

Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Üç Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Üç Aylık Para Programı Uygulaması

Gazi Erçel
Başkan
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

1 Nisan 1998
Ankara

I. Giriş

Ocak ayı başında açıklanan para programında Merkez Bankası yılın ilk altı ayı için enflasyon öngörüsünün yüzde 70'ler düzeyinde olduğunu belirterek kur politikası ve para politikası uygulamasının bu enflasyon öngörüsü ışığında şekillendirileceğini açıklamıştı. Para programının rakamsal boyutunu rezerv para büyüklüğüne konulan aralık oluşturmuş ve rezerv paranın Mart ayı sonunda, Aralık 1997 tarihine göre yüzde 18-20 bandında artması, arz yönünden rezerv para artışının temel kaynağını ise Merkez Bankası'nın döviz rezervlerindeki artışın oluşturması öngörülmüştü.

1 Nisan 1998 tarihi itibariyle ilk üç aylık para programı uygulamasının öngörülen çerçeve içinde gerçekleştiği gözlenmektedir.

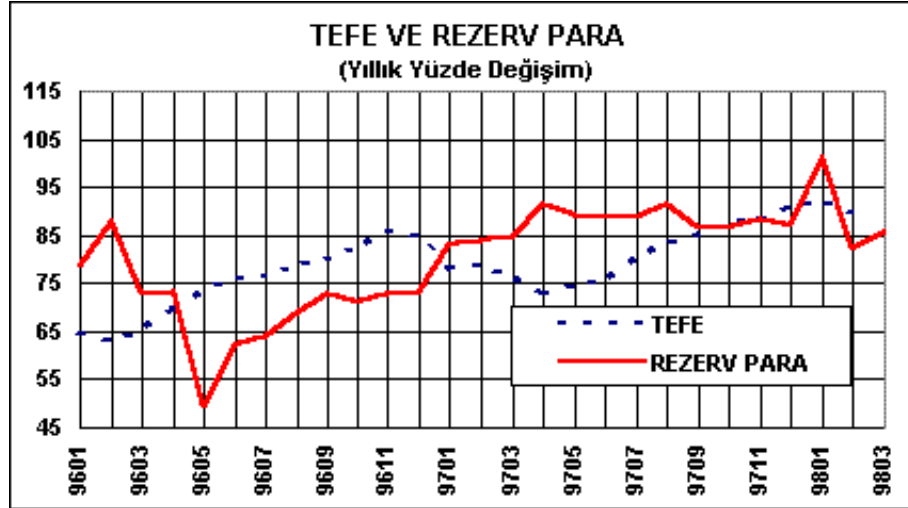
İkinci üç aylık para programı uygulamasına geçmeden önce yılın ilk üç ayındaki para programı uygulaması, mevcut veriler çerçevesinde kısaca değerlendirilecektir.

II. 1998 Yılı İlk Üç Ayında Para Programı Uygulaması

Rezerv Para

Bütçenin faiz dışı dengesinde gözlenen iyileşme, Hazine'nin ağırlıklı olarak yılın ilk üç ayına

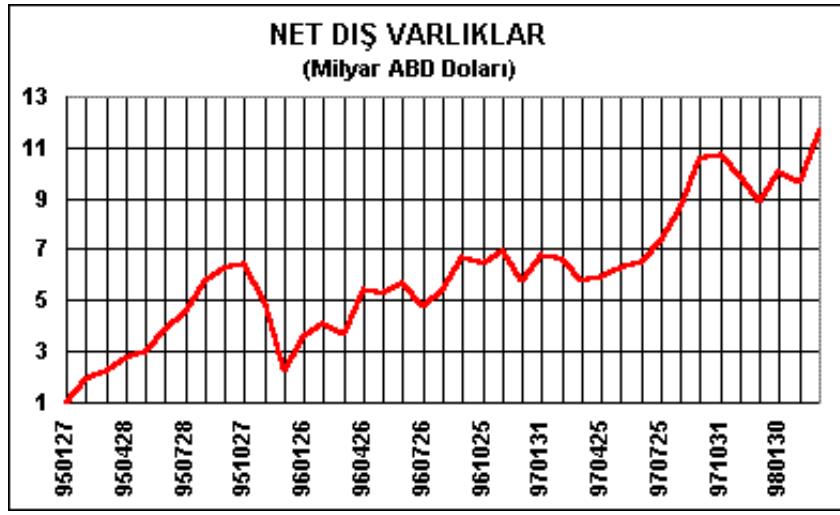
yığılan iç borçlanma itfalarını kolaylıkla gerçekleştirmesine yardımcı olurken, iç borç stoku artış hızını yavaşlatarak parasal büyüklüklerin üzerinde oluşan artış baskısını azaltmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası'nın rezerv para üzerindeki kontrolü artarken, rezerv para büyümesi öngörülen çerçevede gerçekleşmiştir. Rezerv para büyüklüğü 31 Mart 1998 itibarıyla, Aralık 1997 sonuna göre, yüzde 17,3 artarak 1 392 trilyon Türk lirasına ulaşmıştır. Bu miktar para programında Mart ayı sonu için öngörülen 1 397-1 421 trilyon Türk liralık aralığın altındadır. Aylık ortalamalar kullanılarak rezerv para gelişmeleri incelendiğinde, Mart ayı rezerv para ortalaması, Aralık 1997 rezerv para ortalamasının yüzde 18,5 üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1).



Grafik 1

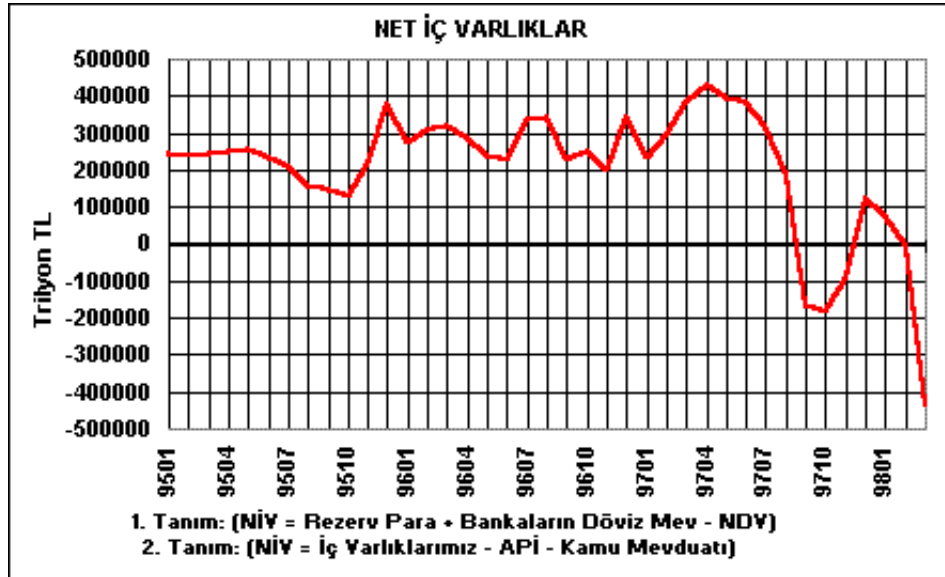
Bayram ve maaş ödeme günlerinde oluşan nakit talebi nedeniyle artan rezerv para bu dönemlerin ardından Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yoluyla piyasaya verdiği likiditeye azalmaya gitmesi ile piyasadan çekilmiştir. Bu yolla ekonomide talep artışına yol açabilecek bir likiditenin oluşması engellenmiştir. Mart ayında Merkez Bankası'nın piyasalardan 2,6 milyar ABD doları döviz satın alması da rezerv para üzerinde bir baskı oluşturmamıştır.

İlk üç ay boyunca, rezerv para artışının arz tarafından kaynağı Merkez Bankası net dış varlıklarındaki artış olmuştur. Merkez Bankası net dış varlıkları ABD doları bazında yıl sonuna göre yüzde 33 artarak 31 Mart 1998 tarihi itibarıyla 11,6 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik 2).



Grafik 2

Aynı dönemde Merkez Bankası net iç varlıkları azalışını sürdürmüş ve 31 Mart 1998 itibariyle ve Aralık 1997 tarihine göre nominal olarak 636 trilyon Türk lirası tutarında azalmıştır. Hazine'nin dönem boyunca Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanmaması, Merkez Bankası'nın diğer kamu kuruluşlarına kredi kullandırmaması ve APİ yoluyla piyasalara verilen likiditedeki azalma net iç varlıklardaki azalışa katkı yapan faktörler olmuşlardır (Grafik 3).



Grafik 3

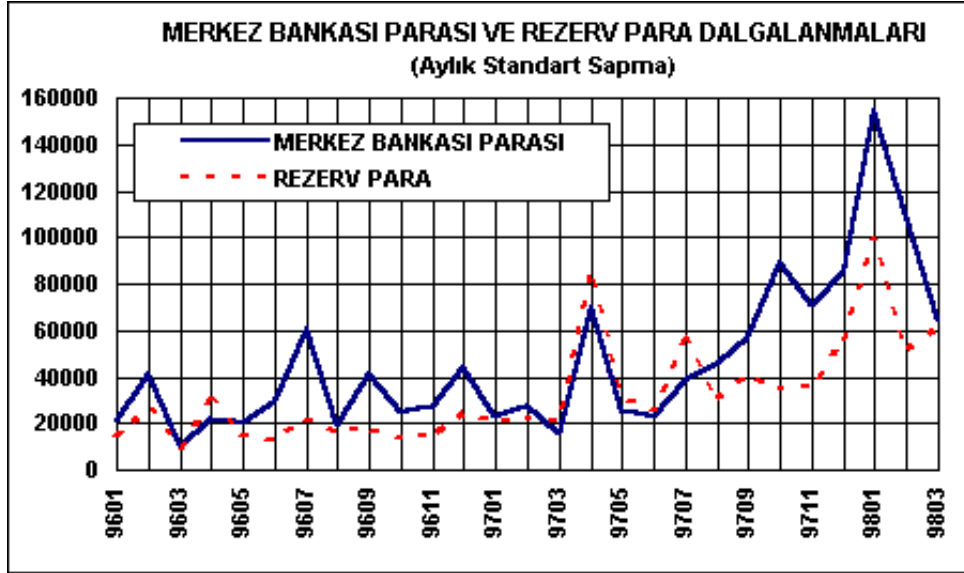
Merkez Bankası Parası ve Rezerv Para

Bu noktada Merkez Bankası parası (MBP) büyüklüğüne değinmekte, bu büyüklüğü rezerv para büyüklüğüyle karşılaştırmakta yarar vardır. Bilindiği gibi MBP, Merkez Bankası'nın Türk lirası cinsi yükümlülüklerinin bütünü temsil etmekte ve rezerv paraya iki kalemin "kamunun Türk lirası mevduatı" ve "açık piyasa işlemleri (APİ) bakiyesi" ilave edilmesi ile bulunmaktadır. Tanım gereği kamunun Merkez Bankası nezdinde tuttuğu mevduatın artması ve/veya Merkez Bankası'nın APİ yoluyla piyasadan para çekmesi, MBP'nin rezerv paraya göre artmasına neden olmaktadır. Ters işlemler ise yani kamunun Merkez Bankası nezdindeki mevduatını azaltması ve/veya Merkez Bankası'nın APİ yoluyla piyasaya para vermesi MBP'nin rezerv paraya göre azalmasına neden olmaktadır. Kısaca, MBP'nin düşük oranlı artması kamuya ve/veya piyasalara Türk lirası girişi, yüksek oranlı artması ise kamudan ve piyasalardan Türk lirası çıkışı anlamına

gelmektedir. Dolayısıyla MBP'deki artış ve azalışları yorumlarken dikkatli olmak gerekir. MBP'deki bir artış sıkı para politikası uygulaması, azalış ise genişleyici para politikası uygulaması anlamına gelebilmektedir.

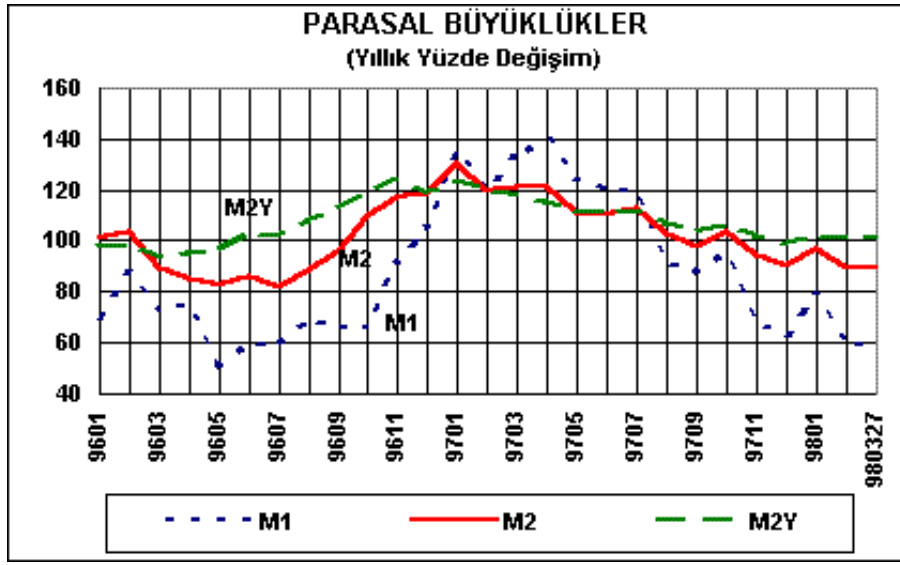
Rezerv para büyüklüğü bu açıdan MBP ile karşılaştırıldığında yorumlanması ve kamuoyunca anlaşılması daha kolay bir büyüklüktür ve ekonomide ortaya çıkan orta vadeli para talebinin daha iyi bir göstergesidir.

Öte yandan, MBP'nin API yoluyla, piyasada oluşan kısa dönemli likidite hareketlerinden doğrudan etkilenmesi ve kamu mevduatı gibi Merkez Bankası'nın kontrolü dışında ve kısa sürede yüksek değişimler gösterebilen bir değişkeni içermesi MBP'nin dalgalanmasını artırmakta ve öngörülebilirliğini de azaltmaktadır. Grafik 4'de, dalgalanmasının bir göstergesi olarak, MBP ve rezerv paradaki aylık standart sapma istatistikleri bir zaman serisi olarak sunulmaktadır. Görüldüğü gibi grafiklenen dönemin önemli kısmında rezerv parada ay içinde ortaya çıkan hareketlilik MBP'den daha azdır (Grafik 4). Rezerv para MBP'ye göre bu açıdan da para programı uygulamasında bir hedef değişken olarak tercih edilmektedir.



Grafik 4

Yılın ilk üç ayında, rezerv paranın yanı sıra diğer parasal büyüklüklerde ortaya çıkan gelişmelerde uygulanan sıkı para politikasını destekler niteliktedir. M1, M2 ve M2Y'deki yıllık yüzde artışlar 27 Mart 1998 tarihli geçici verilere göre sırasıyla 58, 90 ve 102 olmuştur (Grafik 5).



Grafik 5

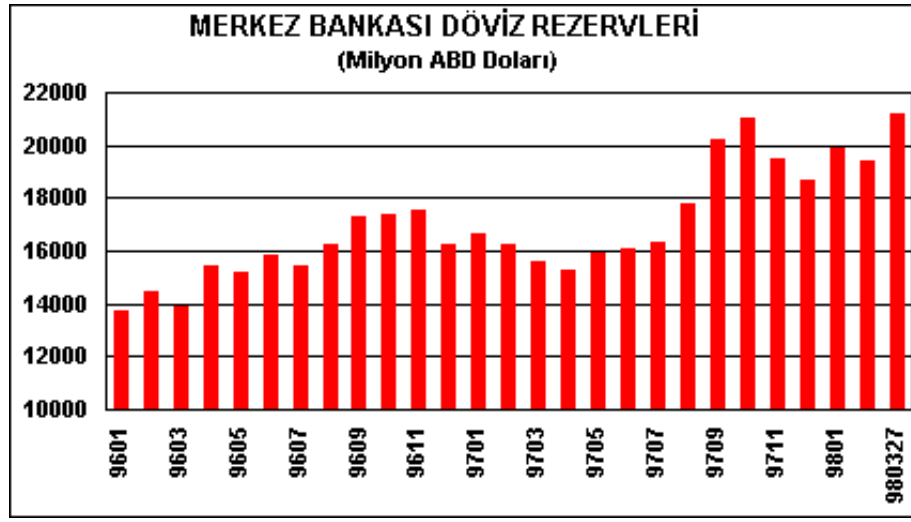
Döviz Kuru Gelişmeleri

Merkez Bankası kur politikası temelde iki etken altında şekillendirilmektedir. Bunlar cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ve enflasyondur. Döviz kurlarının bu iki değişken üzerindeki birbiriyle çelişen etkisi (döviz kurlarının hızlı artması cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini artırırken enflasyonu körükleyebilmektedir) Merkez Bankası'nın döviz kuru politikasını bu iki kısıt arasında, ekonomik konjoktüre uyan bir denge içinde belirlemesini gerektirmektedir. Buna göre ekonomi politikalarında enflasyon ile mücadelenin öne çıktığı dönemlerde, kur politikası ağırlıklı olarak bu amaca uygun şekillendirilirken, ekonomide enflasyon ile mücadelenin geri planda kaldığı dönemlerde kur politikası cari işlemler dengesini gözetten bir temele oturtulmaktadır.

Yıl başında açıklanan para programında Merkez Bankası döviz kuru politikasının yılın ilk altı ayı için öngörülen yüzde 70'lerdeki enflasyon düzeyi ile tutarlılık içinde yürütüleceği belirtilmiştir. Bu uygulamada (1 dolar ve 1,5 marktan oluşan) döviz kuru sepetinin dalgalanmalardan uzak, istikrarlı bir şekilde enflasyon doğrultusunda artırılması anlamına gelmektedir. Kur politikasında istikrara önem verilmesi, piyasanın açıklanan zorunlu döviz devir kurlarının seviyesine bakarak aylık sepet artışı konusunda bilgi sahibi olmasına imkan tanımaktadır. Bu sayede piyasalara ay içindeki beklentilerini "doğru" oluşturabilmelerine yönelik bir parametre sunulmaktadır. Kısaca, döviz sepeti ve bununla tutarlılık içinde belirlenen para piyasası faiz oranları, ekonomideki nominal dengelerin oluşumunu etkileyen önemli bir bilgi setidir.

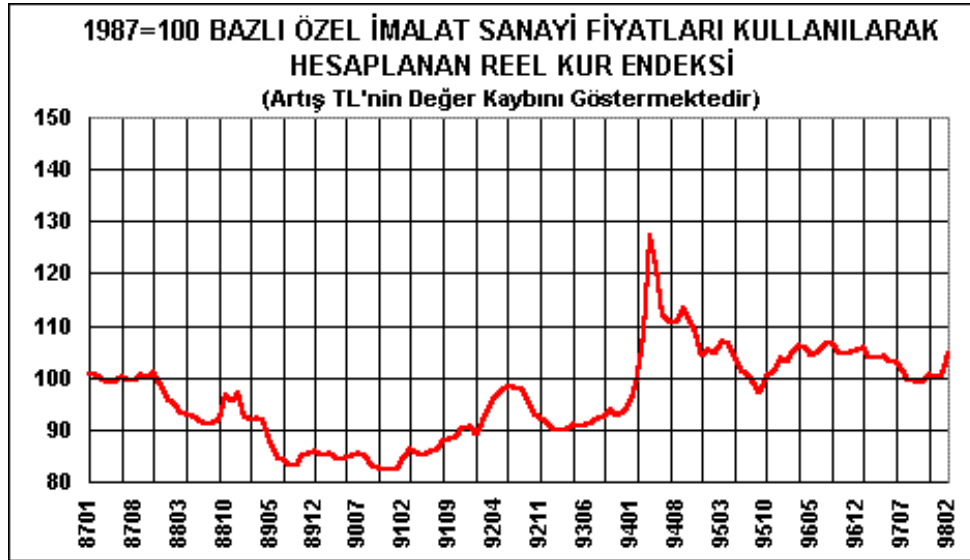
Yılın ilk iki ayı döviz sepetindeki gelişmelere bakıldığında, ortalama aylık artış hızlarının sırasıyla yüzde 4,9 ve yüzde 5,8 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Aynı dönemde toptan eşya fiyatlarındaki aylık artışlar sırasıyla yüzde 6,5 ve yüzde 4,6 olmuştur. Yılın ilk iki ayındaki kümülatif kur ve toptan eşya fiyat artışının sırasıyla yüzde 11 ve yüzde 11,4 olması, kur sepeti artış hızının enflasyon artışı ile paralellik içinde götürülebildiğini göstermektedir.

Döviz kurlarında sağlanan istikrar Merkez Bankası'nın uluslararası rezerv artışını da olumlu yönde etkilemektedir. Bu açıdan, geçtiğimiz yıl başlayan Güneydoğu Asya kaynaklı ekonomik krizin dünyadaki etkilerinin 1998 yılının ilk üç aylık döneminde de devam etmesine ve Şubat ayı içinde yoğunlaşan Irak-ABD gerginliğine rağmen Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin yüksek seviyesini koruyabilmesinin altı özellikle çizilmelidir. Altın hariç uluslararası rezervler 27 Mart 1998 itibarıyla 21,2 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu Aralık ayına göre 2,5 milyar ABD dolarlık bir artışı ifade etmektedir (Grafik 6).



Grafik 6

Son aylarda dış dünyadaki siyasi ve ekonomik konjonktürden kaynaklanan bütün bu olumsuzluklara rağmen döviz kurlarının istikrar içinde hareket etmeyi sürdürmesi ve spekülatif hareketlerin oluşmaması kurların reel olarak da uzun dönemli denge seviyelerinde oluştuğunun ipuçlarını vermektedir. Nitekim 1987 yılını temel alan ve dış ticaretin rekabet edebilirliği ile yakından ilgili olan özel imalat sanayi fiyatları kullanılarak hazırlanan reel kur endeksinin değerinde baz yılına göre önemli bir değişme gözükmemektedir (Grafik 7). Cari işlemler açığının 1997 yılında aldığı düşük değer ile 1998 yılı Ocak ayını kapsayan ve dış ticarete iyileşme gösteren bulgular da bu görüşü destekler niteliktedir.

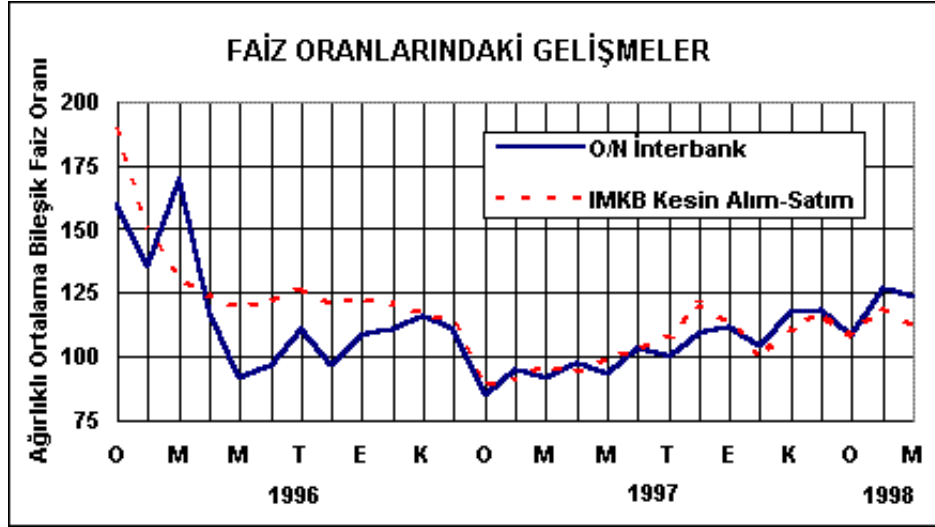


Grafik 7

Faiz Gelişmeleri

Yılın ilk üç ayında Merkez Bankası, para programında öngördüğü üzere, enflasyon ile mücadele de aktif bir faiz politikası izlemiştir. Dönem içinde Merkez Bankası işlem yaptığı para piyasalarındaki faiz kotasyonlarını üç defa değiştirmiştir. Temelde değişen enflasyon beklentileri doğrultusunda değiştirilen faiz oranları, enflasyonda artış eğilimi çıktığı dönemlerde artırılmakta, enflasyonda kalıcı bir düşüş görüldüğünde de bununla paralel olarak düşürülmektedir. Seviye olarak ise kısa dönemli faiz oranlarının, ekonomideki uzun dönemli faiz oranlarının üzerinde seyretmesine özen gösterilmektedir. Son kredi mercii olan Merkez

Bankası'nın ekonominin likiditesini ayarlarken açık piyasa işlemleri yoluyla verdiği Türk lirasının faizinin bu şekilde belirlenmesi izlenen sıkı para politikası uygulaması ile de tutarlılık arz etmektedir (Grafik 8).



Grafik 8

Özetlemek gerekirse yılın ilk üç ayında Merkez Bankası enflasyonun düşürülmesine ve finansal piyasalarda istikrarın devam ettirilmesine özen gösteren bir para ve kur politikası uygulaması gerçekleştirmiştir. Dönem içinde dış dünya kaynaklı olumsuz ekonomik ve siyasi gelişmelere rağmen iç piyasalara istikrar hakim olurken enflasyon oranı düşüş eğilimine girmiştir.

III. 1998 Yılı İkinci Üç Aylık Para Programı Uygulaması

Yılın ilk üç ayındaki para politikası uygulaması, yılın ikinci üç aylık döneminde de genel hatları ile sürdürülecektir.

Merkez Bankası'nın Haziran 1998 sonu için yüzde 70'ler düzeyinde açıkladığı enflasyon öngörüsü geçerliliğini korumaktadır. Yılın ilk üç ayındaki ekonomik gelişmeler, yılın ikinci üç aylık döneminin sonunda enflasyon rakamının 70'li seviyelerin ilk yarısında oluşabilmesini erişilebilir kılmıştır.

Kur politikası ikinci üç ay boyunca bu enflasyon öngörüsü ile tutarlılık içinde yürütülmeye devam edecektir.

Yılın ikinci üç ayındaki rezerv para büyümesinin, ilk üç aydaki rezerv para büyümesinin altında kalması hedeflenmektedir. Yılın ikinci üç ayı için rezerv para artış hızının, Mart ayı sonuna göre, yüzde 14-16 aralığında kalması para programı uygulamasının temel noktalarından birini teşkil edecektir. Enflasyonda kalıcı bir düşüşün ortaya çıkması ile nakit tutma maliyetinin azalması rezerv paraya olan talebi artırmaktadır. Bu nedenle önümüzdeki dönemdeki rezerv para büyümesinin üç aylık enflasyon oranının bir miktar üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Öte yandan ortaya çıkacak rezerv para talebinin kaynağı, ilk üç aylık uygulamada olduğu gibi, Merkez Bankası net dış varlıklarındaki artış olacaktır. Önümüzdeki üç aylık dönemde Merkez Bankası net iç varlıklarında reel olarak bir artış öngörülmemektedir.

Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanmama politikasının bu dönemde de

geçerliliğini koruması ve yılın ilk üç ayında bütçe performansında gözlenen iyileşmenin sürdürülmesi Merkez Bankası'nın rezerv para büyümesi üzerindeki kontrolünün devamını mümkün kılacaktır.