

TÜRKİYE' DE ÇİPA UYGULAMALARI VE SONUÇLARI

1990 – 2004 Dönemi

Doç.Dr.Erişah ARICAN*

ÖZET

Bilindiği gibi, para politikalarının yürütülmesinde sorumluluğu yüklenen Merkez Bankaları uyguladıkları politikalarıyla uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamayı amaçlarken, kısa dönemde de reel ekonominin büyüme ve işsizlik gibi değişkenleri ile faiz oranları ve kurlar arasında tutarlı politikalar izlemeye çalışmaktadır. Bu durumda, Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ise, hedeflerini içeren ve uzun vadeli bir bakış çerçevesinde kamuoyuna hedeflerini açıklayan bir para politikasını belirlemektedir.

Buna göre, Merkez Bankaları tamamen kendi kontrolleri altında bulunan ve kısa sürede etkileri görülebilen büyüklükleri hedefleyerek nihai amacını gerçekleştirir. Bu da Merkez Bankalarını farklı çıpa kullanımına yönelterek ekonomik birimlerin beklentilerini etkilemekte ve para politikasındaki belirsizlik sorununu ortadan kaldırmaktadır.

Bu çalışma iki bölümden oluşmakta, birinci bölümde genel anlamda çıparın teorik altyapısı incelenmiş, ikinci bölümde de 1990'lı yıllardan itibaren TCMB'nin uyguladığı çıparlar ve sonuçları dönemsel olarak analiz edilmiştir.

GİRİŞ:

Para politikası, tanım olarak, belirli ekonomik amaçları gerçekleştirmek üzere, para arzı ve kredi koşullarının Merkez Bankası tarafından kontrol edilmesi için isteyerek yapılan faaliyetler olarak kabul edilir.¹ Böylece, para politikalarının yürütülmesinde sorumluluğu yüklenen Merkez Bankaları uyguladıkları politikalarıyla uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamayı amaçlarken, kısa dönemde de reel ekonominin büyüme ve işsizlik gibi değişkenleri ile faiz oranları ve kurlar

* Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu Öğretim Üyesi

¹ Dwayne Writsman, An Introduction to Monetary Theory and Policy, The Free Press, New York, 1971, s.173

arasında tutarlı politikalar izlemeye çalışmaktadır.² Bu amaçla, para politikası oluşturulurken ve uygulanırken Merkez Bankasının bağımsızlığının, başarıyı arttırdığı son yıllarda sık sık vurgulanmaya başlanmıştır.³ Bu anlamda, başarılı bir para politikası için Merkez Bankası üç açıdan bağımsız olmalıdır.

- ❖ Operasyonel anlamda, para politikası araçları üzerinde tam denetim
- ❖ Kamu maliyesi açısından problemlerin bulunmaması
- ❖ Yasal açıdan güvenceye alınmış bir bağımsızlıktır.

Bu durumda Merkez Bankasının amacı fiyat istikrarını sağlamaksa hedef ve yaklaşımını uzun vadeli bir bakış çerçevesinde kamuoyuna duyurabilmeyi içeren bir para politikasını belirlemek olmaktadır.

Ancak Merkez Bankaları tamamen kendi kontrolleri altında bulunan ve kısa sürede etkileri görülebilen bazı büyüklüklere ihtiyaç duyarak nihai hedeflerine ulaşmaya çalışırlar. Merkez bankasının kontrolündeki büyüklüklere para politikasının ara göstergeleri adı verilmektedir. Ara göstergeleri iki grupta toplamak mümkündür.⁴

- Baz para, parasal taban, merkez bankası parası gibi rezerv büyüklükleri
- Kısa vadeli faiz oranlarıdır.

Böylece Merkez Bankaları para politikalarının nihai amacı olan fiyat istikrarını sağlamak ve enflasyonu düşürebilmek için ara hedefleri veya direkt enflasyonu hedefleyerek para politikalarını planlaya bilmektedir. Bunun için, Merkez Bankaları açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar ve reeskont politikaları araçlarını etkili bir şekilde kullanabilmektedir. Genelde para politikası araçları ile amacı arasında zaman uyumsuzluğu bulunmaktadır. Bu durum literatürde “Zaman Tutarsızlığı” olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla para politikası, araçlarının fiyatları üzerindeki etkilerinin de gecikmeli ve değişken olması, Merkez Bankalarını, değişik çıpa kullanımına yönelmektedir. Bu durumda Merkez Bankaları ekonomik birimlere güven verebilmek ve para politikası araçlarının zaman tutarsızlığı sorununu çözebilmek için kurallar koymakta ve toplum karşısında da şeffaf ve hesap verilebilir bir konumda olmaya çalışmaktadır. Bu durumda çıpa veya

² Carl E. Walsh and Peter R. Hartley, Financial Intermediation Monetary Policy and Equilibrium Business Cycle, Federal Reserve Bank of San Fransisco Review, 1988 (4), s.19

³ A. Karasay-M.Saygılı-C.Yalçın, Enflasyon Doğrudan Hedeflemesi Politikası ve Bazı ölke Deneyimleri, TCMB Araştırma Yayınları, 1998, s.1

⁴ Merih Paya, Para Teorisi ve Politikası, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1994, s.105

enflasyon hedeflemesi politikaları ile ekonomik birimlerin beklentileri etkilenebildiği ölçüde para politikasındaki belirsizlik ve zaman tutarsızlığı sorunu ortadan kaldırılabilmektedir.⁵

Bu nedenle, Merkez Bankaları, uygulayacağı para politikasını günün gereklerine (discretionary) göre belirlemek yerine, önceden belirlenen bir politika (policy rules) ile belli bir değişkeni hedeflenmek veya bir değişkeni nominal çıpa olarak kabul ederek hedefe ulaşmaya çalışmaktadır.⁶

Bu çerçevede, Merkez Bankaları para politikalarını beş hedef üzerinde ayrı ayrı veya bir arada şekillendirmektedir. Bunlar, faiz oranları, döviz kurları, cari milli gelir, parasal büyüklükler ve enflasyonun doğrudan hedeflenmesini içeren enflasyon hedeflemesi olarak kabul edilmektedir. Böylece, Merkez Bankaları piyasadaki likiditeyi kontrol etmekte ve faizleri etkileyerek hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankalarının ara hedefi belirlemesi ve açıklaması sadece, para politikası uygulamalarını halka açıklayamamakta, aynı zamanda bu konudaki uygulamaları için kamuoyunun da desteğini alabilmelerine yardım etmektedir.⁷

Ancak Merkez Bankasının başarılı bir para politikası uygulayabilmesi aşağıdaki dört problemi çözme derecesi önem taşımaktadır. Bunlar;⁸

- ❖ Parasal politika ile enflasyon arasındaki gecikmenin minimize edilmesi
- ❖ Öngörü problemi
- ❖ Ölçme problemi
- ❖ Politik Müdahale

olarak sıralanabilir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde genel anlamda çıpaların teorik altyapısı hakkında bilgi verilecek, ikinci bölümünde de Türkiye’de 1990’lı yıllardan itibaren TCMB’nin uyguladığı çıpalar ve para politikası uygulamaları ile sonuçları dönemsel perspektif içerisinde ele alınacaktır.

⁵ Karasay M.Saygılı-C.Yalçın. a.g.e., ss.3-12

⁶ N.Kamuran Malatyalı, Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, DPT Yayını, mart 1998, s.4

⁷ Gazi Erçel, “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, İşletme ve Finans, Aralık 1996, s.6

⁸ C.Mehmet Baydur – Bora Süslü, “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çıpalar”, İMKB Dergisi, c.6, s.21, Ocak/Şubat/Mart 2002, s.38

I. UYGULAMADA ÇIPALAR VE ÖZELLİKLERİ:

Para politikası, çoğu ekonomistlere göre, üretim, istihdam gibi değişkenleri sadece kısa vadede etkileyebildiğinden, orta-uzun vadede para politikasının birincil hedefi olarak enflasyonun seçilmesi anlam kazanmaktadır. Bu nedenle, bazı neo-klasik okullar ve monetarist ekonomistler kısa vadede reel ekonominin istikrarı için para politikasının uygun ve istenen bir araç olmadığını öne sürerek, enflasyonun kısa vadede para politikasının tek amacı olması gerektiğini iddia etmişlerdir. Buna rağmen uygulamada Merkez Bankaları, para politikasını kısa vadeli istikrar için kullanmak yerine “birincil” ve “öncelikli” ifadeleri ile uzun vadeli istikrar için kullandığını açıklamaktadır. Böylece, kamu oyuna sürekli olarak, para politikasının birincil ve öncelikli hedefinin enflasyonu kontrol altına almak ve merkez bankasının bu görevden sorumlu olduğuna ilişkin açıklamalar yapılır.⁹

Bu nedenle, Merkez Bankalarının hedefine ulaşmak amacıyla uyguladığı çıparın temel işlevi, bankanın politikası hakkında kamuoyuna güvenilir bilgi vermektir. Ancak, ideal bir çıparın belli özelliklere sahip olması fonksiyonelliği açısından önem taşımaktadır. Bu çerçevede çıparın taşınması gereken özellikleri de maddeler halinde sıralamak mümkündür. Buna göre;¹⁰

- Merkez Bankasının çıpayla ilgili uygulayacağı büyüklük kendi ihraç tekelinde olmalıdır. Böylece, Merkez Bankası nihai hedefine ulaşmak için ara ve nihai hedeflerini etkin bir biçimde kontrol edebilecek ve denetleyebilecektir.
- Hedef alınan göstergenin kolay anlaşılabilmesi, dolayısı ile, çıpa kolayca takip edilebilmeli ve anlaşılabilmesi olmalıdır.
- Uygulanan çıpada beklenmeyen sapmaların meydana gelmesi sonucu, Merkez Bankası enflasyon hedefine ulaşması güç olacağından çıpa ve nihai hedef arasında yüksek bir korelasyon bulunması gerekmektedir.
- Bu nedenle, uygulanan çıparın nihai amaçla güçlü bir korelasyonun olması yanında, kısa aralıklarla gözlemlenebilir olması ve diğer amaçlara ulaşılmasında engel yaratmayan nitelikte olması gerekmektedir.

⁹ Ben S. Bernanke-Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”, NBER, Working Paper 5893, January 1997, s.4

¹⁰ Alex Cukierman, “Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europa, Center for Economic Research Discussion Paper, 1996 (32), ss.5-6

Günümüzde literatürde bu özelliklere uyan dört tür çıpa enflasyonla mücadelede kullanılmıştır. Bu çıpalar aşağıda tek ele alınmıştır.

1.1. PARASAL BÜYÜKLÜKLER

Para politikasının etkileri uzun bir süre sonunda ortaya çıktığından bu durum ekonomide bir belirsizlik yaratmaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankaları direkt ve kısa sürede etkileyebilecekleri bazı büyüklükleri hedefleyerek bu büyüklüklerdeki değişimler ile nominal milli geliri (Y) kontrol altında tutmaya çalışırlar. Nominal milli gelir düzeyinde gerçekleşen değişimleri gösteren parasal büyüklüklere ana göstergeler denilmektedir. Ana parasal büyüklükler para stoku olarak ifade edilen M_1 M_2 veya M_2Y^* gibi büyüklük ve likitide büyüklükleri olabilir. Ancak hedef alınan değişkenler büyüdükçe değişkenin Merkez Bankası tarafından kontrol edilebilmesi ve kamuoyunca izlenebilmesi güçleşmektedir.¹¹ Bu ana göstergeleri hedefleyebilmek amacıyla Merkez Bankası, Rezerv para, Merkez Bankası Parası ve Net İç Varlıklar gibi ara değişkenleri de hedefleyebilmektedir.

Özellikle 1970'li yılların ortalarından itibaren artan dışsal şoklar sonucu, çoğu ülkeler parasal büyüklükleri hedeflemeye başlamışlardır. Bunun nedeni, parasal büyüklükleri ve nihai hedef arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığı ile bu büyüklüklerin Merkez Bankası tarafından kolay takip edilebilir ve şeffaf olmasıdır. 1980'lerden itibaren ortaya çıkan finansal liberalizasyon ve yapısal değişimler birçok ülkede paranın dolanım hızındaki istikrarı bozduğundan parasal büyüklüklerin Merkez Bankası tarafından kontrol edilmesini güçleştirmiş ve parasal büyüklüklerin çıpa olarak kullanımını engelleyici rol oynamıştır. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi özellikle para talebinin istikrarlı olduğu varsayımına dayanır, ancak günümüzde yeni finansal araçların ortaya çıkması ve spekülatif sermaye hareketleri para ikamesi para talebini belirsiz hale getirerek, bu büyüklüklerin başarı şansını ortadan kaldırmıştır.¹²

Böylece M_2 veya M_2Y gibi değişkenleri enflasyonla mücadele için hedeflemek pek anlamlı olmadığından hedeflenen parasal büyüklükler sürekli küçültülmüş, günümüzde M_2Y yerine artık uygulamalarda operasyonel büyüklükler olarak Net İç Varlıklar esas alınmaktadır.

¹¹ $M_1 = \text{Dolaşımdaki para} + \text{vadesiz mevduat (resmi hariç)}$ $M_2 = M_1 + \text{Vadeli Mevduat (resmi hariç)}$ $M_2Y = M_2 + \text{Döviz Tevdiat Hesapları}$

¹² Karasay -M.Saygılı-C.Yalçın, a.g.e., ss.4-6

1.2. DÖVİZ KURU:

Döviz kuru ıpasında, ulusal paranın düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına endekslenmekte ve bu ıpada literatürde çoğu ülkeler tarafından kullanılmaktadır. Kurun nominal çıpa olarak, parasal hedeflere göre etkisi daha kısa sürede görüldüğü için zaman gecikmesi diğer hedeflere göre daha az olmaktadır. Bu nedenle, kronik enflasyonun yaşandığı ülkelerde enflasyonist beklentileri kırmak için döviz kurunun hedeflenmesi veya çıpa olarak kullanılması daha fonksiyonel olmaktadır.

Küçük-açık ekonomilerde döviz kurlarının fiyat düzeyi ile yakın korelasyon içinde olmasından dolayı, döviz kurlarının, fiyat istikrarının sağlanmasında uygun çıpa olabileceği kabul edilmektedir. Özellikle, yeterli döviz rezervinin olması ve para politikasının bu rezervlere bağlanması durumunda döviz kuru hedefi avantaj sağlamaktadır. Ancak, döviz kuru hedeflemesinin fiyat istikrarına ve bu konudaki bekleyişlere belli bir gecikme ile etki etmesi sermaye girişlerine bağlı olarak milli paranın yabancı paralar karşısında reel olarak değerli hale gelmesine de neden olmaktadır. Bu durum, rekabet gücünde potansiyel bir kayba yol açması bir dezavantaj yaratmaktadır.¹³

Ayrıca kurların değerlemesi sonucu ülkenin ödemeler dengesi olumsuz etkilenmekte, bu durum faiz oranlarını yükselerek sistemin kaldıramayacağı bir şekilde banka ve firmaların bilançolarını bozarak bir krize zemin hazırlayabilmektedir. Bu nedenle döviz çıpasının seçimi ile bundan çıkış zamanının doğru olarak belirlenmesi enflasyon hedefin de başarılı olmak için gerekli koşul olmaktadır.

1.3. FAİZ ORANI VE NOMİNAL GSMH:

Merkez Bankası faiz oranı hedeflemesi ile ekonominin belirli bir üretim seviyesine ulaşmasını sağlamaya çalışmaktadır. Böylece, faizler hedeflenirken, hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı bir harcama ve belirli bir üretim büyüklüğünü sağlayacak bir faiz oranı hedeflemeye çalışmaktadır. Özellikle, kısa vadeli faiz oranlarının nihai hedefle ilişkisinin zayıf, buna karşılık uzun dönemli faiz oranlarının nihai hedefle ilişkisinin güçlü olmasına rağmen, ekonominin diğer değişkenleri tarafından kolayca etkilenir olması ve Merkez Bankasının kontrolünde olmamasından dolayı çıpa olarak genelde kabul edilmemektedir. Bununla beraber,

¹³ M.Bruno, Crisis, Stabilization and Economic Reform: Therapy by Consensus, Oxford University Press, Oxford, 1993, s.35 ve Cukierman a.g.m., s.6

faiz oranları hedeflemesi, para arzı ve enflasyon arasında istikrarsız bir ilişki mevcut olduğu zaman daha çok önem kazanmaktadır.¹⁴

Diğer yandan nominal GSMH'nın hedeflendiği uygulamalarda ise, reel büyüme ve hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı bir cari milli gelir hedefi belirlenmeye çalışılmaktadır. Buna rağmen, dışsal faktörlerden dolayı Merkez Bankalarının cari milli geliri hedeflemesinin gerçekleşmesi mümkün olmamaktadır.¹⁵ Özellikle cari gelire ilişkin verilerin toplanması ve ölçülmesi mevcut fiyatlarla ilgili veriler kadar mevcut büyüklüklerle ilgili verileri de gerektirdiğinden istenen zamanda bu büyüklüğü gerçekleştirmek mümkün olmamaktadır. Ayrıca, cari gelir kavramının kamuoyunda net anlaşılır bir büyüklük olmaması da çıpa olarak kullanımını zorlaştırmaktadır.¹⁶ Ancak, M.Friedman, para arzının doğrudan parasal tabanın yerine dolaylı olarak faiz oranı ve gelir aracılığı ile kontrol edilmesini eleştirmiştir.¹⁷

Para politikasının güvenilirliği ve fiyat istikrarı için ara hedef olarak seçilen parasal büyüklükler, döviz kuru, faiz oranı ve cari milli gelir gibi nominal çıpalar sermaye hareketlerindeki istikrarsızlık ve finansal araçlardaki çeşitlilikten dolayı zamanla çıpa işlevini kaybetmişlerdir. Dolayısıyla, Merkez Bankaları enflasyon hedefine ulaşabilmek için çıpa olarak enflasyonun kendisini hedef olarak seçmeye başlamışlardır.

1.4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ :

Enflasyon hedeflemesi, Merkez Bankası tarafından belirlenen bir enflasyon oranına ulaşma çabası olarak kabul edilmektedir. Diğer bir ifade ile, enflasyon hedeflemesinde çıpa bizzat enflasyonun kendisi olmaktadır. Bu yaklaşımda resmi olarak hedeflenen enflasyon oranlarının açıklanması istikrarlı bir para politikasının temel amacı olduğunu içermektedir. Enflasyon hedeflemesinin önemli bir özelliği de, para politikasını oluşturanların, kamuoyuna para politikasının amaçları ile hedefleri hakkında Merkez Bankasının hedefleri yakalamadaki başarısına ilişkin hesap verebilir olmasıdır.¹⁸

¹⁴ R.Dornbusch-S.Fischer, Macroeconomy, 6th Edition, Türkiye, 1994, ss.420-422 ve Cukierman, a.g.m., s.10

¹⁵ Karasay -M.Saygılı-C.Yalçın., a.g.e., s.3

¹⁶ Suat Oktar, Enflasyon Hedeflemesi, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998, ss.59-60

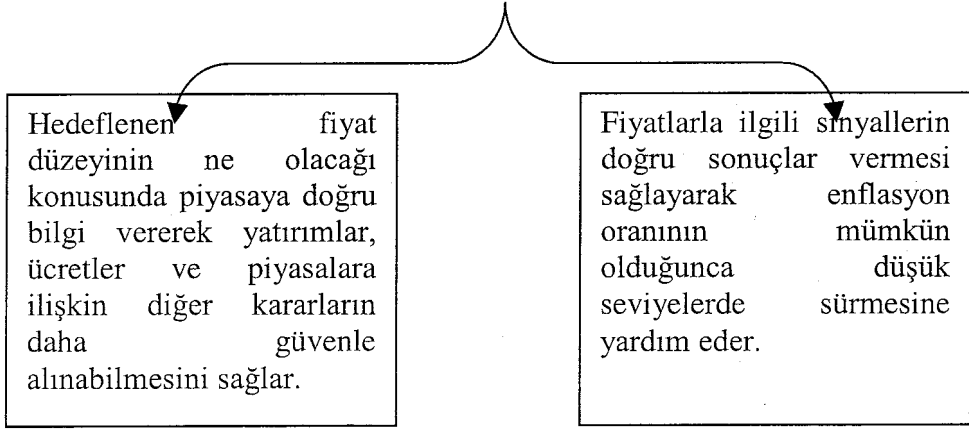
¹⁷ David Begg-S.Fisher-R.Dornbusch, Economics, Fifth Edition, England,1997, s.397

¹⁸ Bernanke-Mishkin, a.g.m., s.1

Enflasyon hedeflemesinin diğer bir özelliği de, Merkez Bankasının gelecekteki enflasyon hedefi sayısal olarak belirlenmiş ve belli bir seviyede tutmaya çalışacağını kamuoyuna açıklamış olmasıdır. Enflasyon hedefleri kesin olarak açıklamak yerine belli bir aralık (örneğin %1-3 gibi) ve bir yıldan dört yıla kadar uzanan vadelerde düzenlenmektedir. Böylece enflasyon hedeflemesi başlangıçta mevcut enflasyon seviyesinden arzu edilen ve fiyat istikrarı ile uyumlu daha ılımlı bir seviyeye aşamalı olarak geçişi öngörmektedir. Sonuçta, “Fiyat İstikrarı” uygulamada yüzde sıfır enflasyon değil, yıllık %2’ye yakın fiyat değişmeleri anlamına gelmektedir.¹⁹

Enflasyonun hedeflenmesinin iki amacı bulunmaktadır.²⁰

Enflasyon Hedeflemesi

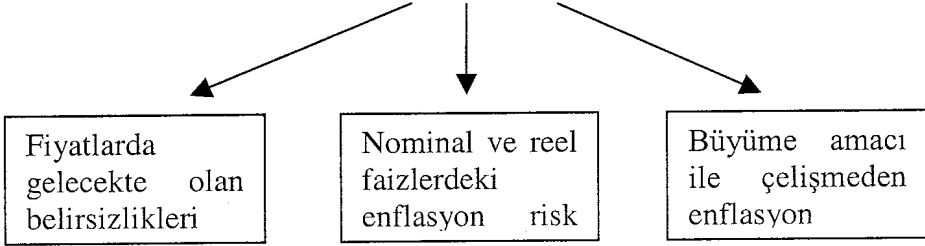


Enflasyon hedeflemesi sonucunda, reel ekonomiye yansıyan gerçekleşen ve beklenen enflasyon arasındaki farkı asgariye indirebilmek mümkün olmaktadır.

¹⁹ Bernanke-Miskin, a.g.m., s.2

²⁰ Erçel, a.g.m., s.6

Böylece, ideal bir nominal çıpa



Enflasyon hedeflemesinde uygulanacak para politikasının önceden belirlenerek bu programın etkinliğinin artması için merkez bankasının kamuoyunda

- Kredibilite / Şeffaflık
- Güven ve
- Bağımsızlık kavramları önemli faktörler olmaktadır.

II. TÜRKİYE'DE 1990 YILINDAN İTİBAREN UYGULANAN ÇİPA UYGULAMALARI:

1. PARASAL BÜYÜKLÜK UYGULAMALARI (1990-1994 DÖNEMİ)

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesinde parasal tabandan başlayarak değişik para stokları veya kredilerle ilgili büyüklükler de kullanılabilir. Özellikle bu büyüklüklerde hedef değişken büyüdükçe Merkez Bankaları tarafından kontrol edilebilme özelliği azalmakta, buna karşılık hedeflenen büyüklüğün kamuoyu tarafından izlenebilme özelliği ise artmaktadır. Bunun yanında, değişkenin büyüklüğünün artması günlük olarak izlenmesini de zorlaştırmaktadır. Artan finansal serbestleşme ve finansal yenilikler bu değişkenlerin hedeflenen enflasyon ve gelir üzerindeki gücünü sınırlamaktadır. Ayrıca, parasal büyüklük hedeflemesinde yabancı para kapsayan para stoklarının (M_2Y gibi) MB'sının kontrolü altında olmadığı için özellikle dikkat edilmesi gereken para arzlarıdır.²¹

²¹ Malatyalı, a.g.e., s.7

Bu çerçevede, TCMB'sı para politikasını 1990'lı yıllarda enflasyonu düşürmek veya kontrol etmek için bilançosundaki parasal büyüklükleri hedeflemiştir ve bu hedeflerini ise para programları ile uygulamaya geçirmiştir. Merkez bankası enflasyonu düşürmek ve fiyat istikrarı sağlamak için beklentileri etkileyebilmek ve güvenilirlik kazanmak zorundadır. Para programları da nihai hedefe nasıl ulaşılacağını tanımlayan ve gerekli bilgileri açıklayarak kamu oyunda merkez bankasına olan güveni ve itibari güçlendirmektedir.

Ülkemizde ilk kez, TCMB'sı 1990 yılı başında orta vadeli bir perspektif içinde bir para programını kamu oyuna açıklamıştır. Parasal program ile MB'sı 1989 yılında başlattığı politikasını devam ettirmiş ve M_1 , M_2 ve daha geniş tanımlı parasal büyüklükler yerine kendi bilanço büyüklüğünü denetim altına almayı ve sağlıklı bir yapıya ulaştırmayı hedeflemiştir (1989 yılından itibaren MB'sı kredileri bir para politikası aracı olarak değil, kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılmıştır). 1989 Ekim ayında alınan bir kararla MB'sının orta ve uzun vadeli kredi açılması uygulamasına son verilmiştir. Bu politikaya göre MB'sı reeskont olanakları bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamak amacıyla açılan kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmıştır. Bu nedenle, reeskont kredileri, selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkarılarak, sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline gelmiştir. Ayrıca, 1989 yılında "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında" 32 sayılı karar ile kambiyo düzenlemelerinin içerdđi kısıtlamalar büyük ölçüde yumuşatılmıştır.²²

Merkez Bankası etkin bir likitide kontrolü sağlamak ve enflasyonla mücadele etmek için ilan ettiği para programı ile "toplam bilanço büyüklüğü", "toplam iç varlıklar", "toplam dış varlıklar", ve "merkez bankası parası" üzerine hedefler koyarak bu büyüklükleri denetim altına almaya çalışmıştır. Böylece, Merkez Bankası orta vadede (1990-1994) fiyat istikrarını sağlamayı hedeflemiş ve para programı ile bilançonun aktifinde büyük ölçüde döviz varlıklarını arttırmak (Net Dış Varlıklar) buna karşılık pasifinde ise, büyük ölçüde emisyonu dayalı bir yapı oluşturmaktadır. Bu yaklaşım, Merkez Bankası bilançosunun Alman Merkez Bankası bilançosuna benzemesi yaklaşımına dayanmaktadır.²³ 1990 yılında açıklanan para programı ile hedefler tutturulmuş ve para piyasalarında istikrar sağlanarak, faiz oranları döviz kurlarında aşırı dalgalanma görülmemiştir.

Diğer taraftan parasal programın hedefleri içinde olmamasına rağmen, geniş tanımlı parasal büyüklüklerin artış hızı da denetim altına alınmıştır. Bu dönemde izlenen parasal büyüklükler aşağdaki tabloda görülmektedir.

²² Mehtap Kesriyeli, 1980'li Yıllarda Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Yayın No: 97/4, Ankara, 1997, ss.13-15

²³ Deniz Gökçe, "Saraçoğlu Cephede", Finans Dünyası, İstanbul, 1990, s.27

TABLO:1 Hedetlenen Parasal Büyüklükler (1989-1994)**(Yıllık % Değişim)**

| Parasal Büyüklükler | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Bilanço Büyüklüğü | 28 | 24 | 59 | 85 | 60 | 142 |
| Toplam İç Yükümlülükler | 39 | 22 | 66 | 105 | 48 | 73 |
| Merkez Bankası Parası | 56 | 27 | 83 | 106 | 45 | 51 |
| TEFE | 75 | 53 | 57 | 67 | 55 | 149 |

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları (1990-1995)

1990 yılında başarılı olan para programı, 1991 yılında ilan edilmemiştir. 1991 yılında yaşanan Körfez Krizi, politik gelişmeler ve erken seçim kararının ortaya çıkarttığı belirsizlikler ile Avrupa Para Krizi gibi çok faktörler Hazinesin borçlanma ihtiyacını arttırmış böylece, Merkez Bankası'nın para politikasını uygulaması açısından zor bir yıl olmuştur. Böyle bir ortamda Merkez Bankası parasal programı ilan etmek yerine Türk lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almaya çalışmıştır.²⁴

Genel anlamda, 1990'lı yılların ilk yarısında Merkez Bankasınca uygulanan para politikası, aşırı likidite artışını sterilize ederek kamunun finansman ihtiyacını kolaylaştırmaya çalışmaktadır. Bu dönemde yüksek faizler dış kaynak girişini kolaylaştırdığından TCMB açık pozisyonunun azalmasına yardımcı olmuştur.

Ancak Merkez Bankası bilanço büyüklüklerini ve Merkez Bankası Parası, parasal büyüklükleri TCMB çıpa olarak kullanmaktan 1996 yılında vazgeçmiştir. Bu amaçla, 1996 yılında izlenen para politikası, finansal piyasalarda istikrar sağlamak ve korumak olmuştur. Merkez Bankası para programı ile rezerv paranızın kontrol edilmesi ve döviz kurlarında istikrarın sürdürülmesi amaçlanmıştır.²⁵ Sonuçta, 1995 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşması gereği tek parasal büyüklük "Net İç Varlıklar" kalemi olmuştur.

1994-2000 Dönemi:

1991-1994 yılları arası ilan edilen para programının istenilen sonucu vermediği açıkça görülmektedir. Özellikle, bu dönemde Merkez Bankasının bütün çabalarına rağmen Hazine ile kurumsal ilişkilerin düzenlenememesi, Merkez Bankası başkanının değişmesi, hükümet artan cari açık ve enflasyon oranı ile

²⁴ Kesriyeli, a.g.e., s.19

²⁵ TCMB 1996 Yıllık Rapor, s.47

hükümetin uyguladığı popülist politikalar parasal genişlemeye yol açarak hedeflerin gerçekleşmesini güçleştirmiştir.

Böylece, parasal büyüklüklerin kontrolünün zorlaşması nedeni ile MB'sı 1993 yılında parasal program ilan edememiştir. Parasal program ilan edilmemesi sonucu, Merkez Bankası finansal piyasalarda istikrarın korunmasını ön planda tutmuş, kur ve faizin istikrarlı hareketini amaçlamıştır. Bu nedenle artan likiditenin kurlar üzerindeki baskısı, rezerv kaybına yol açmadan kontrol edilmeye çalışılmıştır. Ancak 1994 yılının ilk yarısında ciddi bir kriz yaşanmış ve ekonomide bozulan dengeleri istikrara kavuşturmak amacıyla hazırlanan "5 Nisan İstikrar Paketi" yürürlüğe konulmuştur.

Burada esas amaç, enflasyonu düşürüp mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamak olmuştur. Bu istikrar kararları ile orta vadede mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olarak kabul edilen yüksek kamu açıklarına ve dış açıklara kalıcı çözümler getirerek, uzun vadede sürdürülebilir bir büyümeyi gerçekleştirmek hedeflenmiştir.²⁶

5 Nisan kararları ile para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesi için mali piyasalar ile ilgili yeni düzenlemeler getirmiştir. Öncelikle Merkez Bankası ile Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasındaki kredi ilişkisi yeniden düzenlenmiş ve buna göre, 1995 yılından başlayarak Hazinesinin MB'dan kullandığı krediler de bu doğrultuda kısıtlanmıştır. Buna göre 1211 sayılı TCMB Kanununun Hazineye Kısa Vadeli Avans Hesabını düzenleyen maddesi 21 Nisan 1994 tarihli kanun ile değiştirilmiştir. Yapılan değişiklik ile daha önce genel bütçe ödemeleri toplamının %15'i olarak belirlenen Avans hesabı üst limiti, bir önceki mali yılı genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının

| | |
|----------------|------|
| 1995 yılı için | %12 |
| 1996 Yılı için | %10 |
| 1997 Yılı için | %6 |
| 1998 Yılı için | } %3 |
| ve sonrası | |

olarak belirlenmiştir.²⁷ Bunun yanında Merkez Bankası mevduat münzam karşılıkları ve disponibiliteler sisteminin değiştirilerek bankaların tüm pasifleri üzerinden disponibiliteler uygulamasının başlatılması, daha önce döviz lehine çalışan münzam karşılık uygulamasının Türk Lirası lehine çevrilmesidir. Ayrıca, repo

²⁶ Kesriyeli, a.g.e., s.20

²⁷ 25 Nisan 1994 tarihli 2195 sayılı Resmi Gazete, s.1

işlemlerine ilişkin düzenlemeler de yapılarak karşılıksız repo yapılmasının önüne geçilmiştir. Türk Lirası mevduatlarında esnek vade türleri tanımlanırken, bankalardaki tasarruf mevduatının tamamı güvence altına alınmıştır. 1995 yılında izlenen para politikası 1994 yılının ikinci yarısında izlenen politikaların devamı niteliğinde olmuştur. 1996-1997 yılında Merkez Bankası kamuoyuna açıklanmayan ama kendi içerisinde uymaya çalıştığı bir para politikası izlemiştir.

Bu nedenle Merkez Bankası 1997-1998-1999 ve 2000 yıllarında likidite kontrol amacıyla, rezerv para yerine operasyonel hedef olarak Net İç Varlıklar kalemini hedeflemiştir. Diğer yandan Merkez Bankası, 1994 krizi ile çıpa olarak “yönlendirilmiş kur” sistemine geçmiştir. Böylece, 1995 yılında IMF ile imzalanan stand-by anlaşması çerçevesinde (1 Dolar+1,5 Alman Marklık) kur sepetinin hedeflenen enflasyon doğrultusunda arttırılması planlanmıştır.

TABLO 2: Parasal Büyüklükler (1994-2000)

| Parasal Büyüklükler | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Net İç Varlıklar | 106 | 57 | 24 | -48 | -178 | -323 | 27 |
| Net Dış Varlıklar | 22,2 | 53,1 | 148 | 116 | 65 | 102 | 12 |
| Rezerv Para | 83 | 85 | 80 | 78 | 80 | 83 | 51 |
| TEFE | 149 | 48 | 104 | 98 | 34 | 117 | 24 |

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları (1994-2003)

Ayrıca 26 Haziran 1998 yılında IMF ile Yakın İzleme Anlaşması imzalanmıştır. Dolayısıyla Merkez Bankasının rezerv parayı (Rezerv Para=Net Dış Varlıklar + Net İç Varlıklar) olarak tanımlaması MB'sının bilanço büyüklüğü olarak rezerv parayı kontrol etmek için net iç varlık tanımına ve kontrolüne ayrı bir önem vermesini gerektirmiştir. Çünkü Net İç Varlık kalemi Merkez Bankası ile mali sistem arasındaki net kredi ilişkisini gösterdiğinden rezerv paraya göre daha ideal çıpa olarak kabul edilmiştir.²⁸

Merkez Bankası 9 Aralık 1999 Dezenflasyon programı ilan ederek enflasyonu kontrol altında tutmayı ve mali piyasalarda istikrar sağlamayı amaçlamıştır. 17 Ağustos'ta yaşanan Deprem Merkez Bankasının para politikası uygulamasını engellememiştir. Sonuçta Merkez Bankası Net İç Varlıkları azaltmayı

²⁸ TCMB, 2000 Yıllık Rapor, ss.71-72

ve rezerv para artışıını da dış varlıklara dayandırma politikasını uygulamaya devam etmiştir. Ancak 1999 yılı sonu ve 2000 yılının başında açıklanan niyet mektubu ile net iç varlıklar değişkenin çıpa yerine performans kriteri olarak hedeflenmesi esas alınmıştır. Bunun sonucunda net iç varlıkların belli bir band içinde dalgalanması öngörölmüş ve net iç varlık, para tabanı büyüklüğünün $\pm\%5$ 'ini belirleyen bir band içinde dalgalanmaya bırakılmıştır. Ayrıca, bu dönemde net uluslar arası rezervler de performans kriteri olarak kabul edilmiş, bu değişken için belirlenen taban değer ise 12.000 milyon dolar ve üstü olarak uygulanmıştır.

1990-1995 döneminde parasal büyüklükler çıpa olarak hedeflenmiş ancak net iç varlıklar değişkeni 1994 krizinden sonra operasyonel kriter olarak kabul edilmiştir. 1998 yılında ise IMF ile imzalanan "Yakın İzleme Anlaşması"na göre Net İç Varlık değişkeni performans kriteri olarak hedeflemeye başlamıştır. Özellikle, 1999 yılında ilan edilen Dezenflasyon programı sonucu 2000 yılının ilk yarısında para ve kur politikası ile kamu dengesine ilişkin performans kriterlerinin gerçekleştirilmesine karşılık yılın ikinci yarısında yapısal reformlar ve özelleştirmede gözlenen yavaşlama ile devlet iç borçlanma senetlerinin faizlerinde yükselme gözlenmiş böylece yüksek oranda Hazine kağıdı tutan bankaların likitide sağlamaya yönelik problemlerinde artış görölmüştür. Bu durum, net iç varlıklar kaleminin dalgalandığı bandın dışına çıkmasına neden olmuş, ortaya çıkan 6 Kasım kriziyle IMF ile imzalanan Stand-by anlaşması çerçevesinde alınan ek rezerv kolaylığı piyasaları rahatlatmıştır. Böylece, Merkez Bankası dış kaynaklarla piyasayı fonlamış ve hedeflemiş olduğu Net İç Varlıklar kalemini tuturmaya çalışmıştır.²⁹ Dolayısıyla, Merkez Bankasının 1990 yılından itibaren enflasyonla etkili mücadele için parasal büyüklüklerden çıpa olarak hedeflediği özellikle "Net İç Varlıklar" kalemindeki gelişmelerin para politikası uygulamalarında etkili olduğu ve mali piyasalarda istikrar sağlanması yönünde dikkate alındığı görölmektedir.

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi, daha önce ifade edildiği gibi artan yeni araçlar ve mali serbestleşme sonucu gittikçe başarılması zor bir uygulama olmaya başlamıştır. Bununla beraber, bu uygulamayı halen başarıyla sürdürdüğü söylenebilecek ülkeler ABD ve Almanya'dır. Bu ülkelerin ortak özellikleri ise mali sistemlerinin önemli ölçüde derin olmasının yanı sıra gerçekte her ikisinin de örtülü bir biçimde nihai amaç olarak fiyat istikrarı hedefine yönelmiş olmalarıdır. Bundesbank ve FED, parasal büyüklüklerini hedeflemelerine karşın faiz oranlarını önemli bir politika aracı olarak kullanmak suretiyle nihai ve açıklanamayan fiyat istikrarı hedeflerini gerçekleştirme yönünde bir parasal politika uygulamaktadır. Bu amaca uygun olarak her iki banka da gerektiğinde parasal büyüklük hedeflerinden ödün verebilmekte olmalarına karşın bu uyguladıkları politikayı açık bir enflasyon

²⁹ TCMB, 2000 Yılı YıllıkRapor, ss.71-72

hedeflemesi saymak pek mümkün değildir. Bu şekilde söz konusu merkez bankaları tarafından uygulanan para politikasını esnek para hedeflemesi politikası biçiminde tanımlamak mümkündür.³⁰

II. DÖVİZ KURU ÇİPA UYGULAMASI:

Merkez Bankası 1990 yılında ilan ettiği para programı ile parasal büyüklükleri çıpa olarak dikkate almışken 1994 yılında yaşanan finansal kriz ile yeni çıpa olarak döviz kurunu kabul etmiştir. Merkez Bankası izleyeceği kur politikasını sadece enflasyon beklentilerine göre değil, aynı zamanda ödemeler dengesi ve kamu finansmanını da dikkate almak zorunda kalmıştır.

Türkiye, 1994 krizinden sonra alınan kararlar sonucu, özellikle 1990'lı yıllarda artan bütçe açıkları, 1994 yılı istikrar programıyla kapatılmaya çalışılmıştır. Böylece, bütçe ve ödemeler dengesi arasında istikrarın oluşumu esas alınan bir kur politikası izlenmesine gidilmiştir.³¹ Özellikle 1995 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşması ile yönlendirilmiş kur politikası uygulanmış ve bu sistem (1 ABD Doları + 1.5 Alman Markı)'nı içeren bir kur sepetine dönüştürülerek enflasyon hedeflenmiştir.

Dolayısıyla, 1998-2000 yılları arasında uygulanan para programında para ve kur politikası yapısal düzenlemeler ve sıkı maliye politikası enflasyonu düşürmede temel unsurlar olarak seçilmiştir. Bu programda 2000 yılı sonuna kadar 1 ABD Doları + 0.77 Euro'dan oluşan kur sepetinin Türk Lirası karşısındaki değerini, TEFED hedefi doğrultusunda %20'lik yıl sonunda ileriye dönük olarak gerçekleşeceği önceden kamuoyuna Merkez bankası tarafından açıklanmıştır. Böylece, 1995 yılı ile başlayan yönlendirilmiş kur politikası, 1998-2000 yılları arası uygulanan para politikasında enflasyonu hedef alan kur sistemine dönüşmüştür. Bu nedenle, enflasyon beklentilerini kırmak için döviz kuru çıpa olarak kullanılmıştır. Ayrıca, IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları uyarınca, 2000 yılında enflasyonu düşürme programında Merkez Bankasına esneklik sağlamak amacıyla sabit kur sepetinden band uygulamasına geçilmiştir. Böylece, bandın toplam genişliğinin aşamalı olarak artırılması öngörülmüş ve buna göre 01.07.2001-31.12.2001'e kadar kademeli olarak %7.5'e, 30.06.2002'e kadar %15'e, 31.12.2002'e kadar %22.5'e yükseltilecektir. Bu band uygulaması yanında, Merkez Bankasının iç kredilerini gösteren Net İç Varlıklar kalemi üzerine bir üst sınır, Net Dış Varlık veya alt sınır konulmuştur.³²

³⁰ Malatyalı, a.g.e., ss.2-3

³¹ İlker Parasız, Türkiye Ekonomisi 1923'den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları, Bursa, 1998, ss.364-365

³² Gazi Erçel, "2000 yılı Dezenflasyon Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, TCMB Duyuru Metni, 9 Aralık 1999 ve TCMB, 2000 Yılı, Yıllık Rapor, ss.71-72

Merkez Bankası band uygulaması ile uzun dönemde piyasaların döviz piyasasına hakim olacağını ve kurun band içindeki hareketine müdahale edilmeyeceğini açıklamak istemiştir. Bu politika ile dış piyasalarda sıkışan ihracatçıyı rahatlatmaya çalışmıştır. Ancak, kur sepete TEFE'ye göre reel olarak %10 değer kazanmıştır. Bu sonuçla kurun değer kazanmış olması cari işlemler dengesini bozmakta, bu durumda bir ülkede kriz çıkma olasılığı yükselmektedir. Literatürde, bir ülke parasının reel olarak değerlenmesi ve cari işlemler açığıının hangi oranlarda sürdürülebilir olduğunu kriz ortamını açıklamak için yeterli olduğu ifade edilmektedir. Buna göre Dornbusch (2001) çalışmasında paranın hızı ve %25'i bulan reel değerlemesi ile Cari açık / GSYİH oranının %4'ü bulmasının bir ülkeyi kriz bakımından kırmızı bölgeye soktuğunu açıklamaktadır.³³ Bu tanıma göre, Türkiye 2000 sonbaharından itibaren cari açık oranları arasından kırmızı bölgeye girmiş görölmektedir. (Bakınız Tablo 3)

TABLO 3:

Cari Açık / Rezerv Oranları

| Yıl | Ay | 12 Aylık Cari |
|------|----|---------------|
| 1999 | 12 | 0,059 |
| 2000 | 1 | 0,102 |
| | 2 | 0,152 |
| | 3 | 0,215 |
| | 4 | 0,229 |
| | 5 | 0,267 |
| | 6 | 0,277 |
| | 7 | 0,286 |
| | 8 | 0,335 |
| | 9 | 0,336 |
| | 10 | 0,392 |

Kaynak: TCMB

³³ R.Dornbusch, A Primer on Emerging Market Prices, NBER, Conference on Peverting Currency Crises in Emerging Market, 2001, January, ss.11-13

Likitide sıkışıklığı ile 22 Kasım'da ortaya çıkan krizde bankalararası piyasada geçerli gecelik borçlanma faizi yaklaşık üç kat artarak ortalama %110.8'e ve en yüksek %210'a fırlamıştır. Bu arada Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri ve bankalararası para piyasaları yoluyla piyasayı fonlaması "Net İç Varlıklar" bandının dışına çıkılmasına yol açmış ve nihayet Merkez Bankası Net İç Varlıklar Kaleminin 30 Kasım değerinde dondurulacağını kamu oyuna açıklamıştır. Bu kararın ardından 6 Aralık 2000 tarihinde hükümetin ek önlemler açıklaması ve uluslararası para fonu (IMF) stand-by anlaşması çerçevesinde alınacak tutar dahil olmak üzere 10,4 milyar dolarlık Ek Rezerv Kolaylığı sağlanması piyasaları rahatlatmıştır.³⁴

22 Kasım ve sonrasında TCMB'nin döviz rezervlerinde önemli bir azalma gözlenmiş 17-24 Kasım'da yaklaşık 3 milyar dolar, 24 Kasım-1 Aralık'ta 2.5 milyar dolar olmak üzere döviz rezervleri 5.5 milyar dolar azalmıştır. İki haftada brüt döviz rezervi 24.4 milyar dolardan 18-19 milyar dolara inmiştir. Böylece enflasyonu düşürme programının net döviz rezervi üzerine koyduğu alt sınırında altına inilmiştir. Döviz rezervlerindeki erime finansal piyasalardaki baskının derecesini arttırmıştır. E.Uygur çalışmasında (Mart 2001)³⁵ finansal piyasalardaki baskının derecesini ölçmek için genel kabul görmüş bir yöntem olarak, faiz oranı, döviz kuru ve resmi döviz rezervi değişmelerinin ortalamasından oluşan finansal baskı endeksine dikkat çekmiştir.

Ancak, TCMB Kasım krizini, yüksek faiz ve ek IMF kredisi ile atlatabilmiştir. Bu durum krizin ülkenin ekonomik gücünü zayıflatmasını önleyememişti. Kasım krizinden sonra 19 Şubat 2001'de siyasal istikrarsızlıkla başlayan kriz döviz krizine dönüşmüştür. Özellikle yabancı yatırımcılar piyasalardan çekilmeye çalışırken, bankalar riskten korunmak için döviz alımına yönelmiştir. Piyasaya 21 Şubat itfasi sonucu likitide bulmuş ve Merkez Bankasından döviz almıştır. Bun rağmen 21 Şubat'ta bankalararası para piyasasında gecelik faiz %6200'e kadar çıkmış ve ortalama %4018.6 olarak gerçekleşmiştir.³⁶ Kasım krizinden farklı olarak şubat gecesi 14 ay süren döviz çıpası terk edilerek dalgalı kur sistemine geçilmiştir.

Dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesi ile ilk aylarda döviz kuru hızla yükselmiş ve önemli ölçüde dalgalanmıştır. Ancak, Merkez Bankası kurdaki aşırı hareketliliği önlemek ve piyasaların işleyişini düzenli hale getirmek amacıyla Türk Lirası karşılığında piyasaya döviz pompalamıştır. Bu çerçevede, 29 Mart 2001

³⁴ TCMB, 2000 yılı Yıllık Rapor, ss.72-73 ve Reuters/Piyasalara ilişkin gün sonu bilgileri 22 Kasım 2000

³⁵ Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve Şubat Krizleri", AÜSBF, Mart 2001

³⁶ TCMB 2001 Yıllık Rapor, Reuters/Piyasalara İlişkin Gün Sonu Bilgileri

tarihine kadar bankalara yaklaşık 1 milyar ABD doları döviz depo verilmiş ve yaklaşık 2 milyar ABD doları döviz ve efektif satılmıştır. Mayıs 2001 tarihinden itibaren Merkez Bankası tarafından sağlanan döviz depo olanağı bankalarca kullanılmıştır.³⁷

Bununla birlikte faiz oranlarındaki hızlı yükseliş, kamu bankaları ve bazı özel bankaların mali yapılarını bozmuş ve bankacılık sisteminin mevcut yapısal sorunlarını daha da ağırlaştırmıştır.³⁸

Özetle gerek Kasım 2000 ve gerekse şubat 2001 krizleri enflasyonu düşürme programının zaaflarından kaynaklanmıştır. Bu krizlere zemin hazırlayan etkenler olarak³⁹

- Yerli paranın aşırı değerlenmesi
- Cari işlemlerdeki dengesizlik
- Riskli bankacılık sektörünün açık pozisyonu artması ve kamu bankalarının görev zararları ile artan kamu kesimi açığının finansmanı,
- Mali sektörün taşıdığı faiz ve kur riskinin artması

Sonuç olarak, döviz kuru hedeflemesinde fiyat istikrarını temin edecek girişimlerle desteklenmemesi ile TL'nin yabancı paralar karşısında değerlenmesi neden olmuş ve 2000 yılı başında ise enflasyonu düşürmek ve ekonomik büyümeyi yeniden sağlamak amacıyla IMF destekli döviz çıpası uygulaması, 22 şubat 2001'de terk edilerek dalgalı kur uygulamasına geçilmiştir. (MB'sı bir gün içerisinde 7,6 milyar \$ döviz satmıştır).

III. ENFLASYON HEDEFLEMESİ : 2002-2004 DÖNEMİ

şubat 2001 yılında yaşanan gelişmeler sonucu 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programı son bulmuş ve döviz kurunun nominal çıpa olma özelliği ise ortadan kaldırılmıştır. Bu nedenle, Merkez Bankası, kriz sonrası yaptığı köklü değişmelerle öncelikle,⁴⁰

- Kısa vadede ödemeler sistemindeki tıkanıklığı gidermek ve finansal piyasalarda istikrar sağlamak, bu amaçla, sağlıklı bir

³⁷ TCMB 2001 Yıllık Rapor, s.107

³⁸ Baydur - Süslü, a.g.m., s.64

³⁹ Nur Keyder, "Türkiyede Kasım - şubat krizleri ve İstikrar Programları", İşletme-Finans Dergisi, Haziran 2001, s.38

⁴⁰ TCMB 2001 Yılı Yıllık Rapor, s.75

bankacılık sistemi oluşturmak, kamu bankalarının yeniden yapılandırılmaları, bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması için gerekli operasyonların yapılması,

- Ekonomide enflasyona yol açmaması için para programının ilk yıllarında beklendiği gibi bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması ile para tabanının kontrol edilmesidir.

Dolayısıyla, Merkez Bankası 2001 yılından itibaren dalgalı kur rejimi ile uyumlu para politikası uygulaması sonucunda Merkez Bankası bilançosunun Net İç Varlıklar kalemi için tavan ve Net Uluslar arası Rezervler kalemi için de taban değerler belirlemiş ve bu değerler performans kriteri şeklinde hedeflenmiştir. Bu dönemde para tabanı ara hedef olarak belirlenmiş ve temel operasyonel büyüklük olarak seçilmiştir. Para tabanındaki artış ekonomik birimlerin bekleyişleri ile uyumlu bir şekilde Merkez Bankası tarafından hedeflenerek parasallaşma olgusunun oluşmasına izin vermemiştir.

Merkez Bankası, 2001 yılı kriz sonrası dönemde kısa vadeli faiz oranlarını likitide kontrolü ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik en önemli politika aracı olarak kullanmıştır.

2002 yılı para politikasında “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası stratejisinin uygulanması planlanmıştır. Bu stratejide para tabanı için dönemler itibariyle enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmuş ancak para politika kararlarında para tabanı yerine gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Bu ikili strateji ile enflasyondaki düşüş sürecinde ve para ikamesi olgusu nedeniyle, para talebinin tahmin edilmesindeki güçlükler ve özellikle parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın yaratacağı sorunların giderilmesi ve örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çıpa işlevi görmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, dalgalı kur rejimi uygulaması ile aslında politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının sadece fiyat istikrarı temel hedefi için aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir.⁴¹ Bu şekilde, 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi ile enflasyonla mücadelede kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olmuş ve IMF ile yürütülen program çerçevesinde parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğinde hedefler 2003 yılında korunmuş ve bu hedeflere ulaşılmıştır.⁴²

⁴¹ TCMB, 2003 yılı para ve kur politikası Genel çerçevesi, Basın Duyurusu, 3 Ocak 2003, s.3

⁴² TCMB, 2003 yılı yıllık rapor, s.75

TABLO 4: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

| | Para Tabanı Üst Limit | | Net İ Varlıklar Üst Limit | | Net Uluslar arası Rezerv Seviyesi | |
|-----------------|-----------------------|-------------|----------------------------|-------------|-----------------------------------|-------------|
| | (Trilyon TL) | | (Trilyon TL) | | (Milyon Dolar) | |
| | Hedef | Gerçekleşme | Hedef | Gerçekleşme | Hedef | Gerçekleşme |
| 30 Nisan 2003 | 12.800 | 11.883 | 32.800 | 30.951 | -6.500 | -5.996 |
| 30 Haziran 2003 | 13.200 | 13.039 | 34.100 | 29.395 | -7.000 | -3.865 |
| 30 Eylül 2003 | 14.100 | 13.877 | 33.800 | 22.968 | -6.000 | 1.504 |
| 31 Aralık 2003 | 14.900 | 14.657 | 28.400 | 25.997 | -2.000 | -536 |

Kaynak: TCMB yıllık Rapor, 2004

Dolayısıyla, TCMB'nın kısa vadeli faiz oranlarını çıpa olarak kullanabilmesi için mali reformların ve performans kriterlerinin tutturulması büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede faiz ıpasında başarının sağlanabilmesi kamunun borçlanma ihtiyacının azaltılması para piyasasına yönelik kamu müdahalelerinin kaldırılması ile bu piyasalara ilişkin yapısal reformlara ilişkin kararların alınması önemli faktörler olmaktadır. Bu nedenle Merkez Bankasının 2002 yılından itibaren uygulamaya koyduğu ekonomik programda mali disiplin ve reformlardan sapma olmayacağı konusundaki kararlılığı ve buna ilişkin güven ortamının oluşması ve enflasyonist beklentilerin olumluya dönmesi sonucu Nisan-Ekim döneminde kısa vadeli faizlerde 6 defa indirim gitmiş, Nisan ayı içerisinde %44 seviyesinde bulunan gecelik faiz oranı, Ekim ayı itibarıyla %26 seviyesine çekilmiştir.⁴³

Özellikle enflasyon hedefine yönelik uygulanan tutarlı para politikaları ve mali disiplin, güven ortamının oluşmasına katkıda bulunarak borçlanmanın sürdürülebilirliğine dair kaygıları azaltmış ve enflasyon beklentilerini düşürmüştür. Bu gelişmeler faizlerin düşmesine katkıda bulunmakta, Türk parasının güçlendirmekte, böyle reel ücretlerdeki gerileme ve verimlilik artışları sonucunda maliyet koşullarında meydana gelen iyileşme gıda ve tarım grubu fiyatlarında görülen yavaşlama, kamu kesiminde enflasyon hedefiyle büyük ölçüde uyumlu fiyatlama politikası ve iç talep baskısının olmayışı 2003 yılı sonunda enflasyon hedefinin tutturulmasına olanak sağlamıştır.

⁴³ TCMB, 2003 Yılı Yıllık Rapor, s.76

2002-2003 yıllarında öngörülen enflasyon hedeflerinin tutması ile gerek 2004 yılı ve gerekse sonraki yıllar için enflasyon hedefinin güvenilir bir nominal çıpa özelliği taşıdığı görülmüştür. Böylece, para politikası kararlarında sadece enflasyon üzerinde odaklanan parasal otorite, ekonomik birimlere açık ve anlaşılabilir sinyaller vererek güvenilirliği arttırmış ve enflasyonla mücadelede başarı şansını yükseltmiştir.⁴⁴ Bu durum ülkemizde de enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçişle beraber son 30 yılın en düşük enflasyon rakamına ulaşıldığını göstermek açısından aşağıdaki tabloyu incelemek önem taşımaktadır.

TABLO 5: Enflasyon Oranları

| | TEFE (Gerçekleşen) | TÜFE (Gerçekleşen) | Hedeflenen Enflasyon |
|-------------|-------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| 2002 | 50,1 | 45 | 35 |
| 2003 | 25,6 | 25,3 | 20 |
| 2004 | 11,1 | 10,58 | 12 |

Kaynak: TCMB 2002-2003-2004 Para ve Kur Politikası Raporları

2005 yılı için Merkez Bankası öncelikle tek haneli enflasyon hedefleyerek, “Örtük Enflasyon Hedeflemesinden” “Açık Enflasyon Hedeflemesine” geçişi sağlamayı hedeflemektedir. Bu çerçevede, dalgalı kur politikası ile temel politika aracı olarak 2002 yılında uygulanan programda olduğu gibi kısa vadeli faiz oranlarıdır. Ayrıca, 2005 yılında parasal büyüklüklerden “Para Tabanı, Net Uluslar arası Rezervler”, performans kriterleri, “Net İç Varlıklar” kalemi ise gösterge niteliğinde hedef olarak dikkate alınacaktır.⁴⁵

SONUÇ:

Para politikası kararlarında enflasyona odaklanan bir parasal otorite ekonomik birimlere açık ve anlaşılabilir sinyaller vererek güvenilirliği arttıracak ve enflasyonla mücadelede başarılı olma şansını yükseltecektir. Bu nedenle, dünyada fiyat istikrarını kalıcı olarak sağlamayı başarmış ülkelerde Merkez Bankalarının en

⁴⁴ 2004 yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi Hakkında Basın Fuyurusu, 2 Ocak 2004, s.1

⁴⁵ TCMB, 2005 Yılında Para ve Kur Politikası , Aralık, 2004, s.41

belirgin ortak yönü bağımsız olmalarının yanında politikalarının anlaşılır sinyaller ve sistematik davranışlar içermesidir.

Bu amaçla, uygulanan para politikasını günün gereklerine uygun olmak yerine, önceden belirlenen bir politikaya göre yürütmek ve belirli bir değişkeni hedeflemek veya bu değişken yardımıyla hedefe ulaşmaya çalışmak Merkez Bankaları açısından literatürde çıpa uygulamalarını beraberinde getirmiştir. Bu nedenle Merkez Bankası 1990'lı yıllardan itibaren fiyat istikrarı hedefine ulaşmak amacıyla para politikasında çıpa uygulamalarına başlamış, uygulanan çıpa belirli hedefler koyarak kamuoyuna duyurmuştur. Bu noktada Merkez Bankası piyasada güveni tesis edecek kredibilite, şeffaflık gibi temel kriterleri de yerine getirerek önceden açıkladığı politikaların sürdürülebilirliğini ve inandırıcılığını sağlamaya çalışmıştır.

Merkez Bankası'nın nihai hedef olarak belirlediği fiyat istikrarı ile beraber ekonomik büyüme ile çelişmeyecek şekilde uyguladığı para politikası uygulamalarını 1990 yılından itibaren üç ana dönem halinde incelemek daha anlamlı olacaktır. Bu üç dönemde "1990-1994 , 1995-2001 ve 2002-2004'te" Merkez Bankası temelde döviz kurunu ve parasal büyüklükleri çıpa olarak hedefleyerek enflasyonu kontrol etmekle beraber enflasyonist beklentileri kırmak ve bilançosunun pasifinde yer alan Türk Lirası işlemleri dış varlıklara dayandırmaya çalışmıştır. Özellikle, kamu kesimi finansmanının Merkez Bankası kaynaklarına dayanan ülkemizde fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmek kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Bu gelişmeler ışığında belirlenen dönemlerde hedeflenen nominal çıparları tablo halinde aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

1990-2004 Arası uygulanan Çıplar

| Dönemler | Uygulanan Çıplar |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1990-1994 | <p align="center">Çıpa Olarak Parasal Büyüklükler Toplam Bilanço Büyüklüğü, Toplam İç Yükümlülükler, Toplam İç Varlıklar, Merkez Bankası Parası</p> |
| 1995-2001 | <p align="center">Çıpa Olarak Döviz Kuru IMF ile yapılan stand-by çerçevesinde parasal büyüklük hedefi olarak</p> <p align="center">Net iç varlıklar ve Net Uluslar arası Rezervler</p> |
| 2002-2004 | <p align="center">Çıpa Olarak Enflasyon Hedeflemesi IMF ile yapılan stand-by çerçevesinde parasal büyüklük hedefi olarak Net İç Varlıklar</p> <p align="center">Kısa Vadeli Faiz Oranları Para Tabanı</p> <p align="center">Net Uluslar arası Rezervler</p> |

} Gösterge Hedefi
 } Performans Kriteri

Kaynak: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Dolayısıyla Türkiye’de para politikasındaki gelişmeler incelendiğinde uygulanan çıpalarla beraber, Net İç Varlıklar kaleminde değişimler de önem taşımaktadır. Özellikle, kamu kesimi, mali sistem ve Merkez Bankası arasındaki ilişkileri göstermesi açısından “Net İç Varlıklar” kalemindeki gelişmeler önem taşımış ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmalarında da sürekli hedeflenen bir gösterge büyüklüğü olmuştur. Bu çerçevede, 1990 yılından itibaren uygulanan ve para politikası hedeflenen çıpaları Merkez Bankası yaşadığı krizlere rağmen kontrol etmede kısmen başarılı olmuştur. Özellikle, 1990-2002 döneminde Merkez Bankası yaşanan krizler ve ekonomik istikrarsızlar sonucu hedeflerine ulaşamamakla beraber genelde karma çıpa uygulaması ile nihai hedeflerine ulaşmaya ve bu duruma göre politikalar uygulamaya çalışmıştır. Ancak, 2002’den itibaren hedeflediği enflasyon hedeflemesi çıpasında hedefleri ve göstergelerin tutarlı olmasını temel kriter olarak kabul etmiştir.

Bu nedenle Merkez Bankası uyguladığı para politikasında hedeflediği çıpa ile beraber enflasyonu düşürmedeki başarısı, kamu sektöründe verimliliği artırıcı bir maliye politikası ile yapısal reformlardan geçmektedir. Böylece, kamu sektöründe verimliliğin ve bütçe dışı fazlasının kalitesinin arttırılmasına yönelik reformların devamı, borç dinamiklerine ilişkin yaratacağı olumlu etki risk primindeki dalgalanmaları azaltarak enflasyonla mücadele de Merkez Bankasının temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının etkinliğini artırıcı bir rol oynayacaktır. Böylece, ülkemizde olduğu gibi kronik ve yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerde kamu dengelerinin sağlam temellere oturtulmasına yönelik adımlar bekleyişleri olumlu yönde etkileyerek enflasyonist direncin kırılmasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, böyle olumlu bir süreç dışsal şoklara karşı kırılabilirliği azaltıcı etkide bulunarak ekonomiye esnek ve rekabetçi bir yapı kazandırmakta ve uygulanan nominal çıpanın işlevlerini etkin bir hale getirmeye yardım edecektir.

Bu çerçevede Türkiye’de hedeflenen enflasyon hedeflemesi çıpasının başarılı olması için etkin bir şekilde uygulanan para politikası ;

Kredibilitesi Yüksek
Şeffaf
Güvenilir
Bağımsız

Merkez Bankasına

Kamu Maliyesinde
verimliliğin artırılması ve
sürdürülebilir borç dinamiğini
içeren

Maliye Politikasına

Finansal reformları sağlayan
ciddi yapısal düzenlemelerle
derinleştirilmiş (piyasa-
kurum-araç açısından)

Finansal Sisteme

Fiyat istikrarı ile çelişmeyecek

Büyüme ve istihdam
politikalarının
varlığına

Dışsal şokları daha rahat
atlatmayı sağlayacak ve
yeterli rezerv birikimine
katkıda bulunacak

Ödemeler Dengesi İstikrarına

Makro ekonomik istikrarı tesis edecek, esnek ve rekabetçi piyasa yapısını gerçekleştirecek

Yapısal Düzenlemelere

İç talebin kontrol edilmesi ve bekleyişlerin olumlu bir şekilde oluşması için

Toplumsal Uzlaşmaya ve Yeterli Güvene

Kurumsal ve siyasi istikrar gibi faktörlere bağlı olarak uzun vadede başarı şansını yakalayabilecektir.

KAYNAKÇA

- Baydur C.Mehmet – Bora Süslü**, “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çıpalar”, IMKB Dergisi, Cilt 6, Sayı 21
- Begg David -S.Fisher-R.Dornbusch**, Economics, Fifth Edition, England,1997
- Bernanke Ben S. -Frederic S. Mishkin**, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”, NBER, working Paper 5893, January 1997
- Bruno M.**, Crisis, Stabilization and Economic Reform: Therapy by Consensus “Oxford university Press, Oxford, 1993
- Cukierman Alex**, “Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europa, Center for Economic Research Discussion Paper, 1996 (32)
- Dornbusch R.**, A Primer on Emerging Market Prices, NBER, Conference on Peverting Currency Crises in Emerging Market, January 2001
- Dornbusch R. -S.Fischer**, Macroeconomy, 6th Edition, Türkiye, 1994
- Erçel Gazi** , “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, İşletme ve Finans, Aralık 1996
- Erçel Gazi**, “2000 yılı Dezenflasyon Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, TCMB Duyuru Metni, 9 Aralık 1999
- Gökçe Deniz**, “Saraçoğlu Cephede”, Finans Dünyası, İstanbul, 1990
- Karasay A.-M.Saygılı-C.Yalçın**, Enflasyon Doğrudan Hedeflemesi Politikası ve Bazı ülke Deneyimleri, TCMB Araştırma Yayınları, 1998
- Kesriyeli Mehtap**, 1980’li Yıllarda Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Yayın No: 97/4, Ankara, 1997

Keyder Nur, “Türkiyede Kasım – Şubat krizleri ve İstikrar Programları”, İşletme-Finans Dergisi, Haziran 2001

Malatyalı N.Kamuran, Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de uygulanabilirliği, DPT Yayını, Mart 1998

Oktar Suat, Enflasyon Hedeflemesi, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998

Parasız İlker, Türkiye Ekonomisi 1923’den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları, Bursa, 1998

Paya Merih, Para Teorisi ve Politikası, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1994

Resmi Gazete, 25 Nisan 1994 tarihli 2195 sayılı

Reuters/Piyasalara ilişkin gün sonu bilgileri 22 kasım 2000

Uygur Ercan, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve Şubat Krizleri”, AÜSBF, Mart 2001

TCMB 1996 Yıllık Rapor

TCMB 2000 Yıllık Rapor

TCMB 2001 Yıllık Rapor

TCMB 2002 Yıllık Rapor

TCMB, 2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel çerçevesi, Basın Duyurusu, 3 Ocak 2003

TCMB, 2003 Yılı Yıllık Rapor

2004 yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi Hakkında Basın Fuyurusu, 2 Ocak 2004

TCMB, 2005 Yılında Para ve Kur Politikası , Aralık, 2004

Walsh Carl E. and Peter R. Hartley, Financial Intermediation Monetary Policy and Equilibrium Business Cycle, Federal Reserve Bank of San Fransisco Review, 1988 (4)

Writsman Dwayne, An Introduction to Monetary Theory and Policy, The Free Press, NewYork, 1971