

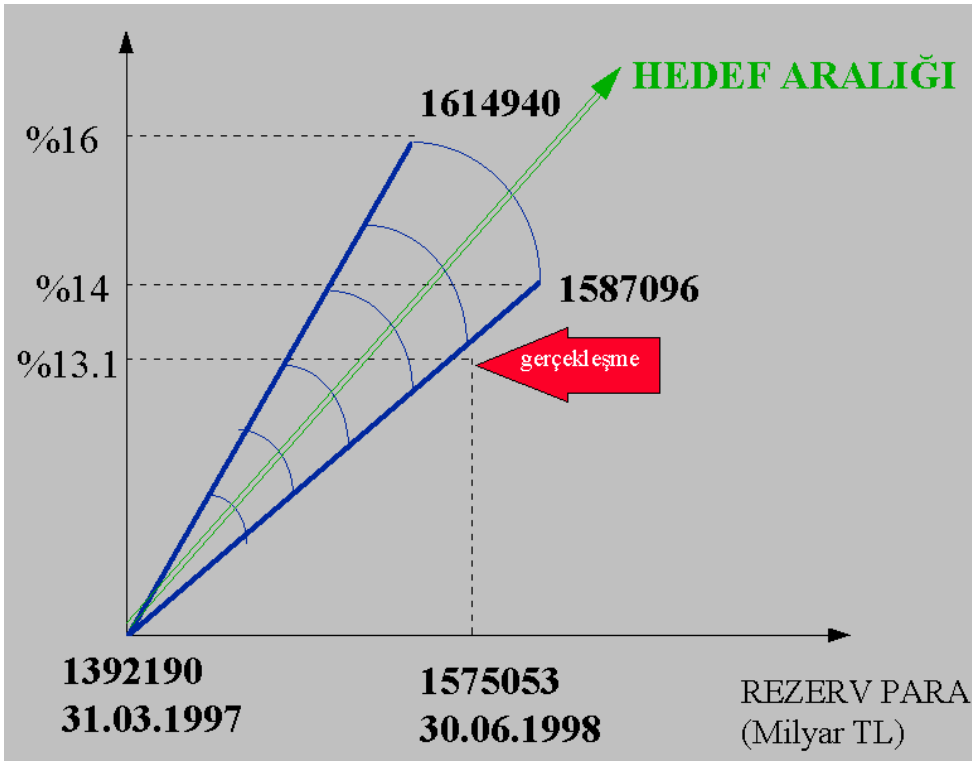
Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Altı Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Altı Aylık Para Politikası Uygulaması

Gazi Erçel
Başkan
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Ankara
2 Temmuz 1998

1998 yılı başında açıklanan para programında Merkez Bankası para otoritesi olarak, bilançosunun yükümlülük tarafındaki rezerv parakalemını kontrol ederek, parasal durumu etkilemeye çalışacağını öngörürken, döviz kuru politikasını iki ters yönlü kısıt olan, cari işlemler hesabının sürdürülebilirliği ve enflasyon altında belirlemeye devam edeceğini açıklamıştı. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın temel politika araçları olan döviz-efektif piyasaları aracılığıyla yapılan işlemler, açık piyasa işlemleri ve bankalararası para piyasası işlemleri, sözkonusu hedefler doğrultusunda etkin bir biçimde kullanılmıştır.

Rezerv para büyüklüğü, aşağıdaki grafikten görüleceği üzere, 30 Haziran 1998 itibariyle, Mart 1998 sonuna göre yüzde 13,1 artarak 1575 trilyon Türk lirasına ulaşmıştır. Bu miktar ikinci üç ay için öngörülen, 1587–1615 trilyon Türk liralık aralığın altındadır. Rezerv para yılbaşına göre ise kümülatif olarak yüzde 32,8 oranında artmıştır. Sonuç olarak, yılın ilk üç ayında rezerv para yüzde 17,3, ikinci üç ayında ise yüzde 13,1 oranında artarak hedef aralıklarının altında kalmıştır.



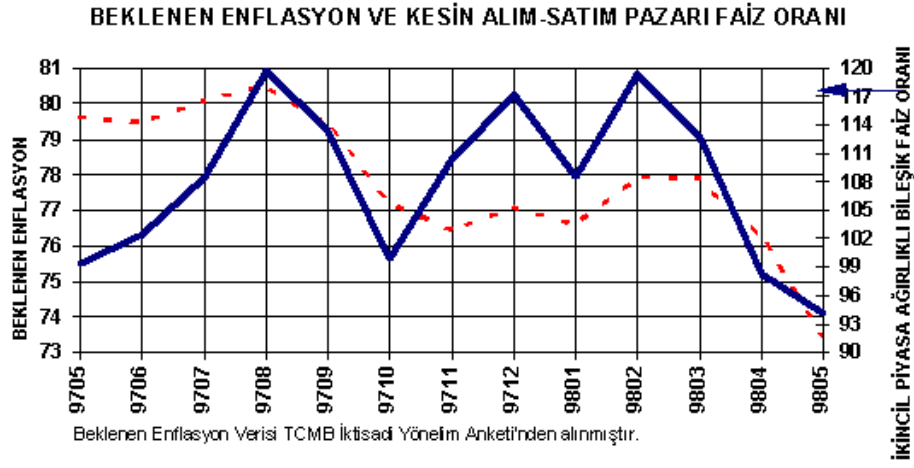
Grafik 1

1998 YILI İKİNCİ ÜÇ AYLIK DÖNEMİ REZERV PARA HEDEF/GERÇEKLEŞME

İkinci altı aylık para politikası uygulamasının detaylarına geçilmeden önce, yılın ikinci üç aylık dönemdeki para politikası uygulaması, döviz kurları, faiz oranları, Merkez Bankası bilançosu ve temel parasal büyüklükler çerçevesinde kısaca analiz edilecektir.

I. 1998 Yılı İkinci Üç ayında Para Politikası Uygulaması

Yıl başında yoğun olarak yapılan repo işlemlerinden dolayı yüksek seviyelerde seyreden API stoğu, net dış varlıkların hızlı artışı sonucu azalan fonlama gereğine paralel olarak düşmüştür. Mart ayından itibaren enflasyonist beklentilerdeki azalma, Hazine'nin itfasından daha az borçlanması, bütçenin faiz dışı dengesinde gözlenen iyileşme ve dolayısıyla DİBS ikincil piyasa faizlerindeki düşmeye paralel olarak olumlu bir konjoktüre girilmiştir (Grafik 2). Bu konjoktür, rezerv para büyüklüğü için hedeflenen aralık çerçevesinde, Merkez Bankası'nın açık piyasa ve bankarası para piyasası işlemleri ile piyasalardaki fazla likiditeyi çekmesini gerektirmiştir. Diğer bir deyişle, ikinci üç aylık dönemde Merkez Bankası API aracılığıyla piyasalara borçlu konuma gelmiştir.



GRAFİK 2

Döviz Kurlarındaki ve Faizlerdeki Gelişmeler

Yıl başında açıklanan para programı ile, kur politikasının enflasyon öngörüsüne paralel bir şekilde uygulanması, diğer bir deyişle, reel kurlardaki dalgalanmanın en aza indirgenmesi amaçlanmıştır. Yılın ikinci üç aylık dönemindeki konjonktürde; enflasyonun ve faizlerin düşme eğiliminde olması, ekonominin yüksek büyüme hızını koruması, kurlarda cari işlemler dengesini ve enflasyonu birarada gözetilen ve rezerv paranın kontrol edildiği bir politika uygulanması ve Merkez Bankası rezervlerinin hızla artması, Merkez Bankası'nın açmaz sayısını artırmıştır. Bunları daha açık olarak ele alırsak, hızlı net dış varlık artışını sterilize etme gereği, Merkez Bankası'nın döviz kuru ve faiz politikasında bir değişikliğe gitmesini gerektirmiştir.

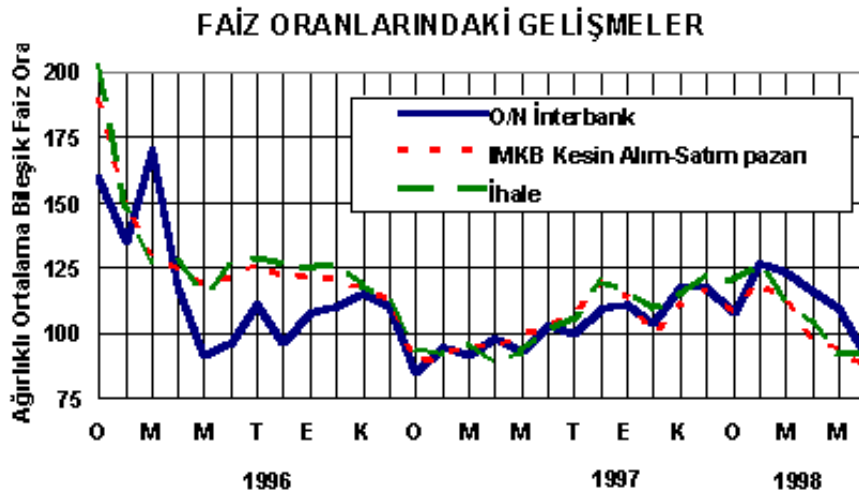
Bu bağlamda, Merkez Bankası, Mayıs ayı içerisinde bazı politika değişiklikleri yapmış ve yılın ikinci üç ayında beş önemli karar almıştır;

- 4 Mayıs itibariyle Merkez Bankası İMKB repo-ters repo pazarında olağanüstü faiz dalgalanmaları dışında bir gecelik vadede işlem yapmayacağını açıklamıştır.
- 4 Mayıs tarihinde bankalararası para piyasası alış-satış kotasyonlarında yapılan değişikliklerle, kotasyonların marjları daraltılmıştır.
- 1 Haziran tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, zorunlu döviz-efektif devir ve satışları için belirtilen oranlar, Haziran ve Temmuz 1998 aylarında yapılacak döviz ve efektif alışları için "yüzde 0" olarak belirlenmiştir.
- 2 Haziran tarihinde, bankalararası para piyasası alış-satış kotasyonlarında 3'er puanlık indirimle gidilmiştir.
- 8 Haziran tarihinde ise, bankalararası para piyasası alış kotasyonları 10'ar puan düşürülmüştür.

Mayıs ayında İMKB repo-ters repo pazarındaki Merkez Bankası kotasyonlarının kaldırılmasından sonra, bu pazardaki faiz oranlarında dalgalanmalar gözlenmiştir. Ancak uzunca bir dönem boyunca sistemik istikrarı sağlamaya yönelik politikaların uygulanmasının etkisiyle, ikincil piyasa DİBS faiz oranları bu uygulamadan olumsuz etkilenmemiştir. Bankalararası para piyasası bir gecelik işlemlerinde Merkez Bankası'nın alış kotasyonu ise, İMKB repo-ters repo pazarı bir

gecelik işlemlerinin faiz oranları açısından dip noktayı teşkil etmiş ancak bazı günlerde ikincil piyasada oluşan oranların Merkez Bankası'nın bir gecelik alış faizinin altına da düştüğü gözlenmiştir. Paralel diğer bir gelişme ise, repo-ters repo pazarında faizlerin piyasadaki likiditeye duyarlılığının görece olarak artmasıdır. TCMB'nin kur ve faiz politikasının yön verdiği TL likiditesi, repo-ters repo pazarı aracılığıyla veya doğrudan, kesin alım-satım pazarındaki işlemlerin yönünü etkilerken, faiz oranlarının Merkez Bankası'nın sterilizasyon işlemlerine artan hassasiyeti, dolaylı olarak ikincil piyasa faiz oranlarının likiditeye olan duyarlılığını artırmıştır.

Mayıs ayında bankalararası para piyasası alış-satış kotasyon marjlarının daraltılması, piyasalara bir taraftan genel faiz oranlarındaki düşüşe (Grafik 3) Merkez Bankası'nın da destek verdiğini gösterirken, alış faiz oranlarındaki artış ile de sıkı sterilizasyon yapma amacıyla bulunduğu mesajı verilmiştir. Bu bağlamda ters repo ihalelerinin yanısıra, bankalararası para piyasası aracılığıyla fazla likidite çekilmeye çalışılmıştır.



Grafik 3

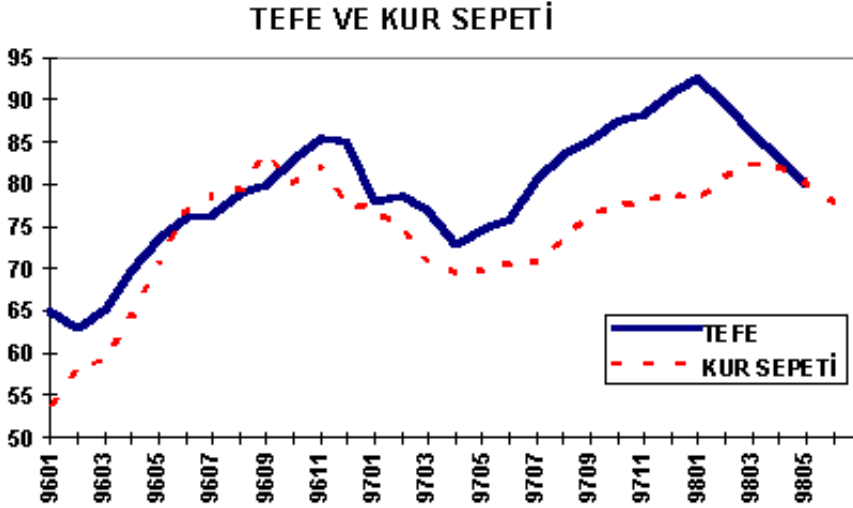
Diğer yandan Haziran ayının başında döviz-efektif devir ve satış politikasına yönelik karar değişikliğinin ardından, döviz kurlarında daha önceki döneme göre artan günlük dalgalanma teorik olarak döviz müdahalelerinin en aza indirildiği ortamda faizlerin kurlar üzerindeki etkisini de artıracaktır. Bu çerçevede, faiz oranlarının likiditeye, kurların ise faiz oranlarına ve dolayısıyla likiditeye duyarlılığının görece olarak arttığı bir döneme girildiği gözlenmektedir. Sonuç olarak, hem Merkez Bankası hem de piyasa oyuncuları açısından oldukça hassas denilebilecek bir dönem başlamıştır.

Devir ve satışlarla ilgili açıklamadan sonra çok kısa süreli bir belirsizlik ortaya çıkmış, bankalar likidite yönetimlerini daha etkin bir şekilde yapmaya başlamışlardır. Saat 15:00'de açıklanan "resmi kurların" gösterge niteliği, devir kuru açıklaması Haziran ayı içinde devam etmesine rağmen, görece olarak artmaya başlamış, ancak yine de Merkez Bankası'nın gün içindeki gelişmelere göre değiştirdiği devir kuru etkinliğini korumuştur. Ek olarak, alınan bu karar, Merkez Bankası'nın yüzde 50'lik enflasyon hedefine göre belirlemeye devam edeceği kur politikasını, alış ve satış müdahaleleri ile yürüteceğini göstermiştir.

Son dönemde alınan kararlar kur-faiz platosunun aşağıya çekilmesini sağlamış, kurlarda günlük dalgalanmaların görece olarak yükseltilmesi, aylık devalüasyona ilişkin belirsizliği bir ölçüde artırmış ve döviz alış yoluyla hızlı döviz rezervi artışının yavaşlamasına neden olmuştur.

Yılın ilk beş ayında döviz sepetindeki gelişmelere bakıldığında ise, kümülatif artış hızının yüzde 25, aynı dönemde TEFEDeki kümülatif artış oranının ise yüzde 24,4 olarak gerçekleştiği

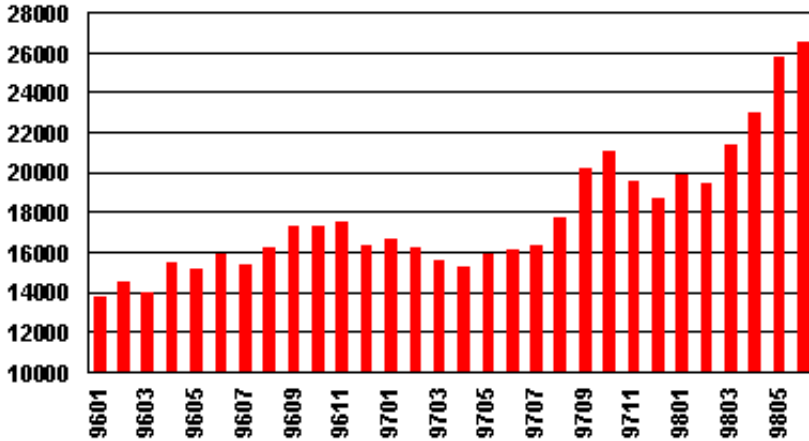
görülmektedir. Grafik 4'te döviz sepeti ve TEFE'deki yıllık yüzde değişimler gösterilmiştir.



Grafik 4

Döviz kurlarında sağlanan istikrarın Merkez Bankası'nın uluslararası rezerv artışını desteklemeye devam ettiğini gözlemekteyiz. Altın dahil net uluslararası rezervler 30 Haziran 1998 itibariyle 26,6 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 1997 yılı sonu ile kıyaslandığında, yaklaşık 8 milyar ABD doları tutarında net uluslararası rezerv artışı gerçekleşmiştir (Grafik 5).

MERKEZ BANKASI DÖVİZ REZERVLERİ
(Milyon ABD Doları)



Grafik 5

Cari İşlemler Dengesi

Güneydoğu Asya'da meydana gelen kriz ile birlikte, yabancı yatırımcılar gelişmekte olan piyasalara daha ihtiyatlı yaklaşmaya başlamışlardır. Mayıs ayının sonunda Rusya mali piyasalarında yaşanan olumsuz gelişmeler bu durumu daha hassas bir hale getirmiştir. Buna rağmen, Türk mali piyasalarında olumsuz bir etki gözlenmemiştir.

1998 yılının ilk üç ayına ilişkin cari işlemler dengesi verileri 1997 yılında gösterdiği eğilimi devam ettirmiştir. Bu dönemde dış ticaret açığı 3,3 milyar ABD doları olurken, cari işlemler açığı geçen

yılın aynı dönemine göre yüzde 30,8 oranında azalarak 875 milyon ABD doları olmuştur. Ocak-Mart döneminde rezerv hariç sermaye hareketleri net girişleri ise 3,7 milyar ABD doları tutarında gerçekleşmiştir.

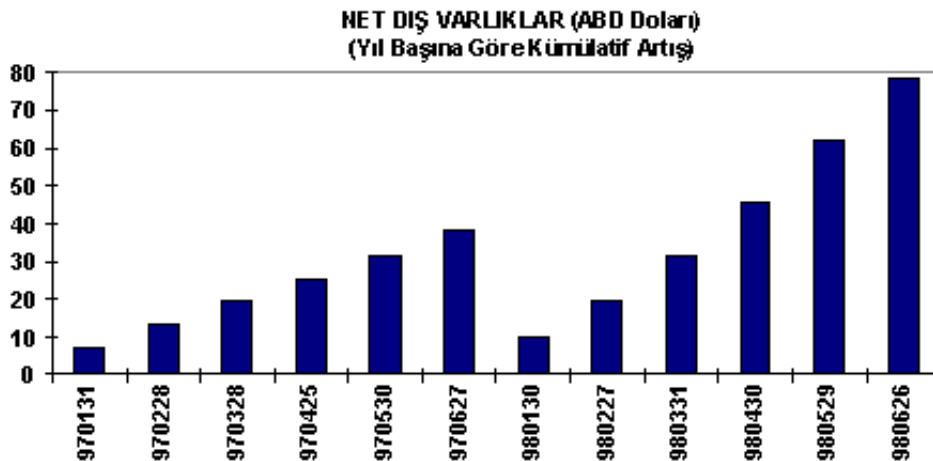
Özel imalat sanayi fiyat endeksi kullanılarak hesaplanan reel kur endeksinin değerinin de baz yılına göre önemli bir değişme göstermemesi, cari işlemler açığının 1997 yılında ve 1998'in ilk üç ayında aldığı düşük değerleri destekler niteliktedir (Grafik 6). Mayıs ayı itibariyle bakıldığında, özel imalat sanayi fiyatları kullanılarak hesaplanan reel kur endeksinin 1997 yılının sonuna göre yüzde 3,1 oranında değer kaybettiği gözlenmektedir.



Grafik 6

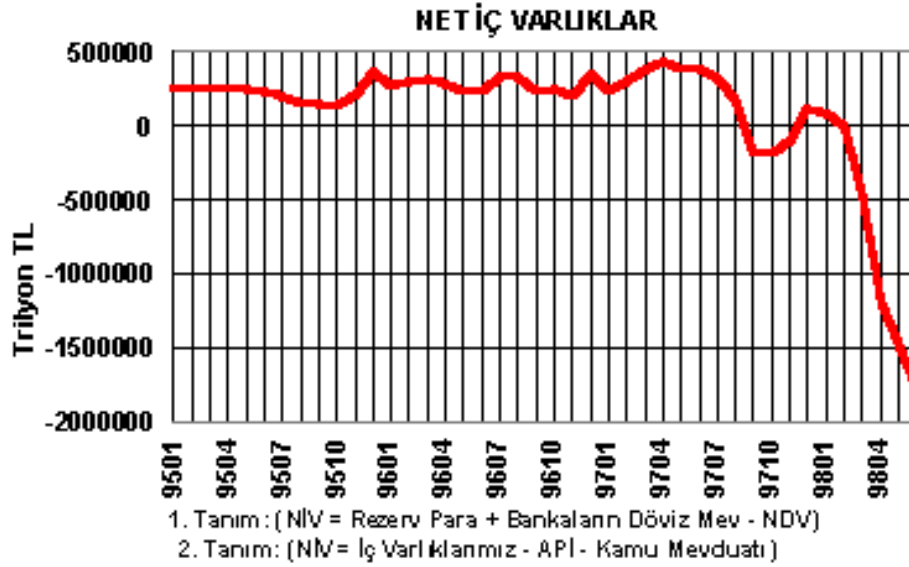
Temel Bilanço Kalemleri ve Parasal Göstergeler

Bu gelişmelerin Merkez Bankası bilançosuna yansımaları incelendiğinde, yılın ilk üç ayında olduğu gibi, rezerv para artışının arz tarafından kaynağı net dış varlıklardaki artış olmuştur. Merkez Bankası net dış varlıkları yılın ikinci üç ayında, TL bazında yüzde 58 artarken, ABD doları bazında yüzde 43,7 artarak, 30 Haziran 1998 tarihi itibariyle 16,7 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Haziran ayının ikinci yarısında, net dış varlıklar, Merkez Bankası'nın yukarıda detaylı olarak bahsedilen kararları neticesinde, TL bazında yalnızca yüzde 1 artmıştır (Grafik 7).



Grafik 7

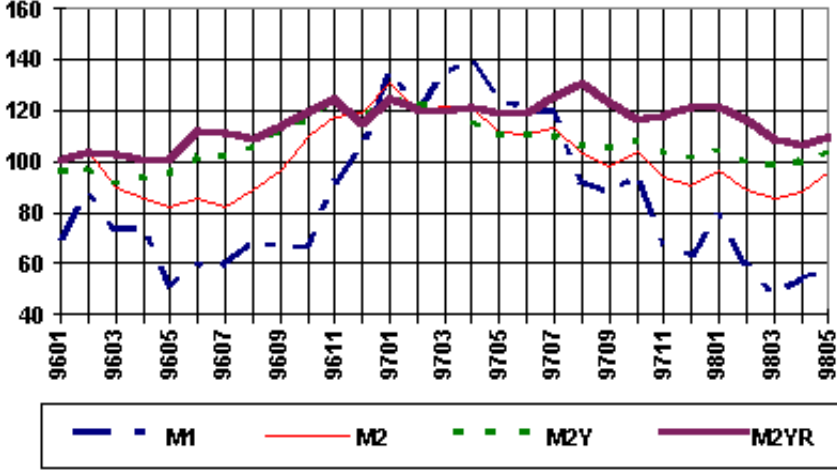
Aynı dönemde Merkez Bankası net iç varlıkları azalışını devam ettirmiş ve Mart ayı sonuna göre nominal olarak 1319 trilyon Türk lirası tutarında azalmıştır. Hızlı net dış varlık artışı sonucu değerlendirme hesabındaki artış, API yoluyla etkin sterilizasyon yapılması, Hazine'nin dönem boyunca Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanmaması ve diğer kamu kuruluşlarına kredi kullanılmaması net iç varlıklardaki azalışı sağlayan önemli faktörler olarak göze çarpmaktadır (Grafik 8).



Grafik 8

Diğer yandan bütçenin faiz dışı dengesinde gözlenen iyileşmeye paralel olarak iç borç stoku artış hızındaki yavaşlama, parasal büyüklüklerin üzerinde oluşan artış baskısını azaltmıştır. Yılın ilk yarısında, rezerv paranın yanı sıra diğer parasal büyüklüklerde ortaya çıkan gelişmelerin de oldukça olumlu olduğu gözlenmektedir. 5 Haziran tarihli geçici verilere göre, M1, M2 ve M2Y'de 26 Aralık 1997 tarihine göre 5 aylık kümülatif artışlar sırasıyla yüzde 23, 38 ve 36 olmuştur (Grafik 9). Yıllık bazda artış oranları ise sırasıyla yüzde 59, 97, ve 101 olarak gerçekleşmiştir. M2Y para arzına bankaların repo işlemleri eklenerek hesaplanabilecek M2YR para arzının yılın ilk 5 ayındaki kümülatif artışı yüzde 36 olurken, yıllık artışı yüzde 110 olmuştur.

PARASAL BÜYÜKLÜKLER (Yıllık Yüzde Değişim)



Grafik 9

II. 1998 Yılı İkinci Altı Aylık Para Politikası Uygulaması

Merkez Bankası yılın ikinci yarısında yüzde 50'lik enflasyon hedefi ile tutarlı olacak şekilde para ve kur politikasını uygulamaya devam edecektir.

Yüksek enflasyonist bir süreçten düşük enflasyonist bir döneme geçilirken, ekonomideki parasallaşma, düşük enflasyonist bir dönemden yüksek enflasyonist bir sürece geçilirken oluşan parasallaşma ile simetrik olmamaktadır. Diğer bir deyişle, hedeflenen düşük enflasyon oranı ile tutarlı bir para talebinin tarihsel verilere dayanarak tahmin edilmesi, bu tahmin sonucunda ortaya çıkan parasallaşma öngörüsünün gereğinden fazla olmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla düşük enflasyon hedefine yönelik olarak uygulanacak politikaların kredibilitesi olumsuz etkilenmektedir. Sonuç olarak, enflasyonun hızlı düşüş dönemlerinde, para talebinde tahmin edilemeyen gelişmelerin ortaya çıkma olasılığı, Merkez Bankası'nın parasal durumu etkileyebilmesini devam ettirecek yeni bir göstergelyi hedeflemesini gerekli kılmıştır.

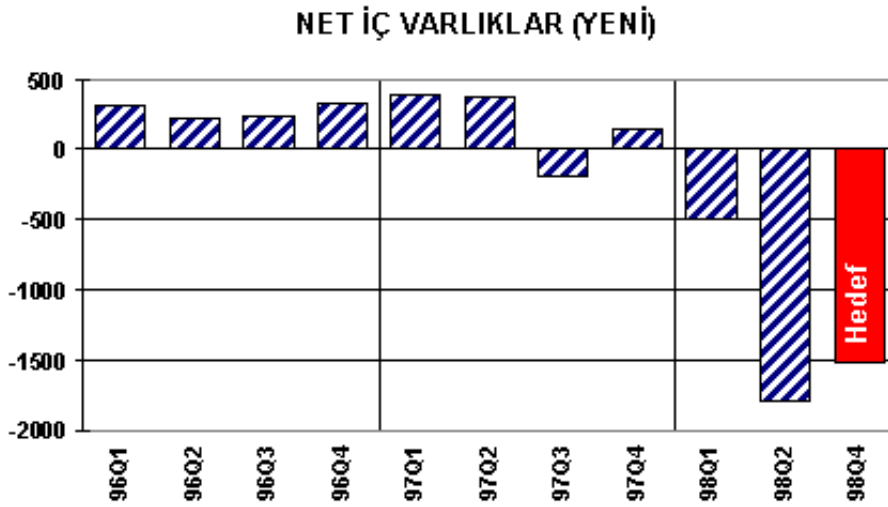
Bu amaç doğrultusunda, Merkez Bankası bilançosundan "net iç varlıklar" kalemi, hedeflenen yeni bir büyüklük olarak belirlenmiştir. Bu hedefin rakamsal boyutu ise 1998 yılı sonu için eksi 1514 trilyon Türk lirası olarak belirlenmiştir. Grafikten de izlenebileceği gibi, net iç varlıklar ile ilgili hedef, yılbaşından bu yana azalan net iç varlıklar kaleminin ikinci altı aylık dönemde bir miktar artmasını öngörmektedir. Net iç varlıkları etkileyen temel kalemler gözönüne alındığında, yılın ikinci yarısında Merkez Bankası'nın hızlı döviz rezervi artışını hedeflemediği ve dolayısıyla bu yolla ortaya çıkacak fazla likiditenin görece olarak azalacağı söylenebilir. Bu nedenle, Merkez Bankası günlük likidite yönetimindeki müdahalelerini görece olarak azaltmayı amaçlamaktadır. Ancak, kamu sektörüne kredi açılmaması politikasına devam edilerek, net iç varlıklar kalemi sıkı kontrol altında tutulmaya devam edilecektir.

Net iç varlıklar hedefinin

- ödemeler dengesinde hedeflenen net uluslararası rezerv artışı ile tutarlı bir "net dış varlık" öngörüsü,
- enflasyon ve büyüme oranı hedefleri ile tutarlı bir "rezerv para" öngörüsü ile tutarlılığı sağlanmıştır.

Ek'te tanımı detaylı olarak anlatılan yeni net iç varlıklar kalemindeki gelişmeler grafik 10'da sunulmuştur. Görüldüğü gibi net iç varlıklar bazı dönemlerde küçük yükseliş ve inişler gösterse de, 1997'den itibaren belirgin bir düşüş seyri izlemiştir. Grafikten de izlenebileceği gibi, yıl sonunda 142 trilyon Türk lirası tutarında artı bakiyede olan net iç varlıklar kalemi, hızlı döviz girişi nedeniyle özellikle değerlendirme hesabındaki artış ve döviz girişleri nedeniyle piyasaya çıkan likidite fazlasının açık piyasa işlemleri ile çekilmesi sonucunda, hızla azalmıştır. Söz konusu dönemde, Hazine'nin kısa vadeli avans kullanmaması ve diğer kamu kuruluşlarına nakit kredi kullandırılmaması da net iç varlıkları olumlu etkilemiştir. Sonuç olarak, 30 Haziran 1998 tarihi itibarıyla, net iç varlıklar eksi 1778 trilyon Türk lirasına kadar düşmüştür.

Grafik 10



EK: Net İç Varlıkların Bilanço Açısından Yorumlanması

Merkez Bankası bilançosunu $\text{Rezerv Para}(X) = \text{Net Dış Varlıklar} + \text{Net İç varlıklar}$ diye tanımladığımızda, Rezerv Para(X), yukarıdaki tanım gereği bir anlamda bilanço büyüklüğünü göstermektedir. Diğer taraftan, alt kalemleri itibarıyla yeni tanımlı bilanço Tablo 1'deki gibi özetlenebilir.

TABLO 1

TCMB BİLANÇOSU	Gerçekleşmeler			Hedef
	Ara-97	Mar-98	Haz-98	Ara-98
Dönem Sonu Verileri (Trilyon TL)				
AKTİFLER (1+2)	1,934	2,299	2,641	
1. Net Dış Varlıklar(a-b)	1,791	2,798	4,42	
a. Dış Varlıklar	4,337	5,786	7,77	
b. Dış Yükümlülükler	2,546	2,989	3,351	
2. Net İç Varlıklar(a+b+c+d+e+f+g)	143	-499	-1,778	-1,514

a. Kamuya açılan net nakit krediler (aa+ab+ac)	6	-154	-224	
aa. Kamuya açılan nakit krediler	892	654	693	
ab. Kamu Mevduatı	-182	-280	-261	
ac. Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	-704	-528	-656	
b. Fon Hesapları	-50	-51	-12	
c. Banka Dışı Kesimin Mevduatı	-7	-10	-11	
d. Bankalara Açılan Nakit Krediler	8	8	8	
e. Açık Piyasa İşlemleri	720	197	-1,008	
f. Diğer Kalemler	-342	-479	-339	
g. Değerleme Hesabı	-190	-8	-193	
PASIFLER (1)	1,934	2,299	2,641	
1. Rezerv Para (X) (a+b+c+d))	1,934	2,299	2,641	
a. Emisyon	759	898	1,006	
b. Bankalar Zorunlu Karşılıkları	336	387	526	
c. Bankalar Serbest İmkanı	34	46	20	
d. Bankaların Döviz Mevduatı	804	968	1,089	

Daha açık bir dille ifade edilirse, yukarıdaki yeni net iç varlıklar tanımı Merkez Bankası bilançosunun pasifinde yer alan bazı kalemler, Merkez Bankası'nın kamu kesimi ve bankalar ile olan karşılıklı kredi ilişkisini yansıtmaktadır. Pasifte yer alan ve temelde kamu kesiminin Merkez Bankası'ndaki döviz mevduatını gösteren "Döviz olarak takip olunan mevduat" ile kamunun Merkez Bankası'ndaki TL mevduatını gösteren "kamu mevduatı" kalemleri, kamudan Merkez Bankası'na açılan bir kredi gibi yorumlanabilir. Aynı şekilde yine pasifte yer alan açık piyasa işlemleri kalemi eğer artı (eksi) bakiyede ise bankalardan (Merkez Bankası'ndan) Merkez Bankası'na (bankalara) açılan bir kredi anlamına gelmektedir. Pasif tarafta bulunan "kamu mevduatı", "döviz olarak takip olunan mevduat", "açık piyasa işlemleri"nin yanısıra, "fon hesapları" ve "banka dışı kesimin mevduatı" kalemlerinin aktifteki iç varlıklar toplamından çıkarılması Merkez Bankası'nın mali sistem ile olan net kredi ilişkisini yansıtacaktır.

Yukarıdaki net iç varlıklar tanımına göre, net iç varlıkları etkileyen kalemler;

- **Kamu'ya Açılan Nakit Krediler:** Bu kalem ağırlıklı olarak "kısa vadeli avans hesabı" ve "devlet iç borçlanma senetleri" kalemindeki değişimlerden etkilenmektedir. Hazine'nin kısa vadeli avans kullanması bu kalemin artışına neden olmaktadır. "Devlet iç borçlanma senetleri" kalemi ise büyük ölçüde, yapılan doğrudan alım-satım ve repo-ters repo işlemlerine paralel olarak Bankamız portföyü değiştiğinden dolayı, yalnızca DİBS'lerin portföye giriş-çıkış fiyatlarının bu kalemi etkileme miktarı kadar değişmektedir.
- **Bankacılık Sektörüne Açılan Krediler:** Bankalara yeni nakit kredi kullandırılmamaktadır.
- **Diğer Kalemler (Net):** Merkez Bankası'nın diğer işlemleri nedeniyle ortaya çıkan borç ve alacaklarının netleştirilmiş tutarını yansıtmaktadır. Eksi bakiyede olması, net iç varlıkları azaltırken, artı bakiyede olması net iç varlıkları artırmaktadır.
- **Değerleme Hesabı:** Bu kalem Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin

değişmesine paralel olarak Merkez Bankası dış varlık ve yükümlülüklerinin yeniden değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkan kur farklarını göstermektedir. Değerleme hesabının eksi bakiye vermesi, net iç varlıkları azaltmakta, artı bakiye vermesi net iç varlıkları artırmaktadır.

- Kamu Mevduatı: Kamu'nun Türk lirası mevduatını göstermektedir. Kamu'nun TCMB nezdindeki mevduatını artırması (azaltması), net iç varlıkları azaltmaktadır (artırmakta).
- Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat: Ağırlıklı olarak Hazine'nin döviz mevduatını yansıtmaktadır. Özelleştirme ve/veya dış borçlanma sonrası bu hesaba giriş yapılması, net iç varlıkları azaltmaktadır. Net iç varlıklar azalırken, net dış varlıklar artmakta, rezerv para değişmemektedir. Hazine'nin döviz mevduatını TL'ye çevirip kullanması durumunda ise, net dış varlıklar değişmemekte, emisyon artışından dolayı rezerv para(X) değişmektedir.
- Fon Hesapları ve Banka Dışı Kesimin Mevduatı: Bu kalemlerin artışı (azalışı), net iç varlıkları azaltmaktadır (artırmakta).
- Açık Piyasa İşlemleri (Net): APİ işlemleri nedeniyle Merkez Bankası'nın piyasaya olan nakit borcunun artışı net iç varlıkları azaltırken, piyasanın Merkez Bankası'na nakit borçlarının artışı net iç varlıkları artırmaktadır.