



Refet S. Gürkaynak
Bilkent Üniversitesi
refet@bilkent.edu.tr



Burçin Kısacıkoğlu
Bilkent Üniversitesi
bkisacikoglu@bilkent.edu.tr

Latin Amerika'da Dezenflasyon: Şili ve Peru Örnekleri¹

Para politikası bazı kısıtlar altında yapılıyor, bunların en önemlisi de maliye politikasının fonlanma gereği. Bütçe açığını kontrol altına alamayan ülkelerin bağımsız para politikası uygulamaları ve enflasyon beklentilerini kontrol etmeleri genelde mümkün değil.

1. Giriş

Yirminci yüzyılın sonlarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini birbirinden ayıran en önemli özelliklerden biri, gelişmekte olan ülkelerde kalıcı hale gelmiş olan yüksek ve oynak enflasyondur. Bu ülkelerde yıllık enflasyon zaman zaman üç haneli sayılara ulaşırken, bu düzeylere çıkmadığı zaman dahi sıklıkla %50'nin üzerinde seyretmiştir.

Son otuz yılda, gelişmekte olan ülkeler enflasyon ile mücadelede önemli başarı elde ettiler. Bu makalede, sağlanan bu başarının nedenleri ve sonuçları Şili ve Peru özelinde incelenecektir. Bu (ve diğer) Latin Amerika ülkeleri, diğer gelişmekte olan ülkeler gibi, yüksek enflasyon

ile mücadele etmiş, yaptıkları bir dizi reform ile enflasyonu kalıcı olarak düşürmeyi başarmışlardır. Bu reformların başında araç bağımsızlığı olan merkez bankalarının enflasyon ile mücadelede aktif rol almasının geldiği bugün yaygın olarak kabul edilmektedir (Bernanke (2005)).

Bu yazıda merkez bankalarının bağımsız olarak fiyat istikrarını hedefleyebilmeleri için maliye politikasının sürdürülebilir olmasının ön şart olduğunu, kalıcı dezenflasyon tecrübesi olan ülkelerde bu ön şartın yerine geldiğini Şili ve Peru örnekleri üzerinden aktaracağız. 1990'lardan önce Latin Amerika merkez bankaları maliye politikalarını

fonlamak zorundaydılar. Bunun bariz sebebi, o dönemlerde Latin Amerika ülkelerinin vergi toplama ve borçlanma kabiliyetlerinin oldukça kısıtlı olmasıdır. Artan para arzının getirdiği senyorejeli maliye politikasının talebi körüklemesi bir yandan, bütçe açıklarına bağlı para politikasının nominal çıpa oluşturamamasıyla kontrol edilemeyen beklentilerin bozulması diğer yandan yüksek (zaman zaman da hiper) enflasyona neden olmuştur.

Yüksek ve oynak enflasyon döneminden geçen Latin Amerika ülkeleri, 1980 ve 90'larda enflasyonu düşürmeye yönelik adımlar attılar. Bu adımların

biri sabit kur rejimidir. Sabit kur rejiminin ithalat fiyatlarını sabitleyip kur geçişkenliğini azaltarak enflasyonu kontrol altında tutmakta yardımcı olabileceği ve görünür bir para politikası çerçevesi olarak beklentileri kontrol etmeye yarayacağı düşünülmüştür. Meksika, Brezilya ve Arjantin'de sabit kur rejimi enflasyonun düşmesine geçici olarak faydalı olsa da bu ülkeler de bir süre sonra ödemeler dengesi krizleriyle sabit kur rejiminden ayrılmak zorunda kaldılar. Daha az bilinen örnekler de olsalar, Şili ve Peru da benzer tecrübeler yaşamışlardır.

Bu yazıda Şili ve Peru örneklerinden yola çıkarak tek tek reform adımları değil, hangi ana çerçevenin kalıcı dezenflasyon ve fiyat istikrarını tesis etmede başarılı olduğunun üzerinde duracağız. 2. kısımda çizilen teorik çerçeve burada ön koşulun maliye politikasının parasal genişleme olmaksızın sürdürülebilir olması olduğunu, bundan sonra merkez bankasının bağımsız olması, beklentileri şekillendirmesinin mümkün olduğunu gösterecektir. Şili ve Peru örnekleri bu çerçeve ile uyumludur.

Bu makalede makroekonomik stabilizasyon için işe yarayan kurumsal ve iktisat politikası çerçevesi odakta olmakla birlikte, bunların tesis edilmesi için gerekli olan, iktisat politikasını içine alan sosyal ve siyasi yapılar çalışılmamıştır. Elbette, bütünsel bir anlayış için bölüşümsel

kaygılar ve siyasi iklimin de çalışılması elzemdir. Stabilizasyon programlarının ekonomi politiği iktisadi mekanikleri kadar önemlidir, dönemin Şili ekonomisi Pinochet diktatörlüğünden, Peru ekonomisi Fujimori *autogolpe*'sinden bağımsız olarak düşünülemez. Bu hususların da çalışılmasını ileriye bırakarak bu sefer sadece para ve maliye politikalarının genel yapıları ve etkileşimleri üzerinde duracağız.

2. Teorik Çerçeve

Enflasyonu yıldan yıla, hatta konjonktür dalgalanması frekansında etkileyen birçok faktör elbette mevcut. Geçici talep şokları olabileceği gibi geçici arz şokları, emtia fiyatlarına şoklar, üretim zincirinde kopmalar, kar marjlarında değişmeler, vergi ve diğer regülasyonlarda yenilikler olabilir. Ancak durağan durumda, bir ekonomideki ortalama enflasyon oranını—trend enflasyonu—sistemik politikaların ve bu politikaların şekillendirdikleri beklentilerin belirlemesini bekleriz.

Enflasyon dinamiklerini etkileyen beklentileri maliye ve para politikaları şekillendirebilir. Beklenti ve ekonomi politikaları arasındaki etkileşimi düşünmek için çok iyi bir çerçevenin Leeper'ın (1991) aktif/pasif politikalar sınıflandırması olduğunu düşünüyoruz. Para ve maliye politikalarını, devletin bütçe kısıtı üzerinden birbirlerine bağlayan bu çerçevede hangi durumlarda fiyat düzeyini

belirleyen bir dengenin oluştuğu ve bu dengenin özellikleri çalışılabilir.

Kabaca, Leeper çerçevesinin temelini aktif para politikasının fiyat istikrarını hedeflemesi, aktif maliye politikasının ise vergi gelirden fazla hükümet harcamasını hedeflemesi oluşturur. Pasif para politikası fiyat istikrarını hedeflemek yerine bütçe açığını monetize edecek, pasif maliye politikası ise monetize edilmesi gereken bir bütçe açığı ortaya çıkarmayacaktır. Bu durumda her iki tür politikanın aktif ya da pasif olmasına bağlı olarak dört olası kombinasyon vardır.

Hem para hem maliye politikasının aktif olduğu durumda denge ortaya çıkmaz: Maliye politikası monetize edilmesi gereken açıklar yaratıyor ancak para politikası bunu yapmak yerine fiyat istikrarını hedefliyorsa devletin bütçe kısıtı ihlal edilecektir. Her iki politikanın pasif olduğu durumda ise fiyat düzeyi belirsizdir. Maliye politikası zaten sürdürülebilir olduğu için monetizasyon ihtiyacı nedeniyle fiyat düzeyini belirlememekte, kuvvetle fiyat istikrarını hedeflemeyen para politikası da beklentilerdeki değişmelerin etkilerini geri çevirememektedir. Bu daha sonraki yazıda Taylor koşulunun sağlanmaması nedeniyle fiyat düzeyi belirsizliği olarak ortaya çıkacaktır.

Para ve maliye politikalarının birinin aktif diğerinin pasif

olduğu her iki durumda da denge mevcuttur. Leeper aktif maliye pasif para politikası kombinasyonunun neden olduğu yüksek enflasyon ile düşük refah ima ettiğini, aktif para pasif maliye politikasının daha yüksek refah getiren bir denge olduğunu gösterir. Akkaya ve Gürkaynak (2012) Türkiye'nin 2001 sonrası dezenflasyonunu bu çerçevede aktif maliye pasif para politikasından aktif para pasif maliye politikasına geçişin sonucu olarak açıklamışlardır. Bu makalede benzer bir sürecin Şili ve Peru'da olduğunu ancak bu ülkelerde bu değişimin kurumsal dönüşüm ve siyasi destek bakımlarından daha kuvvetle ve aksatılmadan daha uzun süre uygulanmasının kalıcı ve gelişmiş ekonomiler standartlarına göre de düşük enflasyon oranlarını getirdiğini aktaracağız.

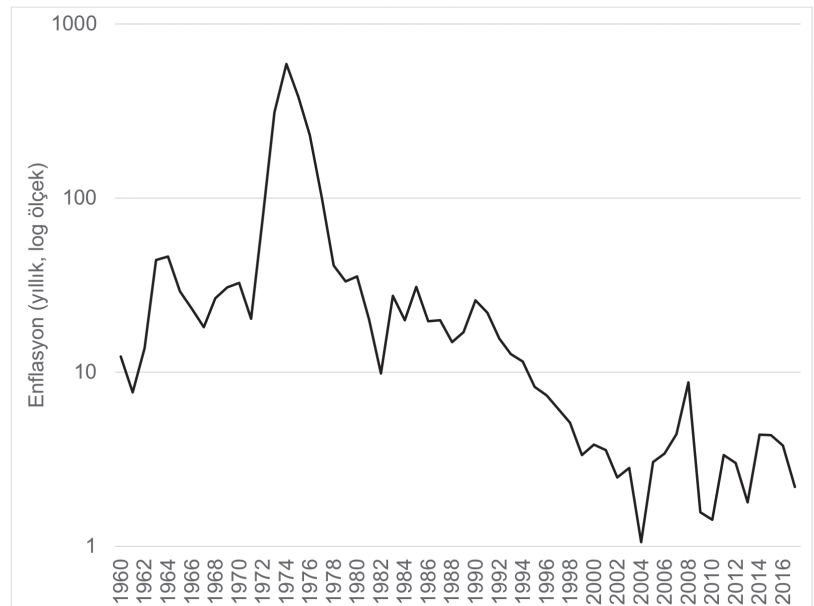
Aynı yazın içinde Davig ve Gürkaynak (2015) merkez bankalarına enflasyon harici görevler verildiği zaman bunun diğer politika yapıcılara yanlış teşvikler verdiğini, sadece fiyat istikrarının zedelenmekle kalmayıp diğer görevlerin de yerine getirilememesine sebep olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyon, dezenflasyon ve sürdürülebilir fiyat istikrarı dönemlerini incelerken maliye politikasının duruşu ve merkez bankasının görevini tanımlayan kanuni çerçeveyi (ve uygulamada merkez bankalarının yetkilerini) para politikasının o anki duruşuyla birlikte çalışmak gerekir.

Aşağıda, burada özetle sunduğumuz teorik çerçevenin anlamaya yardımcı olduğu başarılı dezenflasyon ve sürdürülen fiyat istikrarı örnekleri olarak Şili ve Peru vakalarını sunuyoruz. Aynı çerçeve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke dezenflasyon örneklerini (mesela bu dili kullanmasa da Hazell, Herreno, Nakamura ve Steinsson (2021) ABD'de 1980'lerde yaşanan Volcker dezenflasyonunu Fed'in faiz artırarak talebi kısmasındansa bu yöntemle beklentileri etkilemesine bağlı olarak) anlamaya yardımcı olmakta, hem de artık sayıca çok az kalmış olan yüksek enflasyon sorunu olan ülkelerde dezenflasyon ve sürdürülebilir fiyat istikrarının nasıl sağlanacağına dair bir harita çizmektedir.

3. İki Örnek: Şili ve Peru

Aşağıda Şili ve Peru örneklerini ana hatlarıyla aktaracağız.

Grafik 1: Şili'de enflasyon, 1960–2017. Y eksenini Şili'de yıllık enflasyonu logaritmik ölçekte göstermektedir. Veri kaynağı: Caputo ve Saravia (2018).



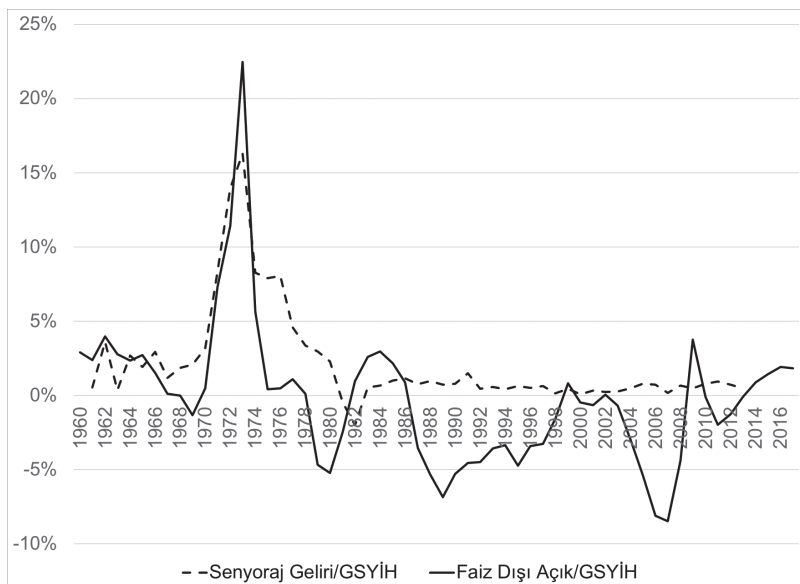
Bu ülkeler—ve enflasyon-dezenflasyon sürecinden geçmiş diğerleri—elbette birbirleriyle aynı değil ve döviz kuru rejimleri başta olmak üzere birçok makroiktisadi değişkeni kullanarak kalıcı dezenflasyon yaratmayı defalarca denediler. Aşağıdaki örneklerde başarılı ve başarısız dezenflasyonlardan bahsetmek için kur rejimi, maaş endekslemesi gibi değişkenleri takip etmenin elzem olmayabileceği ancak maliye politikasına bakmaksızın para politikasından bahsedilemeyeceğini göreceğiz. Kur rejimi seçimi, endeksleme, merkez bankası kanunu, para politikası yapıcılarının seçimi gibi konular doğru (pasif) maliye politikası altında iyi para politikası yapılması için önemli. Maliye politikası izin vermiyorsa enflasyon beklentisi yönetimi yapmak mümkün değil

ama izin veriyorsa beklentileri kontrol edebilecek çerçeveleri ortaya çıkarabilen yapılar değişik yollar ile de olsa fiyat istikrarını sağlıyorlar.

a. Şili

Birçok gelişmekte olan ülke gibi Şili'de de enflasyon 20. yüzyılın ikinci yarısında sorun olmuş, bu sorun zaman içinde giderek büyümüştür. Grafik 1'de 1960-2017 yılları için Şili enflasyonunun seyrini gösteriyoruz. Bu grafiğe göre Şili'de enflasyon 1960'lardan 1990'ların ortalarına kadar çok yüksek seyretmiş, özellikle 1970'lerin başında hiperenflasyona dönüşmüştür: 1973 yılında yıllık enflasyon %311'e yükselmiş, 1974 yılında ise yıllık enflasyon %584 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 2: Şili'de senyoraj geliri ve faiz dışı dengenin nominal GSYİH'ye oranı, 1960-2017. Düz çizgi faiz dışı açığın GSYİH'ye oranını, kesikli çizgi ise aynı yıllar için senyoraj gelirin GSYİH'ye oranını göstermektedir. Senyoraj geliri şu şekilde hesaplanmıştır: $(g/(1+g)) \times M0$. Burada g yıllık M0 büyümesini göstermektedir. Veri kaynağı: Caputo ve Saravia (2018).



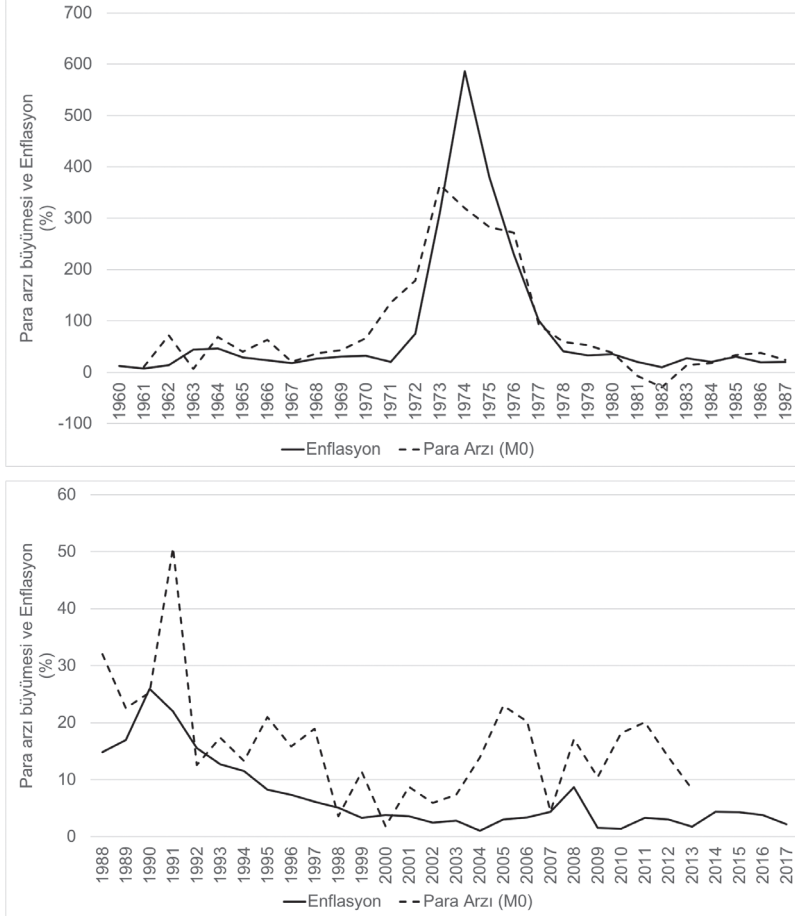
Caputo ve Saravia (2018) Şili'de görülen hiperenflasyonun en önemli nedeninin artan bütçe açığı, özellikle de artan faiz dışı bütçe açığı olduğunu ortaya koymuştur. Gerçekten de, Grafik 2'de görüleceği üzere 1973 yılında faiz dışı bütçe açığı GSYİH'nin %23'üne ulaşmış, yine birçok gelişmekte olan ülke gibi vergi toplama ve borçlanma kapasitesi düşük olan Şili, yükselen bütçe açıklarını senyoraj geliriyle finanse etmeye çalışmıştır.

Para arzının hızla arttığı dönemin bu dönem olduğu, para arzı artışı ve bütçe açıklarının birlikte hareket ettiği ve hızla artan para arzının enflasyonun yükselmesi ve hiperenflasyona dönüşmesinde büyük rol oynadığı Grafik 3'ün birinci panelinde görülebilir. Aynı grafiğin ikinci panelinde ise, bu

ilişkinin 1987'den sonra büyük ölçüde zayıfladığı görülecektir.

Yükselen enflasyonu kontrol altında tutabilmek için Şili 1978 yılında sabit döviz kuru rejimini denemiş aynı zamanda da maliye politikasını sıkılaştırmıştır. Bu iki politika adımı 1980'lerin başına kadar enflasyonu kontrol altında tutmaya yardımcı olmuştur. Sabit kur rejimi ithalat fiyatlarını düşük tutarken, düşük bütçe açıkları ve zaman zaman verilen bütçe fazlaları kamu talebinin körüklenmesine engel olmuştur. Bu sayede enflasyon 1982'de %9,8'e kadar gerilemiştir. Öte yandan, hanehalklarının tüketim talebi yükselmiş, enflasyon yeterince hızlı düşmediği için reel olarak değer kazanan peso yüksek cari açıklara neden olmuştur. (Calvo ve Vegh (1993) yeterince güvenilir olmayan sabit kur bazlı stabilizasyon programlarında bu döngünün görüleceğini ve kriz ile sonuçlanacağını zarif bir şekilde anlatırlar.) Bunun sonucunda 1982 yılında büyük bir ödemeler dengesi krizi yaşayan Şili, sabit kur rejimini terk etmiş, önceliği krizde hasar gören mali sektörün onarımı ve durgunluktan çıkış olan bir iktisadi program uygulamaya başlamıştır. Dezenflasyonun öncelik olmadığı, nominal kurun birikimli dengesizliği düzelterek ve ötesine geçecek şekilde zıpladığı ve beklentileri kontrol edecek bir nominal çıpa bulunmadığı bu ortamda enflasyonun tekrar yükselmiş olması şaşırtıcı değildir. 1980'ler boyunca yine

Grafik 3: Şili’de enflasyon ve para arzı değişimi. Birinci panel enflasyon ve para arzı arasındaki ilişkiyi 1960–1987 yılları için gösterirken, ikinci panel aynı ilişkiyi 1988–2014 yılları için göstermektedir. Kaynak: Caputo ve Saravia (2018).



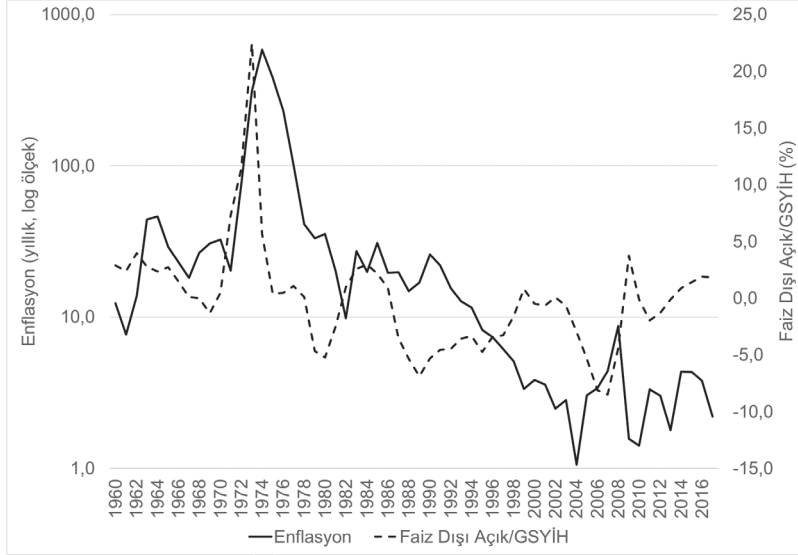
makroekonomik istikrarsızlık ile malul olan Şili, bu dönemin sonunda enflasyonu kalıcı olarak düşürecek bir kurumsal ve iktisadi politika çerçevesine geçmiştir. Burada birçok adım atılmış olmasına karşın, en önemli olanlarının bazılarının üzerinde durmak isteriz. 1989 yılında merkez bankasının bağımsız hale getirilmesi, merkez bankasının bütçe açığı fonlayan bir kurum olmaktan çıkıp fiyat istikrarına odaklanan bir kuruma evrilmesine olanak sağlamıştır. Merkez bankası 1990 yılında ilk

defa enflasyon hedefi belirlemiş ve bu hedef etrafında enflasyonu stabilize etmeye çalışmıştır. Özel sektör dış borçlarının kamu borcuna evrilmesi haliyle özel sektörü rahatlatmış, ancak kamu borç yükünü artırmıştır. Borç yükünün ve cari harcamaların bütçe açığı yaratmayacak ve birçok zaman bütçe fazlası verecek şekilde idare edilmesi kamu politikaları bakımından kolay olmasa da, nihayet aktif para politikası pasif maliye politikası kombinasyonunu mümkün kılmış, uzun süre

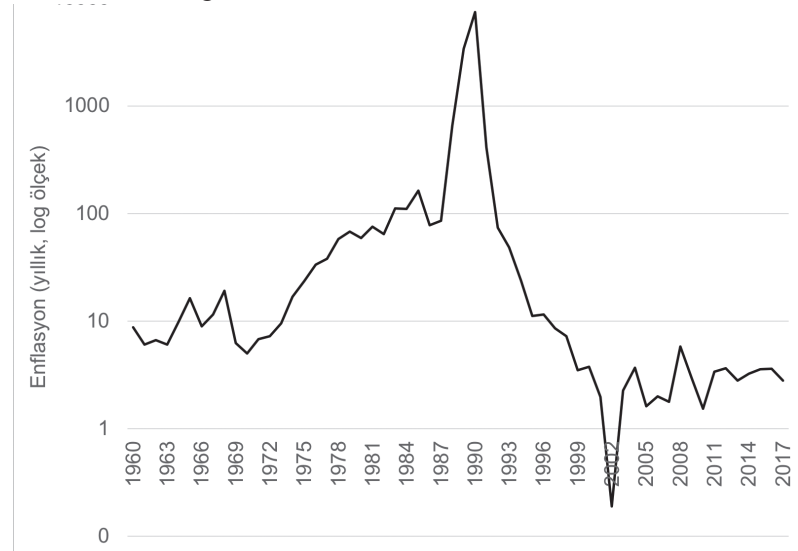
genişlemeci maliye politikası nedeniyle yüksek bütçe açıkları ve hiperenflasyon yaşayan Şili, enflasyonu yavaş da olsa düşük seviyelere getirmeyi başarmıştır.

Bu süreçte atılmış önemli bir diğer adım 2001 yılında kabul edilen ve kamuya açıklanan mali kuraldır. Bu kurala göre maliye politikası genişleme zamanlarında bütçe fazlası verecek, bu sayede daralma zamanlarında kamu borcunu yükseltmesine rağmen zaman içinde dengeli, dolayısıyla para politikasına fonlama baskısı yaratmayan bir borç stoku sağlayacaktır. Bu özellikle büyük bir bakır ihracatçısı olan Şili’nin dünya bakır fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanan derin dalgalanmalar yaşamamasını da sağlamıştır.² Bu kural hem politika yapıcılar hem de özel sektör tarafından bilindiğinden maliye politikasına güvenilirlik ve şeffaflık kazandırılmış, para politikasının da söz verilen enflasyon hedeflemesi çerçevesinde sürdürülebileceğine inanç kuvvetlenmiştir. Bu reformlar ile, faiz dışı açık ve enflasyonun makul seviyelere çekildiği Grafik 4’te görülebilir. Şili örneğinde kalıcı fiyat istikrarı için maliye politikasının senyoraaj geliri olmaksızın sürdürülebilirliği ve para politikasının anlaşılır ve güvenilir şekilde enflasyonu kontrol ederek beklentileri fiyat istikrarı ile uyumlu hale getirmesinin gerekmiş olduğu açıktır. Bunların ortaya çıkması için birçok yol mümkün ve Şili’de de değişik yöntemlerin denenmiş

Grafik 4: Şili’de enflasyon ve faiz dışı açığın GSYİH’ye oranı, 1960–2017. Sol eksen yıllık enflasyonu log ölçekte gösterirken sağ eksen aynı yıllar için faiz dışı açığın GSYİH’ye oranını yüzde olarak göstermektedir. Kaynak: Caputo ve Saravia (2018).



Grafik 5: Peru’da enflasyon, 1960–2017. Y eksenini Peru’da yıllık enflasyonu logaritmik ölçekte göstermektedir. Veri kaynağı: Martinelli ve Vega (2018).



olduğunu görüyoruz. Bu örnekten akılda kalması gereken belli bir yolun işe yaradığı değil, mali disiplinin merkez bankasının enflasyon hedeflemesine geçişini mümkün kıldığı, güvenilirliği yükselen merkez bankasının mali kuralın da yardımıyla

enflasyondaki düşüşü kalıcı hale getirdiğidir.

b. Peru

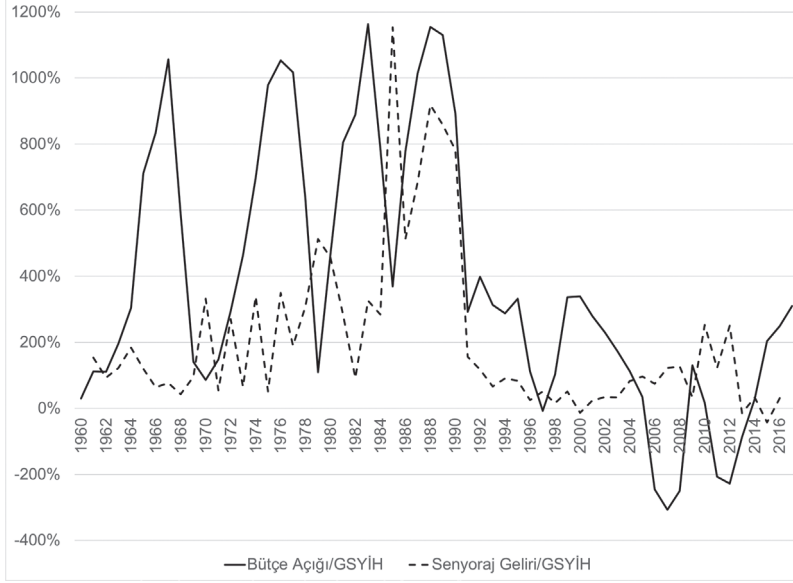
Peru’nun enflasyon ve dezenflasyon tecrübesi de Şili’ye benzerdir. Her ne kadar ikisi de Latin Amerika ülkesi de olsa Peru

Şili’den epey daha düşük gelirli bir ülkedir. Peru’da da enflasyon ve dezenflasyon dinamiklerinin Şili’deki gibi olması bu süreçlerin gelir düzeyi farklı ülkelerde benzer tezahür ettiğine dair bir fikir vermektedir.

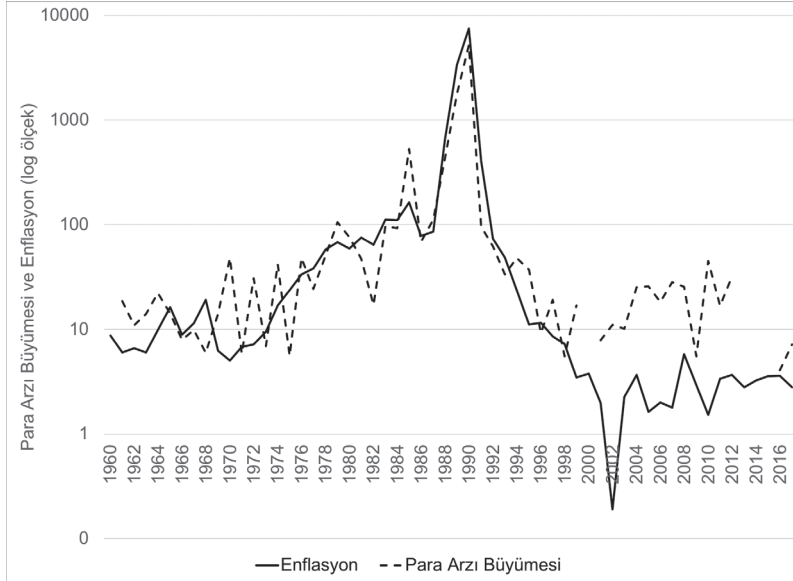
Peru’da enflasyonun 1960-2017 yılları arasındaki seyrini Grafik 5’te görmekteyiz. 1980’lerin başında yıllık %75 olan enflasyon 80’ler boyunca iyice kontrolden çıkarak 1990 yılında %7500’e yaklaşmıştır. Peru’nun yüksek enflasyonunun nedeni, Şili’ye benzerlik gösterir: Yüksek bütçe açıkları ve bu bütçe açıklarının (en azından bir kısmının) senyoraaj geliriyle finanse edilmesinden kaynaklanan, beklentileri ve dolayısıyla enflasyonu kontrol edemeyen para politikası. Grafik 6 ve 7’de bu ilişki görülmektedir.

Bütçe açıklarının önemli sebebi, Peru’da uygulanan genişlemeci maliye politikasıdır. Genişlemeci maliye politikası iç talebi arttırmış, yaratılan bütçe açıklarının kısmi olarak senyoraaj geliriyle finanse edilmesi de enflasyonu yüksek seviyelere itmiştir. Fakat o dönemki genel görüş enflasyonun bütçe açıklarına bağlı para arzının artışından değil de maliyet baskularından kaynaklandığı yönündeydi. Bu görüş nedeniyle 1985-1986 yıllarında genel fiyat kontrolleri uygulanmaya başlanmıştır. Bu fiyat kontrolleri kamu iktisadi teşekküllerinin zararlarını artırmış, bütçe açıklarını ve finansman ihtiyacını daha da büyütmüş, bu finansman

Grafik 6: Peru'da bütçe açığı ve senyorej gelirinin GSYİH'ye oranı, 1960-2017. Düz çizgi bütçe açığının GSYİH'ye oranını, kesikli çizgi ise aynı yıllar için senyorej gelirinin GSYİH'ye oranını göstermektedir. Senyorej geliri Grafik 4'ün notunda belirtildiği şekilde hesaplanmıştır. Veri kaynağı: Martinelli ve Vega (2018).



Grafik 7: Peru'da yıllık para arzı büyümesi ve yıllık enflasyon, 1960-2017. Y eksenini yıllık para arzı değişimi (kesikli çizgi) ve enflasyonu (düz çizgi) logaritmik ölçekte göstermektedir. Veri kaynağı: Martinelli ve Vega (2018).



ihtiyacı ise büyük ölçüde senyorej geliriyle kapatılmaya çalışılmış, hiperenflasyon kaçınılmaz olmuştur (Martinelli ve Vega (2018)).

1990 yılında açıklanan stabilizasyon programı Peru'nun enflasyonu kalıcı olarak kontrol altına almasında önemli bir rol oynamıştır. Açıklanan

stabilizasyon programının en önemli ayağı, Şili örneğinde de olduğu gibi, bütçe açıklarının merkez bankası tarafından fonlanmasıdır. Programa göre merkez bankasından alınan krediler, gelir olarak sınıflandırmayacak böylece bütçe açıklarının finanse etmek için kullanılmayacaktır. Bu program başladığında maliye politikasının ve bütçe açıklarının disiplin altına alınmamış olduğu, buna rağmen programın beklentileri ve enflasyonu kontrol etmekte başarılı olduğu dikkat çekicidir. Sargent, Wallace ve Zha (2009) Peru'daki bu dezenflasyon sürecini başarılı bir kozmetik reformun sonucu olarak görürler. Ancak bu sürecin gerçekten başarılı olması, dezenflasyonun kalıcılığı, bütçe açıklarının kozmetik olarak değil gerçekten kontrol altına alınmasıyla gerçekleşmiş, bu da kozmetik reformdan hemen sonra, 1990'ların başında olmuştur.

Maliye politikasındaki makro denge ilerledikçe para politikası kuvvetlenmiş, 1999 yılında açıklanan yeni bir reform ile Şili'deki gibi maliye politikasının döngü karşıtı olması sağlanmıştır. Bu mali kural ile Peru'da da büyüme dönemlerinde verilen bütçe fazlası, daralma dönemlerinde döngüyü yumuşatmak için kullanılabilir. Değişen iktisat politikası çerçevesi ile kazanılan maliye politikası sürdürülebilirliği merkez bankası bağımsızlığını ve fiyat istikrarını hedefleyen para politikasını mümkün hale

getirmiş, bu da enflasyonu kalıcı olarak tek haneye indirmiştir.

Peru'da da, Şili'de olduğu gibi, nihayetinde pasif maliye politikası aktif para politikası dengesini ortaya çıkaran birçok deneme yapılmış, bunların çoğu başarısız olmuş, ancak sonunda maliye politikasının kontrol altına alınmasının makroekonomik istikrara ve merkez bankası eliyle fiyat istikrarına katkısı görülmüştür. Bu süreçte yine bir küçük açık ekonomi olmanın getirdiği ödemeler dengesi ve merkez bankası rezervleri kaygıları önce çıkmış, aktif para politikası ve enflasyon hedeflemesi rejiminde rezerv kontrolü de nominal çıpanın bir parçası olarak görülmüştür (Castillo, 2015).

Yollar farklı da olsa, Peru'nun da Şili gibi, bu yazının başında aktarılan teorik çerçeve ile kolayca anlaşılan bir enflasyon, dezenflasyon ve fiyat istikrarı süreci yaşadığını görmek mümkündür.

4. Sonuç

Bundan otuz yıl öncesine kadar hemen her gelişmekte olan ülkede büyük bir sorun olan enflasyon artık çoğu yerde böyle bir öcü değil. Dünyada değil hiperenflasyon, çift haneli enflasyon ile yaşayan az sayıda ülke kaldı. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon sorunu iken bu sorunu ortaya çıkartan iktisadi dinamikler neydi, hangi adımlar dezenflasyon ve kalıcı fiyat istikrarını getirdi gibi sorular bugünkü enflasyon dinamiklerini

anlamak için de önemli çalışma alanları.

Enflasyonu para politikasına bağlamak yaygın ve doğru. Ancak para politikası da bazı kısıtlar altında yapılıyor, bunların en önemlisi de maliye politikasının fonlanma gereği. Bütçe açığını kontrol altına alamayan ülkelerin bağımsız para politikası uygulamaları ve enflasyon beklentilerini kontrol etmeleri genelde mümkün değil. Bu yazıda aktardığımız teorik çerçeve para ve maliye politikalarının bağımlı düşünmeyi kolaylaştırıyor, tartışılan Şili ve Peru örnekleri de bu çerçeve içinden anlaşılabilir. Bütçe açıklarını kontrol etme ve güvenilir para politikası yapma yolları farklı da olsa genel olarak fiyat istikrarını sağlamış olan ülkelerin sürdürülebilir maliye politikasına sahip olduklarını göstermeden güvenilir para politikası yapamadıklarını görüyoruz. Bunu akıldan tutmak hem hala enflasyon sorunu olan hem fiyat istikrarını sürdürmek isteyen ülkeleri analiz etmek için elzem.

Kaynakça

- Akkaya, Y. ve R. Gürkaynak (2012). "Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi," *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), s.93-119.
- Bernanke, Ben S. (2005). "Inflation in Latin America: A new Era?," Remarks at the Stanford Institute for Economic Policy Research Economic Summit, Stanford, California.
- Calvo, G. ve C. Vegh (1993). "Exchange Rate Based Stabilisation under Imperfect Credibility." H.

Frisch ve A. Wörgötter (Ed.) Open Economy Macroeconomics içinde s3-28. Londra: MacMillan Press.

- Caputo, R. ve D. Saravia (2018). "The Monetary and Fiscal History of Chile, 1960-2016," Şikago Üniversitesi Becker-Friedman Enstitüsü, Çalışma Tebliği.
- Castillo, P. (2015). "Peru's Recent Experience in Managing Capital Flows." Stiglitz, J. ve R. Gürkaynak (Ed.) Taming Capital Flows içinde, s.7-30. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Davig, T. ve R. Gürkaynak (2015). "Is Optimal Monetary Policy Always Optimal?" *International Journal of Central Banking* 11(4), s.353-382.
- Hazell, J., J. Herreno, E. Nakamura ve J. Steinsson (2021). "The Slope of the Phillips Curve: Evidence from U.S. States," Çalışma Tebliği.
- Leeper, E. (1991). "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies," *Journal of Monetary Economics* 27(1), s.129-147.
- Martinelli, C. ve M. Vega (2018). "The Monetary and Fiscal History of Peru, 1960-2017," Şikago Üniversitesi Becker-Friedman Enstitüsü, Çalışma Tebliği.
- Sargent, T., N. Williams ve T. Zha (2009). "The Conquest of South American Inflation" *Journal of Political Economy*, 117(2), s.211-256.

Son Not

1. Bu çalışmaya katkıları için Bilkent Üniversitesi İktisat Bölümü lisans öğrencileri Nida Aktaş, Zeynep Baş, Mahmut Sefa İpek, Beray Karapınar, Senem Safi ve Can Tütüncü'ye teşekkür ederiz.
2. Bu çerçevede Şili 1987'de Bakır Stabilizasyon Fonu kurmuş, bu fon 2007 yılında kurulan Ekonomik ve Sosyal Stabilizasyon Fonu'yla değiştirilinceye kadar yürürlükte kalmıştır.