

TÜRKİYE'DE 1990'LI VE 2000'Lİ YILLARDA PARA POLİTİKALARI

Doç. Dr. Nadir Eroğlu¹

Özet

Günümüzde, tarihsel süreç içerisinde, merkez bankalarının uygulaması ve taktiklerinde çok belirgin farklılıklar ve yenilikler gözlenmektedir. Öncelikli araç, faiz olmaya başlamıştır. Kısa dönemli faizlerin değiştirilmesi yolu ile para politikalarına yön verme daha fazla önem kazanmıştır. Bunda dalgalı kurların öne çıkması, faizin merkez bankası parasal tabanından M'lere ve enflasyona uzanan aktarım mekanizması içindeki rolünün fazlalaşması, faizin kısa vadede ayarlama kolaylığı başlıca nedenler olarak öne çıkmaktadır. Türkiye'de, 1990'lı ve 2000'li yıllardaki para politikası uygulamalarında da bu değişmeyi saptamak mümkündür.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Merkez Bankası, Enflasyon Hedeflemesi, Faiz Oranı.

TURKEY'S MONETARY POLICIES IN 1990s AND 2000s

Abstract

Very distinctive novelties and variations can currently be observed in the executions and tactics of the central banks within their historical process. Interest rate has become the primary instrument. Directing monetary policies by changing short term interest rates has gained more importance. Chief reasons for this can be enumerated as the prominence of the floating exchange rate, the increasing role of interest rate in the transmission mechanism from the central bank's monetary base to M's (Money supplies) and inflation and easiness in the short term adjustment of interest rate. This change can be determined in the monetary policy applications of Turkey in 1990s and 2000s.

Keywords: Monetary Policy, Central Bank, Inflation Targeting, Interest Rate

¹ Marmara Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü (neroglu@marmara.edu.tr)

Giriş

Dünya uygulamalarında bir birliktelik olmamakla birlikte merkez bankaları genelde altı-yedi konu üzerine yoğunlaşarak işlevlerini yaparlar. Merkez bankalarının başta gelen fonksiyonu kuşkusuz para ve kur politikalarını düzenlemektir. Bu fonksiyonlarından para politikaları konusunda bağımsızlaşma eğilimi 90'lı yıllarda artarak belirginleşmeye başlamış, araç bağımsızlıktan amaç bağımsızlığa gidiş hızlanmıştır. Bunun karşısında olan fikir ve uygulamalar olmakla birlikte merkez bankalarının bağımsız para politikası çizme ve yönlendirmeleri genelde kabul gören ve uygulamaya konulan bir işlev haline dönüşmüştür.

Kur politikasında ise, değişik görüş ve uygulamalar oluşmuştur. Genelde bazı ülkelerde kur politikası hükümet tarafından çizilip uygulaması merkez bankalarına bırakılmaktadır. Avrupa Merkez Bankası bunun en son örneklerinden biridir. Nedenlerin başında kurun bir fiyat olduğu, kur sistemi ile hükümet uygulamalarının politik bir sonuç yaratacağı ve bu nedenle sistemin hükümetler kanalı ile kurulması gerektiği gelmektedir. Bazı ülkelerde hükümet ve merkez bankaları birlikte karar vermekte, ancak tartışma halen hangi kur rejiminin daha iyi olduğu noktasında toplanmaktadır.

Merkez bankalarının diğer önemli bir fonksiyonu da bankacılık sisteminin denetlenmesidir. Bu konuda yeni eğilim, denetimin merkez bankası dışında bağımsız bir kuruma verilmesi, bu kurum ile iyi bir işbirliği sağlanarak bankacılık sisteminde istikrarın sağlanması yönündedir. Ancak bu konuda da dünya uygulamalarında bir birliktelik bulunmamaktadır.

Ödeme sistemleri konusu ise tüm dünyada merkez bankalarının kontrol sorumluluğu ve fonksiyonları arasına girmiştir. Giderek artan finansal yenilikler veya teknolojik yenilikler karşısında merkez bankaları ödemeler sistemi aracılığı ile finansal sistemin sağlığından sorumlu olmaktadır.

Banknot basımı, hükümete bankacılık hizmetleri verme, bazı istatistiki bilgileri toplama, araştırmalar yapma, uluslararası ilişkilerde görev alma merkez bankası fonksiyonları arasında yer alan konular olarak devam emekte, ancak nitelikleri daha da değişmektedir.

Geçmişte, kamu harcamalarını finanse etmek, hükümete danışmanlık yapmak ve son para mercii olmak gibi amaçları ön plana çıkan merkez bankalarının 90'lı yıllarda iki temel amacı belirginleşmiştir. Bunlardan biri parasal istikrarı sağlamak, diğerisi ise finansal istikrarı korumaktır.

Parasal istikrardan kasıt, düşük enflasyonu gerçekleştirerek orta dönemde sağlıklı büyüme ve düşük işsizliği olan bir ekonomi yaratmak şeklinde özetlenebilir. Greenspan'ın ifadesi ile "maksimum sürdürülebilir ekonomik büyümenin" sağlanması yüksek istihdamı da beraberinde getirecektir. Bunun için ise fiyat istikrarı olmaz ise olmaz şarttır. Parasal istikrardan amaç bu olmasına karşın para politikası uygulamalarını gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde değişik olduğunu gözlemliyoruz. Bunun nedenleri ise yapısal değişim farklılıklarında, kamu finansman tekniklerinde, değişik verimlilik artış oranlarında ve kur politikalarında bulabiliyoruz. Bütün bu faktörler para politikasının hedeflerini değiştiriyor ve parasal istikrarın yönünü tayin edebiliyor.

Merkez bankalarının ikinci temel amacı olan finansal istikrar günümüzde daha fazla önem kazanmıştır. Finansal istikrar dediğimizde finansal piyasalarda, bu piyasaların kurumlarında ve ödeme sistemindeki istikrarı kastedilmektedir. Bu üç alandaki istikrar genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemlerini beraberinde getirmektedir.

Günümüzde merkez bankalarının uygulaması ve taktiklerinde de çok belirgin farklılıklar ve yenilikler gözlenmektedir. Öncelikli araç, faiz olmaya başlamıştır. Kısa dönemli faizlerin değiştirilmesi yolu ile para politikalarına yön verme daha fazla önem kazanmıştır. Bunda dalgalı kurların öne çıkması, faizin merkez bankası parasal tabanından M'lere ve enflasyona uzanan aktarım mekanizması içindeki rolünün fazlalaşması, faizin kısa vadede ayarlama kolaylığı başlıca nedenler olarak öne çıkmaktadır. Faizlerin bu denli önem kazanmasının bazı uygulama sorunlarını da ortaya çıkardığı kuşkusuz. Kısa vadeli faizler sistemde ağırlığını hissettirmekte, gecelik faiz önemli bir araç olmaktadır. Bir aylık, üç aylık faizler, faizlerin yapısında yön gösterici nitelik kazanmaktadır. Kısa vadeli faizlerde değişimler, bekleyişleri ve ikame mekanizmasını etkilemeleri yolu ile orta ve uzun vadeli faizlerin düzeyini de tayin etmeye başlamıştır.

Para politikalarının yönetiminde bir değişiklik de likiditenin idaresinde gözlenmektedir. Zorunlu bir nitelikte bulunan mevduat münzam karşılıkları likidite idaresinde önemlerini giderek kaybetmeye ve dolaylı vergi haline dönüşmeye başlamıştır. Açık piyasa işlemleri likidite idaresinde daha çok aktif olunabileceği gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Açık piyasa işlemleri aracılığı ile birçok yeni tür para politikası aracı türetilmiş, vadeler kısalmış, değişen durumlara süratle uyum sağlanması gibi bir olgu ortaya çıkmıştır. Likidite idaresinde bu gelişmelerin para politikasının etkinliğini artırmadaki yararlığı açıkça gözlemlenmiştir.

Para politikalarının, sinyaller gönderme ve buna bağlı olan güven ortamı oluşturma işlevi giderek öne çıkmıştır. Sinyal gönderme, merkez bankalarının daha şeffaf olmasına ve para politikası taktiklerini piyasaya yansıtmasına hizmet eden önemli bir araç haline gelmiştir. Merkez bankalarının faizler, enflasyon, bekleyişler, kur gibi konularda sinyalleme teknikleri piyasalarca da beklenen ve arzulanan bir niteliğe bürünmüştür.

Ancak şunu hemen belirtmek gerekir ki, merkez bankalarının para politikası uygulamaları ve taktiklerinin ayarlanma büyüklükleri veya zaman sıklığı konularında dünya uygulamalarında bir birliktelik gözlenmiyor. Örneğin; Alman ekolü küçük ve sık ayarlamalardan yana iken bazı gelişmiş ülkelerin merkez bankaları büyük ve az sıklıkta kararların daha iyi olduğunu savunuyorlar².

Bu çalışmanın amacı tarihsel kesitsel yöntemi kullanarak iki dönemde Türkiye'de, yukarıda açıklanan para politikası uygulamalarındaki değişmelere paralel olarak ortaya çıkan durumu saptayıp, açıklamaya çalışmaktır. Bunu da teknik olarak, uygulanmış para programları kapsamında değerlendiriyoruz.

1. TCMB'nin 1990'lı Yıllardaki Patikası

1980 yılında yürürlüğe konulan 24 Ocak İstikrar Tedbirleri mali sistemde de önemli reformların gerçekleştirilmesine zemin hazırlamıştır. Hazine'nin ihale sistemi ile

²Gazi Erçel, "21. Yüzyıla Girerken Türkiye'de ve Dünyada Merkez Bankalarının İşlevleri", İ.Ü.İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü, 8 Nisan 1999.

borçlanmaya başlaması, Merkez Bankası bünyesinde piyasaların oluşturulması, faizlerin üzerindeki kontrollerin kaldırılması, konvertibiliteye geçiş, sermaye hareketlerine tamamen serbesti tanınması bu reformların belli başlıları arasında sayılabilir. Bu dönem içerisinde 1988 yılında Merkez Bankası da bir parasal program deneyimi başlatmış, ancak kamuoyuna açıklamamıştır. 1990 yılında ise sayılan reformların Merkez Bankası'na olanak verdiği araç çeşitliliği ve hareket serbestisi sayesinde bir para programı hazırlanmış ve kamuoyuna açıklanmıştır. 1990 para programı ile Merkez Bankası bilançosu yeniden düzenlenmiş, şeffaf hale getirilmiş, hedefler bu bilançodan elde edilmiş, orta vadede enflasyon ile daha iyi mücadele edebilecek esneklikte bir bilanço yapısına ulaşılmaya çalışılmıştır. Böylece, 1990 para programı ile Merkez Bankası kendi bilanço büyüklüklerine yönelmeye başlamıştır.

T.C. Merkez Bankası'nın 1990'lı yıllardaki amacı, klasik nihai hedefler yerine, gücü yettiği kadar ekonomideki sorunların düzeltilmesine katkıda bulunmak ve ekonomideki dengelerin daha da bozulmasını engellemek için çaba sarfetmek şeklinde özetlenebilir. Bu durum Banka'ya birbiriyle çatışan iki strateji arasında seçim yapma zorluğunu yaşatmıştır.

Stratejilerden ilki dış ticaret açığının, dolayısıyla da cari açığın büyük boyutlara ulaşmasını önlemektir. Banka'nın burada iki yolu bulunmaktadır. Birincisi enflasyon-devalüasyon dengesini sağlayarak TL'nin reel olarak değerlendirilmesini engellemek, ikincisi devalüasyonu faiz getirisinin altında tutarak yabancı sermayenin cari açığı finanse etmesini sağlamak ve faiz oranlarını ve yüksek tüketim talebini dizginleyerek büyümeyi yavaşlatmaktır.

İkinci strateji hükümetin yüksek bütçe açığını mümkün olduğunca düşük faizlerle ve sıkıntıya düşmeden finanse etmesini sağlamaktır. Bunun iki yolu ise, bono faizlerini düşürmek (böylece bütçe açığını azaltmak) ve hem yurt içinde hem de yurt dışında bonolara talep yaratmak için devalüasyonu ve kısa vadeli faizleri bono faizlerinin altında tutarak yatırımcılara belli bir getiri vermek ve bunun istikrarlı olmasını sağlamak.

Görüldüğü gibi her iki stratejinin arkasında faiz ve devalüasyon dengesi önemli rol oynamaktadır ve bu dengenin nerede kurulacağı konusunda stratejiler birbiriyle çatışmaktadır. Faiz oranları yüksek tutulduğunda dış denge ve talep enflasyonu konusunda başarı hedeflenirken ikinci strateji zora girmekte, Hazine'nin finansmanı daha pahalı hale gelmekte ve bütçe açığı artmaktadır. Öte taraftan hem bonoları fonlama maliyetleri hem de cari dengenin finansmanı açısından devalüasyon düşük tutulmak istenmekte ama ne kadar düşürülebileceğini de enflasyon oranı belirlemektedir.

Banka yukarıdaki faiz-devalüasyon dengesini mali piyasalarda birbirine çok bağlı iki tür operasyonla kurmaya çalışmıştır. İlki, *faiz operasyonları*dır. Banka, bono piyasasında alım-satım yoluyla müdahale yapmak yerine kısa vadeli faizleri düzenleyerek bono faizlerini etkilemiştir. Kısa vadeli faizler bonoları fonlama maliyetinin bir kısmını oluşturduğu için bono yatırımcılarının bu tür faizlere yönelik olarak Banka'dan aldığı sinyaller bono faizlerinin yönünün belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Kısa vadeli faizler, İMKB repo piyasası, bankalararası piyasa ve interbank piyasası olmak üzere üç değişik piyasada alınıp satılan fonların arz talep dengesiyle belirlenmektedir.

Piyasalar farklı olsa da genelde birbirine yakın hareket etmektedir. Bankalararası para piyasasına Merkez Bankası 2001 Temmuz ayındaki yasa değişikliği ile girmeme kararı almakla birlikte bu ana kadar Banka'nın bu piyasadaki işlemleri şu şekildeydi: Banka her sabah piyasanın açılışından önce gecelik ve haftalık faizler için alt ve üst limitler açıklamaktadır. Diğer bir deyişle, gün sonunda piyasada kalan fazla parayı alt limitten almakta, piyasanın fonlama ihtiyacı olduğunda ise üst limitten para vererek faizlerin bu limitler arasında kalmasını sağlamaktadır. Bu nedenle limitler, Banka'nın kısa vadeli faizler üzerindeki müdahalelerinden birini teşkil etmektedir.

İkinci bir faiz operasyonu ise Banka'nın repo-ters repo veya depo ihaleleri ile piyasadaki likiditeyi kısa vadeli etkilemesi ve arz-talep dengesine yön vermesi ile olmaktadır. İlk iki tip ihalede Banka, işlem yaptığı fonlar karşılığında Hazine Bonosu kullanırken depo için buna ihtiyaç yoktur. Banka piyasanın çok likit olduğunu ve faizlerin çok düşeceğini düşündüğünde, Hazine Bonosu karşılığında ters repo veya depo ihalesi açarak likiditenin bir kısmını çekmektedir. Aynı şekilde piyasanın çok açık olduğu ve faizlerin aşırı yükseleceğini düşündüğünde ise yine bono karşılığında repo ihalesi ile piyasaya para verilmektedir. Gün sonunda limitlerden yapılan işlemlere ve ihalelere piyasalarda açık piyasa işlemleri (APİ) denmektedir.

İkinci tür operasyon *döviz operasyonları*dır. Döviz operasyonları aslında bir faiz operasyonu gibi düşünebilir. Piyasadan döviz olarak müdahale edildiği durumda TL karşılığı piyasaya çıkararak likiditeyi artırmakta ve özellikle kısa vadeli faizleri düşürücü bir etki yapmaktadır. Bunun tersi durumda bir TL çıkışı olmakta ve faizlere yukarı doğru bir baskı gelmektedir. Ayrıca Banka Zorunlu Döviz uygulaması ile bankaların döviz alımlarının %14'ünü Merkez Bankasını yatırma zorunluluğu getirerek bu kadar oranı zorunlu döviz kurundan Merkez Bankası'na yatırtmıştır. Gün içinde devamlı değişebilen bu kur da ayrıca piyasalar tarafından Banka'nın nasıl bir döviz kuru istediği sinyalini vermiştir.

Banka'nın nasıl bir devalüasyon politikası izlediği, diğer bir deyişle piyasalarda her gün arz-talep dengesiyle oluşmakta olan kurun ne olmasını istediği piyasalara açıklanmamış, ancak yukarıdaki stratejiden de anlaşılacağı gibi, ödemeler dengesinde sorunlar olmaması için Banka, devalüasyonu enflasyon paralelinde görmek istemiştir. Banka günlük devalüasyon oranını, ay sonunda aylık enflasyon beklentisi civarında gerçekleşecek şekilde belirlemiştir.

Faiz ve döviz operasyonlarının yanı sıra Banka bilançosundan türettiği rezerv para göstergesini de kontrol etmiş ve bunu haftalık bilançosunda açıklamıştır. Piyasalara üç aylık rezerv para artış limiti verilmiş, piyasalar da üç aylık dönemin sonlarında rezerv paradaki artışın bu limiti zorladığını gördüğünde Banka'nın hem faiz hem de döviz operasyonları ile rezerv parayı daraltmaya çalışacağını düşünerek hareket etmiştir. Dolayısıyla rezerv paradaki değişimler Merkez Bankası para politikasının bir kontrol aracı olarak görülebilir. Başka bir ifadeyle, Banka'nın faiz ve döviz operasyonlarını, piyasadaki fazla parayı çekecek biçimde kullandığı anlaşılmaktadır.

Banka faiz ve döviz operasyonlarını aynı anda ve birbirine ters durumda kullanabilmiştir. Örneğin, rezerv paranın artması istenmediği durumda döviz alımı sonucu

piyasaya TL çıkarılsa bile bu ters yönde açık piyasa işlemleri ile geri çekilebilmiştir(sterilizasyon)³.

2. 1990'lı Yıllardaki Para Programları

TCMB'nın para politikası uygulamalarında 1989 yılı önemli bir dönüm noktasıdır. 1989 yılından önce M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal toplamları kullanarak enflasyonla mücadele ederken, 1989 yılından itibaren kendi bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınması hedefine yönelmiştir. Bu değişikliğin altındaki ana sebep, yıllardır süren yüksek enflasyonun ve son on yıldır mali sektörde yaşanan değişim sürecinin para çarpanlarında istikrarsızlık yaratması ve bunun Merkez Bankası'nın geniş tanımlı para arzlarını denetiminde yarattığı zorluklardır.

Orta vadede, sağlıklı bir bilanço yapısının kurulması gerektiği vurgulanırken, Merkez Bankası, para politikası ara hedefi olarak bilanço büyüklüklerinin kontrolünü ve bilançonun kompozisyonunun değiştirilmesini amaçlamıştır⁴. Bu doğrultuda Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikasının nihai amacının ne olması gerektiği de tartışılmaya başlanmış, piyasaları yönlendirmede hazırlanacak para programının önemi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bu konuda dönemin Merkez Bankası Başkanı'nın yaptığı açıklama şöyledir:

*".....Merkez Bankası işlemleri ve çalışmaları itibariyle orta vadede başarı ile sadece bir tek iş yapabilir. O da, paranın iç ve dış değerinde istikrarın sağlanmasıdır. Merkez Bankaları uzun vadede büyümeyi sağlamanın veya ödemeler dengesini düzeltmenin bir enstrümanı olamazlar.....Merkez Bankaları teşvik politikasının bir parçası olarak kullanılmamalıdır. Aynı şekilde, doğru bir yaklaşımla bakıldığı zaman, Merkez Bankaları ülkenin döviz sorununu çözmekle de görevli kuruluşlar olamazlar. Çünkü Merkez Bankalarının, kendi ihtiyaçları için, sadece rezerv olarak döviz ihtiyacı vardır. Merkez Bankaları döviz kullanan, ithalat yapan kuruluşlar değildir."*⁵.

1990'lı yılların başında Merkez Bankası Başkanı'nın merkez bankacılığına ve para programlarına bakış açısı ve çabası bu şekildedir. Ancak, T.C. Merkez Bankası'nın bağımsız bir yapıya kavuşmamış olması ve yıllardır kamunun Merkez Bankası kaynaklarını hiçbir denetim ve sınırlamaya tabi olmadan kullanıyor olmasının verdiği bozukluk bu çabaları çoğu kez başarısızlıkla sonuçlandırmıştır. Bu çerçevede 1990-1996 yılları arasındaki para politikasının genel bir değerlendirmesini yaptığımızda şunları görüyoruz:

Tedavül hacmini etkileyen unsurlar içerisinde 1990 öncesinde ilk sırayı TCMB'nin kamu kesimine açtığı kredilerdeki artışlar alırken, 1990 ve 1996 yıllarında ilk sırayı döviz rezervlerindeki artış almaktadır. Bunun anlamı 1990'lı yılların başında Hazine'nin borçlanma stratejisinde kaynak bulma yönünden Merkez Bankası yerine piyasalara

³Saruhan Özel, "Merkez Bankası Para Politikası ve Bilançonun Pragmatik Analizi", **Active Finans Dergisi**, Ağustos-Eylül 1998, s. 24-25.

⁴Adnan Eken, "Merkez Bankası Bilançosu: Eğilimler ve Tespitler", **TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Makaleleri**, Nisan 1996, s. 31.

⁵Rüşdü Saracoğlu, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Parasal Programı Hakkında Dr. Rüşdü Saracoğlu Tarafından Verilen Brifing Metni**, TCMB, Başbakanlık Özel Bürosu, Ankara 16 Ocak 1990, s. 3-4.

yönelme şeklinde bir değişikliğin olmasıdır. Bununla birlikte, emisyonun genişlemesini sınırlayan etkiler de ortaya çıkmıştır. Bunların başında TCMB'deki mevduat artışıdır.

Bankaların Merkez Bankasındaki mevduatları serbest ve zorunlu karşılıklardan oluşmaktadır. 1980'li yıllarda genel disponibilitate oranı %30 ve mevduat munzam karşılıklarının oranı %20 iken 1996 yılında sırasıyla bu oranların %6 ve %8'e⁶ çekildiği düşünülürse, Merkez Bankası'nın para politikası aracı olarak karşılık oranlarına verdiği önemi azalttığı ve mevduat artışlarının bankaların serbest mevduatlarındaki artıştan kaynaklandığı söylenebilir. Bunun anlamı ise TCMB'nin para politikası aracı olarak daha ziyade açık piyasa işlemleri ile bankalararası işlemlere ağırlık vermeye başlamasıdır.

Diğer bir ifade ile, Merkez Bankası daha çok bankacılık kesiminin portföyünü etkilemeye yönelik bir denetim mekanizmasına yönelmiştir. Böylece Merkez Bankası parasal büyüklüklerin kontrolü için bilançosunu ayarlayarak bankacılık kesimini ve giderek kamu açığının finansman biçimini etkilemektedir. Söz konusu yol, kamu açıklarının otomatik monetizasyonunu ortadan kaldırarak Merkez Bankası'nın kararına bırakılmaktadır. Banka monetizasyonu seçmez ise para arzı, kamu borçlanmasındaki artıştan etkilenmez ve faiz oranları artar. Aslında bu saptama Merkez Bankası'nın para arzını kontrol etmede ne kadar etkili olup olmadığı, uygulanan para politikasının kamunun borçlanma ihtiyacını kolaylaştırıp kolaylaştırmadığı, ya da bağımsız para politikası uygulayıp uygulayamadığı sorularını beraberinde getirmektedir⁷.

Yukarıda da incelendiği gibi, 1990 yılı dışında Merkez Bankası'nın tam bağımsız, sıkı para politikası uygulama şansını bulamadığı, özellikle 1995 yılından itibaren Hazine'nin borçlanma politikası ile tam bir uyum sağlandığı söylenebilir.

Bu yıllarda ortaya çıkan bir gelişme de, bankaların mevduat dışında yeni para piyasası araçlarına yönelmesi (VDMK, repo gibi) ve böylece para politikasının etki alanının dışına çıkmaya başlamalarıdır. Bir diğer gelişme ise, Türkiye'de *Gresham Kanununun*⁸ tersine işlemesidir. TL mevduatları, döviz mevduatlarının gerisinde kalmıştır. Ekonomik birimlerden gelen dışlanma etkisi ile TL piyasadan kovularak yerine Dolar, Mark gelmiştir⁹.

Buraya kadar yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere 1990 sonrasında kısa süreli ve yapay büyüme üzerine kurulu bir tercih söz konusudur ve bu süreç ekonomiyi konjonktürel ve dışa bağımlı bir yapıya sokmuştur. 1990'lı yılları sık sık yaşanan krizlerle anmak bu olgunun sonucudur. Devletin ülke ekonomisini kısa süreli sermaye girişlerinin özendirilmesine dayandırması ve bu aşamada ekonomide temel reform ve istikrar önceliklerini gözden kaçırarak yönlendirme işlevini yitirmesi söz konusudur. Süreç

⁶22.07.1996 tarih 22706 sayılı Resmi Gazete.

⁷Ferhat Emil- Defne Ata, "Para Politikaları Uygulamaları Açısından Merkez Bankası Bilançosu", **Hazine Dergisi**, Sayı 9, Ocak 1998, s. 2.

⁸Gresham Kanunu, çift metal sisteminin geçerli olduğu durumda (bimetalizm) altın ve gümüş arasında belirlenmiş olan resmi parite piyasa oranına eşit olmadığı veya bimetalist ülkeler arasında farklı oranlar uygulandığında, piyasa fiyatı yüksek olan metalin (altının) piyasadan çekilmesi (gömülenmesi veya ülke dışına kaçması) ve tedavülde sadece fiyatı düşük olan metalin (gümüşün) kalması, kısaca kötü paranın iyi parayı kovmasıdır.

⁹Rıza Kandiller, "1990'lı Yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi", **Hazine Dergisi**, Sayı 7, Temmuz 1997, s.3-4.

sürdürülemez kamu kesimi borç servisi, yatırım yapamayan kamu ve reel sektörden spekülâtif rantiyer alanlara kayan özel sektör ile toplumsal gelir dağılımının iyice bozulduğu bir ekonomik yapıyı içeren görünüm sergilerken 2000’li yılların başında artık her alanda reform stratejisi uygulamasını da ciddi bir şekilde gündeme getirmiştir.

3. 2000’li yıllarda Para Politikası

1996-1998 yılları arasında kısa süreli hükümetler döneminin yaşanması belirsizliği artırırken, orta ve uzun vadeli istikrar programlarının uygulanması da mümkün olmamış, uygulanan önlemler ise bir defalık kaynak bulmaya yönelik kısa vadeli arayışlar olmuştur. Türkiye ekonomisinde 1995 yılında başlayan hızlı büyüme eğilimi, 1998 yılının Nisan ayına kadar devam etmiş; ancak hem yurtiçindeki siyasi istikrarsızlık hem de dış konjonktürden kaynaklanan krizler hızlı büyümenin sona ermesine neden olmuştur.

1997 yılının ortasında Güneydoğu Asya ülkelerinde çıkan mali kriz tüm dünyayı etkilemiştir. Gelişen piyasalardan (emerging markets) yabancı sermaye çıkışı ve mali kuruluşların başlayan krizi küreselleştirmesi sonucu bütün dünyada talep daralması yaşanmıştır. Ertesi yıl Rusya Federasyonu’nda Ağustos ayında başlayan mali kriz ise yabancı yatırımcıların Rusya ile beraber Türkiye’den de çıkmasına neden olmuştur. Faizlerin çok yüksek seviyelere çıkması, Rusya ile olan ticaretimizin tamamen durması, ihracat sektörünü dolayısıyla tüm reel sektörü vurmuş, ekonomi 1998 yılının ikinci yarısından itibaren küçülme trendine girmiştir.

Rusya krizi ile birlikte yaşanan sermaye kaçışı nedeniyle kamunun yurtiçi kaynaklara yönelmesi sonucu Hazine’nin yıllık bileşik faizi ortalama %106’ya ulaşmış, bütçe açıkları ise taşınmaz bir noktaya ulaşmıştır. Artık hiperenflasyon aşamasına gelindiği kanısı hakim olmaya başlamıştır. Bir de buna 1999 yılının seçim yılı olması nedeniyle ortaya çıkan belirsizliğin yarattığı etkiler eklenmiştir. 1999 yılında yeni kurulan koalisyon hükümeti ekonomideki bu kötü gidişatı önlemek ve dış kaynak bulmak amacıyla IMF ile anlaşmaya oturmuştur. Ancak yapılan anlaşma yeni bir sürecin başlatılması şeklinde değil de daha önce başlayan stand-by arayışlarının devamı ve sonucu niteliğinde olmuştur¹⁰.

Gerçekten, daha 1997 yılının Ekim-Kasım aylarında zamanın koalisyon hükümeti IMF ile orta vadeli bir stand-by arayışına girmiştir. 1998 yılında “Yakın İzleme Anlaşması”nı takip edecek ve taahhütlerin karşılanmasıyla karara bağlanacak stand-by sürecinin başlatılmasına karar verilmiş¹¹; ancak 1998 yaz aylarında erken seçimin gündeme gelmesi sürecin seçim sonrasına bırakılmasına neden olmuştur. 1999 Nisan ayı genel seçiminde oluşan üçlü koalisyon hükümeti Temmuz-Aralık aylarını kapsayan, daha önceki sürecin devamı olarak “Yakın İzleme Anlaşması” uygulamasını başlatmış ve 1999 Aralık ayında da 2000-2002 yıllarını kapsayan üç yıllık orta vadeli stand-by anlaşmasını imzalamıştır. Bu çerçevede Ocak 2000’de sıkı para ve döviz kuru politikası ile bankacılık

¹⁰Nadir Eroğlu, **Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, Der Yayınevi, İkinci Baskı, İstanbul 2008, s. 107.

¹¹“Yakın İzleme Anlaşması”, 2000-2002 dönemini kapsayan, Stand-by öncesinde belirli hedefler çerçevesinde ekonomiyi düzenleyici önlemler içeren IMF destekli bir programdır.

sektöründe yapısal dönüşümleri içeren “Enflasyonu düşürme Programı” başlatılmıştır¹². Program 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizler nedeniyle kesilmiş ve “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuş ve 2002 yılı başında revize edilerek üç yıllık (2002-2004) yeni bir stand-by anlaşması imzalanmıştır.

Ekzen, 2000 Ocak ayından itibaren başlayan üç yıllık stand-by anlaşmasını kesintisiz 5 yıllık orta-uzun vadeli IMF-Dünya Bankası programı haline geldiğini vurgulamakta ve 2000-2004 dönemini kapsayan bu programı “2. Beş Yıllık IMF-Dünya Bankası Planı” olarak adlandırmaktadır. Ekzen, “1. Beş Yıllık IMF-Dünya Bankası Planı” olarak 1980-1985 arasındaki dönemi kastetmektedir ve her iki dönemin programında da iki önemli ayağın istikrar ve yapısal uyum(reform) olduğunu öne sürmektedir¹³.

Gerçekten, 2000-2004 yıllarını kapsayan ve değişen iktidarların da aynı şekilde devralıp IMF ile uyum içinde sürdürdükleri 5 yıllık süreci tek bir program olarak değerlendirmek mümkündür. Aralık 1999 niyet mektubu ile başlayan süreçte programın hedefi, 25 yıldır süren enflasyonun yarattığı zayıf ekonomik yapı ve istikrarsız büyümenin önüne geçebilmektir. Programda bunun için “...enflasyon ve yüksek reel faizlerin azaltılması yalnızca uzun dönemde Türkiye'nin büyüme beklentilerini yükseltmeyecek aynı zamanda ekonomik kaynakların daha eşit ve etkin dağılımına da öncülük edecektir.”¹⁴ ifadesi kullanılarak, açıkça enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesi ve büyümenin sağlanması amaçlanmaktadır. Bu amaçla istikrar önlemleri olarak enflasyonun üç yılın sonunda tek haneli olması, reel faizlerin düşürülmesi ve KKBG'nin azaltılması ve sıkı döviz kuru politikası (döviz kuru çıpasına dayalı anti-enflasyonist) araçları kullanılmaya başlanmış, programda 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra yenilenen 2002-2004 stand-by anlaşması ile bu kez dalgalı kur politikasına geçilmiştir.

Programın yapısal reformlar ayağı ise, bankacılık yasası (BDDK'nın oluşturulması), SSK yasasının değiştirilmesi ve prim oranlarının yükseltilmesi, tarımsal desteklemenin kaldırılması ve Tahkim Kanunu'nu kapsamaktadır. Söz konusu reform taahhütlerinin hepsi yerine getirilmiştir. Programın makro ekonomik istikrar ayağı ise aksamıştır. Bunun nedeni 2000 ve 2001 krizlerine bağlanabilir. Ancak, söz konusu krizlerin, özellikle birincisinin program tarafından yaratıldığı, ikincisinin de ilkinin sonucu olduğunu söylemek de mümkündür. Örneğin, 2000-2002 programının sabitlenmiş kur ve Merkez Bankasının net iç varlık kısıtına dayalı uygulaması (para kurulu benzeri para politikası) merkez bankasının borç veren son mercii fonksiyonunu ortadan kaldırarak¹⁵

¹²“Enflasyonu Düşürme Programı” kapsamında para ve döviz kuru gelişmelerini önceden tahmin edilebilir kalmak için ilk 18 aylık dönemde TCMB, kur politikasını enflasyona yönelik günlük kur ayarlaması esasına dayandırmıştır. 1 ABD Doları + 0,77 Euro olarak izlenen kur sepeti artış oranı günlük bazda bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Temmuz 2001- Aralık 2002 tarihleri arasında bu uygulamanın sona ereceği ve kademeli olarak genişleyen band sistemine geçileceği taahhüt edilmiş, sepet kuru artış hızının belirlenen band içinde hareket etmesi sağlanacağı açıklanmış, ancak yaşanan krizler nedeniyle programdan, dolayısıyla söz konusu uygulamadan vazgeçilmiştir.

¹³Nazif Ekzen, “2. Beş Yıllık IMF-Dünya Bankası Planı (2000-2004) Üzerine Değerlendirmeler”, www.ceterisparibus.net; Erişim tarihi: 28 Ağustos 2003.

¹⁴Bkz., 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubu 31.ve 32. paragraf.

¹⁵TCMB'nin 2003 yılı başında devam eden para programına ilişkin “2003 Yılı Para ve Kur Politikası Çerçevesi” adlı basına açıkladığı değerlendirmesinin 33. paragrafında 2000-2002 Stand-by'nin para

etkinsizleştirmiş, krizi başlatan ve kontrol edilmesini güçleştiren sebep olmuştur. Merkez Bankası Stand-by ile 2000 yılının başından itibaren net iç varlıklar tavanını, dış varlıklardaki artışlar dışında aşmamayı taahhüt ettiği için, piyasalara açık piyasa işlemleri yoluyla müdahale edememiştir. Böylece bankacılık kesiminin yeterli döviz fazlasına sahip olmaması ve yurt dışına sermaye çıkışının biraz artması ile piyasalardaki güvensizliğin bir anda yaygınlaşması Kasım ayında ortamı bir likidite krizine sürüklemiştir. Faizlerdeki hızlı yükseliş kamu ve özel bankaların mali yapılarını daha da bozmuş, programa olan güven iyice sarsılmış, özellikle kamu bankalarının aşırı likidite ihtiyaçları ödemelerin kilitlenmesine neden olarak, Şubat 2001’de tekrar, bu sefer bir döviz krizine girilmiştir. Bunun üzerine “Enflasyonu Düşürme Programı”na son verilerek Nisan 2001’de, öncelik olarak mali istikrara önem veren “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulanmaya başlanmıştır.

“Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, kamu maliyesi, gelirler politikası, özelleştirme, bankacılık, para politikası ve acil yasal düzenlemeler çerçevesinde bir dizi tedbiri içermektedir. Programın yapısal yenileme ve yasal düzenlemeler bölümü çerçevesinde T.C. Merkez Bankası’nın Kanunu’nun bazı maddeleri de değiştirilmiş, böylece Merkez Bankası’nın daha özerk bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır (Yapılan düzenleme 4651 Sayılı yasa ile 2001 yılında yürürlüğe girmiştir). Kasım ve Şubat krizlerinin mali piyasalarda, özellikle bankacılık kesiminde yarattığı olumsuz gelişmeler dikkate alınarak paket üç aşamalı olarak belirlenmiştir. Bunlar, bankacılık sektörüne ilişkin alınacak tedbirlerle kriz ortamından süratle çıkış, faiz ve döviz kuruna istikrar sağlamak suretiyle ekonomik birimlere orta vadeli bir perspektif hazırlamak ve makroekonomik istikrarı tesis ederek istikrarlı bir büyümeyi sağlamaktır. Program uzun dönemde enflasyon hedeflemesi sistemine geçilmesini amaçlamış ve Merkez Bankası yıllık enflasyon hedeflerini açıklamaya başlayarak bunun ilk adımını atmıřtır¹⁶.

“Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” 2003 yılında da uygulanmıştır. Bununla birlikte, Kasım 2002’de genel seçimlerle tek başına iktidar olan parti ise “Acil Eylem Planı” adı altında, kamu maliyesi, gelirler politikası, özelleştirme, bankacılık, para politikası, reel sektör, alt yapı yatırımları ve eğitim gibi alanlarda üçer, altışar ve bir yıllık bir dizi tedbiri uygulamaya koyacağını ve IMF ile yapılmış olan anlaşma ve taahhütlere bağlı kalacağını dile getirmiştir. 2000 yılındaki ‘Enflasyonu Düşürme Programı’ ile başlayıp ‘Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’ ile devam eden ve IMF ile stand-by sürecinin bittiği 2004 yılının sonunda da programa temelde sadık kalınmıştır.

2002 yılı ile devreye giren para politikası gelecek dönem enflasyonunu odaklayan “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisini uygulamayı amaçlamıştır. Para politikası kararlarında gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmeler belirleyici olmuş, bunun yanısıra enflasyon hedefi ile bağlantılı dönemsel para tabanı hedefleri konulmuştur. Ayrıca, dalgalı kur rejimi uygulaması altında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları sadece fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılmıştır.

politikasının “para kurulu benzeri bir para politikası” olduğunu açıkça söylemektedir. Nitekim IMF ve Dünya Bankası’nın Türkiye’de enflasyonun önüne geçilmek için para kurulu uygulamasının başlatılmasını telkin ettikleri bilinmektedir.

¹⁶Erođlu,a.g.k., s. 109-110.

2003 yılında da Merkez Bankası dalgalı kur rejimi altında bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmış, diğer yandan IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözetmiştir.

4. 2004-2008 Yılları arası Parasal Gelişmeler

2004 yılında, Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi kapsamında örtük enflasyon hedeflemesi rejimini sürdürmüştür. Kısa vadeli faiz oranları, temel politika aracı olarak kullanılırken IMF programının parasal performans kriterleri ve gösterge hedefleri takip edilmiştir. 2004 sonu itibarıyla, performans kriterleri olan Para Tabanı ve NUR (net uluslar arası rezervler) ile gösterge niteliğindeki NİV'e (net iç varlıklar) ait hedeflere ulaşılmıştır (Tablo 1).

Tablo 1: 2004 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge ve Gerçekleşmeler

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)	
	Hedef ¹	Gerçekleşme	Hedef ¹	Gerçekleşme	Hedef ²	Gerçekleşme
31 Mart 2004	16.100 ^(P)	16.948	29.600 ^(G)	27.321	-2.000 ^(P)	748
30 Nisan 2004	17.500 ^(P)	17.508	31.600 ^(G)	26.076	-2.000 ^(P)	1.791
31 Ağustos 2004	20.500 ^(P)	19.301	34.600 ^(G)	28.015	-2.000 ^(P)	1.629
31 Aralık 2004	20.900 ^(P)	19.190	35.000 ^(G)	30.121	-2.000 ^(P)	229

Kaynak: TCMB.

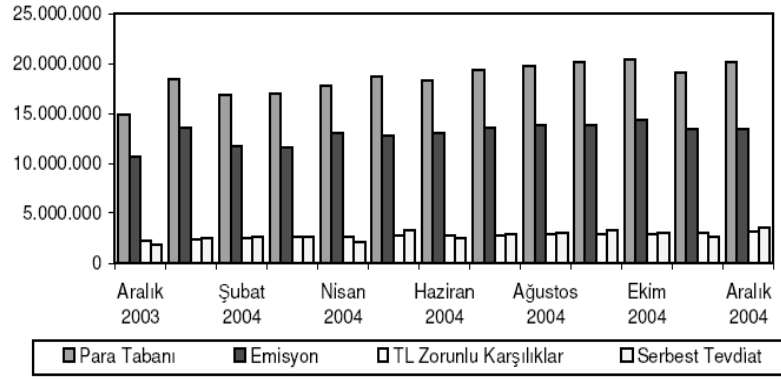
(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biriyle sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) Alt sınır.

(P): Performans Kriteri, (G):Gösterge Değer.

Ekim 2004 tarihinden itibaren Türk Lirası depo alım ihalelerine son verilmiş, kur politikası çerçevesinde ise Merkez Bankası, döviz kurlarının piyasa koşullarına göre oluşmasına özen göstereceği prensibini korumakla birlikte, her iki yönde aşırı dalgalanmalar gördüğünde, döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunabileceğini bildirmiştir. Ayrıca, döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini etkilememek koşuluyla, döviz rezervlerini güçlendirmeye yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapabileceğini kamuoyuna duyurmuştur. Ayrıca, para tabanı ek bir çapa olarak kullanılmıştır. 2004 yılında, 2003'e göre Para Tabanı yüzde 35,8 artmıştır. Bu artış, 2004 yılında gerçekleşen toplam enflasyon ve reel büyüme oranından oldukça yüksektir. Bunun nedeni, enflasyondaki düşüş ve yaşanan finansal derinleşmeye bağlı olarak oluşan güven ortamının para talebinde artış yaratmış olmasıdır¹⁷. İlave olarak, bu süreci 2004 yılının ilk yarısında, ilk belirtileri gözlenen ters para ikamesi de hızlandırmıştır (Grafik 1).

¹⁷TCMB, Yıllık Rapor 2004, s. 78.

Grafik 1: 2004 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trijon TL)

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 2004, s.79.

Emisyon, Merkez Bankasının ihraç ettiği banknot miktarını gösterir ve teorik olarak -Bankanın kamuyu finanse etmediğini düşünürsek- ekonomik birimlerin nakit talebi tarafından belirlenir. Ayrıca, para tabanının ana unsurudur. Ekonomik birimlerin para talebinin artması, reel ekonomideki canlanmaya, bekleyişlerin iyiye dönmesine, istikrarlı ve düşük enflasyona bağlıdır. Bu itibarla, emisyon 2004 yılında, bir önceki yıl sonuna göre, yüzde 26,1 oranında artmıştır. Ancak, 2004 yılının ikinci yarısında, ters para ikamesi sürecinin sona ermesi ve büyüme oranındaki görece olarak yavaşlama nedeniyle, para talebinde sadece sınırlı bir artış olmuştur. Nihayet 2004 yılı için para tabanı, Aralık ayı son beş iş günü ortalamasıyla, 19,19 katrilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiş ve hedefin 1,7 katrilyon Türk lirası altında kalmıştır¹⁸ (Tablo 19).

Para Tabanının diğer iki kalemi, bankaların, Merkez Bankasında tuttukları Türk lirası Zorunlu Karşılıklar ile Serbest Tevdiatlardır. 2004 yılında, bir önceki yıl sonuna göre Zorunlu Karşılıklar, yüzde 36,1, Serbest Tevdiat ise yüzde 89,6 oranında artmıştır¹⁹.

Gösterge hedef olan NİV'in 2004 yılı boyunca temel belirleyicileri ise Hazine Borçları, Kamu'nun TCMB nezdindeki Türk lirası ve Döviz Olarak Takip Olunan Mevduatı, APİ ve Değerleme Hesabı olmuştur. Yıl sonu itibarıyla, NİV, yüzde 34 oranında artarak, 10,4 katrilyon Türk lirası seviyesinde gerçekleşmiştir²⁰.

2005 yılının hemen başında, para birimi ile ilgili olarak önemli bir adım atılarak paradan altı sıfır atılmıştır. Ayrıca, TCMB 20 Aralık 2004 tarihli duyurusu ile açık enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçileceğini açıklamış, enflasyon hedeflemesine geçiş tarihi olarak ise 2006 yılı başı belirlenerek, 2005 yılı geçiş dönemi olarak ilân edilmiştir. Bu kapsamda, 2005 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir.

¹⁸TCMB, Yıllık Rapor 2004, s. 78-79.

¹⁹TCMB, Yıllık Rapor 2004, s. 79.

²⁰TCMB, Yıllık Rapor 2004, s. 80.

2005 yılında, enflasyon hedeflemesi rejiminin esasını oluşturan şeffaf ve öngörülebilir para politikası uygulamalarını yürürlüğe koyabilmek amacıyla faiz kararları, tarihleri önceden kamuoyuna duyurulan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantılarında yapılan değerlendirmeler ışığında oluşturulmaya başlanmıştır. Faiz kararı toplantıyı takip eden iş günü sabahı ilân edilmiş, en geç iki iş günü içinde faiz kararının gerekçesi, TCMB'nin ekonominin genel görünümüne ilişkin değerlendirmeleriyle birlikte, "Enflasyon ve Görünüm" başlıklı basın duyurusu ile açıklanmıştır. Daha sonra da göreceğimiz gibi, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte, PPK'nın tavsiye veren konumdan karar alıcı pozisyona geçmesi, kararların oylama ile alınması, toplantı özetlerinin yayımlanmaya başlaması ve böylece karar alma mekanizmasının kurumsallaşma sürecinin tamamlanması öngörülmüştür²¹.

Tablo 2: 2005 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge ve Gerçekleşmeler

	Para Tabanı Üst Limit		Net İç Varlıklar Üst Limit		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi	
	(Milyon YTL)		(Milyon YTL)		(Milyon ABD doları)	
	Hedef ⁽¹⁾	Gerçekleşme	Hedef ⁽¹⁾	Gerçekleşme	Hedef ⁽²⁾	Gerçekleşme
31 Mayıs 2005	23.600 ^(P)	22.976	37.700 ^(G)	31.315	2.000 ^(P)	5.835
30 Haziran 2005	23.600 ^(P)	22.598	37.700 ^(G)	23.987	2.000 ^(P)	10.455
30 Eylül 2005	24.700 ^(P)	26.835	37.800 ^(G)	23.700	2.800 ^(P)	13.169
31 Aralık 2005	29.200 ^(P)	28.756	25.500 ^(G)	12.587	14.000 ^(P)	22.393

Kaynak: TCMB.

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin herbiri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) Alt sınır.

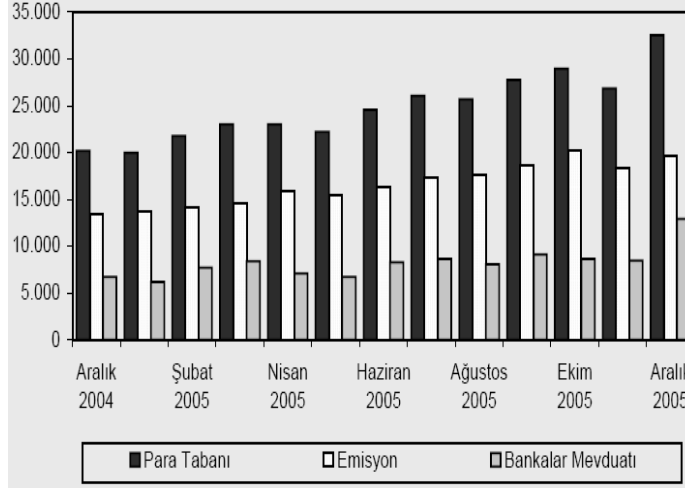
(P): Performans kriteri; (G): Gösterge niteliğinde hedef.

2005 yılında da temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmış, IMF programı kapsamında performans kriterleri ile gösterge hedefler izlenmiştir. 26 Nisan 2005 tarihli niyet mektubu ile belirlenen program çerçevesinde Mayıs ve Haziran aylarına ilişkin tüm hedeflere ulaşılmıştır. Ancak, para tabanındaki artışın 2005 yılında da hızlı bir şekilde devam etmesi neticesinde Haziran ayında 2005 yılı ikinci yarı hedeflerinin revize edilmesi gereksinimi doğmuştur. Bununla birlikte, IMF gözden geçirme sürecinin bitmemesi üzerine parasal hedefler yenilenememiştir. Nihayet para tabanı Eylül ayında üst sınırı aşmış, NUR ve NİV hedeflerine ise ulaşılmıştır (Tablo 2).

²¹TCMB, Yıllık Rapor 2005, s. 74.

2005 yılında emisyon hacmi bir önceki yıla göre yüzde 45,6 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Bunda reel ekonominin yıl içinde canlılığını koruması ve bireylerin nakit talebinin artmasının önemli bir katkısı bulunmaktadır. Diğer bir deyişle, bireylerin para talebinde yapısal bir değişim yaşanmaktadır. Aynı şekilde, yaşanan finansal derinleşmenin de katkısıyla Para Tabanının bir diğer alt kalemi olan Banka Mevduatları kalemi de, bireylerin YTL cinsi yatırım araçlarına, özellikle YTL cinsi mevduatlara yönelmesi sonucunda artış göstermiştir²². Buna istinaden, Bankalar Mevduatı kalemi 2005 yıl sonu itibarıyla 2004 yılına göre yüzde 91,8 oranında artmıştır. Bu durum, aşağıdaki dipnottaki açıklamaların yanı sıra bankaların, yıl sonunda gerçekleştirilen bilanço düzenlemeleri sonucunda, yılın son gününde TCMB'deki serbest hesap bakiyelerini yüksek tutmaları neticesinde gerçekleşmiştir²³.

Grafik 2: 2005 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Milyon YTL)



Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 2005, s.82.

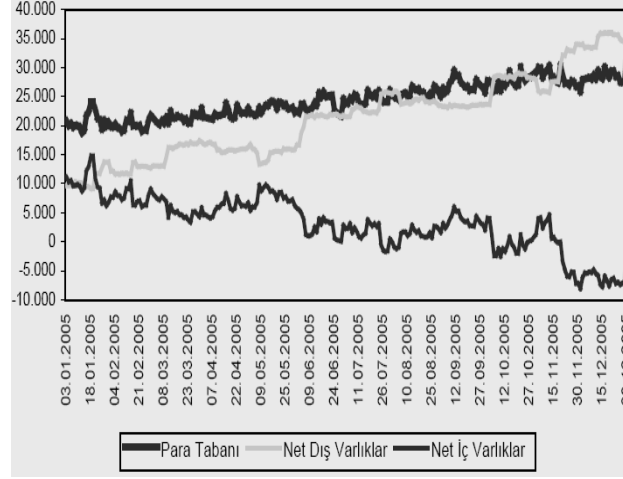
²²“Burada açıklığa kavuşturulması gereken bir husus, TCMB'nin, bankaların TCMB hesaplarında tutmak zorunda oldukları mevduat oranını ve/veya kompozisyonunu değiştirerek, söz konusu kalemin büyüklüğünü etkileyebilmesi ve bu çerçevede piyasadaki likidite miktarını düzenleyebilmesidir. Söz konusu oran 2005 yılı boyunca toplam yüzde 6 olarak uygulanmıştır. Bu kapsamda, bankalar YTL cinsi yükümlülüklerinin en fazla yüzde 3'lük kısmını serbest hesaplarda iki haftalık ortalama olarak tutabilirken, en az yüzde 3'lük kısmını bloke hesap olarak adlandırılan Zorunlu Karşılıklar hesabında tutmakla yükümlü kılınmıştır. Bununla beraber, TCMB, 16 Kasım 2005 tarihli Zorunlu Karşılık ve Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğlerine İlişkin Basın Duyurusunda da belirtildiği üzere, bankaların likidite yönetimlerini etkinleştirmelerine katkı sağlamak amacıyla, zorunlu karşılık uygulamasında yeni düzenlemeler yapmıştır. Buna göre, bankaların zorunlu karşılık tutma gerekliliğine son verilmiş ve YTL cinsi yükümlülüklerin tamamının serbest tevdiat hesabı altında iki haftalık ortalama olarak tesis edilmesi uygulamasına geçilmiştir. Serbest Tevdiat hesaplarının görece olarak daha dalgalı bir seyir izlediği göz önüne alındığında, bu düzenlemenin Bankalar Mevduatı kaleminin öngörülebilirliğini azaltacağı düşünülmektedir. (TCMB Yıllık Rapor 2005, s.81-82.)”.

²³TCMB, Yıllık Rapor 2005, s. 81-82.

Tüm bunların sonucu olarak Para Tabanı, 2005 yılında bir önceki yıl sonuna göre yüzde 61 oranında artmıştır. Para Tabanı 2005 yılı Aralık ayı son beş iş günü ortalamasıyla 28.756 milyon YTL olarak gerçekleşmiş ve 29.200 milyon YTL olan Aralık ayı hedefinin altında kalmıştır²⁴ (Tablo 2, Grafik 2).

Gösterge hedef niteliğindeki NİV kalemi, 2005 yılı boyunca, özellikle Hazine'nin TCMB nezdindeki hesap bakiyesinin yüksek olması ve piyasadaki likidite fazlasının devam etmesi üzerine APİ kaleminin yüksek seyretmesi sonucunda, önemli ölçüde azalarak yıl sonu itibarıyla -2.179 milyon YTL seviyesine gerilemiştir²⁵ (Grafik 3).

Grafik 3: 2005 Yılı Para Tabanı, Net İç Varlıklar, Net Dış Varlıklar
(Milyon YTL)



Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 2005, s.83.

TCMB bilançosunun varlık kısmını oluşturan ve sabit kurlarla takip edilen Net Dış Varlıklar (NDV) hesabının, 18 milyar ABD doları artarak 25,8 milyar ABD doları değerine yükselmesine paralel olarak, performans kriteri niteliğinde takip edilen NUR'da da artış olmuş, yıl sonu itibarıyla 22,4 milyar ABD doları seviyesine ulaşarak hedefin üstünde kalmıştır. Artıştaki en büyük etken, toplam tutarı yaklaşık 22 milyar ABD dolarını bulan döviz alım ihaleleri ve doğrudan döviz müdahaleleri olmuştur²⁶.

Nihayet, 2 Ocak 2002 tarihli, "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler" başlıklı basın duyurusunda belirtildiği üzere, TCMB Döviz ve Efektif Piyasalarındaki aracılık işlemlerinden aşamalı olarak çekilme işlemine başlamış, son olarak

²⁴TCMB, Yıllık Rapor 2005, s. 83.

²⁵TCMB, Yıllık Rapor 2005, s. 83.

²⁶TCMB, Yıllık Rapor 2005, s. 85.

26 Aralık 2005 tarihinde Döviz ve Efektif Piyasası-Döviz Depo Piyasasında işlemlerin sona ermesi ile birlikte TCMB piyasalardaki aracılık faaliyetlerinden tamamen çekilmiştir.

TCMB, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Temel politika aracı, Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Piyasasında uygulanan kısa vadeli faiz oranıdır. Enflasyon hedefleri, Hükümetle birlikte, TÜFE yıllık yüzde değişimleri üzerinden üç yıllık olarak belirlenmiştir. Hedefler, 2006 yıl sonu için %5, 2007 ve 2008 için ise %4'tür.

2006 yılı enflasyon hedefi, nokta hedef etrafında her iki yönde ikişer puanlık belirsizlik aralığı ile birlikte üçer aylık patika şeklinde açıklanmış ve bu patika IMF programının üçer aylık gözden geçirmeleri için performans kriteri sayılmıştır (Tablo 3).

	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle Uyumlu Patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5,4	4,5	3,8	3
Gerçekleşmeler	8,16	10,12	10,55	9,65

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 2006, s. 37.

Görüldüğü gibi Haziran ayından itibaren patikanın üst sınırları ziyadesiyle aşılmaya başlamıştır. Merkez Bankası, açık enflasyon hedeflemesinin şeffaflık ve hesap verilebilirlik koşulları kapsamında Hükümete ve IMF'e sapmanın nedenlerini içeren kamu oyuna açık mektuplar göndermiştir.

Mayıs ve Haziran aylarında mali piyasalarda baş gösteren dalgalanmalar ve YTL'deki değer kaybı, işlenmemiş gıda ve emtia fiyatlarındaki artış, enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Merkez Bankası, döviz kurundaki oynaklığı, döviz arzını daraltarak gidermek amacıyla, günlük döviz alım ihalelerine ara vermiştir. Ayrıca PPK, politika faiz oranlarını önce 175 baz puan, daha sonra da 225 baz puan artırmıştır (Tablo 4).

Tablo 4: 2006 Yılında Faiz Kararlarında Değişiklik Yapılan PPK Toplantıları

Toplantı Tarihleri	Faiz Kararı	Faiz Oranı
27 Nisan	-0,25	13,50
7 Haziran	+1,75	15,00
25 Haziran	+2,25	17,25
20 Temmuz	+0,25	17,50

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 2006, s. 40 Tablo 6'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Mayıs-Haziran aylarında, mali piyasalarda görünen dalgalanma, daha sonra nispeten yerini istikrara bırakırken Merkez Bankası da ara verdiği döviz alım ihalelerine Kasım ayından itibaren tekrar başlamıştır. Söz konusu dalgalanma sırasında Banka, likidite yönetimi çerçevesinde, açık piyasa işlemleri yoluyla, gecelik vadedeki fazla YTL likiditesini azaltmak amacıyla 26 Haziran 2006 tarihinden itibaren bir ve iki hafta standart vadeli YTL Depo Alım ihalelerine girişmiştir. Bu durum 25 Ağustos'a kadar sürdürülmüştür. Nihayet, likidite yönetiminde esneklik sağlayacağı düşünüldükçe daha önce, 5 Ekim 2006 tarih ve 26310 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 'Likidite Senetleri Hakkında Tebliğ' açıklanmıştır. Böylece 91 güne kadar vadeli Merkez Bankası likidite senetlerinin de kullanılabilmesi sağlanmıştır²⁷.

2007 yılında da, dalgalı kur istemi altında enflasyon hedeflemesi rejimine devam edilmiştir. Bu çerçevede hedefle uyumlu enflasyon patikası ve gerçekleştirmeler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 5: 2007 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası

	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	11,2	8,7	7,3	6,0
Hedefle Uyumlu Patika	9,2	6,7	5,3	4,0
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	7,2	4,7	3,3	2,0
Gerçekleşmeler	10,86	8,60	7,12	8,39

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 2007, s. 38.

2006 yılında olduğu gibi bu yıl da üçer aylık enflasyon patikası, NUR ile birlikte IMF üçer aylık gözden geçirmelerinin performans kriteri olmuştur. 2007 yılının sonunda

²⁷TCMB, Yıllık Rapor 2006, s. 42.

belirsizlik aralığının üst limiti aşıldığı için Merkez Bankası, Hükümet ve IMF'e, kamu oyuyla da paylaşılan mektuplar göndermiştir.

Merkez Bankası bu dönemde, enflasyon beklentilerinin hala katı olduğunu düşünerek, temkinli faiz indirimleri uygulamıştır. Yıl içinde, toplamda 175 baz puan indirimle gecelik borçlanma faiz oranı %17,50'den %15,75 düzeyine çekilmiştir²⁸.

Banka, 18 Aralık 2007'de yayınladığı '2008 Yılında Para ve Kur Politikası' adlı raporunda, 2008 için de enflasyon hedefi ile uyumlu alt ve üst iki puan limitli patika açıklamıştır (Tablo 6).

Tablo 6: 2008 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası				
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9,10	8,50	8,30	6,00
Hedefle Uyumlu Patika	7,10	6,50	6,30	4,00
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5,10	4,50	4,30	2,00
Kaynak: TCMB, 2008 Yılında Para ve Kur Politikası, 18 Aralık 2007, Tablo 1, s. 4.				

2008'in ilk çeyreğinde petrol, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin yanı sıra küresel finans piyasalarındaki oynaklık ve YTL'deki değer kaybı neticesinde enflasyon, üst limit hedefini aşarak % 9,15 olmuştur²⁹.

Son yıllarda ABD ekonomisinde ipotekli kredi piyasasında başlayan ve para ve sermaye piyasalarına yayılan krizin yarattığı kayıplar henüz tam netleşmemiş bulunmaktadır. Ancak, uluslararası banka ve yatırımcı kuruluşların peş peşe açıkladıkları zararlar dünya ekonomisinin resesyon tehlikesi ile karşı karşıya olduğunu daha açık ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları da yavaşlamış görünmektedir.

2008 Mayıs ayında IMF ile imzalanan son stand-by anlaşmasının da sona ermesiyle birlikte, Türkiye iktisadi anlamda kendine yeni bir patika çizmek kararıyla başa kalmıştır. Bu aşamada Merkez Bankası, var olan konjunktürde fiyat istikrarı hedefinde ısrar ederek mali disiplin ve yapısal reformların sürekliliğinin hayati öneme sahip olduğunu vurgulamaktadır.

Sonuç

1990'lı yıllarda Merkez Bankası, piyasalarda her gün arz-talep dengesiyle oluşmakta olan kurun ne olmasını istediği piyasalara açıklamamış, ancak ödemeler dengesinde sorunlar olmaması için Banka, devalüasyonu enflasyon paralelinde görmek

²⁸TCMB, Yıllık Rapor 2007, s. 40.

²⁹TCMB, Yıllık Rapor 2008, s. 1.

istemiştir. Banka günlük devalüasyon oranını, ay sonunda aylık enflasyon beklentisi civarında gerçekleşecek şekilde belirlemiştir. Faiz ve döviz operasyonlarının yanı sıra Banka bilançosundan türettiği rezerv para göstergesini de kontrol etmiş ve bunu haftalık bilançosunda açıklamıştır. Piyasalara üç aylık rezerv para artış limiti verilmiş, piyasalar da üç aylık dönemin sonlarında rezerv paradaki artışın bu limiti zorladığını gördüğünde Banka'nın hem faiz hem de döviz operasyonları ile rezerv parayı daraltmaya çalışacağını düşünerek hareket etmiştir. Dolayısıyla rezerv paradaki değişimler Merkez Bankası para politikasının bir kontrol aracı olarak görülebilir. Başka bir ifadeyle, Banka'nın faiz ve döviz operasyonlarını, piyasadaki fazla parayı çekecek biçimde kullandığı anlaşılmaktadır.

1999 Niyet Mektubu ile başlayan ve 2000-2004 yıllarını kapsayan ve değişen iktidarların da aynı şekilde devralıp IMF ile uyum içinde sürdürdükleri 5 yıllık süreçte, açıkça enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesi ve büyümenin sağlanması amaçlanmıştır. Bu amaçla istikrar önlemleri olarak enflasyonun üç yılın sonunda tek haneli olması, reel faizlerin düşürülmesi ve KKBBG'nin azaltılması ve sıkı döviz kuru politikası (döviz kuru çıpasına dayalı anti-enflasyonist) araçları kullanılmaya başlanmış, programda 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra yenilenen 2002-2004 stand-by anlaşması ile bu kez dalgalı kur politikasına geçilmiştir.

2002, 2003 ve 2004 yıllarında, Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi kapsamında örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır. Kısa vadeli faiz oranları, temel politika aracı olarak kullanılırken IMF programının parasal performans kriterleri ve gösterge hedefleri takip edilmiştir. 2005 yılının hemen başında, para birimi ile ilgili olarak önemli bir adım atılarak paradan altı sıfır atılmıştır. Ayrıca, TCMB 20 Aralık 2004 tarihli duyurusu ile açık enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçileceğini açıklamış, enflasyon hedeflemesine geçiş tarihi olarak ise 2006 yılı başı belirlenerek, 2005 yılı geçiş dönemi olarak ilân edilmiştir. Bu kapsamda, 2005 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. 2005 yılında da temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmış, IMF programı kapsamında performans kriterleri ile gösterge hedefler izlenmiştir.

TCMB, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Temel politika aracı, Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Piyasasında uygulanan kısa vadeli faiz oranıdır. Enflasyon hedefleri, Hükümetle birlikte, TÜFE yıllık yüzde değişimleri üzerinden üç yıllık olarak belirlenmiştir. 2007 ve 2008 yılında da, dalgalı kur istemi altında enflasyon hedeflemesi rejimine devam edilmiştir.

Kaynakça

- EKEN, Adnan, “Merkez Bankası Bilançosu: Eğilimler ve Tespitler”, **TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Makaleleri**, Nisan 1996.
- ERÇEL, Gazi, “21. Yüzyıla Girerken Türkiye’de ve Dünyada Merkez Bankalarının İşlevleri”, **İ.Ü.İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü**, 8 Nisan 1999.
- EROĞLU, Nadir, **Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, Der Yayınevi, İkinci Baskı, İstanbul 2008.
- EMİL, Ferhat-ATA, Defne, “Para Politikaları Uygulamaları Açısından Merkez Bankası Bilançosu”, **Hazine Dergisi**, Sayı 9, Ocak 1998.
- EKZEN, Nazif, “2. Beş Yıllık IMF-Dünya Bankası Planı (2000-2004) Üzerine Değerlendirmeler”, **www.ceterisparibus.net**: Erişim tarihi: 28 Ağustos 2003.
- KANDİLLER, Rıza, “1990’lı Yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi”, **Hazine Dergisi**, Sayı 7, Temmuz 1997.
- ÖZEL, Saruhan, “Merkez Bankası Para Politikası ve Bilançonun Pragmatik Analizi”, **Active Finans Dergisi**, Ağustos-Eylül 1998.
- SARACOĞLU, Rüşdü, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Parasal Programı Hakkında Dr. Rüşdü Saracoğlu Tarafından Verilen Briefing Metni**, TCMB, Başbakanlık Özel Bürosu, Ankara 16 Ocak 1990.
- 22.07.1996 tarih 22706 sayılı Resmi Gazete
- 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubu 31.ve 32. paragraf.
- TCMB Yıllık Rapor 1999.
- TCMB Yıllık Rapor 2004.
- TCMB Yıllık Rapor 2005.
- TCMB Yıllık Rapor 2006.
- TCMB Yıllık Rapor 2007.
- TCMB, Enflasyon Raporu 2008-II.