

PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE
PARA MİKTARI

Hasan ERSEL
Emin ÖZTÜRK

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Araştırma Genel Müdürlüğü

Tartışma Tebliği No: 9207
Eylül 1992

PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE PARA MİKTARI(*)

Hasan Ersel
T.C. Merkez Bankası
Başkan Yardımcısı

Emin Öztürk
T.C. Merkez Bankası
Ekonomist

14 Eylül 1992

Giriş

Kamu kesimi açıklarının piyasadan borçlanılarak karşılanması yerine Merkez Bankası kaynaklarına ağırlık verilmesi ve gerekirse mevcut iç borç stokunun para basılarak ödenmesi tartışmaları son dönemlerde ekonomi kamuoyunun gündemine girmiştir. Ayrıca, bu görüşlerden ilki 1991 yılı ortalarından günümüze kadar olan son bir yılın önemli bir bölümünde uygulamaya da geçirilmiştir. Son olarak ortaya atılan görüş ise, piyasadaki para miktarının yetersiz olduğu hususundan hareketle, para basımına dayalı finansman yönteminin zararsız, ve hatta gerekli, olduğu sonucuna varmaktadır. Bu yazının amacı, yukarıda kısaca ifade edilen görüşlerden özellikle sonuncusunun geçerliliğinin eldeki bilgiler ışığında değerlendirilmesidir. Buna geçmeden önce bazı kavramlara açıklık getirilmesi ve son yıllardaki para politikası uygulamaları ile Merkez Bankası'nın orta ve uzun vadeli hedeflerine değinilmesi yerinde olacaktır.

Para Nedir?

Para politikası söz konusu olduğunda akla gelen en temel soru, uygun para tanımının ne olduğudur. En geniş anlamıyla, iktisadi faaliyetlerin gerçekleşmesinde değişim aracı olarak kullanılan her şey para tanımı içinde görülebilir. Dolayısıyla, yalnızca emisyonu veya dolaşımdaki para miktarını içeren bir para tanımı yetersiz olacaktır. İtibar edilen bir kişinin kartviziti veya bir hatıra senedi de para tanımı içine alınabilir. Ancak, piyasada para gibi işlem gören araçların tümünün saptanması ve bunların belli zaman kesitlerindeki stok değerlerinin ölçülmesi imkansızdır. Bu nedenle, uygulamada kullanılan parasal büyüklükler genellikle dolaşımdaki paranın ve bankalardaki mevduatın toplamı olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımın anlamlılığı ile mali sistemin genişlemesi birbirleriyle ilişkilidir.

(*) Bu yazıda ifade edilen görüşler kişisel olup Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nı bağlamaz. Yazarlar bu metni okuyarak görüş ve eleştirilerini bildiren Ercan Uygur'a teşekkür ederler.

Parasal Büyüklükler

Merkez Bankası bültenlerinde yer alan en dar tanımlı para arzı olan M1 dolaşımdaki banknot miktarına, vadesiz resmi mevduat dışındaki, Türk lirası olarak tutulan tüm vadesiz mevduatın eklenmesi ile bulunmaktadır. M1 rakamına vadeli resmi mevduat dışında kalan tüm Türk lirası vadeli mevduat ile mevduat sertifikaları eklendiğinde ise M2 olarak isimlendirilen parasal büyüklük elde edilmektedir. Ancak, iktisadi analiz açısından, yukarıda tanımı verilen parasal büyüklükler Türkiye'deki mevcut şartlar altında genellikle yetersiz kalmaktadır. Bunun temel nedeni, bankalara yatırılmış olan döviz tevdiat hesaplarının son yıllarda hızla büyüyerek Türk lirası mevduat rakamlarına yakın bir miktara ulaşmış olmasıdır. M2Y adı verilen para tanımı, bu pratik hususu dikkate alarak, M2 rakamına cari kurdan değeri hesaplanan döviz tevdiat hesaplarının ilave edilmesiyle bulunmaktadır. Buradaki tanımlarda hane halkı ve şirketlerin parasal varlıkları söz konusudur. Bunlar, çeşitli piyasalarda "menkul kıymet" ya da "mal" ile değiştirilebilir. Dolayısıyla bunlarla ölçme yapmak, piyasalarda mal veya menkul kıymete dönüşebilecek (değişimi gerçekleştirebilecek) para miktarını bulmak demektir.

Merkez Bankası bültenlerinde yer alan en geniş parasal büyüklük ise M2Y rakamına vadeli ve vadesiz resmi mevduatın ve Merkez Bankası'nda tutulan bazı mevduatın eklenmesiyle bulunan L0'dır. Ancak, M2Y ile L0 arasındaki farkı oluşturan mevduat türlerinin oldukça küçük bir meblağ olması ve bunların zaman içindeki seyrinin düzensizliği nedeniyle iktisadi analize en yakın parasal büyüklüğün M2Y olduğu söylenebilir. Ayrıca, ekonometrik çalışmalarda M2Y ile nominal gayri safi milli hasıla (GSMH) arasında oldukça güçlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmaktadır.

Para Arzı ve Talebi

Aşağıdaki tabloda dolaşımdaki banknot miktarından M2Y'ye kadar olan parasal büyüklüklerin nominal GSMH'ya oranları verilmektedir.

TABLO 1
PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN NOMİNAL GSMH'YA ORANLARI(*)

	1989	1990	1991
Emisyon/NGSMH	3.6	3.5	3.4
Dolaşımdaki Para/NGSMH	3.1	3.1	2.9
M1/NGSMH	7.8	6.8	6.4
M2/NGSMH	19.7	17.2	17.6
M2Y/NGSMH	24.3	21.6	25.0

Kaynak: T.C. Merkez Bankası Aylık İstatistik Bülteni; DİE Ağustos 1992'de Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar.

(*) Oranların hesaplanmasında kullanılan parasal büyüklükler her yılın son ayındaki haftalar ortalamasıdır. NGSMH rakamları DİE'nin yeni milli gelir serisidir. Eski Milli gelir serisi kullanıldığında oranlar daha yüksek olmakta fakat eğilimler değişmemektedir.

Görüldüğü gibi, emisyonun nominal GSMH'ya oranı yüzde 3.5 civarında seyretmektedir. M2Y için bu oran yüzde 20'nin üzerindedir. Dolayısıyla, parasal büyüklüklerin ekonominin büyüklüğüne göre ne durumda olduğuna bakılırken hangi para tanımının kullanıldığı son derece önem taşımaktadır. Piyasada yeterli para olmadığının söylenmesi ile banknotların toplam para içindeki payının küçük olduğunun söylenmesi farklı şeylerdir.^(*)

Bu saptamayı yaptıktan sonra geniş tanımlı para M2Y'nin alt kalemlerinin görece önemine bakılması yararlı olacaktır. Aşağıdaki tabloda M2Y içinde yer alan alt kalemlerin paylarının son yıllardaki seyri verilmektedir.

TABLE 2
M2Y İÇİNDEKİ KALEMLERİN PAYLARI

	1989	1990	1991	1992(*)
Dolaşımdaki Para	12.8	14.1	11.8	12.0
Vadesiz TL Mevduat	19.1	17.5	14.0	11.8
Vadeli TL Mevduat	49.2	47.9	44.7	41.4
Döviz Tevdiat Hesapları	18.9	20.4	29.6	34.8

Kaynak: T.C. Merkez Bankası Aylık İstatistik Bülteni ve Parasal Göstergeler Bülteni

(*) 1992 Yılı'nın ilk 6 ayı sonu itibarıyla

Burada göze çarpan en belirgin özellik, yabancı para cinsinden tutulan mevduatın M2Y içindeki payının son yıllarda sürekli olarak artmasıdır. Bunun anlamı, bir yandan banknot ile (resmi nitelik taşıyan veya taşımayan) kaydı para türleri, diğer yandan Türk lirası ile yabancı paralar arasında ikame olduğudur. Bu nedenle, emisyonun ve dolaşımdaki Türk lirası miktarının arttırılmasına yönelik bir para arzı politikası ortaya çıkacak sonucun tek belirleyicisi değildir. Konunun bir de talep yönü vardır. Ekonomik birimlerin bir yandan Türk lirası ile döviz, diğer yandan banknot ile kaydı para türleri arasındaki tercihleri ekonominin yapısal özelliklerine ve konjonktürel gelişmelere göre değişebilmektedir.

İnsanların nakit yerine çek ve kredi kartı kullanarak ödeme yapma konusundaki alışkanlıkları, kambiyo rejiminin ne ölçüde liberal olduğu, ödeme sisteminin gelişme derecesi ve mali araçların çeşitliliği gibi hususlar yukarıda sözü edilen tercihlerin yapısal belirleyicileri arasında sayılabilirler. İç ekonomideki enflasyon ve faiz oranları, dış alemdeki enflasyon ve faiz oranları, belirsizliğe ilişkin göstergeler, yerli paraya

(*) Paranın miktarına ilişkin özdeşlik uyarınca iktisadi faaliyetlerin büyüklüğüne tekabül eden miktarda para, tanım gereği, zaten vardır. Diğer bir deyişle, "ex post" olarak, piyasadaki para miktarı ile paranın dolaşım hızının çarpımı nominal GSMH'ya eşit olmak durumundadır. Nominal GSMH ise reel GSMH ile fiyatlar genel düzeyinin çarpımından oluşur. Para miktarı ile reel iktisadi faaliyet arasındaki ilişki ya paranın dolaşım hızındaki ya da fiyatlar genel düzeyindeki değişimler ile kurulmaktadır.

duyulan güven ile gelecek hakkındaki beklentiler ise konjonktüre göre dalgalanmalar gösteren etkenlerin ilk akla gelenleridir. Dolayısıyla, emisyonun ve dolaşımdaki Türk lirası banknot miktarının artırılmasını ve kamu kesimi açıklarının bu yolla karşılanmasını amaçlayan bir arz politikasının yukarıda sözü edilen talep yönü belirleyicilerini nasıl etkileyeceğine dikkat edilmemesi durumunda ortaya çıkacak sonucun başlangıçtaki amaçlarla çelişmesi olasılığı çok yüksektir.

Diğer bir deyişle, piyasaya banknot arzedilmesi otomatik olarak buna talebin de doğacağı anlamına gelmemektedir. Merkez Bankası'nın Türk lirasını aranan ve talep edilen bir para birimi yapacak para politikasını uygulayabilmesi durumunda yerli para biriminin daha yaygın olarak kullanımı kendiliğinden oluşabilecektir. Bunu destekleyen iyi bir örnek 1990 ve 1991 yıllarının karşılaştırılmasından çıkarılabilir. Merkez Bankası'nın parasal programını ilan ettiği ve hedeflerini büyük ölçüde tutturduğu 1990 yılında emisyondaki artış oranı yüzde 68 olmuştur. Bu artış oranı M2, M2Y ve Merkez Bankası Parası gibi değişkenlerdeki artış oranlarından daha yüksektir (sırasıyla, yüzde 48, 51 ve 25). 1991 yılında ise iç ve dış nedenler bir parasal programın uygulanmasını imkansız kılmış ve Merkez Bankası'nın para politikasını yürütmesi çok zorlaşmıştır. 1991 yılında emisyonda gerçekleşen artış yüzde 54 olmuştur. Bu oran M2, M2Y ve Merkez Bankası Parası gibi değişkenlerdeki artış oranlarından daha azdır (sırasıyla, yüzde 61, 82 ve 82). Sıkı bir para politikasının uygulanabildiği 1990 yılında emisyonun parasal kontrolün elden kaçtığı 1991 yılına göre daha hızlı artmış olması ilk bakışta çelişkili gibi görünmektedir. Emisyonun büyüme hızındaki düzey farkına ilişkin bir açıklama, ekonominin büyüme hızının 1990 yılında çok yüksek 1991 yılında ise çok düşük olmasıdır. Ancak, her yıl kendi içinde değerlendirildiğinde, emisyonun diğerlerine göre 1990 yılında daha hızlı 1991 yılında ise daha yavaş büyümesi büyük ölçüde para politikasının etkisi ile açıklanabilir.

Merkez Bankası Bilançosu

Türkiye'de son yıllarda uygulanmağa çalışılan para politikasının anlaşılabilmesi için Merkez Bankası'nın bilanço yapısının dikkatle incelenmesi gereklidir. 1990 ve 1992 yılları başlarında ilan edilen para programlarındaki yıllık hedefler Merkez Bankası bilançosundan seçildiği gibi, orta vadeli hedefler de bu bilançonun yeniden yapılandırılmasına yöneliktir. Bu konuda hatırlanması gereken önemli bir husus, Merkez Bankası'nın bilançosunun mali sistemdeki ilişkilerin odak noktası durumunda olduğudur. Bu noktadan hareketle, ilan edilen para programlarında M2 veya M2Y gibi parasal büyüklüklere ilişkin hedefler konulması yerine bilançodan seçilen değişkenler vasıtasıyla mali sistemdeki ilişkilerin etkilenmesi amaçlanmıştır. Dolayısıyla, bilanço değişkenleri daha geniş içerikli olan M2Y ve L0 gibi büyüklüklere yönelik araç

değişken durumundadır. Nitekim, yapılan çalışmalarda Rezerv Para ve Merkez Bankası Parası gibi bilanço değişkenlerinin M2Y ve L0 ile ilişkili olduğu görülmektedir.

Merkez Bankası bilançosunun aktifler bölümünün iki temel bileşeni vardır. Bunlardan birisi net dış varlıklar, diğeri ise toplam iç kredilerdir. Toplam iç kredileri oluşturan iki alt kalem, kamu sektörüne açılan krediler ile bankacılık sektörüne açılan kredilerdir. Ayrıca, bir de diğer kalemler değişkeni vardır. Toplam iç krediler ile diğer kalemler netleştirilerek net iç varlıklar olarak ifade edildiğinde aktif bölümü net dış varlıklar ve net iç varlıkların toplamından oluşmaktadır.

Pasif bölümünde ilk akla gelen ve herkes tarafından bilinen değişken emisyonudur. Ancak, Merkez Bankası'nın yükümlülükleri emisyonun ibaret değildir. Emisyon rakamına bankaların Merkez Bankası'ndaki zorunlu karşılıkları ve serbest imkanları ile banka dışı kesimin mevduatı ve fon hesapları eklendiğinde Rezerv Para denilen değişkene ulaşılmaktadır. Son iki değişken oldukça küçük bir miktar olduğu için Rezerv Paranın esas olarak emisyon ile bankaların Merkez Bankası'ndaki zorunlu ve serbest mevduatından oluştuğu söylenebilir. Rezerv Para değişkenine Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerinden doğan yükümlülükleri eklendiğinde Parasal Taban bulunmaktadır. Merkez Bankası Parası ise Parasal Taban ile Merkez Bankası'ndaki kamu mevduatının toplamıdır. Döviz tevdiat hesaplarının Türk lirası olarak alınan bölümü bir yana bırakılacak olursa, Merkez Bankası Parası değişkeni Banka'nın TL cinsinden yükümlülüklerinin toplamıdır. Döviz tevdiat hesaplarının döviz ve TL cinsinden munzam karşılıkları eklendiğinde toplam iç yükümlülüklerle ulaşılmaktadır.

Dış varlıkların ve dış yükümlülüklerin netleştirilmiş olarak yer aldığı Merkez Bankası bilançosu dönem sonları itibariyle aşağıdaki tabloda verilmektedir. Merkez Bankası'nın emisyonun doğan yükümlülüklerinin toplam iç yükümlülükler içindeki payı 1989 sonunda yüzde 30 iken 1990 yılında yüzde 40 olmuş, daha sonraki dönemde inişe geçerek 1991 sonunda yüzde 36, 26 Haziran 1992 tarihinde ise tekrar yüzde 30 olarak gerçekleşmiştir. Emisyonun Merkez Bankası bilançosu içinde çok önemli bir kalem olmadığına daha net görülmesi amacıyla netleştirilmemiş olağan bilanço toplamı baz olarak alındığında, emisyonun payı yukarıdaki tarihlerde sırasıyla yüzde 17, 22, 21 ve 19 olmaktadır. Ancak, her iki durumda da emisyonun payının 1990 yılında en üst noktada olduğuna dikkat edilmelidir. Daha önce büyüme hızlarındaki gelişmeler vasıtasıyla da gösterildiği üzere, bir para programının ilan edilip uygulanabildiği ve bu yolla Türk lirasının daha fazla talep edilen bir para birimi olduğu 1990 yılında, Merkez Bankası'nın aktiflerindeki artışı artan ölçüde emisyon ile finanse edebildiği tekrar ortaya çıkmaktadır.

TABLO 3
MERKEZ BANKASI BİLANÇOSU (Milyar TL)

	31.12.1989	31.12.1990	31.12.1991	26.6.1992
VARLIKLAR				
I. NET DIŞ VARLIKLAR	-2713	-555	396	-1019
II. TOPLAM İÇ KREDİLER	32098	37052	60628	91920
1. Kamu Sektörü Kredileri	29066	31732	55353	85378
2. Bankacılık Sektörü Kredileri	3032	5320	5295	6542
III. DİĞER KALEMLER (NET)	-1058	-1645	-2575	-1913
IV. NET İÇ VARLIKLAR (II+III)	31040	35404	58053	90007
TOPLAM VARLIKLAR (I+IV)	28327	34855	58449	88988
YÜKÜMLÜLÜKLER				
I. REZERV PARA (1+2+3+4+5)	17035	23871	37244	46227
1. Emisyon	8365	14074	21288	26883
2. Bankalar Zorunlu Karşılıklar	6047	7523	11227	14925
3. Bankalar Serbest İmkani	1731	1564	2934	2942
4. Fon Hesapları	444	358	1488	1120
5. Banka Dışı Kesim Mevduatı	448	552	307	357
II. PARASAL TABAN (I+6)	17365	22944	42828	59303
6. Açık Piyasa İşlemleri	330	-927	5584	13076
III. MERKEZ BANKASI PARASI (II+7)	18528	23837	43993	64743
7. Kamu Mevduatı	1163	893	1165	5440
IV. TOPLAM TL YÜKÜMLÜLÜKLER (III+8)	23245	28442	49236	75845
8. TL Cinsinden Döviz Munzam Karşılıkları	4717	4605	5243	11102
V. TOPLAM İÇ YÜKÜMLÜLÜKLER (IV+9)	28327	34855	58449	88988
9. Bankaların Döviz Mevduatı	5082	6413	9213	13143
NETLEŞTİRİLMEMİŞ BİLANÇO TOPLAMI	49931	64936	101734	140018

Kaynak: T.C. Merkez Bankası Günlük ve Haftalık Vaziyetleri

Bilançonun yükümlülükler tarafında dikkat edilmesi gereken bir başka kalem açık piyasa işlemlerinden doğan yükümlülüklerdir. Bu kalemin 1990 yılında negatif olması Merkez Bankası'nın piyasadan alacaklı durumda olduğunu göstermektedir. 1991 yılının ortalarından itibaren Merkez Bankası açık piyasa işlemlerinde borçlu konuma geçmiş ve bu durum 1992 yılının ilk yarısında hızlanarak devam etmiştir. Bu ise Merkez Bankası'nın para politikasını yürütme ve piyasaları yönlendirebilme açısından görece daha zayıf bir konuma geldiğinin işaretidir. Piyasadan alacaklı durumda olan bir merkez bankasının piyasalar üzerinde etkisini hissettirmesi çok daha kolaydır.

Merkez Bankası'nın piyasaları yönlendirebilme açısından dezavantajlı bir konumda olduğunun bir başka göstergesi ise bilançonun varlıklar bölümündedir. Bankacılık sektörüne verilen kredilerin toplam iç krediler içindeki payı 1989 yılı sonunda yüzde 9 olmuş, 1990 yılında yüzde 14'e çıkmış, 1991'de tekrar yüzde 9'a, 1992 yılının ilk yarısında ise yüzde 7'ye inmiştir. Bankacılık sektörüne verilen kredilerin

netleştirilmemiş bilanço toplamı içindeki payı ise, sırasıyla, yüzde 6, 8, 5, ve 5 olmuştur. Bu rakamlardan Merkez Bankası ile bankalar arasındaki kredi ilişkisinin çok düşük bir düzeyde kaldığı görülmektedir. Kredilerinin büyük ölçüde kamu sektörü tarafından emildiği durumlarda Merkez Bankası'nın reeskont işlemleri yoluyla piyasadaki kredi hacmini etkilemesi ve faiz oranlarını yönlendirmesi zorlaşmaktadır. Kamu sektörüne verilen kredilerin kısıtlı tutulabildiği 1990 yılında Merkez Bankası ile bankalar arasındaki kredi ilişkisinde bir ölçüde canlanma olabilmıştır.

Para Politikası Stratejisi

Emisyona, açık piyasa işlemlerine ve Merkez Bankası kredilerinin dağılımına ilişkin olarak yukarıda verilen örnekler Banka'nın bilanço yapısının para politikasının yürütülmesi açısından gereken esneklikte olmadığını göstermektedir. Böylesine bir durumda M2 veya M2Y gibi geniş parasal büyüklüklerin hedeflenmesi gereğinden fazla iddialı olacaktır. Bunun yapılabilmesi için Merkez Bankası bilançosunun yeniden yapılandırılması gereklidir. Dolayısıyla, 1990 ve 1992 yılı para programlarının bilançodan seçilen dört değişken etrafında şekillendirilmesi ve orta vadeli hedeflerin de daha sağlıklı bir bilanço yapısına yönelik olması bir tesadüf veya bencilce bir davranış değildir.

Aşağıdaki grafikte Rezerv Para, Merkez Bankası Parası ve M2Y arasındaki ilişki sunulmuştur. Bilanço değişkenleri olan Merkez Bankası Parası ve Rezerv Para ile M2Y arasında genel bir hareket benzerliğinin olduğuna ilişkin ipuçları bu grafikten elde edilmektedir. Merkez Bankası Parası ile M2Y arasındaki ilişkinin özellikle 1991 yılının ortalarından sonra çok yakınlaşmış olması dikkat çekicidir. Ayrıca, bu dönüm noktası ile Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerinde borçlu bir konuma geçerek para politikasını yürütmekte zorlanmağa başlaması yaklaşık olarak aynı tarihlere denk gelmektedir. 1991 yılının ortalarına doğru Merkez Bankası Parası değişkenindeki yıllık artış oranı Rezerv Paradaki artış oranının üzerine çıkmıştır.

Para programı hedefleri olarak bilançodan seçilen değişkenler, Net İç Varlıklar, Toplam İç Yükümlülükler, Toplam Bilanço Büyüklüğü ve Merkez Bankası Parasıdır. Türkiye şartlarında bu tür bir programın başarılı olabilmesinin temel önkoşulu, Merkez Bankası'nın aktif büyümesini kontrol altında tutabilmesidir. Merkez Bankası'nın dış varlıkları ekonominin döviz kazancı ile yakından ilgilidir. Merkez Bankası'nın döviz gelirlerinin önemli bir bölümü bankaların sattıkları dövizlerden kaynaklanmaktadır. Zorunlu devir oranına ek olarak, döviz kazanan birimlerin döviz gelirlerini bankalara zamanında veya geciktirerek satmaları da Merkez Bankası'nın dış varlıklarının seyrini dolaylı olarak etkilemektedir. Döviz kazanan birimlerin bu konudaki tavrı ise yurtiçi enflasyon ile döviz kuru farkının hangi yönde geliştiği ile

yakından ilgilidir. Bu etkenlere ve döviz talep eden birimlerin bu taleplerinin karşılanmasına bağlı olarak, Merkez Bankası'nın dış varlıkları üzerinde bir ölçüde kontrolü söz konusudur. Bilançonun aktif kalemleri içinde en kolay kontrol edilebilen değişkenin bankacılık sektörüne açılan krediler olduğu söylenebilir. Buna karşılık, kamu sektörüne açılan krediler konusunda aynı şeyin söylenmesi oldukça zordur. Bunun nedeni, kamu kesiminin kullanacağı kredilerin üst sınırının yasalar tarafından oldukça yüksek tutulmuş olması ve fiilen kullanılan kredi miktarının Merkez Bankası'nın iradesi dışında belirlenebilmesidir. Dolayısıyla, bilançonun aktif tarafının kontrol edilebilmesi ile kamu sektörüne açılan kredilerin sınırlı tutulabilmesi zaman zaman aynı anlamda kullanılmaktadır.

1991 yılı ve sonrasında olduğu gibi, aktif büyümesi kontrol dışına çıktığında Merkez Bankası'nın pasif tarafında yaptığı işlemler bu aktif büyümesinin finansman biçimini belirlemeğe yönelik çabalardan ibarettir. Merkez Bankası'nın finansman biçimini seçerken kullandığı ölçüt mali piyasalarda istikrarın korunmasıdır. Türkiye'nin bugün içinde bulunduğu koşullarda en fazla önem kazanan piyasanın döviz piyasası olması nedeniyle döviz kurlarında bir günden diğerine istikrarın sağlanması uygulamadaki temel ölçüt olmaktadır. Diğer bir deyişle, aktif büyümesi kontrol altında kaldığında para politikası uygulanabilmekte ve bu politika Merkez Bankası Parası ile birlikte diğer üç bilanço değişkeni etrafında şekillenmektedir. Aksi durumda, yani aktifler kontrol dışına çıktığında ise, piyasadaki likidite fazlasının çekilmesine yönelik açık piyasa işlemleri ağırlık kazanmaktadır. Bunun bir anlamı, kamu kesimine verilen kredileri Merkez Bankası'nın piyasaya borçlanarak finanse etmesidir. Bu durumda, Hazine'nin piyasadan borçlanmak yerine Merkez Bankası kaynaklarını kullanması nihai olarak sonucu değiştirmemekte, yalnızca Hazine tarafından üstlenilmemiş olan faiz yükü Merkez Bankası tarafından üstlenilmiş olmaktadır.

Bilindiği gibi, Merkez Bankası Parası Merkez Bankası'nın toplam TL yükümlülüklerini ifade etmektedir. Bu değişkenin parasal programın hedeflerinden birisi olarak seçilmesi, hem M2Y ile ilişkili olan Rezerv Paranın hem de Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yoluyla mali sisteme karşı olan yükümlülüklerinin aynı anda denetlenmek istendiğini göstermektedir. Hemen bu noktada belirtmek gerekir ki, açık piyasa işlemlerinin sistematik olarak Merkez Bankası'nı borçlu ya da alacaklı durumda bırakmadığı istikrarlı ortamlarda, bu iki değişken ortalamada yaklaşık eşitlenecektir. (Aralarında sadece kamu mevduatı kadar fark kalacaktır.) Bu açıklamalardan da çıkarılabileceği gibi, parasal programın hedeflerine uyulması dolaylı olarak Rezerv Paranın denetimi yoluyla M2Y'nin etkilenmesi anlamına gelmektedir. Buna karşılık, Merkez Bankası Parasının denetlenememesi durumunda ortaya çıkan fazla likiditenin Rezerv Parayı ve dolayısıyla M2Y'yi etkileyip öncelikle kurlar üzerinde olumsuz etki

yapması sözkonusu olacaktır. İşte bu ikinci durumda, Merkez Bankası doğrudan Rezerv Paranın denetimine yönelmek, yani açık piyasa işlemleri yoluyla piyasadan sürekli para çekmek durumundadır. Yukarıda özetlenen uygulamanın iktisadi mantığı da burada yatmaktadır.

Merkez Bankası'nın doğrudan Rezerv Paranın denetimine yönelmesi durumunda açık piyasa işlemleri yoluyla likidite fazlasının çekilmesine ağırlık verildiği için Merkez Bankası faizleri de kendi haline bırakmış olmakta ve kurlardaki değişimin istikrarlı olmasını ön plana almaktadır. Bir yandan likidite fazlasının çekilmesine yönelik "miktar" hedeflenmesi sözkonusu iken diğer yandan "fiyat" değişkeni durumunda olan faizin kontrol altında tutulabilmesi olanaksızdır. Merkez Bankası belirli bir miktarda borçlanmak üzere piyasaya girdiğinde fon fazlası olan birimlerin bu fonları hangi orandan borç vermeğe gönüllü olduklarına bağlı olarak faiz piyasada belirlenmiş olmaktadır. Buradan çıkarılabilecek bir sonuç, bir yandan kamu kesirni kredileri hızla artarken diğer yandan Merkez Bankası'nın faizleri düşük tutmasının mümkün olmadığıdır. Aksi halde göze alınması gereken muhtemel sonuç döviz piyasasındaki istikrarın çok kısa bir sürede kaybedilmesidir.

Para İkamesi

Türkiye'nin dış ticaret dengesinde, cari dengesinde ve sermaye hareketleri hesabında olağanüstü gelişmelerin olmadığı 1992 yılının ilk aylarında iktisadi birimlerin yabancı paralara yönelik talebinin olağandışı ölçülerde artması para basılması yoluyla kamu açıklarının finanse edilmesi görüşünün karşısındaki en önemli kanıt olmuştur. Döviz cephesinde belirgin bir sorunun olmadığı bir durumda yabancı paralara yönelik talepteki aşırı artış ancak Türk lirası cephesindeki gelişmeler ile açıklanabilmektedir. Diğer bir deyişle, aslında Türk lirasının fazlalığından kaynaklanan bir sorun etkisini döviz piyasalarında göstermiştir. Ayrıca, Türk lirası faiz oranları özellikle düşük tutulmağa çalışıldığı zaman döviz kurları üzerindeki baskının daha da ağılaştığı görülmüştür. Mayıs ayına kadar olan dönemde döviz kurlarında görülen yüksek oranlı artışın Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerinde sürekli borçlanmasına ve talebi karşılamak üzere yoğun olarak döviz satmasına rağmen gerçekleştiği hatırla tutulmalıdır.

Enflasyon oranının yüzde 60-70 düzeylerinde olduğu bir ekonomide Türk lirası banknotlara olan talebin düşük olması olağandır. Yüksek enflasyon nedeniyle değeri sürekli düşen bir para biriminin elde tutulması yüksek oranda enflasyon vergisi verilmesi ile aynı anlama gelmektedir. Dolayısıyla, yüksek enflasyona rağmen emisyon artışında ısrar edilmesi halinde iktisadi birimler enflasyon vergisinden kaçmağa çalışacaklar ve bu amaçla Türk lirası banknotları elden çıkarmağa çalışarak alternatif

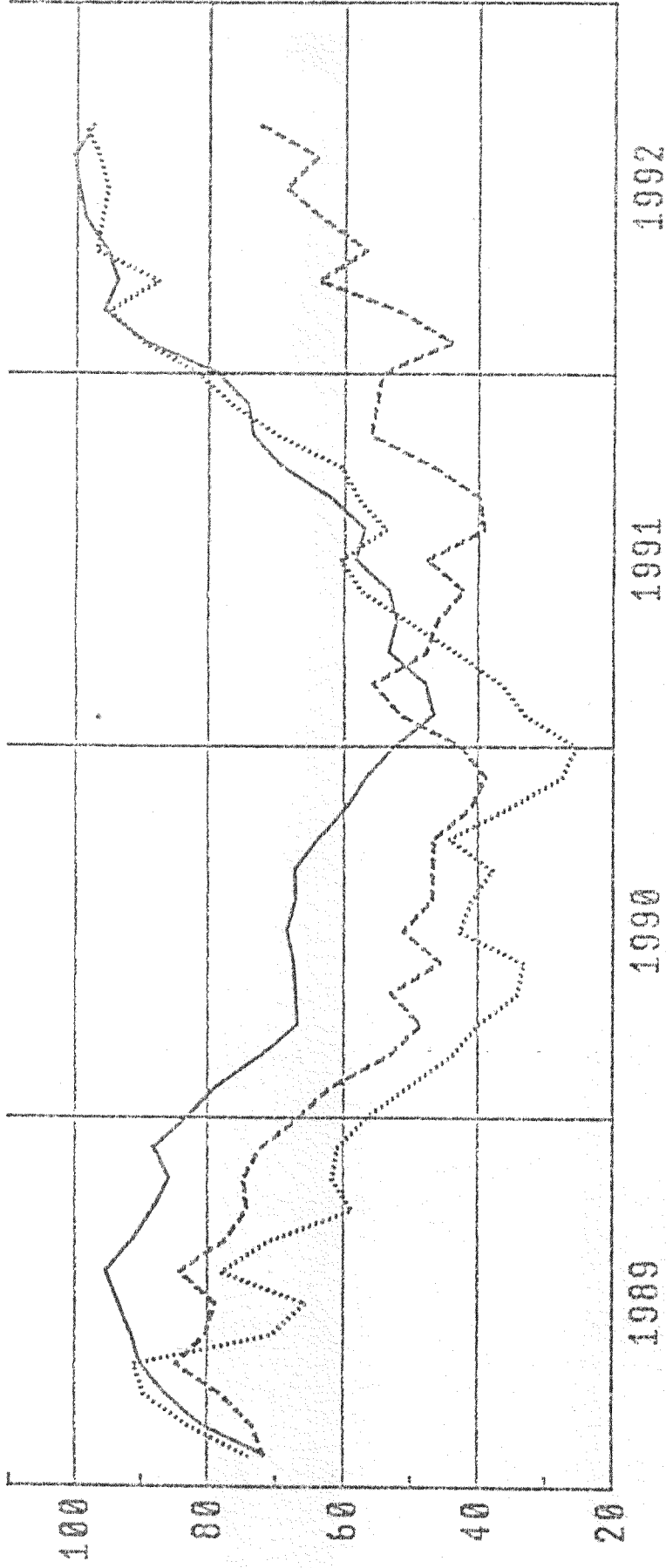
araçlara kayacaklardır. Alternatiflerden birisi, Türk lirası cinsinden olmakla birlikte faiz getirisi bulunan mevduat ve repo gibi araçlardır. Ancak, bunların seçilmesi ve ikinci önemli alternatif olan dövize yönelinmemesi için Türk lirası faiz oranlarının yeterince cazip olması gerekecektir. Faizin, döviz kurunun, enflasyonun ve bunlara ilişkin beklentilerin temel değişkenler olduğu bu tür bir getiri hesabını hemen herkes bir ölçüde yapmaktadır.

Sonuç

Tüm bunlardan çıkarılabilecek bir sonuç, tıpkı piyasaya yeterli Türk lirası sunulmaması durumunda olacağı gibi, Türk lirasından kaçışa rağmen emisyon yoluyla yüksek enflasyon vergisi toplanmasında ısrar edilmesi durumunda da piyasanın alternatif araçlara kayacağı veya alternatif araçlar yaratacağı şeklindedir. Nitekim, yabancı sigara ve petrol gibi ithal ürünler için de benzer bir durum söz konusudur. Bunların ithaline izin verilmediği zaman kaçakçılığa prim verilmiş olacağı gibi, ithalata izin verilmesi fakat fahiş oranda vergilendirme olması durumunda da kaçakçılık teşvik edilmiş olmaktadır. Bu tür bir durumda vergi tabanı küçüleceği için, aynı miktarda verginin toplanabilmesi vergileme oranının yükseltilmesini gerektirecek, bu ise vergi tabanını daha da küçülteceği için kısır bir döngüye girilecektir.

Bir merkez bankasının aktif büyümesini büyük ölçüde emisyon ile finanse etmesi aslında arzu edilen bir durumdur. Nitekim, 1990 yılı başında ilan edilen para programının orta vadeli hedeflerinden birisi emisyonun bilanço içindeki payının artırılmasıdır. Almanya, İngiltere, İspanya ve İtalya gibi ülkelerde emisyonun toplam bilanço içindeki payı yüzde 50 ile yüzde 85 arasında değişmektedir. Ancak, mevcut durumdan arzu edilen noktaya varmanın yolu kamu açıklarının para basılarak karşılanmasından geçmemektedir. Bu tür uygulamalar, 1991 yılında ve 1992 yılının ilk yarısında olduğu gibi, tam tersi sonuçlar vermektedir. Yukarıda anılan ülkelerin mevcut durumlarına kamu açıklarının parasallaşması yoluyla varmadıkları, hatta tam aksine, buna imkan vermeyen politikalar sayesinde itibar edilen ve talep gören para birimlerine sahip oldukları hatırlanması gereken en önemli husustur.

YILLIK YÜZDE DEĞİŞİM



M2Y (M2+DTH (TL))
 Merkez Bankası Parası
 Rezerv Para