stokunun makul seviyede olması gerektiğini daha önce söylemiştik. Ülkemiz borç stoku göstergeleri incelendiğinde iç ve dış borçların yıllar itibariyle arttığı görülmektedir. Borç stokuna ilişkin göstergelerin seviyeleri birbirine yakın ülkelerde risk değerlendirmelerinin farklı olması ülke riski, kur ve faiz politikası vs. değişkenlerle açıklanabilir. Bu durumda ülkenin borç ödeyebilme kapasitesi; borç stokunun döviz cinsinden yapısı, reel faiz, reel kur, reel gelir gibi değişkenlerin varyansına ve bu değişkenler arasındaki korelasyona bağlıdır (İnan, 2003).

Kamu borç stoku içinde döviz cinsinden borçların fazla olması, olası herhangi bir kur dalgalanmasından, kamuyu daha fazla etkiler (İnan 2003). Para kurulu sisteminde, kurulan sabit paritenin parlamentodan çıkarılan yasa ile desteklenmesi kur riskini azaltır ve dalgalanma korkusunun olası etkilerini elimine eder. Aşağıdaki tabloda toplam borç stoku üzerindeki kur etkisi görülmektedir. Borç stoku içinde var olan yabancı paraların, küresel sermaye piyasalarında gösterdikleri performanslar para kurulu ülkesinde de dikkat edilmesi gereken bir başka konudur. Bu yüzden para kurulu ülkesi rezerv para birimini seçerken, ithalat ve ihracatın yapısı, rezerv para gelecekteki performansına bakması gerekir. Ayrıca parasal birliklere girmek amacıyla rezerv para birimi seçimi, seçilen rezerv paranın, para kurulu ülkesi borç stoku üzerinde etkisi göz önüne alınmalıdır.

Tablo 13: Toplam Borç Stoku Üzerinde Döviz Kurlarının Etkisi

	96-97	97-98	98-99	99-00	00-01	01-02	02-03	03-04	04-05	05-06(Q3)
USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEM	-3,421	2,092	-4,845	-2,270	-1,007	149	0	0	0	0
EUR/ECU	-170	89	-212	-601	-642	6,255	7,944	4,268	-7,17	4,187
SDR	-40	25	-10	-45	-153	1,122	2,045	4,268	-7,17	4,187
JPY	-1,176	1,126	1,008	-754	-1,030	506	612	140	-403	-11

Kaynak: Hazine

Dönem sonu kuru ile dolar karşılığı – sonraki dönem sonu kuru ile dolar karşılığı

Arjantin'in para kurulu sistemini uygulamasının nedeni zaten yüksek enflasyon ve yüksek borç stokudur. Para kurulu sistemi, bir para politikasıdır. Kamu borç stokunun azaltılmasında para kurulu sisteminden faydalanılabilmek için para kurulu sistemini kamu harcamalarını finanse etmeyeceğini parlamentodan çıkarılacak yasa ve daraltıcı maliye politikası ile desteklemek gerekmektedir. Tablodan görüldüğü üzere Arjantin kamu borç stoku göstergeleri açısından arzu edilebilir sonuçlar almamıştır. Bunun nedenleri ise yapısal reformların gerçekleştirilememesi, bütçe açıkları, küresel krizler gösterilebilir. Estonya ve Litvanya örneklerinde ise para kurulu sistemi uygulanmasının nihai amacı Avrupa Birliği yolunda parasal reformların sağlanması ve Euro bölgesi adaptasyonun kolaylaştırılmasıdır. Bulgaristan ise kamu borç stokunu yıllar itibarıyla azaltmıştır. Söz konusu üç geçiş ekonomisinin borç stokuna ait göstergelerin olumlu seyri Maastricht Kriterlerinin yerine getirilmesi ile sağlandığı söylenebilir.

Ulusal paranın aşırı değerlenmesi, ülkenin uluslar arası pazarlarda rekabet gücünün azalmasına ve döviz gelirlerinin kaybına yol açar. Bu durumda, ülkenin ödemeler bilançosu sorunu yaşaması kaçınılmaz olur. Dolayısı ile kamu maliyesinde disiplin sağlanmadan, bütçe açıkları kapatılmadan, para kurulu sistemine geçilmesi sistemin özü olan sabit kur rejiminin çökmesine neden olur. Bu bakımdan para kurulunun bir araç olduğu dikkate alınarak etkin bir maliye politikası uygulamak gerekir. Para kurulunun amacı sadece bütçenin sağlıklı olduğu bir ortamda kamuya finansmanı zorlaştırarak parasal istikrarı sağlamaktır (Oktar,2001). Sonuç olarak para kurulu sisteminin ülkemizde uygulanabilirliği için kamu borç stokunun azaltılması gerekir. Para kurulu sisteminin nihai hedefleri arasında borç stokunun azaltılması yoktur, azaltılması uygulamak için koşullardan biridir. Olası bir para kurulu sistemi uygulamasında kamu borç stokunu azaltmak için, para kurulunu daraltıcı maliye politikası ve yapısal reformlarla desteklenmesi gerekir. Daraltıcı maliye politikalarının genişletici etkilerini ön

plana çıkarmak için faiz dışı bütçe harcamalarını azaltarak, faiz dışı bütçe fazlasını artırmak ve böylece servet ve güven etkisi yaratarak özel tüketim ve yatırımın artmasını sağlayarak büyüme katkıda bulunmaktadır (Göker, 2005).

3.2.4. PARA KURULU SİSTEMİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ İÇİN FİNANSAL PİYASALARIN YETERLİLİĞİ

Finansal piyasalar tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde ve ekonomik büyümenin finansmanı için gerekli kaynakların yaratılmasında aracılık faaliyeti gösteren en önemli kesimdir. Finansal piyasalar hem yurt içi hem de yurt dışı tasarruf sahiplerini, bu tasarruflara ihtiyacı olanları ortak bir paydada buluşturarak her iki tarafa da avantajlar sağlamaktadır.

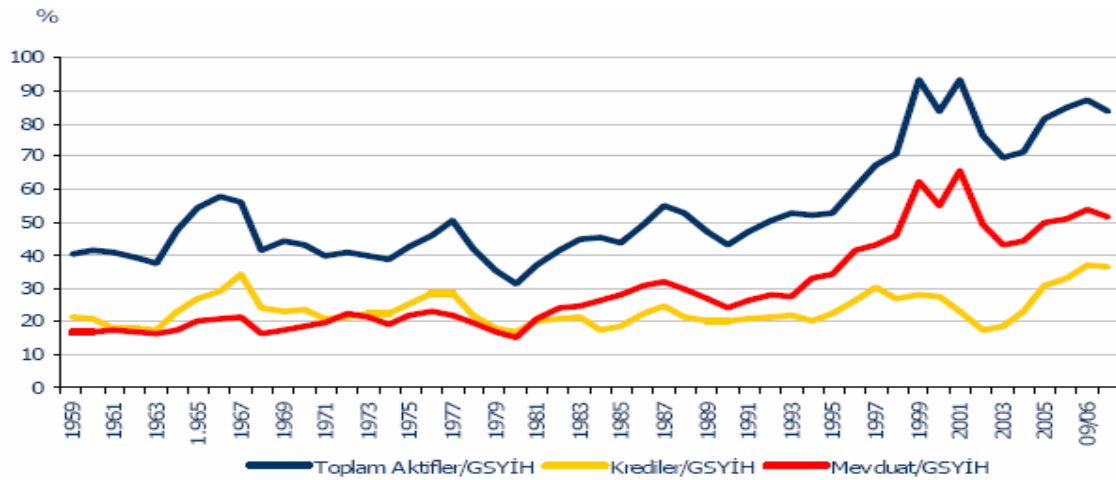
1970–2004 arası veriler kullanılarak ülkemizde yapılan Granger nedensellik testleri, finans-büyüme ilişkisinde, ilişkinin yönünün finansal gelişmeden ekonomik büyüme doğru olduğunu göstermektedir (Küçükaksoy, Aslan, 2006). Türk bankacılık sektörü, ülke ekonomisinin uzun yıllar yaşadığı istikrarsız yapı ve banka ölçeklerinin küçüklüğü gibi içsel faktörlerle uluslar arası rekabetten kaynaklanan gelişmelerle birlikte, Avrupa Birliği'ne üyelik yolunda iki binli yıllara girmiştir (TBB, 2000). 2000 ve 2001 krizlerinden büyük yara alan bankacılık sektörü günümüze kadar devam eden ekonomik istikrarla birlikte değişim sürecine girmiştir. Genel itibarıyla bu gelişmeler olumlu yönde olmuştur. Bankacılık sektöründeki gelişmelerin ve değişmelerin para kurulu isteminin uygulanması için gerekli ve yeterli finansal derinleşme ve gelişmeye sahip olup olmadığı bu bölümde ele alınacaktır.

Para kurulunda sabit bir döviz kurunun olması ve kambiyo denetiminin olmaması en önemli özelliğdir (Hanke, 2001). Bu durumda para politikası ülkenin para otoritesi tarafından, rezerv para ve para kurulu parası miktarı ise piyasalar tarafından belirlenir. Yeterli seviyede gelişmişliğe sahip olan bankacılık sektörü, para kurulu sisteminde konvertibilitenin sağlanmasına yardımcı olur. Ayrıca para kurulu sisteminde nihai ödünç verici pozisyonunun olmadığından dolayı ticari bankalar ve finansal kuruluşlar kur, faiz, kredi, likidite vs. krizlere karşı daha olgun davranırlar. Zayıf bankacılık sektörü ise para kurulu sisteminde kredibilitenin sağlanmasına zarar verir. Çünkü bankacılık krizleri iki yolla milli geliri etkiler. Bunlardan birincisi, bankacılık krizi para stokunda beklenmedik bir daralma yaratarak ekonomik durgunluğa yol açar (para kanalı). İkincisi ise zayıf bankacılık sistemi, kriz ortamında kredi arzını azaltır (kredi kanalı) (Esen, 2005). Dolayısıyla zayıf bankacılık sistemi para kurulu sisteminin işleyiş mekanizmasını bozar. Finansal derinleşme veya yoğunlaşmanın

olmadığı bankacılık sektörü (zayıf ve küçük bankalar) para kurulu sisteminde kredibilitenin sağlanmasına zarar verir. Zayıf ve küçük bankalar genellikle yüksek oranda risk alma arzusunda ve öngörülebilir göstergelerin gönderdiği parasal sinyalleri algılayamazlar. Ayrıca söz konusu bankalar faiz oranlarının düşmesi için gereken süreci yavaşlatır (Santiprabhap, 1997). Para kurulu sisteminde tartışılan bir başka konu ise nihai ödünç vericiliğin yokluğudur. Zayıf bankacılık sistemine sahip ülkelerde, ekonomik şoklara karşı bankaların sığınacağı bir yer yoktur. Ancak para kurulu sisteminde hükümet, bankalar için, nihai ödünç vericilik pozisyonuna girebilir. Örneğin Hong Kong hükümeti, bütçe fazlalıkları kadar bankalara yükümlülük açabilmektedir. Hükümetlerin nihai ödünç vericiliğe soyunmaması durumda ise, interbank piyasası büyük bir gelişme potansiyeline sahip olmakta ve liderlik yapmaktadır (Saleh, 2004).

Finansal derinleşme, bankacılık sektörün toplam aktif büyüklüğü milli gelire oranını göstermektedir. Para kurulu sistemi açısından finansal derinleşme, rezerv para ile para kurulu parası arasındaki konvertibilitayı sağlaması için yüksek oranda olması gerekir. Aşağıdaki tabloda Türkiye’de faaliyet gösteren finansal araçlara ait finansal derinleşme oranı verilmektedir. Söz konusu tablodan yıllar itibariyle finansal derinleşme oranının arttığı görülmektedir. Finansal derinleşme oranları çerçevesinde mevduatların GSYİH’ye oranı 1959-2006 yılları arasında artış göstermiştir. Kredilerin GSYİH’ye oranı ise yıllar itibariyle %20-%40 bandında pozitif yönde ilerleme kaydetmiştir. Bu göstergelerde bankacılık sektörünün aracılık fonksiyonunu yerine getirdiğini göstermektedir (BDDK, 2006).

Grafik 5: Finansal derinleşme oranları



Kaynak: BDDK,2006

Para kurulu sisteminin ön koşullarından biri olan finansal piyasalarda derinlik ve sağlamlık için baz alınan Toplam aktifler/GSYİH oranı 2001 krizinin etkisiyle 2004 yılına kadar düşme eğilimi göstermiş, fakat 2004 yılından itibaren özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ilk adresinin bankacılık sektörü olması nedeniyle sektörde toplam aktiflerde bir artış gözlemlenmiştir.

Krizlere kaşı koymada ve finansal istikrarı sürdürmede güçlü bir sermaye yapısına sahip olunması önemlidir. Sermaye yeterliliği standart rasyosu yıllar itibariyle azalma göstermektedir. Takipteki kredilerin, brüt kredilere oranının azalması Türk Bankacılık sektörünün Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden gerekli dersi çıkardıkları görülmektedir. Toplam krediler içinde bireysel kredilerin 2002–2006 arasında artması, bankaların iç talebi canlı tuttuklarını ve dolayısıyla enflasyonun iki yıl içinde %7-%10 bandında gösterdiği katılığın nedenini açıklamaktadır.

Tablo 14:Finansal Sağlamlık Göstergeleri

%	2002	2003	2004	2005	2006 (Q3)
Sermaye yeterliliği standart rasyosu	25,1	30,9	28,8	24,2	20,5
Ana Sermaye/Risk Ağırlıklı Varlıklar	26,4	31,8	28,4	24,8	21,7
Serbest Sermaye/Toplam Özkaynaklar	36,3	51,0	56,0	65,6	65,5
Yabancı Para Net Genel Pozisyonu/Özkaynaklar	-	1,2	-0,2	-0,3	0,3
Takipteki Alacaklar/Brüt Krediler	17,6	11,5	6,0	4,8	3,7
Bireysel Krediler/Toplam Krediler	13,8	19,9	27,4	31,1	31,9
3 Aya Kadar Vad. Var./3 Aya Kadar Vad. Yükümlülükler	41,2	43,0	45,2	49,7	43,3
Kar Eden Banka Sayısı	37	39	40	41	36
Kar Eden Bankaların Aktifleri/Top. Aktifler	92,8	97,6	91,7	93,8	98,8
Vergi Sonrası Aktif Karlılığı	1,5	2,5	2,4	1,7	2,4
Vergi Sonrası Özkaynak Karlılığı	15,9	18,3	16,5	11,8	18,8
Proviz.Sonrası Net Faiz Gelirleri/Top.Brüt Gelirler	17,6	18,8	33,4	30,8	26,9
Faiz Dışı Gelirler/Faiz Dışı Giderler	63,7	56,7	56,1	51,8	87,9

Kaynak: BDDK, 2006

Eylül 2006 itibariyle Türk finans sektörü toplam aktif büyüklüğü bir önceki yılsonuna göre %14,2 oranında büyüyerek 537 milyar YTL seviyesine ulaşmıştır. Finans sektörü aktif büyüklüğünün GSYİH'ye oranı %97,8 düzeyindeyken bankacılık sektörü aktiflerinin GSYİH'ye oranı %88,2 seviyesindedir. Finansal kiralama şirketleri, faktöring ve tüketici finansmanı şirketleri aktiflerinin oranı ise %3,4 dür (BDDK,2006).

Tablo 15:Finans sektörü aktif büyüklüğü milyar YTL

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (Q3)	% Aktif/ GSYİH
Bankalar	171,9	216,7	255	313,8	406,9	473,7	86,3
Fin.Kiralama Şir.	2,8	3,8	5	6,7	6,1	9,5	1,7
Faktoring Şir.	1,5	2,1	2,9	4,1	5,3	5,7	1,0
Tüketici Fin. Şir.	0,7	0,5	0,8	1,5	2,5	3,2	0,6
Sigorta Şir.	4,4	5,4	7,6	9,8	14,4	15,5	2,8
Menk. Kıymet Aracı Kur.	0,9	1	1,3	1	2,6	2,8	0,5
Menk. Kıym. Yat. Ort.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,1
Menk. Kıy. Yat. Fonları	4,8	9,3	19,9	24,4	29,4	23,6	4,3
Gayrimenkul Yat. Ort.	0,9	4,1	1,2	1,4	2,2	2,4	0,4
Toplam	188,0	240,1	293,7	363	469,9	536,8	97,8

Kaynak: BDDK,2006

Piyasa yoğunlaşması göstergesi olarak kullanılan Herfindahl-Hirschman endeksine göre tüketici finansman ve bireysel emeklilik şirketlerinde, menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında görece yüksek piyasa yoğunlaşması; faktoring, finansal kiralama ve bankacılıkta ise söz konusu endeks daha düşük seviyelerdedir. Bankacılık sektöründe aktif büyüklüğüne göre en büyük beş bankanın payı 2006 eylül döneminde %60,3 olarak, ilk on bankanın payı ise %84,1 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sektöründeki olumlu gelişmeler sonucunda finansal derinleşme artmaktadır. Eylül 2006 itibariyle toplam aktiflerin GSYİH' ye oranı %84'e, toplam kredilerin GSYİH' ye oranı %36,4'de yükselmiştir (BDDK,2006).

Bankacılık kesiminin performansı aşağıdaki tabloda incelenmiştir.

Tablo 16:Bankacılık sektörü performans endeksi (PE)

	PE	Likidite	Özkaynak	Kur Riski	Karlılık	Aktif Kalitesi
2003	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2004	100,3	100,6	99,6	100,1	99,8	101,3
2005	100,5	102,2	99,5	99,8	98,7	102,2
2006(Q3)	100,5	99,8	98,6	99,8	100,9	103,2

Kaynak: BDDK, 2006

Türk bankacılık sektörünün performansı yıllar itibariyle artış göstermiştir. Özkaynak performansının yıllar itibariyle azalmasının nedeni bankaların yurtdışı kaynaklardan borçlanarak yatırımları finanse ettiğini ortaya koymaktadır. Kur riski endeksinde ise sağlanan siyasal istikrar ile birlikte ülke riskinin azalmasına bağlı olarak azaldığı görülmektedir.

Sonuç olarak olası bir para kurulu sistemi uygulamasında bankacılık sektörünün, aktif büyüklüğü ve aktiflerinin yapısı, finansal sağlamlık kriterleri açısı ve diğer bir yapısal gösterge olan finansal derinleşme oranları açısından para kurulu sistemi uygulamaya açık ve yeterli olduğu görülmektedir. Ancak para kurulu sisteminin uygulanması için finansal piyasaların yeterliliği tek başına yeterli olmamaktadır. Bu yüzden para kurulu sisteminin uygulanması için daha önce irdelediğimiz göstergeleri baz almak gerekmektedir.

3.3. PARA KURULU SİSTEMİ EKONOMETRİK ANALİZİ

3.3.1. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Para kurulu sisteminde rezerv para olarak tek bir para birimi seçilebileceği gibi sepet şeklinde de seçilebilir. Araştırmanın uygulama bölümünde Türkiye'nin 1970–1997 arası enflasyon, nominal döviz kuru ve reel döviz kuru endeksleri alınmıştır. Ayrıca döviz kurlarında ise 0,5ABD doları + 0,5 Alman Markı şeklinde bir sepet oluşturulmuş ve buna bağlı olarak veriler çekilmiştir. RDKE = reel döviz kuru endeksi, NDKE = nominal döviz kuru endeksini gösteriyor ve Pf = yabancı fiyat endeksi ve Pn = yerel fiyat endeksi olmak üzere;

$$Pf = ABD*0.5 + ALM.*0.5 \quad (1)$$

$$RDKE = NDKE* (Pf/Pn) \quad (2)$$

ilişkisi üzerine kurulmuştur. Çalışmada, ekonometrik yöntem olarak zaman serisi yaklaşımı kullanılmıştır. Bu çerçevede, birinci olarak, ADF testi kullanılarak değişkenlerin duranlığı test edilmiştir. Daha sonra ise, Granger nedensellik testi kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkinin yönü tespit edilmeye çalışılmıştır.

3.3.1.1. Granger Nedensellik Testi

Nedensellik testi iki değişken arasında bir sebep-sonuç ilişkisinin olup olmadığını, eğer varsa ilişkinin yönünü test etmek amacıyla kullanılmaktadır. Uygulamada zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkisinin tespit edilmesinde en sık kullanılan yöntem Granger (1969) tarafından geliştirilen Granger nedensellik analizidir (Granger, 1969). Granger (1969), nedenselliği şu şekilde tanımlamıştır “Y'nin öngörüsü, X'in geçmiş değerleri kullanıldığında X'in geçmiş değerleri kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise X, Y'nin Granger nedenidir”. Seriler

arasındaki nedensellik ilişkisinin tespitinde F testi uygulanmaktadır. Buna göre, hesaplanan F değeri, seçilmiş bir anlamlılık düzeyinde F tablo değerini aşıyorsa, nedensellik ilişkisinden söz edilir.

3.3.1.2. Birim Kök Testi

Granger nedensellik testi için kullanılan serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu çalışmada durağanlık analizlerinde aşağıdaki Dicky-Fuller (1981) regresyon denklemleri takip edilecektir. Denklem 1, bağımlı değişken (ΔX_t) ve bağımsız değişken X_{t-1} 'in yer aldığı regresyonu; Denklem 2, Denklem 1'e sabit terimin ilave edildiği regresyonu; Denklem 3 ise, Denklem 2'ye trendin dahil edildiği regresyonu göstermektedir (Dickey ve Fuller, 1981).

$$\Delta X_t = \alpha X_{t-1} + e_t \quad (4)$$

$$\Delta X_t = a + \alpha X_{t-1} + e_t \quad (5)$$

$$\Delta X_t = a + bt + \alpha X_{t-1} + e_t \quad (6)$$

Denklemlerde X serisinin birim köke sahip olduğunu ($\alpha = 0$) yani durağan olmadığını ileri süren sıfır hipotezin testi yapılacaktır. Regresyon sonucu, eğer $|t|$ (mutlak tau değeri) MacKinnon mutlak değerinden büyükse, sıfır hipotezi ret edilerek ilgili serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılabilecektir. Eğer Denklem 1, 2 ya da 3'ten elde edilen kalıntı teriminin (e) ardışık olarak bağımlı olduğu görülüyor ise, bu bağımlılık ortadan kalkıncaya kadar, ilgili denkleme, ele alınan serinin farkının gecikmeleri (ΔX_{t-i}) ilave edilir. Örneğin, Denklem 3'deki (e)'nin ardışık bağımlı olduğunu varsayarsak. Denklem (3')'te gösterildiği gibi, Denklem 3'e, kalıntı terimi (e) beyaz gürültü (white noise) oluncaya kadar ΔX_{t-i} ilave edilecektir.

$$\Delta X_t = a + bt + \alpha X_{t-1} + \beta \sum_{i=1}^m \Delta X_{t-i} + e_t \quad (5')$$

Denklem (3')'e genişletilmiş DF (Augmented DF) denklemi de denmektedir. Durağanlık testleri sonucunda X_t serisi kendi seviyesinde ya da farkı veya farklarında durağan çıkabilir. Kendi seviyesinde durağan çıkması durumunda X_t serisinin kendi seviyesinde bütünleşik olduğu yani $I(0)$ olduğu sonucuna ulaşılır. Eğer X_t serisi birim köke sahipse yani $I(0)$ değilse (kendi seviyesinde durağan değilse), serinin 1. dereceden farkı alınarak (ΔX_t) bu farkı alınmış serinin durağanlık testleri yapılır. 1. dereceden farkı alınan X_t serisinin durağan çıkması durumunda X_t serisinin 1. dereceden bütünleşik olduğu söylenir, yani $I(1)$ olarak nitelendirilir. Bu anlamda eğer X serisi d dereceden farkı alındığında durağan duruma dönüşüyorsa, X serisi $I(d)$ olacaktır.

3.3.2. AMPİRİK ANALİZ SONUÇLARI

3.3.2.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Granger nedensellik testinin yapılabilmesi için kullanılan zaman serilerinin durağan olması gerektiği yukarıda belirtilmişti. Bu çalışmada kullanılan değişkenlerin durağanlığı ADF birim kök testi ile incelenmiştir. Tablo logaritması alınmış NDKE ve RDKE serilerine ait birim kök testi (durağanlık) sonuçlarını göstermektedir.

Tablo17: NDKE, RDKE, TUFЕ'nin ADF Birim Kök Testi Sonuçları

	ln(NDKE)			ln(RDKE)		
	Sabitsiz Trendsiz	Sabitli	Sabitli trendli	Sabitsiz trendsiz	Sabitli	Sabitli trendli
Düzye Değeri	-0.3509 (2)* [-1.955]**	3.900 (0) [-2.976]	-1.2961 (6) [-3.587]	0.0655 (0) [-1.953]	-1.5815 (0) [-2.976]	-1.7150 (0) [-3.587]
Birinci Fark	-0.2560 (1)* [-1.955]**	-2.8075 (0) [-2.981]	-4.6642 (0) [-3.595]	-4.8731 (0) [-1.954]	-4.7731 (0) [-2.981]	-4.7255 (0) [-3.5595]
İkinci Fark	-8.8141 (0)* [-1.955]**	-8.7595 (0) [-2.986]	-8.5559 (0) [-3.603]			

	ln(TUFЕ)		
	Sabitsiz Trendsiz	Sabitli	Sabitli trendli
Düzye Değeri	-0.3417 (1)* [-1.944]**	6.1706 (0) [-2.976]	-0.8927 (0) [-3.587]
Birinci Fark	-0.1338 (1)* [-1.954]**	-1.9005 (0) [-2.981]	-3.4044 (0) [-3.595]
İkinci Fark	-6.0333 (0)* [-1.955]**	-6.0804 (0) [-2.986]	-5.9554 (0) [-3.603]

Not:

*Parantez içindeki değerler SC kriterine göre seçilen gecikme sayısını göstermektedir.

** ADF testi için %5 güven aralığında Mac Kinnon kritik değeridir.

Birim kök testi; sabitsiz trendsiz, sabitli ve sabitli trendli olmak üzere üç model için yapılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenlerinin düzey değerleri için, her üç modele göre elde edilen DF değerleri incelendiğinde, söz konusu değişkenlerin kendi seviyelerinde durağan olmadıkları görülmektedir. Buna karşın değişkenlerin birinci farkları alınıp, birim kök testindeki her üç model tekrar test edildiğinde, lnRDKE değişkenin durağan olduğu, lnNDKE ve lnTUFЕ değişkenlerinin ise durağan olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla lnNDKE ve lnTUFЕ değişkenleri için serinin ikinci farkı alınıp birim kök testi yapılmış ve her üç modelde de serinin durağan olduğu görülmüştür. Dolayısıyla, nedensellik analizinde lnRDKE serisinin birinci farkı ve lnNDKE ve lnTUFЕ serilerinin ise, ikinci farkı

kullanılacaktır. Serilerin durağan olmasının para kurulu sistemi açısından anlamı; rezerv para ülkesinde para kurulu ülkesine yönelik enflasyon ithalinde, rezerv ülke enflasyon oranının gecikmeli değerlerini para kurulu ülkesindeki enflasyon oranı üzerindeki etkisinin azaltılmasıdır.

3.3.2.2. NDKE, RDKE, TUF E arasında Granger Nedensellik Testi

Granger nedensellik testleri gecikme uzunluğuna karşı çok duyarlı olduğundan, gecikme uzunluğunun tespiti önem kazanmaktadır. Bu bağlamda, gecikme sayısının belirlenmesinde serilerin durağan oldukları seviyelerinde VAR analizi yapılmıştır. VAR analizinde, gecikme uzunluğu SC (Schwarz) ve AIC (Akaike) bilgi kriterlerine göre tespit edilmiştir. Söz konusu kriterlerin minimum olduğu gecikme sayısı, Granger’da kullanılacak gecikme uzunluğunu vermektedir. lnRDKE’den lnTUF E’ye ve lnNDKE’den ve lnTUF E’ye nedensellik analizinde gecikme uzunluğunu belirleme için yapılan VAR tahmininde, ilgili kriterler çerçevesinde, gecikme uzunluklarının 1 olduğu belirlenmiştir.

Tablo18: NDKE, RDKE, TUF E Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Sıfır Hipotezi	F-İstatistiği	Olasılık
lnRDKE, lnTUF E’ nin Granger Nedeni Değildir	6.95181	0.01507
lnNDKE, lnTUF E’ nin Granger Nedeni Değildir	2.79390	0.10879

Granger nedensellik testi sonuçlarına göre “lnRDKE, lnTUF E’nin Granger Nedeni Değildir” şeklindeki sıfır hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Buna karşın, “lnNDKE, lnTUF E’nin Granger Nedeni Değildir” hipotezi ise, kabul edilmektedir. Bu sonuçlara göre; lnRDKE, lnTUF E’nin Granger nedenidir, ancak lnNDKE, lnTUF E’nin Granger nedeni değildir. Söz konusu hipotez testlerinden anlaşıldığı üzere nominal döviz kurundan enflasyon oranına bir nedensellik bulunmamaktadır. Buna karşın reel döviz kurundan enflasyona yönelik bir nedensellik bulunmaktadır.

Araştırmanın ekonometrik analiz bölümünde ortaya çıkan sonuç şudur: Eğer 1970-1997 arasında rezerv para birimi 0,5 ABD doları+ 0,5 Alman Markı şeklinde oluşturulup Para Kurulu sistemi uygulansaydı, ceteris paribus, Türkiye’de enflasyon oranı söz konusu ülkelerin enflasyon oranına yaklaşabilirdi ve dolayısıyla düşebilirdi.

3.4. TÜRKİYE ANALİZİ İÇİN SONUÇLAR

Türkiye’de 1994, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri merkez bankasının döviz rezervlerinde önemli ölçüde azalmalara yol açmış ve bu durum her iki kriz döneminde de uygulanan döviz kuru rejiminin terk edilmesiyle sonuçlanmıştır (Bozkurt, Dursun, 2006). Para kurulu sisteminde, ulusal para arzı ülkeye döviz girişi ile artırılır. Ulusal paradaki genişlemenin yabancı para girişine bağlı olması ile geçmişte ve bugünde iki farklı sona ulaşılır. Geçmişte Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde merkez bankasının likidite sıkıntısı içinde olan bankaları fonlamayı engellemiş ve kriz daha da derinleşmiştir. Para kurulu sisteminde para arzı otomatik bir mekanizmaya bağlıdır. 2000 yılında belirli bir bantta döviz kurunu sabit tutmaya çalışan merkez bankası yüksek cari açık ve diğer küresel etkenlerden dolayı sermaye çıkışına karşı sabit parite den döviz sattı. Ancak bu seferde TL’de likidite sıkıntısı yaşandı. Para kurulunda nihai ödünç verici olmadığı için merkez bankası likidite sıkıntısını gideremedi. Böylece döviz krizine bağlı olarak finansal piyasalarda kriz yaşandı.

Günümüzde ise kur-faiz makasına dayalı para politikası ile döviz girişi sağlanıyor. Ancak yurt dışından ne zaman ve nereye kadar gidecektir? Para kurulu sisteminde- Arjantin’de olduğu gibi- her zaman devalüasyon riski vardır. Bunlara ek olarak kamu borç stokunun sürdürülemezliği para politikası tercihinde para kurulu sistemini uygulanabilir olmaktan çıkarır. Bununla birlikte Türkiye’nin Euro Bölgesine adaptasyonu için rezerv para olarak Euro’nun seçilmesi söz konusudur. Şu an için küresel piyasalarda Euronun, dolara karşı daha değerli olması ve gelecekte de bunun korunacağı beklentisi hâkimdir. Bu durumda ulusal parayı sabitlediğimiz rezerv paranın değerlendirilmesi rekabet gücünü azaltır ve zaten yüksek olan cari açığı sürdürülemez hale getirir. Sonuç olarak yine ulusal paranın devalüasyonu gündeme gelir. Yatırımcılar için ise devalüasyon riski ile birlikte yüksek oranda kamu borç stoku olan ve finansal piyasaları yeterince gelişmemiş olan ülkeler için ülke riskini artıracaktır

2001 krizinden 2005 yılı sonuna kadar örtük enflasyon hedeflemesi ve 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir. Yapılan araştırmalar enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte ülkelerde, dolaysız sermaye akımlarından görece daha az zarara uğradığını göstermektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının herhangi bir kur taahhüdü yoktur ve dışsal şoklardan kaynaklanan sıcak para azalma/kesilmelerin (sudden stop) kur ve faiz düzeyinde sebep olduğu artışların etkileri diğer

kur rejimlerine oranla zamana yayılmakta, ekonomik birimler tepki için zaman kazanmaktadır (BDDK, 2006).

2001 krizlerinden sonra siyasal istikrarın sağlanması, Avrupa Birliği uyum süreci içerisinde yapısal reformların gerçekleştirilmesi, kamu bütçesinde gelir gider dengesinin ve teknik düzenlemelerin yapılandırılması, faiz dışı fazla hedeflerinin yakalanması, enflasyon oranının yıllar sonra tek haneli rakamlara indirilmesi, istikrar ortamı ve uluslar arası konjonktürün olumlu seyri vs. yaşanan olumlu gelişmelerle birlikte ülkemiz 20 çeyrektir büyüme kaydetmiştir. Merkez bankasının açık enflasyon hedeflemesi ile birlikte dalgalı kur sistemini politikası tercihi ile 2006 yılında arz şoklarından dolayı uzunca bir süre %10 seviyelerinde seyreden enflasyon oranına rağmen beklentilerin %5,5 seviyelerinde seyretmesi bu politika sepetinden elde edilen kazanımları göstermektedir (TCMB, 2006). Enflasyonun düşürülmesi, beraberinde enflasyon beklentisindeki azalışlara bağlı olarak, para talebini artıracaktır. Eğer artan para talebini karşılamak üzere para arzı artılmıyorsa, bu durum reel faizler oranlarının yükselmesine neden olacaktır. Bu durumda para kurulunun kredibilitesi olumsuz yönde etkilenecektir. Yine enflasyondaki düşüşe paralel olarak, Hazine'nin daha önceki dönemlerinde reel getirisi yüksek olan iç borçlanmanın getirmiş olduğu reel faiz yükü de yükselecektir. Dolayısıyla para kurulu sistemine geçmeden önce, Hazine'nin borçlanma gereğini azaltmaya yönelik çalışmalar yapılmalıdır. Türkiye'de para kuruluna geçiş süreci içinde en önemli konulardan biriside, döviz kurunun hangi düzeyde belirleneceği sorunudur. İdeal olan durum ülkenin satın alma gücüne göre ve ülke içi devalüasyon beklentilerini asgari seviyeye indirecek düzeyde belirlenmesidir. Belirlenecek döviz kurunun, yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açması durumunda, zaten mevcut olan dış ticaret açıkları daha da artacaktır (Akyazı, 1998). Rezerv para veya para sepetinin seçiminde, ülkenin ihracat ve ithalat yapısının göz önüne alınması, bununla birlikte rezerv paraların dünya piyasalarındaki performansı dikkate alınmalıdır.

Para kurulları, enflasyonun önlenmesinde ve ulusal paraya olan güvenin sağlanmasında başarılı olmakla birlikte, tek başına yeterli değildir. Bu yüzden para kurulu sistemine geçmeden önce makroekonomik yapıda ve devletin kurumsal yapısında önemli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Bunların başında; bütçe açıklarının kapatılması, devletin borçlanma gereğinin azaltılması ve devletin yapısının kurumsal olarak reorganizasyonu gelmektedir. Bunları gerçekleştirmek için; özelleştirme, vergi reformu, sosyal güvenlik reformu, yerel yönetimler reformu, ücret ve istihdam politikası ile ilgili

düzenlemeler yapılmalıdır (Akyazı, 1998). Türkiye’de olası para kurulu sistemi uygulamasında; finansal piyasaların ve dolayısıyla finansal araçların yeterince gelişmemiş olması, ekonominin içsel ve dışsal şoklara karşı savunmasızlığı, kamu kesimi borç stokunun yüksekliği ve yapısı sistemden etkili sonuçlar almayı önlemektedir. Merkez bankasının, para kuruluna çevrilmeden önce yeterli miktarda döviz rezervi bulundurması gerekmektedir. Merkez bankası bilançosunda yer alan rezerv para büyüklüğü Mayıs 2007 itibariyle yaklaşık 61 milyar Amerikan doları döviz rezervi bulunması nedeniyle para kurulu sistemi uygulanabilirliğinde rezervler açısından bir sorun çıkmaz.

Türkiye için para kurulu sisteminin tartışılmaya başlamasından itibaren, sisteme karşı olanların çokluğu göze çarpmıştır. Bu olumsuz görüşe katılanların argümanları şunlardır;

- Para kuruluna geçişte parasal tabanı destekleyecek yeterli döviz miktarı bulunmamaktadır.
- Para kurulu sistemine geçilmeden önce gerçekleştirilmesi gereken; özelleştirme, vergi reformu, mahalli idareler reformu, sosyal güvenlik reformu, devletin kurumsal yapısının reorganizasyonu yapılmalıdır.
- Para kurulu sistemine geçilmesi halinde; finansal piyasalar iç ve dış konjonktürel dalgalanmalara karşı savunmasız hale gelecektir.
- Para kurulu sistemine geçişle birlikte ulusal ekonomi politikaları, seçilecek olan rezerv ülkenin ekonomi politikalarına bağımlı hale gelecektir.
- Enflasyon oranının optimal seviyeye indirilmeden para kurulu sistemine geçilmesi, zaten değerli olan YTL’nin daha da değerli gelmesine yol açacak ve dolayısıyla ülkenin uluslar arası rekabet gücü azalacak, dış ticaret olumsuz etkilenecektir.
- Para kuruluna geçiş için gerekli hukuki altyapı yoktur.
- Para kurulu sistemine geçilmeden yapılması gereken reformların gerçekleştirilmesi halinde, para kurulu sistemine geçmek yerine, karşılıksız emisyon yapmamak ve merkez bankasının bağımsızlığını sağlayarak da para kurulu benzeri bir sistem uygulamaya konulabilir.

Para kurulu sisteminin uygulanmasına yönelik argümanlar ise şunlardır;

- Para kurulu sistemi kamu bütçesine disiplin getirebilir.
- Para kurulu sisteminin özellikleri olan; sabit döviz kuru, %100 karşılık sistemi ve tam konvertibilite ulusal paraya daha fazla itibar kazandırabilir.

- Avrupa Birliğine uyum süreci içerisinde rezerv paranın Euro olarak seçilmesi, Euro bölgesine adaptasyonu kolaylaştırabilir (Akyazı, 1998).

Para kurulu sisteminin Türkiye’de uygulanabilirliğinin destekleyenler, rezerv para olarak Euro’nun seçilmesinin, Euro bölgesine adaptasyonu kolaylaştıracadığını savunmaktadır. Söz konusu bu avantajlar ise; mali açıklarını monetarizasyonun önlenmesi, bte açıklarına ve toplam kamu borcuna sınırlama getirmesi, bölge içi ticaret hacmini artırmasını örnek göstermektedirler. Bir başka avantaj ise Euro’nun uluslar arası dövizler karşısında dalgalanmasıdır. Böylece olası dönemsel üretim dalgalanmaları durumunda Euro bölgesine dâhil ülkelere esneklik sağlar. Fakat bu tercihin dezavantajı da bulunmaktadır. Bu dezavantaj ise; ülkelerin tek başlarına kur politikası belirleyememesi nedeniyle ülke kendine özgü (idiosyncratic) bir şoka maruz kalırsa nominal kurlarda ayarlama yapamamasıdır (Arat, 2003).

Son yıllarda ülkemizde cari açığa dayalı büyüme strateji tercihi yapıldı. Siyasal istikrarın sağlanması ve yüksek oranda sıcak para girişiyle YTL daha değerli hale geldi. YTL’nin değerlenmesi faizler üzerinde yukarı doğru bir baskı oluşturdu. Bu durumda sağlıklı bir büyüme için gerekli olan yatırım ve verimlilik artışları, dengeli bölgesel kalkınma, bte riskleri, düşük oranda kamu borç stoku v.s öğretilere ne oldu? O halde bütün bunlar sağlandığı zaman para kurulu sistemine ihtiyaç olacak mı? Sistemde para politikası yurtiçi olaylarla odaklanmaz. O zaman gelişmekte olan ülkelere birçok makroekonomik sorunun zmne para politikası yardımcı olmayacak mı? Para kurulu sistemi finansal istikrarı sağlar. Bu yüzden kalkınmanın gerçekleştirilmesi için para kurulu sisteminin sıkı maliye politikası ile desteklenmesi gerekmektedir.

4. SONUÇ

Para kurulları 19.yy'da ortaya çıkışlarından itibaren birçok değişim geçirerek günümüze kadar uygulanmışlardır. Başlangıçta İngiltere'nin sömürgelerini kontrol altında tutmak amacıyla kullandığı para kurulu sistemi, daha bağımsız ülkeler tarafından da kullanılmaya başlanmıştır. Para kurulu sistemi, uluslar arası alanda kabul görmüş bir paranın rezerv para olarak seçilmesi ve sabit parite üzerinden ulusal paranın bu paraya bağlanması temel karakteristiğidir. Sistemin diğer özellikleri olan, %100 oranında rezerv bulundurma, kamu harcamalarını finanse etmemesi, ulusal para emisyonunu otomatik bir kurala bağlanması, sistemli ve düzenli bir para piyasası oluşturması, şeffaflığa sahip olması ve siyasi baskıdan arındırılmış olması para kurulu sisteminin avantajları olarak karşımıza çıkmaktadır. Para kurulu sisteminin dezavantajları ise; bağımsız bir para politikası izlenemediğı, tam dolarizasyon, finansal piyasalarda nihai ödünç vericinin yokluğu gösterilebilir. Literatürde en çok tartışılan konu ise finansal piyasalarda oluşabilecek olan olası mali krizde nihai ödünç vericiliğın eksikliği ve bu pozisyona kimin geçeceğidir? Sistemde bu sorunun cevabı hükümet olsa da, herhangi bir şekilde popülist politika izlenmesi durumunda hükümetin kredibilitesi ve piyasalara verdiği güven azalacaktır. Araştırma sonucunda ortaya çıkan sonuçlardan biriside para kurulu sisteminde ortaya çıkan küçük bankaların yaşadıkları finansal krizleri, ulusal anlamda makro ekonomik krize dönüştürmesidir.

Araştırmamız çerçevesinde incelediğimiz Arjantin, Estonya, Litvanya, Bulgaristan, Hong Kong para kurullarında, her ülkeye ait özellikler dikkate alınmadığı takdirde genel olarak enflasyonla mücadelede para kurulu sisteminden etkin olarak faydalanmışlar ve çok kısa bir zaman içerisinde hiper enflasyondan tek haneli rakamlara ulaşmışlardır. Ancak ulusal paranın aşırı değerlenmesinden kaynaklanan ödemeler bilançosu açıklarına karşı sistem teoridekinin aksine kapanmamış, artmıştır. Ödemeler bilançosundaki dengesizliklere ek olarak her ülkenin uygulama süresi içinde yaşadığı küresel krizler karşısında Ortodoks para kurulu sistemi uygulamasından, nihai ödünç vericiliğın olmadığı para kurulu benzeri sisteme geçmişlerdir. Para kurulu benzeri sistemde piyasalara yapılan müdahaleler, sistemin otomatik ayarlama mekanizmasını bozmuştur. Para kurulu sistemi uygulayan ülkeler, küresel kriz ortamları haricinde, yüksek büyüme hızları elde etmiştir. Sağlanan yüksek büyüme hızının altında yatan nedenler ise yabancı yatırımcılardaki güven artışı ile birlikte dolaylı ve dolaysız sermaye yatırımlarının para kurulu ülkesine yönelmesi, para kurulu ülkesi enflasyon ve faiz

oranlarının rezerv ülke enflasyon ve faiz oranlarına yaklaşmasıdır (düşmesidir). Para kurulu sistemi nihayetinde bir para politikası aracı olduğu için sistemi uygulayan ülkelerde işsizlik oranlarında azalma görülmemiştir. Ancak bu noktada para kurulu sisteminin, toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkileri ve bu göstergelerinde işsizlik oranı üzerindeki etkileri göz ardı edilmemelidir. Kamu kesimi borçlanma göstergelerinde ise Estonya, Litvanya, Bulgaristan, Hong Kong para kurulları kamu kesimi borçlanma gereğini ve kamu borç stoku/ GSYİH oranını düşürmüşlerdir. Arjantin borç göstergelerinde ise ülkenin kendine özgü nedenlerinden dolayı artmıştır.

Ortodoks para kurulu sistemi ile tipik merkez bankası arasında çok keskin farklar bulunmaktadır. Para kurulu sistemi kamu harcamalarını finanse etmemesi, ulusal para emisyonunu otomatik bir mekanizmaya bağlaması, merkez bankacılığı uygulamasına büyük avantaj sağlamaktadır. Merkez bankacılığı uygulaması ise bağımsız bir para politikası uygulama avantajı ile kendi üstünlüğünü ortaya koymaktadır. Oktar'ın da (2001) araştırması sonunda vardığı genel kanı ve çalışmamızın teorik açısından ve teoriyi temel alarak incelediğimiz ülke örneklerinden çıkan sonuç şudur; para kurulu sistemi uygulamaya başlamadan önce kamu kesimi borç stoku azaltılmalı ve sistemi uygulayacak ülkenin finansal piyasanın gelişmiş olması gerekmektedir. Ülkelerin özellikle gelişmekte olan ülkelerin para kurulu sistemi tercih nedenleri hiper enflasyonla mücadeledir. Söz konusu bu ülkelerde enflasyonun nedeni ise kamu borç stokunun merkez bankası kaynakları kullanılarak kapatılmasıdır (bütçenin monetarizasyonu). Para kurulu sistemine geçmeden önce uygulamada var olan merkez bankalarına bağımsızlık kazandırılması durumunda merkez bankacılığı uygulaması veya bir başka açıdan dalgalı kur uygulaması para kurulu sistemi uygulamasından daha avantajlıdır. Çünkü bağımsız merkez bankacılığı uygulamasında bağımsız bir para politikası izlenebilir ve yurt içi olaylara, içsel ve dışsal şoklara karşı daha etkin mücadele edilebilir.

Para kurulu sistemini uygulayan ülkelerin (Estonya, Litvanya, Bulgaristan) sistemi tercih nedenlerinden bir diğeri de parasal birlik içerisine (Euro Bölgesine) girmek istemeleridir. Söz konusu bu ülkeler rezerv para birimini Euro olarak seçmişler ve Euro bölgesine adaptasyon sürecini kolaylaştırmada para kurulu sisteminden büyük fayda sağlamışlardır.

Para kurulu sistemi ÷lkede çıkacak bir krize karşı g÷vence vermez. Sistemle birlikte, faiz dışı fazla veren sıkı bütçe politikası, yapısal reformların sağlanması katma değeri yüksek olan malların ihracatın ve siyasal istikrarın sağlanması gerekir. Aksi halde, yurtiçi sorunlara duyarsız kalan para kurulu sağlıklı sonuçlar vermez. Bununla birlikte ulusal parada likidite sorunu cari açığı tetikler ve makro ekonomik krize yol açar.

Ulusal paranın aşarı veya eksik değerlenmesinin çözümünde ÷lkenin makro ekonomik yapısı öne çıkmaktadır. Söz konusu problemin çözümü fiyat ve ücretlerin esnekliği ile kurun bağlanmadan önce serbest bırakıldığında yani başlangıç kurunun optimal seviyede belitlenmesi ile giderilebilir.

Araştırmanın Türkiye ayağı ile ilgili görüşlere üçüncü bölümün sonunda yer verilmiştir. Özet olarak şunları söyleyebiliriz; Euro bölgesine adaptasyon amacıyla Para Kurulu sistemine geçilebilir. Ancak sistemin uygulanmasının ön koşulları olan kamu borç stoğunun düşük seviyelerde olması, finansal piyasalarda yeterli seviyede derinlik olması gerektiği ve bunun finansal araç çeşitliliğini gerektirdiğinden, günümüzde Türkiye için makro ekonomik göstergeler göz alındığında Para Kurulu sistemi etkin olarak işlemez ve sistemden sağlanan fayda sınırlı düzeyde kalır.

Kaynakça

AKYAZI, H., (1999), “ Para Kurulu Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma”, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:214

ALONSO-GAMO P., FABRIZIO S., KRAMARENKO V., WANG Q., (2002), “ Lithuania: History and Future Of The Currency Board Arrangement”, IMF Working Paper No: WP/02/127, <http://www.imf.org>

ARAT K., (2003), “ Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi Ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, , <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/kursadarat.pdf>

ASLAN Ö., KÜÇÜKAKSOY İ., (2006), “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, İstanbul Üni. İ.İ.B.F. Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı:4

BARIŞIK S., (2001), “ Para Kurulu Sistemi, Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri”, G.Ü. İİBF Dergisi No:2,

BATIZ L., SY N.R, (2000), “ Currency Boards, Credibility And Macroeconomic Behavior ”, IMF Working Paper, No:WP/00/97, <http://www.imf.org>

BDDK, (2006), “ Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2006”, Sayı:3, www.bddk.org.tr

BOZKURT H., DURSUN G., (2006), “ Türkiye’de Para Krizinin Öncü Göstergeleri:Erken Uyarı Sistemi”, Avrupa Araştırmaları Dergisi, Cilt:14, Sayı:1

CHANG K., (2003), “ The System Of Currency Board: The Experience Of Argentina”, Management Division, Le Moyne College Working Paper Series No: WP2003-06, http://www.lemoyne.edu/library/mgmt_wp/wp2003-006.pdf

CHUI P., (2000), “ Hong Kong’s Experience In Operating TheCurrency Board System”, HKMA Working Paper No:3/2000, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2001/err/eng/chiu.pdf>

DAMILL M., FRENKEL R., MAURIZIO R., (2002), “ Argentina: A Decade Of Currency Board, An Analysis Of Growth, Employment And Income Distribution ”, International Labour Office Geneva Employment Paper No:2002/42, <http://www.ilo.law.cornell.edu/public/english/employment/strat/analysis/macropubl.htm>

DICKEY D. A., and FULLER W. A., (1981), “Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Econometrica*, Vol. 49, No. 4, pp.1057-1072.

DOĞAN Ç., “ Fiyat İstikrarı Sorunsalı: Merkez Bankası Eksenli Çözüm Stratejileri”, Nobel Yayınları, No:579, Şubat 2005

DOMÍNGUEZ M., (2001), “Argentina: Currency And Future Challanges”, International Financial Policy, http://www.iadb.org/laeba/downloads/WP_2_2002

- ENOCH C., GULDE A-M., (1997), “ Making A Currency Board Opertional”, IMF Paper On Policy Analysis And Assessment, No:PPAA/97/10, [http// www.imf.org](http://www.imf.org)
- ENOCH C., GULDE A-M., (1998), “ Are Currency Boards A Cure For All Monetary Problems”, IMF Finance&Development Sayı:4, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/12/enoch.htm>
- ESEN O., (2005), “ Bankacılık Krizleri, Yeniden Yapılandırma Prgramları ve Türk Bankacılık Sektörü”, Ege Sanayici ve İşadamları Derneği, Yıl:1, Sayı:1
- FELDSTEIN M., (2002), “ Argentina’s Fall ”, National Bureau Of Economic Research Working Paper No:2, <http://www.nber.org/papers/w2>
- GÖKER Z., (2003), “ Kamu Borç Stokunun Azaltılmasında Maliye Politikalarının Rolü”, Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Yıl:10,
- GRANGER C. W. J., (1969), “Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods”, *Econometrica*, Vol. 37, No. 3, pp. 424-438.
- GREENWOOD J., (2006), “ Currency Boards- The Case Of Hong Kong ”, INVESCO Briefing Paper, http://www.cardiff.ac.uk/carbs/econ/matthewsk/km_teaching.html
- GULDE A-M., (1999), “ The Role Of The Currency Board In Bulgaria’s Stabilization”, IMF Policy Discussion Paper No: PDP/99/3, [http//www.imf.org](http://www.imf.org)
- GULDE A-M., KAHKONEN Juha, KELLER Peter, (2000), “ Pros And Cons Of Currency Board Arrangements In The Lead-up To EU Accession Participation In The Euro Zone”, IMF Policy Discussion Paper No: PDP/00/1, [http//www.imf.org](http://www.imf.org)
- GÜNAYDIN İ., (2004), “ Bütçe Açıkları Enflasyonist midir? Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sos. Bil. Enst. Dergisi Cilt:6, Sayı:1,
- HANKE S., (2000), “ The Disregard For Currency Board Realities ”, Cato Journal, Sayı:20, No:1, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj20n1/cj20n1-7.pdf>
- HANKE S., SCHULER K., (2001), “ Currency Boards For Developing Countries: A Handbook ”, ICS Press, [http//www.dollarization.org](http://www.dollarization.org)
- IMF, (1999), “ Republic Of Lithuania: Selected Issue And Statistical Appendix”, IMF Country Report No: 99/96, [http//www.imf.org](http://www.imf.org)
- IMF, (2003), “ Republic Of Lithuania: Statistical Appendix”, IMF Country Report No: 03/294, [http//www.imf.org](http://www.imf.org)
- IMF, (1999), “ Republic Of Estonia: Staff Report For The 1999 Article 4 Consultation”, No: 99/59, , [http//www.imf.org](http://www.imf.org)
- IMF, (1998), “ Republic Of Estonia: Selected Issue And Statistical Appendix”, IMF Country Report No: 98/12, [http//www.imf.org](http://www.imf.org)

- IMF, (2000), “ Estonia Second Review Under The Stand-by Arrangements”, No:01/14, <http://www.imf.org>
- IMF, (2001), “ Bulgaria: Selected Issues And Statistical Appendix”, IMF Country Report No:01/54, <http://www.imf.org>
- IMF, (2002), “ Bulgaria: Selected Issues And Statistical Appendix”, IMF Country Report No:01/173, <http://www.imf.org>
- IMF, (2003), “ Republic Of Estonia: Selected Issues And Statistical Appendix”, IMF Country Report No:03/331, <http://www.imf.org>
- IMF, (2003), “ Republic Of Lithuania: Selected Issues And Statistical Appendix”, IMF Country Report No:03/294, <http://www.imf.org>
- IMF, (2002), “ Republic Of Lithuania: Statistical Appendix”, IMF Country Report No:02/9, , <http://www.imf.org>
- IMF, “ Argentina: Recent Economic Developments”, IMF Country Report No:98/38, 1998, <http://www.imf.org>
- IMF, (2000), “ Argentina: Selected Issues And Statistical Annex”, IMF Country Report No:00/160, <http://www.imf.org>
- IMF, (2005), “ People’s Republic Of China-Hong Kong Special Administrative Region: Selected Issues ”, IMF Working Paper No:05/02, <http://www.imf.org>
- IRWIN G., (2001), “ Currency Boards And Currency Crises ”, Oxford University, <http://www.rgemonitor.com/asiacri2.pdf>
- İNAN A., (2002),“ Arjantin Krizinin Sebepleri Ve Gelişimi”, Bankacılar Dergisi, Sayı:42,
- KARASOY A., (1996), “ Para Kurulu Sisteminin Uygulanması”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No:9622, <http://www.ideas.repec.org/p/tcb/dpaper/9622.html>
- KNÖBL A., SUTT A., ZAVAİCO B., (2002), “ The Estonian Currency Board: Its Introduction And Role In The Early Success Of Estonia’s Transition To A Market Economy”, IMF Working Paper No:WP/02/06, <http://www.imf.org>
- KWAN Y., LUI F., (1999), “ How Well Has The Currency Board Performed? Evidence From Hong Kong ” Hong Kong University of Science and Technology Working Paper, <http://www.ideas.repec.org/p/eab/macroe/199.html>
- KWAN Y., LUI F., (1999), “ Hong Kong’s Currency Board And Changing Monetary Regime ”, National Bureau Of Economic Research Working Paper No:5723, <http://www.nber.org/papers/w5723>
- KWAN Y., LUI F., CHENG L., (2000), “ Currency Board, Asian Financial Crisis And The Case For Structured Notes ”, Research Grant Council Of Hong Kong, No: HKU57 6217/97H, <http://www.ideas.repec.org/p/eab/macroe/214.html>

KWAN Y., LUI F., CHENG L, (1999), “ Credibility Of Hong Kong’s Currency Board: The Role Of Institutional Arrangements ”, National Bureau Of Economic Research Working Paper, <http://www.nber.org/papers/w7218>

OKTAR, S., (2001), “ Kuramda Ve Uygulamada Para Kurulu”, Bilim Teknik Yayınevi

OPPERS S.E., (2000), “ Dual Currency Boards: A Proposal For Currency Stability”, IMF Working Paper No:WP/00/199, [http:// www.imf.org](http://www.imf.org)

ÖZDEMİR A., ŞAHİNBEYOĞLU G., (2000), “ Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Tartışma Tebliği , <http://www.tcmb.gov.tr>

RAZGALLAH B.,(2000), “ Essays On Currency Board Arrangements ”, Pantheon-Assas University, http://www.irgei.org/recherche_docs

SALEH S., (2004), “ Currency Board Arrangements: Analysis And Perspective ”, Carleton University,<http://www.carleton.ca/economics/undergraduate%20programs/Honours%20essays/Saleh.pdf>

SANTIPRABHOP V., (1997), “ Bank Soundness And Currency Board Arrangements: Issues And Experience ”, IMF Paper On Policy Analysis And Assessment, No:PPAA/97/11, <http://www.imf.org>

SCHULER K., (1992), “ Currency Boards ”, George Mason University, <http://www.erols.com/kurrency>

SEPP U., LATTEMAE R., RANDVEER M., “The History And Sustainability OF CBA In Estonia”, <http://www.ideas.repec.org/p/wpa/wuwpma/0212002.html>

SEYİDOĞLU, H., “Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük”, Güzemcan Yayınları No:16

SIMONE AL., (2002), “ IN Search Of Coincident And Leading Indicators Of Economic Activity In Argentina”, IMF Working Paper No:WP/01/03, [http:// www.imf.org](http://www.imf.org)

SPIEGEL M., (2002), “ Argentina’s Currency Crisis: Lessons For Asia”, Latin America/Caribbean and Asia/Pasific Economics and Business Association Working Paper No:2 , <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2002/el2002-25.pdf>

ŞEN H., (2001), “ Enflasyonu Önlemede Alternatif Döviz Kuru Rejimleri”, Dış Ticaret Dergisi Yıl:6, Sayı:21,

TCMB, (2006), “ 2007 Yılında Para ve Kur Politikası”, <http://www.tcmb.gov.tr>

TSANG S., (2006), “ Currency Board Systems And Hong Kong’s Evolving Arrangements ”, HKMA Briefing Paper, <http://www.hkbu.edu.hk/sktsang>

VASİLEVA E., “ Currency Board And Bulgarian Experience”, Agency For Economic Analysis And Forecasting Bulgaria, <http://www.euroest.economia.unitn.it/Eaces/work/Papers/Currency%20Board%20and.pdf>

YAZGAN A., (2003), “ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Avrupa Merkez Bankaları Sistemine Uyumu”, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/arzuyazgan.pdf>

YIP S.L., (2005), “ On The Maintenance Costs And Exit Costs Of The Peg In Hong Kong ”
Economic Growth Centre Working Paper Series No: 2005/05, <http://www.hss.ntu.edu.sg/egc>

WILLIAMSON J., (1999), “ What Role For Currency Boards ”, Institute for International Economics, http://www.iie.com/publications/chapters_preview/20/3iie2229.pdf