

# *TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE ETKİLERİ*

GAZİ ERÇEL

BAŞKAN

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

ANKARA ÜNİVERSİTESİ, SİYASAL BİLGİLER FAKÜLTESİ

ANKARA

14 KASIM 1996

Doksanlı yıllara vardığımızda, önceki yılların tersine, makro para politikası uygulamaları açısından merkez bankalarının amaçları ve işlevleri üzerinde önemli ölçüde görüş birliğine varılmıştır.

Para politikası uygulamalarının başlıca dört bileşeni vardır. Bu dört değişken para politikası uygulamalarının başarısını ve sonuçlarını görüp değerlendirebilmemizi sağlamaktadır. Bunlar; nihai amaç, ara hedef, bu hedefe ulaşmada kullanılacak araçlar ve bunları uygulama yollarıdır.

Para politikaları oluşturulurken iki türlü amaç gözetilmektedir. İlk olarak merkez bankalarının daha orta veya uzun vadeli bir hedefi olmalıdır. Bu konuda oluşan fikir birliği merkez bankalarının orta vadede yalnız bir hedefi olması gerektirir: Fiyat istikrarının sağlanması. Fiyat istikrarının nihai amaç olarak seçilmesinin tek nedeni, bu amacın para politikası uygulamalarının sağlayabileceği bir hedef olmasıdır.

İkinci olarak merkez bankası ara hedefini belirlemelidir. Ara hedef olarak seçilecek değişkenin bazı kriterlere uyması gerekmektedir. Bu değişkenin nihai hedefle tutarlı ve istikrarlı bir ilişkisi olmalıdır. Ayrıca merkez bankasının kontrol edebileceği bir değişken olması gerekmektedir. Bu değişkenin diğer politika amaçlarının etkisinden mümkün olduğunca uzak olması gerekmektedir. Son olarak, hedef olarak seçilen değişkenin hedeflenen değerine nasıl ulaşılacağı açık olmalıdır.

**Böyle bir ara hedefin belirlenmesi ve açıklanması, yalnızca para politikası eğilimlerini ve uygulamalarını halka açıklamakla kalmaz, aynı zamanda para politikası uygulamaları için kamuoyunun desteğini alır.**

Bu dört kriteri sağlayan pek çok potansiyel ara hedef adayı değişken vardır. Para politikası stratejisi bunlardan hangisinin hedef olarak seçileceğini belirler. Bunlar; parasal büyüklükler, döviz kuru ve faiz oranıdır.

Parasal büyüklükler merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildikleri, para politikası araçları ile yönlendirebildikleri değişkenlerdir. Bu parasal büyüklükler Parasal Taban gibi Merkez Bankası Bilançosu'na ilişkin bir büyüklük olabilir, M1 gibi bankacılık sistemindeki mevduatları içeren bir büyüklük de olabilir. Döviz kuru da iyi bir alternatif hedef değişken olabilir. Kurlar parasal büyüklüklere karşın mali yeniliklerden doğrudan etkilenmeyen bir değişkendir. Bu durumda merkez bankasının yapması gereken, kısa dönem faizlerini kur hedefine ulaşmak için uygun seviyede tutmaktır. **Ancak burada en önemli nokta merkez bankasının bağımsızlığının sağlanmış olmasıdır. Çünkü faizler politik müdahaleye açık bir değişkendir ve merkez bankası bu konuda rahat bırakılmazsa kurlarda daha büyük dalgalanmalara yol açılabilecektir.** Faiz oranları ise siyasi baskıya en çok konu olan değişken olduğu için hedef seçimi açısından en az cazip olan değişkendir.

Merkez bankası para politikası uygulamalarında hedefini belirledikten sonra bu amaca ulaşmada sahip olduğu araçlar ve bunları uygulama yollarını saptamak durumundadır. Merkez bankasının para politikasının uygulamasında sahip olduğu araçlar likidite ve faiz araçlarıdır. Likidite araçlarının kısa vadeli olması beklenmektedir. Çünkü merkez bankaları, bilançolarının aktiflerini kontrol edebilmeli, gerektiği anda tasfiye edebilmelidir. Faiz araçlarına gelince iki konu önemli olmaktadır; merkez bankası kendi aktiflerine uyguladığı faiz oranlarını serbestçe belirlemelidir. Ayrıca merkez bankası piyasadaki kısa vadeli faiz oranlarını da yönlendirebilmelidir.

Günümüzde, ülkemiz dahil pek çok ülkede merkez bankaları serbest piyasa mekanizması altında çalışmaktadır. Birçok merkez bankası, kararlarına piyasadaki gelen ilk tepkiyi, kısa vadeli faiz oranlarına bakarak gözleyebilmektedir.

Merkez bankalarının makro para politikası kararlarını uygulamada ve hedeflerine ulaşmada kullandıkları araçlar genellikle açık piyasa işlemleri, reeskont kredileri ve karşılık oranlarıdır.

**Açık piyasa işlemleri** ile merkez bankaları sistemdeki bankaların likiditesini kontrol etmektedir. Burada merkez bankası için önemli olan, bu piyasalarda çok fazla görünmemesi gerektiğidir. **Diğer bir deyimle, merkez bankası piyasada mümkün olduğunca az görünmeli, işlemlerin iki taraflı olmasına özen göstermeli ve imkanlar elverdiğince işlemlerde taraf olmamalıdır.**

Merkez bankalarının elindeki bir diğer araç da **karşılık oranları** uygulamasıdır. Bununla merkez bankaları bankacılık sistemini vergilendirirken rezervlerini de kontrol edebilmektedir.

Son olarak **reeskont** kredileri aracılığı ile merkez bankaları bir yandan bankaların likidite ihtiyacını karşılarken, diğer yandan kısa vadeli faiz oranlarını etkileyebilmektedir.

**Para politikası uygulamalarının başarısı, merkez bankalarının hedeflerini oluşturduktan sonra bu hedeflere ulaşmada yeterli yetki ve para politikası araçlarına sahip olmalarına bağlıdır. Burada ise devreye merkez bankalarının özerkliği kavramı girmektedir.**

Para politikası uygulamalarının ana hatlarını bu şekilde belirledikten sonra para politikası ile döviz kuru politikası uygulamalarının ilişkisini açıklığa kavuşturmak gerekmektedir. Para politikası ve döviz kuru politikası uygulamaları birbirine bağlıdır. Çünkü her iki politikanın uygulanmasında kullanılacak politika araçları aynıdır. Bazı durumlarda merkez bankaları döviz kuru politikası uygulamak zorunda kalabilmektedir. Böyle bir durumda para politikası gerekleri ile döviz kuru uygulamalarının zorunlulukları çatışabilmektedir. Bu çelişki özellikle ayarlanabilir dalgalı kur ve açık ekonomi şartlarında sorun yaratabilmektedir. Bu çatışmanın yasal düzenlemelerle kontrol edilmesi beklenmemelidir. Merkez bankalarının özerkliğinin sağlanması ve kamuoyu ile politikacıların bankanın fiyat istikrarı amacını desteklemesi sonucu bu çatışma sorun olmaktan çıkarılabilir. **Bu durumda merkez bankaları kamuoyunu enflasyonun maliyeti ve kısa vadeli aktivist para politikası uygulamalarının sınırları konusunda aydınlatmalıdır.**

Merkez bankası para politikası uygulamaları açısından bir diğer önemli nokta da sürekli enflasyon ve/veya kırılmayan, ısrarcı enflasyonist bekleyişlerdir. Böyle bir durumda veya hedef seçilebilecek uygun bir parasal büyüklük bulunmadığında fiyat istikrarına ulaşmak zor olabilir. Bu şartlar altında merkez bankasının üzerine düşen fiyat istikrarını sağlama amacına ulaşma konusundaki kararlılığını kamuoyunda göstermek ve kredibilitesini yeniden sağlayarak bunu sağlamlaştırmak olmalıdır.

Para politikası uygulamaları için genel çerçeveyi bu şekilde belirledikten sonra ülkemizdeki uygulamalar açısından bir değerlendirme yapmak uygun olacaktır. Bugün ülkemizde Merkez Bankası'nın politika hedefleri nelerdir? Bu hedeflere ulaşmada elinde bulunan araçlar nelerdir? Para politikası uygulamaları hangi

değişkenlere bakılarak gözlenebilir? gibi sorular bundan sonraki bölümde tartışılacaktır.

Bugün Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yasal olarak para politikasını yürütmeye elinde bulundurduğu araçlar; **açık piyasa işlemleri, karşılık oranları, reeskont ve zorunlu devir oranlarıdır.**

Merkez Bankası kısa vadeli para piyasalarını düzenlemek amacı ile bazı araçlara sahiptir. Bunlar Merkez Bankası bünyesinde bulunan **piyasalardır.** Merkez Bankası piyasadaki likiditeyi ve kısa vadeli dalgalanmaları bankalararası para piyasaları ve açık piyasa işlemleri aracılığı ile düzenlemektedir. Açık piyasada repo ve ters repo ile doğrudan alım ve satım işlemleri yaparak, bankalararası piyasada ise mevduat alış-verişi yaparak piyasaya ya likidite sağlamak ya da fazla likiditeyi çekebilmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın elindeki bir diğer araç ise **karşılık oranlarıdır.** Bunlarla Merkez Bankası bankaların yarattığı parayı kontrol etmektedir. 1994 yılından önce sadece mevduata uygulanan karşılık oranları, mevduatın bankaların bilançoları içindeki önemini kaybetmesi ve kredi yaratmada bankaların mevduat dışı diğer kaynaklarına daha fazla yönelmelerinin etkisi ile karşılığa tabi olan pasif tabanı genişletilmiş, böylece örtük olarak yeni bir para arzı tanımı kabul edilmiştir. Karşılık oranlarını değiştirerek piyasadaki kredi hacmini etkilemek uzun yıllar Merkez Bankası'nın en sık kullandığı araçlardan biri olmuştur.

Merkez Bankamızın elinde, yasa ile verilmiş olan bir diğer araç **reeskont** kredileridir. 1989 yılına kadar bilançomuzun reeskont kredileri kalemi altında orta vadeli olarak kullanılan destekleme kredileri vardı. Bu kalemin bu dönem içinde bilançomuzun içindeki payı yüzde 15 civarında seyretmiştir. 1989 yılında yapılan bir düzenleme ile reeskont kredilerinin orta vadeli kredi olarak verilmesi uygulaması durdurulmuş, bankaların likidite ihtiyacını karşılayacak şekilde kısa vadeli olması sağlanmıştır. Burada amaç, Merkez Bankası'na fiyat istikrarına yönelik etkin bir para politikası aracının sağlanması olmuştur. Ancak bu araç sadece 2 yıl kadar kullanılmış, daha sonra kullanılamamıştır. Kamu sektörünün finansman ihtiyacını karşılamak zorunda kalan ve bilançosunu ya da para arzını kontrol etmek durumunda olan Merkez Bankası, aktif kalemleri arasında ikame yaparak bilançosunun çok fazla büyümesinin önüne geçebilmiştir. Reeskont kredilerinin piyasalardaki likiditeyi ayarlamak ve parasal denetimi sağlamak amacı ile kullanılamaması, reeskont faizlerinin ilan edilmesinin piyasaya sinyal verici bir niteliği kalmamasını da beraberinde getirmiştir.

Son yıllarda en çok kullanılan araç **zorunlu devir oranlarıdır.** Bununla Merkez Bankası ekonomide kazanılan dövizlerin belli bir oranının kendisine satılmasını öngörmektedir. Son yıllarda yapılan yeni bir düzenleme ile devirlerin bir kısmının da Merkez Bankası bünyesindeki piyasalarda satılması öngörülmüştür. Merkez Bankası bilançosunu düzenlerken veya büyümesini kontrol ederken zorunlu devir oranlarında değişikliklere gitmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın politika uygulamaları açısından önemli değişkenleri, iki grupta incelemekte fayda vardır. Bunlar parasal büyüklükler gibi miktar değişkenleri ile faiz ve döviz kuru gibi fiyat değişkenleridir.

Para politikası uygulamalarının sonuçları en seri olarak Merkez Bankası bilançosunda görülmektedir. Bu nedenle kamuoyunun aydınlatılması açısından Merkez Bankamızın bilançosunun şeffaflığı çok önemlidir. Bilançodan çıkarılan parasal büyüklükler çeşitli dönemlerde hedef olarak seçilmiştir. Bankalardaki mevduatları içeren M1, M2 gibi parasal büyüklükler de ekonominin yarattığı toplam paranın bir göstergesi olarak önemli ve izlenmesi gereken parasal büyüklüklerdir.

Para politikası uygulamalarının sonuçlarını fiyat değişkenlerinden de gözleyebiliriz. Merkez Bankası her zaman para politikası uygulamalarında piyasalardaki istikrarın bozulmamasına özen göstermiştir. Piyasalardaki istikrar ise faiz ve döviz kuru hareketlerinden gözlenebilmektedir. Tabii ki nihai hedef olarak enflasyon ya da genel fiyat düzeyindeki değişim de para politikası sonuçlarının değerlendirilmesi açısından önemli bir değişkendir.

Ülkemiz para politikası uygulamalarını bu veriler çerçevesinde ve son 10 yıllık perspektifte değerlendirdiğimizde 3 belirgin ayrışma görülmektedir. 1985-89 dönemi mali yenilik ve yeniden yapılanma, serbestleşme dönemi olarak adlandırılabilir. Bu dönemde bir ekonomik programın parçası olarak mali sistemde önemli reformlar gerçekleştirilmiştir. Öncelikle maliye politikası ve para politikası açısından en önemli yenilik Hazine'nin ihale sistemi ile borçlanmaya başlamasıdır. Bu, piyasalaşmanın ilk adımı olmuştur. Daha sonra sırası ile Merkez Bankası bünyesinde piyasalar oluşturulmuştur. Faizlerin üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve konvertibiliteye geçiş bu yenilenmenin önemli parçalarını oluşturmuştur. Son olarak ülkemizi ve mali piyasalarımızı etkilemesi açısından önemli bir gelişme de sermaye hareketlerinde serbestleşmeye doğru ilk adımların atılmaya başlanması ve 1991'de de sermaye hareketlerinin tamamen serbest bırakılması olmuştur. Bu dönem içinde 1988 yılı için Merkez Bankası parasal programlama deneyimini başlatmış, ancak şartların tam oluşmamış olması ve henüz geçiş aşamasında olunması nedenleri ile kamuoyuna açıklamamıştır.

Para politikası uygulamaları açısından çok homojen olmasa da ikinci dönem 1990-1992 dönemidir. Bu dönemde Merkez Bankası 2 kez para programı ilan etmiştir. 1990 para programı hem ilk açıklanan olması hem de diğerine temel teşkil etmesi ve verdiği mesajlar açısından ilginç bir program olmuştur. Bu programın temel özelliklerini birkaç madde altında incelemek mümkündür. İlk olarak Merkez Bankası bilançosu yeniden düzenlenmiş, şeffaflaştırılmıştır. İlan edilen hedefler de bu bilançodan elde edilen büyüklükler olmuştur. İkinci olarak program orta vadeli bir perspektife oturtulmuştur. Yani orta vadede, enflasyonla daha iyi mücadele etmeye imkan verecek esneklikte bir bilanço yapısına kavuşulması hedeflenmiştir. Son olarak orta vadede ulaşılması hedeflenen bilanço yapısı Merkez Bankası'nın hangi politika araçlarını ne yönde kullanacağına dair sinyaller de vermiştir. Örneğin kamu sektörünü finanse etme işlevinden uzaklaşmayı ve daha çok piyasadaki likidite ihtiyacını düzenlemeyi amaçlamıştır. Bunun için reeskont kredilerinin daha çok kullanılması gündeme gelmektedir. Merkez Bankası diğer yandan, bilançosunun döviz pozisyonunu dengelemeyi de amaçlamıştır.

Ancak bu amaçlara ulaşmadan 1993 yılı sonunda ve 1994 başında bir mali çalkantı yaşanmıştır. Kamu finansman ihtiyacının Merkez Bankası kaynaklarına yönelmesi, aynı anda Hazine ihalelerinin iptal edilmesi likiditenin artmasına yol açmıştır. Bunun fiyatlara etkisini engellemek için döviz satışına yönelinmiştir. Aynı anda faizlerin piyasa şartlarına göre hareket edememesi kurlar üzerinde baskı yaratmıştır. Sermaye hareketlerinin serbest oluşu, bankaların açık pozisyonlarının yüksek olması Merkez Bankası rezervlerinin hızla erimesini beraberinde getirmiştir. Bu gelişmeler piyasalarda daha büyük dalgalanmalara yol açmış, gelişmeler yüksek oranlı kur ayarlaması ve IMF ile Stand-By anlaşması ile sonuçlanmıştır. Bu Stand-By anlaşması çapa olarak seçilen döviz kurlarına ulaşmak için gereken parasal hedefleri de içermektedir ki bunlar Merkez Bankası bilançosuna ilişkin kalemlerdir. Bu programın detaylarına girmek yerine programın sonuçta ne ifade ettiğine bakmak gerekmektedir. Bu dönemde Merkez Bankası'nın para politikası kur politikasının arkasından gitmektedir.

Para politikası uygulamalarında genel kabul görmüş prensiplere ilişkin çerçeveyi çizdikten ve ülkemizin para politikası uygulamaları açısından bu sınırlar içindeki konumunu belirledikten sonra son değerlendirmeleri birkaç madde altında toplamak mümkündür.

**İlk olarak**, ülkemizde kamu açıklarının mali sistemimize göre büyük olduğu artık herkes tarafından kabul edilmektedir. Bu durum iç borç sorununu kısır bir döngü içine sokmuştur. Bunların tabii bir sonucu olarak **Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarında karşılaştığı en büyük baskı unsuru kamunun finansman açığıdır**. Bu açıdan Merkez Bankası - Hazine ilişkisinin önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır. Ekonominin finansal sektörler ile uyumlu olmayan (fiscal) maliye politikaları hem bu ilişkileri olumsuz yönde etkilemekte hem de para politikası üzerinde ağır yükler oluşturmaktadır.

**İkinci** önemli nokta enflasyonun sürekli ve yüksek olmasıdır. Bu gelişme de enflasyonist beklentilerin kırılmamasını beraberinde getirmektedir. Böyle bir durumda enflasyonun düşürülebilmesi kredibilite ya da enflasyona karşı mücadelede kararlılık konusunda güven sağlanması ile gerçekleştirilebilecektir. **Merkez**

**Bankası'nın bu açıdan kredibilitiyi ve güvenilirliği sağlaması ve koruması gerekmektedir.**

**Üçüncü olarak**, para politikası uygulamalarında sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu unutulmamalıdır. Kamu açıklarının mali sisteme göre büyüklüğü dikkate alındığında, faizlerin baskı altına alınması durumunda büyük sermaye çıkışları olabilecektir. Cari işlemler açığını kapatmak için para politikası kullanılmaya çalışılırken bu konu dikkate alınmalıdır. Cari işlemleri kurlar yanında, maliye politikaları ve talep gelişmeleri gibi faktörler belirlemektedir. Para politikası uygulamalarının bu değişkenleri etkileme gücü ise çok azdır. Diğer bir deyimle **para politikası için "bağlayıcı kısıt" cari işlemler dengesi değil, ödemeler dengesidir.**

**Dördüncüsü, Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarında serbestçe kullanabileceği araçları olmalıdır.** Bugün için elinde olan araçlar karşılık oranları, açık piyasa işlemleri, zorunlu devir oranları ve reeskont işlemleridir. Sonuncusunu şu anda etkin olarak kullanmasa da, Risk Santralizasyonu'nun geliştirilmesi bu aracın da kullanımının yaygınlaşmasında etken olabilecektir. **Burada bir diğer önemli husus tabii ki kamu sektörüne verilen kredilerde yapılacak kısıtlamalardır.** Çünkü uzun yıllar Merkez Bankası kamu sektörüne kredi verebilmek için bankacılık sektörünü ihmal etmiştir.

**Beşinci olarak**, mali piyasaların uluslararasılaşması ve artan globalleşme Merkez Bankamızı bu gelişmelerden ayrı tutamayacağımızı göstermektedir. Teknik olarak mali piyasalarımız uluslararası piyasalarla bütünleşme yolundadır. Uluslararası piyasalardaki bir mali yenilik bizim mali piyasamızda da kısa sürede kendini gösterebilmektedir. Bu nedenle Merkez Bankası teknik alt yapısını mali piyasaların gerisinde kalmayacak şekilde güçlü tutmak zorundadır.

**Son olarak** Avrupa Birliği'ne üye olma yolundaki ülkemizin Merkez Bankası'nın da bazı şartları sağlaması gerekecektir. Herşeyden önce diğer birlik üyesi ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de Merkez Bankası'nın kamu sektörünün finansmanı için daha az sorumluluğu olmalıdır.

**Enflasyonu indirmek uzun ve zorlu bir yolu katetmeyi gerektirmektedir. Üstelik bu yolun sonunda ulaşılabilecek nihai sonucu önceden kesin olarak bilmek mümkün olmamaktadır. Eğer yetkililer enflasyonla mücadelede kararlı davranamazlarsa, hızlı bir ekonomik büyümenin önkoşulu olan "mali istikrar" atmosferine kavuşmanın da mümkün olmayacağı bugün artık kesin olarak bilinmektedir.**

---