

**ENFLASYONU DÜŞÜRME POLİTİKALARININ
MALİYETLERİ:
TEORİ, UYGULAMA VE TÜRKİYE**

Doç.Dr. Gülsün Gürkan Yay

Yıldız Teknik Üniversitesi,
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü
(gyay@yildiz.edu.tr; gulsun.yay@gmail.com)

ABSTRACT

**THE COSTS OF THE DISINFLATIONARY POLICIES:
THE THEORY, SOME COUNTRY EXPERIENCES AND
TURKEY**

The purpose of this study is to explain and discuss the costs and effects of the disinflationary (and stabilisation) policies both in the theoretical ground and in the context of country samples. This study contains three parts.

The first part reviews the recent literature on the costs of disinflation. In the second part, the experiences of some countries applying the heterodox disinflationary policies are discussed. The third part evaluates the effects and results of the IMF-based Stabilisation Programme that Turkey has been applying since December 1999.

(İktisat İşletme ve Finans, 2001 Temmuz, 16(184), 66-83'de yayımlanmıştır.)

GİRİŞ

Enflasyonla yaşamının yarattığı maliyetler kadar enflasyonu düşürme politikalarının da topluma yeni maliyetler yükleyeceği genellikle kabul edilen bir husustur. Optimum bir dezenflasyon politikasının nasıl olması gerektiği; etkilerinin/maliyetlerinin neler olacağı ve bu maliyetleri en aza indirmenin yollarının neler olabileceği konusu, yoğun teorik analizlere ve ülke deneyimlerine dayalı olsa da, son derece muğlak ve karışıktır. Karmaşıklığın nedeni, optimalite tanımının ne olduğu sorusu kadar; her ekonominin bu politikalara nasıl tepki göstereceği sorusuna da bağlıdır. Her ne kadar hazır yapılmış stabilizasyon politikası reçeteleri mevcut olsa da, bu reçetelerin ekonomiler üzerindeki etkileri, hem o günkü dünya ekonomik konjonktürü nedeniyle, hem de ekonomilerin farklı kurumsal yapıları ve ortamları ve toplumların farklı davranış biçimleri (beklentileri) nedeniyle önemli farklılıklar göstermektedir. Dolayısıyla dezenflasyon/stabilizasyon politikalarının başarılı veya başarısız olması **zamana** ve **yere** göre değişmektedir. Ancak bu politikaların başarısı için ortak olan bazı noktaların varlığı göz ardı edilemez.

Uygulanabilir ve ciddi bir stabilizasyon çabasının ön koşulu, otoritelerin ve toplumun bu politikaları gerçekten istemeleri ve buna hazırlıklı olmalarıdır. Bunun için de öncelikle hükümetin geçmiş enflasyon politikalarına kesin bir nokta koyup; enflasyon vergisine bağımlı olmayan ve parasal finansmana dayanmayan mali politikaları **kararlılıkla** benimsemesi gerekliliğidir.

İkincisi, bir stabilizasyon sürecinin hükümetin politikalarıyla toplumun tepkilerinin her zaman uyuşacağı önceden belirlenmiş kesin bir süreç olmadığının bilinmesidir. Bu süreç içinde otoriteler ve toplum sürekli olarak durumu değerlendirmek, karşısındakinin gelecekte alacağı kararları tahmin etmek ve yeni kararlar almak zorundadır. Bu da otoriteler ve diğer toplum kesimleri arasında ciddi ve kesintisiz bir haberleşmeyi/koordinasyonu ve **şeffaflığı gerekli** kılmaktadır.

Üçüncü olarak, program sürecinde uygulamaların **amaçlanmayan sonuçları** ortaya çıkabileceğinden, hükümetlerin (ve otoritelerin) program süreci boyunca sağlam taahhütlerle yeni bilgi(ve koşullara) uyarlı esnek tepkiler arasında bir denge ve seçim yapmayı öğrenme zorunluluğudur ki bu kurallar ile iradi politikalar arasında ince bir dengeyi gerekli kılmaktadır.

Son olarak, hem otoritelerin hem de toplumun geçmiş enflasyon beklentilerini kırmaları kolay olmadığından, bir programın iyice yerleşebilmesi ve beklentilerin fiyat istikrarına adaptasyonu zaman almakta ve programın performans testinden geçmesi gerekmektedir. Her zaman geriye dönüşler mümkün olmakta ve geçiş dönemi belirsizlikleri hükümetlerin gelecekte alacakları politika tedbirlerini uygulayabilme kapasitesini sınırlayabilmektedir. Bu da en önemli önkoşul olan **güvenilirliği** ortadan kaldırmaktadır. Her dezenflasyon politikası otomatik olarak istikrar sağlamayacaktır.

Bütün bu hususlar son bir yıldır herhalde en çok Türkiye toplumunu, iktisatçısını, politikacısını ve hükümetini ilgilendirmektedir. Bir yıl önce başlatılmış olan istikrar politikalarına olan güvenin sarsılmış olduğu ve başlangıçta hükümete ve programa açılan kredinin hızla geri

çekildiği son aylarda dezenflasyon / stabilizasyon politikalarının değerlendirilmesi özel bir önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı, dezenflasyon/stabilizasyon politikalarının etkileri/ maliyetleri üzerine teorik bir yaklaşım sunmak; geçmişte (ve halen) enflasyonu düşürme politikası tecrübesi yaşamış olan ülke örneklerini araştırmak ve bu iki çerçevede Türkiye'nin deneyimini değerlendirmektir.

I. TEORİK ÇERÇEVE

Geleneksel Phillips eğrisi, ücret (ve fiyat) lardaki değişme ile İşsizlik arasındaki istikrarlı bir negatif ilişkiyi ifade etmektedir. Enflasyonu düşürme politikaları dikkate alındığında bu geleneksel ilişkinin geçerli olduğu (özellikle 1979–1983 arasında Avrupa'da ve Amerika'da yaşanan dezenflasyon deneyimlerinde) gözlenmiştir. Bu durumda, bir dezenflasyon politikasının üretimi düşürüp işsizliği arttıracığı sonucu genel kabul görmeye başlamıştır. Enflasyondaki %1 lik bir düşüşün işsizlikte (ve üretimde) yarattığı değişim genellikle sacrifice **ratio** (fedakarlık oranı) olarak nitelendirilmeye başlanmıştır.

Geleneksel Phillips Eğrisinin eleştirisi olan ve artık kendisi de geleneksel olan Expectation-Augmented Phillips Curve (Beklentilerle-Geliştirilmiş Phillips Eğrisi) yaklaşımı ise, dezenflasyon politikalarının kısa dönemde üretimde düşüş(resesyon) ve işsizlik yaratsa bile, uzun dönemde enflasyonist beklentilerin ayarlandığı bir doğal işsizlik oranında ekonomilerin dengeye geleceğini; dolayısıyla bu politikaların sonucunun **short-time pain for long-time gain** (uzun dönemdeki kazanç için kısa dönemde çekilen sıkıntı) olacağını vurgulamaktadır. Bu yaklaşımda enflasyonist beklentiler uyumcu(adaptive) yani günümüzdeki ifadeyle geriye dönük (backward looking) beklentilerdir.

Yeni-Klasik İktisatçıların uyumcu beklentileri eleştirerek geliştirdikleri rasyonel (veya ileriye-dönük-forward looking) beklentilerle tutarlı Phillips Eğrisi ise, dikey veya dikeye yakındır; bu da enflasyonla işsizlik (ve üretim) arasında hem kısa hem de uzun dönemde negatif bir ilişkinin olmadığını ve dezenflasyonist bir politikanın işsizlik oranını etkileyemeyeceğini ifade etmektedir. LSW (Lucas-Sargent-Wallace) Hipotezine göre, enflasyonu düşürmenin ciddi bir maliyeti olmayacaktır.

Fiyatların esnek olmadığı, aksine sık değişmeye karşı dirençli olduğu (sticky) veya aksayarak (staggered) değişebildiği ve uzun dönemli (multiperiod) sözleşmelerle fiyat ve ücretlerin belirlendiği bir dünyada ise, beklentiler rasyonel de olsa, bu tür politikaların reel etkiler yaratacağı ve üretimde düşüslere yol açacağı görüşü ise, ilk Yeni-Keynesyenlerin tezleri olarak gündeme gelmiştir. Yeni-Keynesyenler, Hysteresis teziyle de dezenflasyonun işsizlik yaratacağını ve iyi bir enflasyonu düşürme politikasının ne kadar kısa süreli olursa işsizlik açısından o kadar iyi olacağını vurgulamaktadırlar: İnsanlar ne kadar uzun süreli işsiz kalırlarsa o kadar iş tecrübelerini (birikim ve hünelerlerini) kaybetmekte ve işe geri dönmeleri o kadar zor olmaktadır. Bu da doğal işsizlik oranının değişmez olmadığını; ekonomilerin değişken (ve daha üst düzeyde) bir doğal işsizlik oranında dengeye geleceklerini göstermektedir (Ball,1997:170).

Yukarıda sözünü ettiğimiz geleneksel görüşlere göre, dezenflasyonun etki ve maliyetleri kısaca şöyle özetlenebilir: Kısa dönemde, enflasyonu düşürmenin üretim ve işsizlik maliyeti

yarattığı genellikle (Yeni-Klasikler hariç) kabul edilmektedir. Bu, 1980'lerde Avrupa ülkelerindeki dezenflasyon deneyimlerinin de desteklediği bir sonuç olmuştur. Genellikle bu ilk deneyimlerin başarısız ve yüksek maliyetli olmalarının bir nedeni, parasal değişkenleri hedef alan politikaların bu değişkenleri (M_1 , M_2 , M_3) denetlemekteki güçsüzlüğü olmuştur. İkinci olarak, daha sıkı para politikalarının etkisiyle fiyatlardaki düşüşlerin reel ücret ve reel faiz oranlarını arttırması, bunların da üretimi daraltıcı yönde etkilemesidir (Howitt,1994:420). İşsizlik maliyeti de önemli olmuştur. Dezenflasyon politikasında para politikasının sıklığı ve hızı, doğal işsizlik oranı (veya NAIRU) üzerinde önemli etkide bulunmuş ve politika ne kadar sıkı ve hızı da ne kadar düşükse işsizlik maliyeti ve döngüsel üretim kayıpları hysteresis etkisiyle o kadar yüksek olmuştur (Ball,1997:171). Ancak hysteresis etkisinin ne ölçüde önemli olduğu konusunda çok tartışma vardır (Bkz.Dowd,1994:10 ve Blanchard,1997:185–191).

Bunların dışında, enflasyonu düşürmenin devlet açısından da önemli gelir kaybı maliyetleri yaratacağı öne sürülmektedir. Bilindiği gibi, devlet enflasyon yaratarak senyoraj ve enflasyon vergisi yoluyla, tam endekslenmemiş bir vergileme sistemi yoluyla ve kamu borçlarının reel maliyetlerini düşürmek yoluyla gelir elde etmektedir (Phelps'in Mali Argümanı). Enflasyonun düşürülmesi, bu gelirleri üç kanaldan azaltarak devlet için maliyet yaratmaktadır: İlk kanal, Parasal balanslar üzerindeki enflasyon vergisinin azalması nedeniyle ortaya çıkan 'senyoraj' kaybıdır. İkincisi, diğer vergilerin azalmasından doğan gelir kayıplarıdır ki, bu kişilerin diğer produktif aktifler yerine nakit balans tutmayı tercih etmelerinin teşebbüs sermayesi aleyhine azalmalar yaratarak gelir ve kurumlar vergi gelirlerini düşürmesiyle bağlantılıdır. Üçüncüsü ise, enflasyondaki azalmanın, devletin reel borç servisi maliyetini arttırmasıdır (Felstein,1997:147–149). Çeşitli ampirik çalışmalar devletin senyoraj ve diğer mali kazançlarındaki bu kayıpların, enflasyonun düşmesiyle toplumun elde ettiği kazançlardan daha düşük olduğunu hesaplamaktadırlar. Önemli olan, dezenflasyonun bu kısa dönem maliyetlerinin uzun dönemde getireceği kazançların bugünkü değeriyle dengelenmesidir (Felstein,1997:153 ve Howitt, 1994:430).

Dezenflasyon politikalarının en azından kısa dönemde üretimi azaltıp büyüme oranlarını düşüreceği ve maliyetlerinin yüksek olduğu tezinin yıllık %10'un altındaki enflasyon oranları için geçerli olduğu; buna karşılık %10'dan yüksek enflasyon oranlarında şiddetli uygulamaların bile büyüme üzerine negatif etki göstermediği, hatta ılımlı dezenflasyonların daha yüksek büyüme oranlarına yol açtığı öne sürülmektedir (Ghosh ve Phillips, 1998:704).

Son yıllarda dezenflasyonist politikaların etkileri/maliyetleri üzerine yapılan çok sayıda çalışma, geleneksel analizlerin bir kısmını da kullanarak, çok daha ayrıntılı değişkenleri dikkate alarak karmaşık modeller kurmaktadır. Asıl ilginç olan da, son geliştirilen Yeni-Keynesgil modellerin çoğunun, dezenflasyon politikalarının belli koşullarda önemli maliyetler yaratmayacağını hatta maliyetsiz olabileceğini öne sürmeleridir. Bu aynı zamanda, Geleneksel Phillips eğrisiyle Keynesyen bağların gevşemesi ve Yeni-Klasik İktisatla yeni bir yaklaşma anlamına gelmektedir. Sözü geçen son modelleri dikkate alarak dezenflasyon politikalarının etkilerini/maliyetlerini belirleyen faktörleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

Dezenflasyonun maliyetleri;

- Prensip olarak, beklentilerin veri olduğu durumda kısa-dönem enflasyon-üretim trade-off'una;

- Enflasyon beklentilerinin şekillendiği süreç ve beklentilerin biçimine (adaptif ve/veya rasyonel olup olmadığına);
- Bunlarla bağlantılı olarak, ekonomideki kurumsal yapı ve ortama (Merkez Bankasının bağımsız olup olmaması; özel sektördeki ücret/fiyat belirlenmesinin biçimi veya çok dönemli sözleşmelerin varlığı gibi);
- Uygulanan stabilizasyon/dezenflasyon politikalarının güvenilir olup olmamasına;
- Uygulanan politikaların zaman süresine (politikaların şok veya aşamalı -gradual- olup olmadığına);
- Uygulanan politikaların kullandığı nominal çapanın (anchor) ne olduğuna (Parasal değişkenler ve/veya Döviz kuruna dayalı olup olmadığına) ;
- Dışsal ekonomik koşulların (uluslar arası petrol fiyatları gibi) varlığına;

bağlıdır.

Faktörlerin çok sayıda olması, dezenflasyon politikalarının başarılı olup olmasını şartlara (yer ve zamana) bağlı kılmaktadır. Bu faktörleri ayrıntılı olarak incelemek gerekmektedir. İlk üç etkeni dikkate alan beklentilerle geliştirilmiş bir Phillips Eğrisi formüle edersek;

$$\pi_t = \alpha (y_t - y_t^*) + (1 - \beta) E_{t-1} \pi_t + \beta E_t \pi_{t+1} + u_t$$

veya,

$$y_t = y_t^* + (1 / \alpha) [\pi_t - (1 - \beta) E_{t-1} \pi_t - \beta E_t \pi_{t+1} - u_t]$$

yazılabilir (Hutchison and Walsh, 1998: 706).

Bu formülasyon, fiili enflasyon oranı (π_t) nın üç ayrı faktör tarafından belirlendiğini ifade etmektedir:

İlki, ekonominin **cari** ve **potansiyel** üretimi arasındaki farkın belirlemiş olduğu konjonktürel durum, enflasyon oranının temel belirleyicisi olmaktadır. Enflasyon bekleyişleri veriyken, enflasyonla üretim arasındaki trade-off, α parametresiyle belirlenmektedir. Beklenmeyen bir enflasyonu düşürme politikası, enflasyondaki her yüzde düşme için üretimi $1 / \alpha$ oranında y^* nin altına düşürecektir (sacrifice ratio).

İkincisi, ekonomide nominal ücretlerin saptanma biçimi, fiili (cari) enflasyonu, daha önceki dönem belirlenmiş olan (adaptive) beklentilere bağlı hale getirmektedir: $(1 - \beta) E_{t-1} \pi_t$

Üçüncüsü, eğer ekonomide çok dönemli sözleşmeler varsa, ücret ve fiyatların saptanma biçimi, ileriye dönük (looking forward) bekleyişleri (rasyonel bekleyişler) içerecektir: $\beta E_t \pi_{t+1}$ Dolayısıyla ikinci ve üçüncü unsurları dikkate alırsak dezenflasyonun üretim üzerine vurucu etkisi, hem $E_t \pi_{t-1}$ hem de $E_t \pi_{t+1}$ deki ayarlanmaların nasıl olduğuna bağlı olacaktır. Eğer dezenflasyon politikasının güvenilir (credible) olacağı ve bu güvenilirliği sürdüreceği bekleniyorsa, sacrifice ratio $1 / \alpha$ dan daha küçük olacaktır .

Bu durumda beklentilerin şekillendiği iktisadi ortam önem kazanmaktadır: Merkez bankasının bağımsızlığı; özel sektörün fiyat ve ücret belirleme davranışı veya çok dönemli sözleşmelerin varlığı gibi kurumsal ortama ilişkin özellikler de, enflasyonu düşürme politikalarının sonuçlarını etkileyecektir. Her şeyden önce merkez bankasının bağımsız olmasının bir "güvenilirlik primi" (credibility bonus) sağlayacağı ve bu tür politikaların geçiş döneminde fedakârlık oranını düşüreceği beklenir

Merkez bankasının bir dezinflasyon politikasını (para stoku büyüme oranını düşüreceğini) açıkladığını düşünelim: Fiyatların büyük firmalar tarafından saptandığı bir ekonomide, firmalar cari para stokundaki düşüşü beklemeden fiyatlarını daha yüksek bir para stoku büyüme oranına göre saptarlarsa (yani bir fiyat seviyesi ataleti yaratırlarsa) ve merkez bankasının sözünü tutacağına da inanmıyorlarsa, para stoku büyüme oranı beklenenden düşük olacak; bu durumda dezinflasyon politikasının resesyon yaratması kaçınılmaz olacaktır. Oysa merkez bankasına güven tamsa ve fiyatlar bu güvene göre şekillendirilirse, yani fiyatlardaki artış oranları parasal artış oranındaki düşüşe ayarlanabilirse, politikaların geçiş döneminde, bir fiyat seviyesi ataleti ortaya çıksa bile bir enflasyon (fiyat değişim) oranı ataleti oluşmayacak; bu durumda da dezinflasyon politikası maliyetsiz olabilecek, hatta bir boom bile yaratabilecektir (Ball,1991:443 ve Ball,1995:6 ve Fuhrer,1997). Kısaca özetlersek, merkez bankasının enflasyonu düşürmeyi beyan ettiği zamanda güvenilirliği tamsa, enflasyon beklentileri rasyonelse ve enflasyon beklentileri enflasyon oranıyla aynı miktarda değişirse, bir enflasyon ataleti yoksa, ekonomide fiyatlar yapışkan olsa bile, maliyetsiz bir dezinflasyon mümkün olabilecektir (Roberts,1997:176). Görüldüğü gibi, politikaların güvenilirliği ve geriye dönüş riskinin olup olmaması dezinflasyon maliyetleri açısından hayati önem taşımaktadır. Politikaların yaratacağı beklenen üretim kaybı (fedakarlık oranı), geriye dönme riskiyle monotonik olarak artmaktadır (Ball,1995:7).

Merkez bankası bağımsızlığının güvenilirliği arttırdığı ve enflasyonu düşürmede **güvenilirlik primi** yaratarak dezinflasyonun maliyetlerini (fedakarlık oranını) azalttığı hususunun yaygın olarak kabul edilen bir görüş olduğunu bilmekle beraber bunun çok kesin ve net bir sonuç olmadığını ve ekonomilerin koşullarına göre değiştiğini belirtmekte yarar görüyoruz: Merkez bankası bağımsızlığının yerleştiği ve düşük (ılımlı) enflasyonun var olduğu ülkelerde enflasyonu düşürme politikalarının çeşitli nedenlerle daha maliyetli olduğu ampirik çalışmalarla ortaya konmaktadır Bu ekonomilerde sağlam kurumlar nedeniyle güvenilir bir ortama alışmış olan iktisadi ajanların, fiyatların (ve ücretlerin) sık değişmesine menü maliyetler, sözleşme maliyetleri ve bilgi alma maliyetleri nedeniyle tepki göstermelerinden ve ekonomide endekslemenin yaygın olmamasından dolayı, nominal rijitlikler yüksektir. Nominal rijitlikler arttıkça enflasyonu düşürmenin maliyetleri artmaktadır (Posen,1998). Bu sonuçlar yüksek oranlı enflasyona sahip ülkelerde tam tersine dönmektedir: Fiyat ve ücret endekslemenin yaygın olduğu ve iktisadi ajan ve kurumların fiyat/ücretlerdeki sık değişimlere alıştığı yüksek enflasyonlu ülkelerde nominal rijitlikler daha az yaygın olmakta; Phillips eğrisi daha dik bir durum almaktadır. Bu durumu yaratan bir başka etken de, bu ülkelerde iktisadi ajanların sinyal alma sorunudur. Yani genel fiyatlar seviyesinin mi yoksa nispi fiyatların mı değiştiğini algılayamama/ karıştırma nedeniyle nominal şoklara daha az tepki vermeleri ve üretimin de bu durumdan çok daha az etkilenmesidir. Sonuç olarak, enflasyon oranındaki bir yükselme (veya düşmeyle) ilgili olarak ortaya çıkan bir kısa dönem **üretim etkisi (sacrifice ratio)**, sık parasal düzensizlikler yaşayan ekonomilerde çok daha küçük; daha istikrarlı parasal ortama sahip ülkelerde daha büyüktür (Hutchison and Walsh,1998:708-709).

Uygulanan anti enflasyonist politikaların zaman süresi de, maliyetlerin boyutu açısından ayrı bir öneme sahiptir. Bu konudaki görüşler oldukça farklı ve çelişkilidir. Monetaristlerin büyük çoğunluğu aşamalı bir politikayı savunmakta ve geçiş aşamasında bazı fiyat ve gelirler politikalarını önermektedirler. Yeni-Klasik ve Yeni-Keynesyenler ise, hızlı bir dezenflasyonun, özellikle de güvenilir olursa maliyetlerinin düşük olacağını öne sürmektedirler (Ball, Mankiw and Romer,1992).

Enflasyonu düşürmenin zaman süresinin önemi, ekonomide bir dezenflasyon politikası başlamadan önce yapılmış sözleşmelerin varlığı nedeniyledir. Sözleşme süreleri ne kadar uzun ve ne kadar esnek (infleksibl) ise, bu tür politikaların maliyeti de o kadar artacaktır.

Anti enflasyonist politikanın anons edilmesiyle uygulamaya geçişi arasında tüm sözleşmelerin ayarlanmasını sağlamak için, Merkez bankasının gecikmeye izin vermesi gerekmektedir (Posen,1998:339). Örneğin, endekslenmemiş borç sözleşmelerinden doğan borç deflasyonu durumunda, mevcut sözleşmelerin ex-post reel faiz maliyetlerinin yükselmesi, hem servetin dağılımını borçlular aleyhine bozmakta, hem de borçluların kredi maliyetlerini arttırarak iflasları teşvik etmektedir. Borç deflasyonu (maliyeti) probleminden kaçınmak için, dezenflasyonun önceden yapılmış sözleşmelerin sona ermesini sağlayacak şekilde yavaş yapılması gerekmektedir (Howitt,1991:458). Borç endekslemenin eksikliğinden doğan bu sorunlar, tersine ücret (ve kira) gibi sözleşmelerin enflasyona endekslenerek yapılması durumunda da ortaya çıkabilir. Ücretler, anti- enflasyonist politikalar başlamadan önceki dönemin fiyatlarına göre endekslenmiş olduğu için, politikaların başlangıcında reel olarak yükselecektir. Sözleşme sahipleri vade sonunu bekleme arzusundadır. Anti enflasyonist politika uygulamalarında hükümetlerin emek (ve kira) sözleşmelerinin süresini sınırlayarak ve ücret endekslemelerini geçici olarak durdurarak (veya beklenen enflasyona ayarlayarak) regüle etmesi gerekmektedir (Ball,1993:20; Howitt,1991:459).

Enflasyonu düşürme politikasının yarattığı resesyona maliyetler ve bunların ne zaman ortaya çıkacağı, bu politikaların kullandığı nominal çapanın ne olduğuna da bağlıdır. Nominal çapa, döviz kuru da, her hangi bir parasal büyüklük de olabilir. Açık bir ekonomide, parasal bir büyüklüğü (M_1, M_2, M_3) hedef alan stabilizasyon politikalarında maliyetler programın başlangıcında ödenir ve önce daralma (resesyon) gerçekleşir; genişleme sonra gelir (Recession-now versus recession-later hipotezi). Daralmanın ortaya çıkması iki önemli rijitlikten kaynaklanmaktadır: ilki, para stoku daralırken fiyat rijitliklerinin sürmesi nedeniyle artan reel para talebinin reel faiz oranlarını yükseltmesidir. İkincisi ise, nominal ücret rijitlikleri nedeniyle reel ücretlerin yükselmesidir. Ayrıca, M_1 ve M_2 'deki azalmaların enflasyonu düşürme etkisinin, döviz mevduatlarını da içeren M_3 'e göre çok daha az olduğu ve M_3 'ün hedeflendiği stabilizasyon politikalarında resesyona daha şiddetli olduğu görülmektedir (Hoffmaister and Vegh,1996:359). Döviz kuruna dayalı (döviz kurunu çapa olarak kullanan) istikrar politikalarında ise, 1970'lerin sonunda ve 1980'ler boyunca Arjantin, Şili, Brezilya, Meksika, Uruguay ve İsrail'deki uygulamalara bakıldığında, programın başlangıcında genişlemenin (boom) olduğu ve daralmanın (resesyon) daha sonra yaşandığı, yani maliyetlerin sonradan ödendiği görülmüştür. Devalüasyon oranındaki düşme **sürekli** olduğu zaman, üretim program uygulaması boyunca önce doğal oran seviyesini aşmış ve sonra doğal seviyelerine yaklaşmakta; döviz kurundaki düşme **geçici** olursa, başlangıçtaki genişlemeyi daha sonra bir daralma izlemektedir (Önce genişleme –sonra daralma döngüsü). Bu durumun nedeni farklı model kategorileriyle açıklanmaktadır:

İlki, geçmişe dönük (backward looking) beklentilere dayanan açıklamalardır: Başlangıçtaki canlanmanın temel nedeni, devalüasyon oranındaki sürekli bir düşüşün, **faiz oranı paritesi** yoluyla ülke içi nominal faiz oranlarını hemen düşmeye zorlaması dolayısıyla yurt içi reel faiz oranlarının da düşmesi, bunun da harcamalarda bir artışa (boom) yol açmasıdır. Öte yandan devalüasyon oranındaki düşme **satın alma gücü paritesine** göre enflasyon bekleyişlerinde bir düşüş yaratsa da, bu etki başlangıçta zayıf kalmakta, özellikle dış ticarete konu olmayan mallarda (nontradeable goods) enflasyon bekleyişlerinin yavaş (adaptif) ayarlanması harca artışlarıyla birleşerek enflasyonist baskıyı arttırmaktadır. İkinci aşamada ortaya çıkan daralmanın nedeni de, ticarete konu olmayan mallar/hizmetler sektörü enflasyonundaki bu yavaş ayarlanmanın (ataletin), sabit bir döviz kuruyla birleşerek, enflasyon oranını devalüasyon oranının üstünde tutması sonucu ülke içi paranın aşırı değerlenmesine yol açmasıdır: Döviz kurunun iç talebi azaltıcı etkisi, düşük faiz oranlarının talep arttırıcı etkisini aştığı sürece, ekonomi daralmaya, enflasyon da düşmeye başlayacaktır. Aşırı değerli iç paranın bir diğer önemli etkisi de, cari işlemler dengesindeki sürekli bozulmadır (Uribe,1997:198). Programın başlangıcında nominal faiz oranlarındaki düşüşün harcamalar üzerine yaptığı canlanma etkisinin, nominal faiz oranlarıyla ters ilişkili olan reel para talebi artışından kaynaklandığını öne süren modeller de bu modeli desteklemektedir: Buna göre artan para talebi nedeniyle bireyler ellerindeki yabancı para ve tahvilleri yerli paraya çevirmek istemekte; sabit kur sistemini sürdürmek isteyen merkez bankası da özel sektörün elindeki yabancı varlıkları satın alıp piyasaya yerli para süreceğinden reel para arzını arttırmaktadır. Reel para arzındaki bu artışın banka kredilerinde de artışa yol açması sonucunda, daha önce tayinlanan pek çok tüketici rahatlıkla borçlanmakta ve dayanıklı ve nihai mal taleplerini arttırmaktadırlar. Bankacılık sektörünün kredi dağıtmada doyuma ulaşmasından sonra, tüketici harcama artışları sona ermekte, bu daraltıcı etki daha önce belirtmiş olduğumuz aşırı değerli yerli paranın daraltıcı etkisiyle birleşerek, resesyon sürecini devreye sokmaktadır.

Önce genişleme –sonra daralma döngüsünü açıklayan, **Servet Etkisine** dayalı ikinci tip modellerde ise, **Ricardo Denkliği** eksikliğinin, değişken emek arzının, sermaye birikiminin ve gelecekte azalacak olan kamu harcamalarının servet etkisi yarattığı, bunun da tüketim ve üretimi daha yüksek düzeylere çıkaracağı öne sürülmektedir. Örneğin, Ricardo Denkliğinin olmadığı durumda, beklenmedik bir döviz kuru sabitlemesi, halen yaşamakta olan halkın nominal aktiflerinin (parasal balanslarının) reel değerini arttırdığından sermaye kazançları yaratır. Bu sermaye kazançlarının gelecekteki vergi yükümlülükleriyle dengelenmeyeceği (Ricardo Denkliğinin olmaması nedeniyle) bekleniyorsa, insanlar tüketimlerini arttıracaktır. Döviz kuru düşüklüğünün geçici olacağı bekleniyorsa, tüketim daha da canlanacaktır. Bu geçici yüksek tüketim, hükümet açısından rezerv kayıpları ve daha fazla net borçlanma demektir (Leiderman and Helpman, 1993:40). Bütçe açıklarını azaltmak ve bu gelir dağılımı etkilerini bertaraf etmek için çözüm ise, gelecek vergi yükümlülüklerini olabildiğince çabuk ve geciktirmeden arttırmaktır.

Geçicilik (Temporariness) Hipotezi olarak öne sürülen modellere göre, stabilizasyon politikalarına duyulan güven eksikliğinden dolayı, politikaların geçici olacağını (ileride vazgeçilebileceğini) bekleyen toplum, enflasyon oranındaki geçici bir azalma durumunda dönemlerarası ikame nedeniyle, gelecekte tüketmek yerine bugün tüketmeyi tercih etmekte, bu da toplam talepte bir artışa, devalüasyon oranının üstünde bir enflasyona, ülke içi parada reel bir değerlenmeye, ödemeler dengesinde bir açığa ve daha sonra da bir daralmaya yol açacaktır (Hoffmaister and Vegh,1996:379 ve Uribe,1997:199).

II. BAZI ÜLKE DENEYİMLERİ

Enflasyonun yüksek olduğu pek çok Gelişmekte olan ülke, geçmiş yirmi yıl içinde tekrarlayan defalar stabilizasyon politikaları uyguladılar: Bu ülkelerin başında pek çok Latin Amerika ülkesi gelmektedir: Arjantin (1979–1981; 1985–1986; 1991-); Brezilya (1985–1986; 1994 -); Şili (1978–1982); Meksika (1987–1994) ve Uruguay (1978–1982; 1990-). Bunların dışında İsrail'in (1982–1983 ve 1985-) ve 1990 sonrasında da eski Doğu Bloku ülkelerinin bu kervana katıldığını biliyoruz. Birbirlerinden yapısal olarak çok farklı olan bu yüksek enflasyonlu ülkelerin önemli bazı ortak özellikleri paylaştıkları görülmektedir: Bunların başında, enflasyonun yüksek bütçe açıklarıyla birlikte görülmesi gelmektedir. Her ne kadar bütçe açıklarıyla enflasyon arasında pozitif bir ilişkinin varlığı konusunda kesin bir yargıya varmak mümkün değilse de, yüksek enflasyonun yüksek bütçe açıklarıyla bir arada görüldüğü açıktır. İkinci bir özellik, bu ülkelerin yüksek bir iç ve dış borç yükü olmasıdır. Dış borcun yanı sıra genellikle bu ülkelerin yüksek bir ödemeler dengesi açığı vardır. Dördüncü olarak, bu ülkelerde enflasyon oranlarındaki artışa uyumlu sürekli bir nominal ayarlanma (resmi veya resmi olmayan bir endeksleme) vardır. Bu durum enflasyon ataleti yaratmaktadır. Son olarak, bu ülkelerin genellikle geçmişte birkaç kez denenmiş ve başarıya ulaşmamış enflasyonu düşürme çabaları olmuştur ve bu çabalar enflasyonun daha da hızlanmasıyla sonuçlanmıştır.

Heterodoks olarak adlandırılan İstikrar politikalarının temel amaçlarının başında, bütçe açıklarının MG'e oranını (%5'in altına) düşürmek; enflasyon ataletini kırmak için mevcut endeksleme düzenlemelerini kaldırmak ve fiyat istikrarını sağlamak için ücret ve fiyat kontrollerine başvurmak gelmektedir.

Bütçe açıklarını azaltmanın yolu mali disiplinden geçmektedir. Sıkı bir maliye politikası ve onu destekleyecek olan bir para politikası, stabilizasyon politikalarının temelini oluşturmaktadır. Mali Reform, kısa dönemde, kamu harcamalarını kısmayı, mevcut vergilerin oranlarını arttırıp yeni vergileri devreye sokmayı, kamu işletmelerinin ürün fiyatlarında artışları ve bütçe üzerindeki faiz yükünü azaltmak için iç borçlarda kısıntıyı gerektirmektedir. Uzun dönemde ise, özelleştirme ve dış borçların yeniden düzenlenmesi mali reform açısından önem taşımaktadır. Parasal politikalar ise, yeni bir para birimini devreye sokmak (1985'de Arjantin'de yapılan Austral planda 1000 pesoya eşit para birimi Austral, 1991'de de 1 dolara eşit olan yeni pesonun ve Brezilya'da yeni cruzadonun devreye sokulması gibi), nominal faiz oranlarını yeniden belirlemek, kamu ve özel kesime verilen kredilerin seviyesine bir tavan koymak, parasal bir büyüklükle ilgili sabit bir kural koymak, otomatik bir parasal kontrol sistemi olarak Para Kurulu oluşturmak (Arjantin) veya doğrudan doğruya enflasyonu hedeflemek gibi uygulamalar olmuştur. Bütün bu uygulamalar hayata geçerken Merkez Bankasının yapacağı veya yapamayacağı şeyleri kesin ve açık bir şekilde açıklaması ve siyasi otoriteden bağımsız karar alabilmesi güvenilirlik açısından önem taşımaktadır.

Heterodoks Politikaların ikinci bir ayağı, döviz kurunun sabitleştirilmesidir. Eksik bilginin, bozuklukların, rijitliklerin olduğu bir (gelişmekte olan) ekonomide döviz kuru hedefi parasal hedeflerden daha etkin olmaktadır. Reel para talebinin aşırı değişken ve tahmin edilemez olduğu durumda, bir parasal büyüklüğü hedeflemek; hem esnekliği azalttığı için, hem fiyatların ve

döviz kurunun geleceğini belirsiz bıraktığı için, hem de reel faiz oranlarının artışı yoluyla üretimi düşüreceği için artık önerilmemektedir. Döviz kurunun sabitleştirilmesi ise, fiyatlama kararlarını doğrudan etkileyen temel değişkenlerden birini önceden saptayarak belirsizliği azaltıp enflasyon beklentilerini düşürmektedir. Ayrıca sabit bir kuru açık bir ekonomide dış ticarete konu olan mallar enflasyonuna sınır getireceği beklenmektedir. Ancak döviz kuru sabitleştirmenin de zorlukları ve sorunları vardır: Öncelikle başlangıç döviz kurunun seçiminde zorluk vardır, eğer çok düşük olursa program çabucak güven erozyonuna uğrar; eğer yüksek olursa 'kalıntı enflasyon' riski doğar. İkincisi, döviz kurunun sabitlenmesinin enflasyon beklentilerini azaltması sonucunda para talebinin artması, sabit kuru sürdürmek zorunda olan Merkez bankasının yabancı varlıklar karşılığında piyasaya yerli para sürmesine neden olmakta, bu da enflasyon baskısını arttırmaktadır. Bu durumda merkez bankası ya enflasyonun sürmesine neden olan bu para arzı artışını sürdürecektir; ya da net iç varlıkları sınırlı tutabilmek için yüksek kamu iç borçları ve yüksek faiz oranlarına katlanacaktır. Görüldüğü gibi, dezenflasyonun başlangıç aşamasında, parasal sterilizasyon toplam talebi düzenlemekte riskli ve pahalı bir yol olmaktadır. Üçüncüsü, para otoriteleri sabit döviz kuru devreye sokarken, döviz kurunun geçici bir süre için mi, yoksa süresiz olarak mı sabitlendiği konusuna karar vermelidirler. Geçici bir süre için sabitleme, "çapa"nın ne zaman kaldırılacağı sorusunu açık bırakmaktadır: Bu, "peso-problemi" diye adlandırılan, faiz oranları ve fiyatların keyfi bir devalüasyon olasılığına karşı risk primi içermesi durumunu yaratacaktır. Öte yandan, enflasyonun uluslar arası bir düzeye ineceğini ve reel döviz kurunun sürdürülebilir bir değerde kalacağını umarak, belirsiz bir süre için döviz kuru sabitlemek de oldukça tehlikeli bir teşebbüs olmaktadır (Heymann and Leijonhufvud,1995:126).

Döviz kurunun (veya onun değişim oranının) sabitleştirilmesinde çeşitli uygulama biçimleri olmuştur. Örneğin İsrail'de başlangıçta Temmuz 1985'te %20 devalüe edildikten sonra, 1\$=1,5 şekel olarak sabitleştirilmiştir. Ağustos 1986'da şekel, İsrail'in ticaretinde ağırlığı olan beş ülkenin paralarından oluşan bir sepete göre sabitlenmiştir. Ocak 1987'de yeni açılan bir istikrar paketine göre sepet uygulaması devam ettirilerek, şekel %10 devalüe edilmiş ve 1\$=1.65 şekel olmuştur (Leiderman and Helpman, 1993:24 ve Beckerman,1992:169).

Şili ve Meksika'da daha farklı uygulamalar olmuştur: Şili'de şubat 1978 ile haziran 1979 arasında enflasyon oranının altında ve önceden bildirilen oranlarda devalüasyonlar yapılmış; haziran 1979'dan sonra ise 1\$=39 peso olarak belirsiz bir süre için sabitleştirilmiştir. Meksika'da farklı bir kalıp uygulanmıştır: Şubat/Aralık 1988 arasında nominal döviz kuru, anti-enflasyonist politikanın temel çapası olarak sabitleştirildi. Ocak1989 ile kasım 1991 arasındaki dönemde ise, peso bilinçli bir şekilde enflasyon oranının altında olarak ve önceden saptanmış miktarlarda ve giderek azalarak devalüe edildi:1989'da her gün bir peso, 1990'da 80 cent, 1991'de önce 40 sonra 20 cent olmak üzere devalüasyon miktarı azaltıldı. 1991 Kasımında sisteme bazı esneklikler eklenerek, tavan ve tabanı belli bir döviz kuru bandı benimsendi. 1993 ekimine kadar fiili peso/dolar paritesi istikrarlıydı ve bandın ortalarında kalıyordu. 1994'te siyasi ve diğer gelişmelerin sonucunda, döviz kuru baskı altında kaldı; bandın üstüne doğru hareket etti; bandın genişletilmesi çabası gecikme nedeniyle başarılı olamadı (Edwards,1998:682).

Heterodoks politikaların üçüncü ayağı ise, ücret ve fiyatların dondurulması, ayarlanması veya kontrolünü içeren gelirler politikasıdır. Özellikle kamu mallarına ait fiyatlarda başlangıçta bir defalık ayarlama yapılarak, fiyatların belli bir dönem dondurulması gündeme gelmektedir. Özel sektör fiyatlarında ve ücretlerde ise, bir endeksleme yerine hükümet, işverenler ve sendikalarla birlikte anlaşmaya vararak bazen ücret ve fiyatların dondurulmasını, bazen de bir

hedef saptayarak aşamalı olarak ayarlanmasını sağlamaktadır. Bilindiği gibi, ekonomide açık veya gizil olarak yapılmış uzun (orta) dönemli sözleşmelerin varlığı, enflasyon beklentilerinin kırılmasını engelleyip geciktirerek bir enflasyon ataletini beslemektedir. Dozu dikkatli ayarlanan ve geçici olması sağlanan güvenilir bir gelirler politikasının enflasyon ataletini kırmakta önemli rolü olacaktır (İsrail ve Arjantin'deki fleksibl idari fiyatlar uygulaması olumlu sonuçlar vermiştir.). Ancak bu politikaların kuyruklar, kıtlıklar ve karaborsa yaratma riski de vardır (1986 Brezilya Cruzado planında olduğu gibi). Özellikle bir istikrar politikasının sözleşmelerin ileriye veya geriye dönük beklentilere bağlı olarak endekslenmesini sağlaması, politikaların sonuçları üzerinde etkili olmaktadır. İleriye dönük beklentilere dayanan sözleşmeler (Meksika örneğinde ekonomik ve sosyal anlaşmanın-*Pacto*- sonucunda olduğu gibi) enflasyon ataletinin kırılmasında olumlu etki yapmaktadır.

Temel ögesi döviz kuru çapası olan bu istikrar politikalarının ilk etkileri, sonuçları başarılı olsun veya olmasın, genellikle aynı paralelde olmuştur: Enflasyon oranı hedeflenen devalüasyon oranına yakınlaşması yavaş olmaktadır; reel döviz kurları aşamalı olarak düşmüş ve yerli para değer kazanmıştır; dış ticaret dengesi bozulmaktadır; ülke içi harcamalarda aşırı genişleme olmakta; aşırı değerlenen yerli parayla yavaş ayarlanan enflasyon birleştiğinde daralma etkisi ağır basmaya başlamaktadır (Uribe,1997:198).

Geçmişten günümüze uygulana gelen döviz kuruna dayalı heterodoks istikrar politikalarının çoğunlukla sorunlarla ve krizlerle sona ermesi bu politikalara olan güveni zedelemiştir. Özellikle 1994'te Meksika'da yaşanan kriz ve başarılı örnek olarak gösterilen Arjantin uygulamasının son durumu da bu güvensizliği pekiştirmektedir (Economist,2000). Uygulama tecrübelerinden alınan dersler, sabit bir döviz kuru politikasının mutlaka tutarlı para ve maliye politikalarıyla desteklenmesi gereğini; dikkatli ve (ileriye dönük) beklenen enflasyona ayarlı bir gelirler politikasını ve politikalara tam güvenin (siyasi ve ekonomik istikrarın) zorunlu olduğunu ayrıca bu ülkelerin uygulama süreci içinde yapısal sorunlarını aşması gerektiğini ortaya koymaktadır.

III. TÜRKİYE: ARALIK 1999 İSTİKRAR PROGRAMI ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Yukarıdaki teorik ve uygulamalı değerlendirmelerin ışığında son bir yıldır enflasyonu düşürme politikası uygulaması yaşayan ülkemizin durumunu irdelemeye çalışacağız. Bilindiği gibi, 1999'un Aralık ayında IMF ile yapılan Stand-By anlaşmasından önce, Türkiye 1998 Temmuz ayında başlayan Yakın İzleme Anlaşmasıyla bütçe, para politikası ve yapısal reformları içeren ve enflasyonu dizginlemeyi hedefleyen bir yola zaten girmişti. 1998'in ilk yarısında rezerv parada ilan edilen bir hedef bandıyla, yılın ikinci yarısında ise Net İç Varlıkları hedefleyen para programıyla Merkez Bankası, kamu açıklarının hiçbir zaman parasallaştırılmayacağı mesajını veriyordu. Siyasi otoritenin de bütçe disiplinine dikkat etmesi (özellikle 1999'un ikinci yarısında) ve bazı vergi kanunlarıyla Tahkim yasasını çıkarması bu konudaki kararlılığı pekiştirmiştir. 1998'de yıllık enflasyon oranı %68 ve 1999'da ise %67'ye inmiştir.

9 Aralık 1999'da Uluslararası Para Fonu'na sunulan niyet mektubu ile başlayan Stabilizasyon Programı ise, yukarıdaki çerçevenin çok daha ayrıntılı, teknik ve geliştirilmiş bir versiyonudur ve çeyrek yüzyıldır ülkenin kaderi haline gelen enflasyonu düşürme yolunda samimi ve üzerinde düşünülmüş bir niyeti yansıtmaktadır. Üç yıl sürdürülmesi üzerinde görüş

birliğine varılan anlaşmanın temel amaçları, tüketici enflasyonunu (2000 yılı sonunda %25, 2001 sonunda %12 ve 2002'de %7 ye) indirmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak olarak belirtilmiştir. Program üç temel unsura dayanmaktadır: Kamu sektörü temel fazlasını mümkün olduğu kadar yüksek tutmak için sıkı bir maliye politikası; sıkı bir para ve döviz kuru politikası; ilk iki politikayı destekleyen tutarlı gelirler politikaları ile yapısal reformlar.

1999'da GSMH'nin %-2.8'i olan kamu sektörü temel fazlasını, 2000 yılında GSMH'nin %1.5'u olarak tahmin edilen deprem harcamaları hariç, GSMH'nin %3.7'sine yükseltmek için, kamunun faiz yükünü düşürmek öncelikli olmaktadır. Bu amacın gerçekleştirilmesinde 26 Kasım 1999'da onaylanan vergi paketinin ve deprem nedeniyle devreye girecek olan ek vergilerin ve yine Eylül 1999'da yasalaşan sosyal güvenlik reformunun olumlu katkılarının yanısıra, personel ve diğer cari harcamalardaki kısıntıların önemi büyük olacaktır. Bunların yanısıra dış borcu iç borç yerine ikama ederek ve kapsamlı bir özelleştirme (GSMH'nin en az %3.5'una karşı gelen şekilde 7.6 milyar ABD doları gelir getirecek) programı yaparak da bu amaç desteklenecektir.

Para ve döviz kuru politikaları ise, geleceğe dönük belirsizliği azaltmak için önceden taahhüt edilmiş hedefleri belirleme ve bunu yaparken de gereksiz katılıklara yol açmayacak şekilde esneklik sağlama ve vadeyi önceden saptama ilkelerine dayandırılmıştır. Buna göre, fiyatlama kararlarını etkilemede çok önemli role sahip döviz kurunun "çapa" olarak kullanılması ve bu yolla fiyat ayarlamalarının kurdaki değişime yaklaşmasının sağlanması benimsenmekte ve 1 ABD Doları +0.77 EURO olarak belirlenmiş bir kur sepetinin bir yıllık bir zaman için önceden ilan edilmesi yolu izlenmiştir. Programın ikinci 18 aylık dönemini kapsayan Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise, merkez parite etrafında simetrik olarak giderek genişleyen bir "band" uygulamaya sokularak daha esnek bir kura aşamalı geçişin başlayacağı belirtilmektedir. Bandın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda %7,5'a; 2002 Haziran sonunda %15'e ve 2002 Aralık sonunda %22.5'a çıkarılacaktır.

Döviz kuru politikasında olduğu gibi, para politikasında da Yakın İzleme Anlaşmasının hedefleri sürdürülmekte; temel büyüklük olarak merkez bankası bilançosundaki Net İç Varlıklar kalemine getirilen "tavan" limiti sürdürülmektedir. İlk 18 aylık dönem boyunca, net iç varlıklar, hedeflenen maksimum değeri (-1.2 trilyon TL) merkez alınarak ve bir önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün (+-) yüzde 5'inin belirlediği paralel bir bant içinde dalgalanmasına izin verilerek sürdürülecektir. "Net Uluslararası Rezervler" (Net dış Varlıklar-Bankaların Döviz Mevduatları) kalemi ise, rezervlerin düşebileceği minimum seviye (2000 yılı için bu alt sınır 12000 ile 13500milyon ABD Doları) ile sınırlandırılmaktadır. Merkez Bankasının piyasalar için TL yaratma işlemi ise, belirlenen kurdan getirilen tüm döviz almaya ve istendiğinde piyasaya döviz karşılığı TL likiditesi vermek şeklinde gerçekleştirilecektir. Bu uygulama bir nevi Para Kurulu benzeri bir uygulamadır. 2001 yılı ikinci yarısından itibaren aşamalı olarak esnetilen döviz kuru politikasıyla beraber para politikası da, net iç varlıklar hedefi de esnetilecektir. Bu esnemelerin devamında kura dayalı bir politikadan enflasyon hedeflemeye yönelik bir para politikasına geçiş amaçlanmaktadır.

Programın gelirler politikası ayağı, daha az ayrıntılı ve diğer politikaları destekleyici nitelikte saptanmıştır. Daha çok kamu çalışanları ücret ve maaşlarının, hedeflenen TÜFE ile aynı oranda artması şeklinde belirlenmiştir. Özel Sektör ücret ve fiyatları konusunda Ekonomik ve

Sosyal Konseyi çalıştırma hedefi, 2.ek niyet mektubunda Haziran 2000 olarak belirtilse de, bu uygulama hayata geçirilememiş ve özel sektör ücret artışları parçalı bir yapı göstermiştir. 18Aralık 2000 tarihli son niyet mektubunda ise, özel sektör ücret ve fiyatlandırma kararlarının enflasyon hedefine uygunluğunu sağlamak için hükümetin daha aktif rol oynayacağı belirtilmektedir.

Programın en ağırlıklı ve belki de uygulanması en zor kısmını oluşturan Yapısal Reformlar ise, öncelikle kamu finansmanını kuvvetlendirmeyi ve kamu harcamalarındaki israfı azaltmayı hedefleyen tarım ve sosyal güvenlik reformlarını, kamu mali yönetiminde şeffaflığı, vergi politikasında ve idaresinde reformu, kapsamlı bir özelleştirme programını ve bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve düzenlenmesini içermektedir.

Üç yıllık uygulama süresinin bir yıllık kısmını geride bıraktığımız dezeflasyon/stabilizasyon politikası deneyimi, olumlu ve olumsuz pek çok boyutuyla incelenmeye değer özellikler taşımaktadır

Herşeyden önce, program IMF'yle geçmişte yapılmış diğer ülkelere ait tüm deneyimlerin süzgecinden geçirilerek ve tüm ayrıntıları dikkate alınarak hazırlanmıştır. Bu programın başarısı bir bakıma IMF'nin de saygınlığı açısından önem taşımaktadır. İkincisi, Türkiye senelerdir ilk kez bu kadar geniş kapsamlı, ayrıntılı ve uzun dönemli bir uygulama için hem de üçlü bir koalisyon hükümetiyle yola çıkarken, hiç olmazsa başlangıçta programın kararlılığı ve güvenilirliği konusunda kuşkuya düşmemiştir. Bu güvenilirliğin bir yıllık süre içinde aynı ölçüde sürdüğünü söylemek güç olsa da, politikalardan geriye dönüleceği konusunda bir sinyal de olmamıştır. Ancak zaman zaman programın hükümet içinde bir muhababının (sahibinin) olmadığı yolunda eleştiriler yapılmıştır.

Bir yıllık sürecin sonunda program hedeflerini aşan veya altında kalan değişkenler olmuştur. Kamu maliyesi konusunda hükümetin program hedeflerine ciddiyetle uyması ve mali disiplini sağlaması sonucunda, kamu sektörü faiz dışı fazlası hedefi aşılmış; GSMH'nın %3,7 si yerine %4,9 olarak gerçekleşmiştir. 2001 için ise bu fazlanın GSMH'nın %5.7'si olması hedeflenmektedir.

Hedefin üstünde kalan diğer önemli büyüklükler enflasyon oranı, cari açık ve büyüme oranı olmuştur. Döviz kuruna dayalı İstikrar politikalarında başlangıçta ekonominin canlanacağı, tüketimin artacağı, enflasyon oranının istenen hızda düşmeyeceği ve cari açığın ortaya çıkacağı, yani "önce genişleme-sonra resesyon" çevriminin olacağı, programı yapanlar tarafından beklense de, beklenmeyen iç ve dış etkenler hedeflerin aşılmasına yol açmıştır. Öte yandan bu sonuçlar, bir dezenflasyon politikasından genellikle daralma bekleyen pek çok kesimi de şaşırtmıştır. Teorik bölümde ayrıntıyla anlattığımız bu tüketim artışı/büyüme/enflasyon etkisinin ülkemizde de aynı kanallardan işlediğini görüyoruz: Öncelikle, döviz kurlarındaki sabitlemenin sonucunda faiz **oranı paritesine** göre faiz oranlarının düşmesi tüketimi tasarruflar aleyhine genişletmiştir. İkinci olarak, faiz oranlarındaki düşmeyle birlikte artan nakit talebi, halkın yabancı varlıklarını bozdurup yerli paraya geçmesine, Merkez Bankasının da para arzını arttırmasına yol açmış; bankaların da kredilerini (daha az riskli olduğu için özellikle tüketim kredilerini) genişletmesine neden olmuştur. Üçüncüsü, faiz oranlarındaki düşüş halkın (ve bankaların)ellerindeki menkul değerlerin (kamu kağıtlarının) sermaye kazançlarını arttırmış ve gelecekteki vergi yükümlülüklerinin bu kazançları dengelemeyeceği düşünüldüğünden, bu servet etkisi de talebi

canlandırmıştır. Son olarak, programa duyulan güvenin tam olmaması ve mevcut uygun koşulların gelecekte ortadan kalkabileceği ihtimali de bu günkü tüketimin canlanmasına etki etmiştir. Bu talep ve harcama artışı, bir yandan ekonomiyi canlandırıp büyümeyi artırırken, öte yandan istenen hızda düşmeyen bir enflasyon yaratarak anti-enflasyonist bir politika için dezavantaj oluşturmaktadır. Enflasyondaki düşmeyi sınırlayan bir diğer etken de, dış ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerde enflasyon beklentilerinin geriye dönük olması ve uzun dönemli sözleşmelere bağlı olması nedeniyle bu sektörlerde enflasyon ataletinin sürmesidir. Sonuç olarak, %25 olması hedeflenen 2000 yılı sonu enflasyon oranı %38 olarak gerçekleşmiştir. Programın başlangıcında çok eleştirilen ve gerçekleşmesi mümkün görülmeyen % 5 -5,5'lük büyüme oranı hedefi de fazlasıyla aşılmıştır.

İstenen hızda düşmeyen ve süren enflasyonla sabit döviz kurunun birleşmesi sonucunda ise yerli para aşırı değer kazanmakta; cari işlemler açığı artmakta; bunun da daha sonraki dönemde talebi kısıcı, resesyona yol açıcı bir etki yaratacağı beklenmektedir. Gerçekten 2000 yılı sonu itibariyle 8.2 milyar \$ olacağı ve GSMH'ya oranının %1.8 olacağı hedeflenen cari açığın oran olarak %4.8 olacağı anlaşılmıştır. Cari açıkta bu beklenenden çok yüksek gerçekleşmenin altında TL'nin değerlenmesinin yanısıra, Türkiye'nin dış ticaretinin büyük bölümünü gerçekleştirdiği Avrupa Birliği ülkeleri para birimi euro'nun dolar karşısında beklenmedik düzeyde değer kaybetmesinden dolayı bu ülkelerden yapılan ithalatın (başta otomobil) artmasının ve petrol fiyatlarının 1999 'a göre üç kattan fazla yükselmesinin yattığı bilinmektedir.

Programın ilk yılının bitimine bir ay kalana kadar (Kasım 2000 başları) Programda yaşanan yukarıda belirttiğimiz tüketim, büyüme, enflasyon ve cari açıktaki ciddi hedef sapmalarının ve bazı yapısal reformlardaki gecikmelerin (Telekom satışının gecikmesi, kamu bankalarının satılmaması, Bankacılık sektöründeki düzenlemelerin gecikmesi, bütçe dışı fonların denetiminin gerçekleştirilememesi); gelirler politikasındaki yetersizliklerin bilinmesine ve toplumun çeşitli kesimleriyle sağlanması gereken diyalog ve konsensüsün ihmal edilmesine rağmen, genellikle bütün toplum kesimlerinde programın başarılı olduğu ve mevcut eksikliklerin üstesinden gelineceği konusunda güven vardı. Para ve kur politikası hedefler aşılmadan yürüyordu. İşadamları "on yıl sonrasını görebildiklerini" belirtirken, İktisatçı bilim adamları programın bazı aksaklıklarla beraber iyi yürüdüğüne, gereken önlemler alınırca sorunların aşılabacağına inanıyorlardı. IMF Heyetinin Eylül 2000'de dikkati çektiği hususlar ve alınması gereken önlemler de aşağı yukarı bu konuları kapsıyordu: Devletin tüketim ve yatırım harcamalarının daha da fazla kısılması; eğitim, sağlık ve konut gibi enflasyonda inatçı sektörler için önlemlerin alınması; tüketici kredileriyle canlanan iç talebi kısıcı politikaların uygulamaya geçmesi; özelleştirmenin hızlandırılmasının sağlanması. Bütün bunlar çok sıkı bütçe ve maliye politikası demektir. 2001 Bütçesi de IMF ile yapılan sıkı pazarlıklarla bu çerçevede hazırlandı: Buna göre, faiz dışı harcamalardaki artış %21 olarak hedeflenirken (2000'de bu artış %49.8 di) faiz ödemelerinin %17.5 azaltılacağı (2000'de bu oran +%89.3 'dü) ve faiz dışı fazlanın GSMH'nın %5'ine çıkarılacağı hedeflenmektedir. Vergi gelirlerinin ise, nominal %32.4 arttırılarak 31.8 katrilyon TL'ye yükselmesi; bütçe açığının da 2001'de GSMH'nın %3.4'üne gerileyeceği hesaplanmaktadır.

2001 yılı için saptanan diğer hedefler ise, yıl sonu itibariyle %12 düzeyinde TÜFE enflasyon oranı; %4-4.5 civarında bir reel GSMH oranı ve GSMH'nın %3.5'ünü aşmayan bir cari açık seviyesidir.

Bize göre, bütün eksikliklerine rağmen tam olmasa da güvenin sürmesindeki ve şikayetlerin dozunun zayıf kalmasındaki temel etken, bir istikrar politikasından beklenenin ve geçmişteki deneyimlerin aksine ekonominin bir daralma değil, bir büyüme trendine girmiş olması ve (sabit gelirliler hariç) toplumun hiçbir kesiminin 2000 yılı içinde dezenflasyonun maliyetlerini henüz yaşamamış olmasıdır. Ancak Kasım ayının ortasında hiç kimsenin beklememiş olduğu kısa dönemli ve küçük çaplı gibi nitelendirilen mikro temelli bir bankacılık krizi, mali kesimde yarattığı sarsıntıyla birlikte programın en sağlam ayağı olarak görülen para ve kur politikalarının da karışmasına yol açmış, programa olan güvenin ciddi şekilde bozulmasına neden olmuştur. Krizle birlikte bütün programın tekrar gözden geçirilmesi gereği doğmuş; IMF ile temaslar hızlandırılarak program desteklenmeye başlanmıştır. Başlangıçta küçük çaplı ve kısa vadeli olarak algılanan bu krizin uzun vadeli etkilerinin hiç de azımsanmayacak boyutlarda olduğu ve istikrar politikasının geleceğini etkileyeceği zaman içinde daha netleşmiştir. Önemli gördüğümüz hususları aşağıdaki gibi değerlendirebiliriz:

- Bankacılık sektöründe kısa vadeli bir likidite krizi olarak ortaya çıkan bunalımın aslında geçmişte çok öncelere dayanan ve 1995'te de ciddi sinyaller veren yapısal sorunlardan kaynaklandığı bilinmelidir. Oysa çok yakın zamana kadar "Bankacılık Sektörünün nispeten ileri bir sektör olduğunu ve değişimlere ayak uydurmakta zorlanmayacağını" düşünüyorduk. Bir Dezenflasyon politikası uygulamasına kurumların yapılarının nasıl uyumlaşacağı ve tepkilerinin nasıl olacağı konusunun dikkatlice izlenmediği; bir sürece yayılması gereken ve ince ayarlamalarla alınması gereken önlemlerin çok hızlı ve emirlerle alınmasının çözüm değil sorun yaratacağı ortaya çıkmıştır. Mikro bazda ise, risk yönetiminin önemi daha fazla belirginleşmiştir.
- Döviz kuruna dayalı politikaların belirgin özelliği olan "önce genişleme sonra resesyon" kalıbının Türkiye 'de de işlediği, 2000 yılında %6.5-7 büyüyen ve cari açıkları hızla artan ekonominin soğutulması için 2001 yılında talep kısıcı önlemlerin hızla alınması gerekliliği ortaya çıkmış, bütçe ve maliye politikaları da buna göre ayarlanmıştı. Son krizle birlikte özellikle yükselen faiz oranları nedeniyle tüketim ve yatırım harcamalarındaki daralmanın boyutlarının genişleyeceği ve ekonominin beklenenden daha erken ve daha derin bir resesyona gireceği beklenebilir. Öte yandan, yükselen faiz oranlarının bütçenin dengelerini bozacağı ve faiz giderlerini arttıracacağı açıktır. Ayrıca krizdeki bir mali sektör ve daralan bir ekonomide vergi hedeflerinin de ne kadar tutturulabileceği belirsizdir.
- 2000 yılındaki büyümeye paralel olarak programa bağlanan umutların, 2001'de sıkı bütçe ve maliye politikaları, artan vergiler, kısılan harcamalar, artan banka/borsa mağdurları, artan iflaslar, azalan üretim ve artan işsizlikle şikayetlere dönüşeceği ve maliyetlerin asıl şimdiden sonra başlıyor olmasının ve uzun döneme yayılacağı beklenmesi, bütün bunlara dayanabilecek güçlü bir siyasi irade ve politik istikrara her zamankinden daha fazla ihtiyaç duyulacağını göstermektedir.
- İçinde bulunduğumuz yıl, özellikle para ve kur politikaları açısından önem taşımaktadır. 2000 yılında bu politikadaki devamlılığın tersine, 2001'de özellikle yılın ikinci yarısından itibaren hem kur politikası bantlı sisteme geçecektir; hem de para politikasında **Enflasyon hedefleme** politikası gündeme gelecektir. Her ikisinin de yaratacağı belirsizlikler ve riskler olduğu bilinmelidir. 2000 Temmuzuna kadar bantsız kur politikası sürmesine karşılık, bankacılık krizi nedeniyle para politikasında değişiklik gündeme gelmiş, NİV 'lar hedefi etrafındaki dar bant

kaldırılmış; bu yolla para politikasının esnekliği arttırılmaya çalışılmıştır. Bilindiği gibi, 2000 yılında para politikasındaki sınırlılık, yani sadece döviz karşılığı piyasaya TL verebilme ve merkez bankasının bu sınırı ancak parasal tabanın %5 oranında aşabilmesi, piyasadaki likidite ve kısa dönemli faiz oranlarını döviz girişlerine bağlı kılmaktaydı. Bu da geçtiğimiz yılın ilk yarısında hızlı sermaye girişinin sonucu olarak piyasadaki yerli paranın artmasına, faiz oranlarının da çok düşmesine neden olmuştu. Kasım krizinden sonra, ek niyet mektubunda belirtildiği gibi bantın kaldırılması, herhangi bir döviz çıkışı ve girişi durumunda ekonomide likidite daralması (veya genişlemesi) sorununu çözecek şekilde Merkez Bankasının bant tedirginliğine kapılmadan piyasaya müdahale edebileceği anlamına gelmektedir. Bu aynı zamanda kısa dönemli faiz oranlarındaki oynaklığın bertaraf edileceğini ifade etmektedir. Bu politika değişikliğiyle, hem para politikası esnetilmekte hem de geçen seneki aşırı faiz düşüşlerinin yarattığı tüketim artışları ve cari açığın önüne geçilmek istenmektedir. Bu politika uygulamasının en yakın örneği, Niyet mektubundaki performans kriterine göre 11 Ocak 2001 için NİV rakamının hedeflenen miktarı olan 1460 trilyon liraya karşılık Merkez Bankasının müdahalelerle bu miktarı 281 trilyon lirada tutarak faizlerin düşmesini engellemesi olmuştur.

Banka krizinin boyutlarının büyümesinde para politikasındaki bu bant sınırlaması kuralının getirdiği gecikmelerin rolü olduğu genellikle kabul edilmekte ve Merkez Bankasının kuralı bozmama konusundaki tavrı bazılarınca eleştirilmektedir. Merkez Bankası ise güvenilirliğini zedelememek için doğru bildiğini yapmıştır. Bu noktada açıkça kurallar mı yoksa koşula göre değişen iradi politikalar mı tartışması yaşanmıştır. Kuralların uzun dönemli güvenilirlik açısından önemi inkar edilemese de, kısa dönemli sorunların çözümünde Yeni-Klasik iktisatçıların önerdiği gibi esnetilebilir kuralların (koşula göre uyumlaşan-contingent rules) gereği ortaya çıkmıştır. Yeni bantsız para politikası uygulamasının bu gerekliliği karşılamaya yönelik olduğunu söyleyebiliriz.

Enflasyon Hedefleme konusu ise, Kasım krizinden önce çok ciddiyetle tartışılıp gündeme oturmuştu. Krizin bu konuyu biraz rafa kaldırdığı söylenebilir de son Ek Niyet mektubunda yine üzerinde durulduğunu görüyoruz. Enflasyon Hedeflemenin önemli ön koşulları olduğunu akıldta tutmak gerekmektedir: Başarılı bir dezenflasyon dönemini takiben enflasyon oranının programın sürdürülebilirliğini sağlayacak makul bir düzeye inmiş olması; kurumsal bir alt yapı reformunun yapılmış olması; gelişmiş bir finansal sistem ve politik kurumlar; uzun geçmişli ve yoğun bir veri tabanının varlığı. Burada bağımsız veya bağımsızca hareket edebilen bir Merkez Bankasının varlığı büyük önem taşımaktadır. Ek Niyet mektubunun 30.maddesinde belirtildiği gibi, Nisan 2001 sonuna kadar çıkartılması kararlaştırılan yeni bir Merkez Bankası Kanunu, Enflasyon Hedeflemenin gereği olarak öne sürülmektedir. Bu gerekli bir girişim olsa da, diğer şartların ne kadar karşılanabileceği ve yeni bir uygulamanın işletilmesinin ne gibi sorunlar yaratacağı belirsiz kaldığı için, program açısından yeni bir belirsizlik kaynağıdır.

- 2001 yılının özellikle ilk aylarında programın işleme için gerekli olan çok sayıda yasanın çıkarılması veya yasal düzenlemelerin yapılması zorunluluğu, hedeflerin gerçekleşmesinin bu icraatlara bağlı olması, programda sıkışma ve zorlamalara yol açabilecek görünmektedir. 2000 yılında bu konularda yaşanan gecikmeler, orta vadeye yayılmasında yarar olan düzenlemelerin sıkışarak ve aceleyle yapılması 2001'in yükünü arttıracak gibi, yasal çelişmelerin yol açacağı aksamalar nedeniyle programın başarı olasılığını zayıflatacaktır.

- Bir ölçüde yukarda belirttiğimiz etkenden, büyük ölçüde de yaşanan krizden dolayı programın üç yılda tamamlanabilirliği sarsıntı geçirmiş, uzama riski ortaya çıkmıştır. Aşamalı (Gradual) politikaların en büyük riski olan geriye dönme ve politikalardan cayma sorunu sürecin uzamasıyla daha fazla önem kazanır. Şimdilik siyasi otoritenin gösterdiği kararlılık ve politika yöneticilerinin öz verili çalışmaları politikalardan vazgeçme ihtimalinin zayıf olduğunu gösterse de, vadenin uzaması Türkiye gibi siyasi sıkıntıları yoğun olan bir ülke için pek istenir bir durum değildir.
- IMF İstikrar politikalarında yaşanan çok sayıda başarısız örneğin ve bu politikaların krizlerle sona ermesinin de, Türkiye deneyimi açısından dikkate değer yönü vardır. Türkiye enflasyonu düşürme ve fiyat istikrarını tesis etme yolunda ciddi bir niyetle zor bir işe girişmiştir. Bu yolda yapacağı uygulamalar sınırlıdır ve IMF destekli olmak zorundadır. Bir çok geçmiş ve yaşanmakta olan İstikrar politikası uygulaması sorunları, elbette programın yapıcısı ve uygulayıcısı olan teknik kadronun da malumudur. Ama eldeki reçete de bellidir. Özellikle Arjantin kötü örneği Türkiye tarafından da yakinen takip edilmektedir. 1991'den beri uygulanan İstikrar programıyla aşağı yukarı bütün ev ödevlerini (kapsamlı bir özelleştirme, Para Kurulu uygulaması) yapmış bir ülkenin son bir yıldır yaşadığı yoğun resesyon, IMF yönetimli politikalara atfedilmektedir (Hanke, 2000 ve Economist,2000). Aynı şekilde, Türkiye'deki son krizde de, özellikle Para Kurulu olmadan Merkez Bankası yoluyla Para Kurulu benzeri bir politikanın uygulanmış olmasının rolü vurgulanmakta ve IMF kökenli bir fiyasko yaşandığı belirtilmektedir (Hanke,2000). Ancak bir İstikrar politikasının uygulama sonuçlarının ne olacağını her ülkenin uyumlaşma kapasitesinin, kurumsal yapısının, toplumsal davranış biçimlerinin ve dış koşulların yarattığı farklılıklara bağlı olduğunu ve bütün bu etkenlerin, politikaların başarı veya başarısızlığını yere ve zamana göre değiştirdiğini çalışmamızın başında belirtmiştik. Buna göre, kötü örnekler, uygulamalardan vazgeçmeyi değil yapılanları ve yapılacak olanları daha dikkatli değerlendirerek ve dersler alarak yoluna devam etmeyi çağrıştırmalıdır. Ayrıca Türkiye deneyiminin IMF için de son sınavlardan biri olması, bu son şansı birlikte kullanmanın getireceği çaba ve kazanımları arttıracaktır.

KAYNAKÇA

Akat, A.S. (2000):"Kriz Tartışılıyor", **Sabah**, 21 Aralık.

Akay, K. ve Yazgan, M.E. (2000):"Kura Dayalı İstikrar Politikaları:Teori ve Uygulama", **Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, Bahçeşehir Üniv. SBE, 1(2), May, 47-74.

Ball, L. (1990): "Credible Disinflation with Staggered Price Setting", **NBER Working Paper Series**, No.3555.

Ball, L. (1991):"The Genesis of Inflation and the Costs of Disinflation", **Journal of Money,Credit and Banking**, 23(3), August.

Ball, L.(1993):"What Determines the Sacrifice Ratio", **NBER Working Paper Series** No.4306

- Ball, L. (1995): "Disinflation with Imperfect Credibility", **Journal of Monetary Economics**, 35, 5-23
- Ball, L. (1997): "Disinflation and NAIRU", Romer, C. D. and D. H. Romer (1997) **Reducing Inflation-Motivation and Strategy**, içinde, 167-185.
- Beckerman, P. (1992): **The Economics of High Inflation**, MacMillan
- Blanchard, O. J. (1997): "Disinflation and NAIRU-Comment", Romer, C. D. and D.H.Romer (1997): **Reducing Inflation-Motivation and Strategy**, içinde, 185-194.
- Boulton, L. and M. Wolf (2000): "Turkey's Economic Tremors", **Financial Times**, 5 December.
- Christensen; M. (1987): "Disinflation, Credibility and Price Inertia: A Danish Exposition", **Applied Economics**, 19, 1353-1366.
- Dowd, K. (1994): "The Cost of Inflation and Disinflation", **Cato Journal**, 14(2), Fall
- Economist (2000): "Getting from here to there", 4 May.
Economist (2000): "Currency Dilemmas", 18 November
- Edwards, S. (1998): "Two Crises: Inflationary Inertia and Credibility", **Economic Journal**, 108, May, 680-702.
- Erçel, G. (1999): "67.Hissedarlar Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması", T.C.Merkez Bankası, 6 Nisan , Ankara
- Erçel, G. (2000): "Yeni Rota: Enflasyon Hedeflemesi ", **Activeline**, 1(8), Kasım
- Ersel, H. (2000): "Ekonomik İstikrar ve Yapısal Uyum Programının Neresindeyiz?" **İşletme ve Finans Dergisi**, 173, Ağustos
- Feldstein, M. (1997): "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability" Romer, C.D. and D. H. Romer (1997): **Reducing Inflation-Motivation and Strategy** içinde, 123-165
- Fuhrer, J.C. (1997): "Inflation/Output Variance Trade-Offs and Optimal Monetary Policy", **Journal of Money, Credit and Banking**, 29 (2), May, 214-234.
- Ghosh, A. and S. Phillips (1998): "Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth", **IMF Staff Papers**, 45(4), December, 672-710.
- Hanke, S. (2000): "How to Forestall International Rescue: Currency Boards in Turkey and Argentina...", **Financial Times**, December, 12
- Heyman, D. and A. Leijonhufvud (1995): **High Inflation**, Clarendon Press, Oxford

- Hoffmaister, A.W. and Vegh, C.A.(1996):"Disinflation and the Recession-Now Versus Recession -Later Hypothesis:Evidence from Uruguay ", **IMF Staff Papers**, 43(2), June, 355-394.
- Howitt, P. (1994):"Zero Inflation as a Long Term Target for Monetary Policy", M.Parkin (1994) (Ed.): **The Theory of Inflation**, içinde, 391-432.
- Hutchison, M.M. and C. E. Walsh (1998):"The Output-Inflation Trade-off and Central Bank Reform:Evidence from New Zeland", **Economic Journal**, 108, May, 703-725.
- Leiderman, L. and E. Helpman (1993):"Stabilisation in High Inflation Countries: Analytical Foundation and Recent Experience", Leiderman, L.(1993): **Inflation and Disinflation-The Israeli Experiment** içinde,9-65.
- Öztürk, E. (2000):"Para Politikası Esnekleşiyor", **Sabah**, 25 Aralık.
- Posen, A. (1998):"Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link?", **Oxford Economic Paper**, 50, 335-359.
- Roberts,J.M.(1997)"Is Inflation Sticky", **Journal of Monetary Economics**, 39, 173-196.
- Şişli, E. (2000):"From Crawling Peg to Inflation Targeting", METU International Conference in Economics, September.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Niyet Mektubu, 9 Aralık 1999,Ankara
T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ek Niyet Mektubu, 10 Mart 2000.
T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı,Ek Niyet Mektubu, 18 Aralık 2000.
- Uribe, M. (1997):"Exchange-Rate-Based Inflation Stabilisation: The Initial Real Effects of Credible Plans", **Journal of Monetary Economics**, 39,197-221.

