

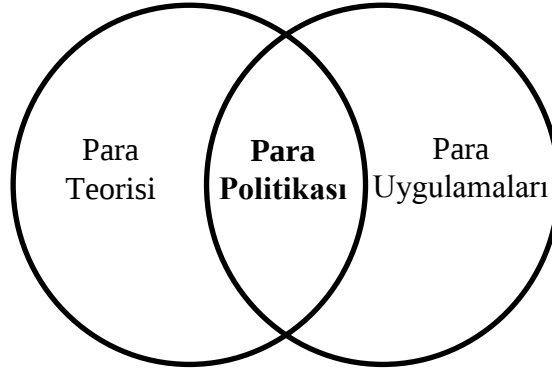
İKİNCİ KISIM

PARA POLİTİKASI

GİRİŞ

Para politikası deyiimi 19. yüzyıl başından itibaren kullanılmıştır. Daha sonra 20. yüzyılda bunu konu edinen araştırmalar ve yayınlar çok hızlı biçimde gelişmiştir.

Para politikası, para teorisi ile para uygulamaları ara kesitinde yer almaktadır. Bu nedenle para teorisi ile politikası arasında kesin sınırlar çizmek mümkün değildir. Ancak, para teorisi geliştikçe, para politikası da daha isabetli şekilde formüle edilebilmektedir. Öte yandan, başta merkez bankacılığı olmak üzere, parasal yetki kurumları ve mali aracı kurumlar geliştikçe para politikası daha etkin uygulanabilmektedir.



Bu gelişmeler sonucunda genelde ekonomi politikaları, özelde ekonomik istikrar tedbirleri içinde para politikasının nispi (göreceli) ağırlığı artmaktadır. Benzer düşüncelerle, bu kitapta para politikası ayrı bir kısım olarak ele alınmıştır.

***Para politikası**, paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararların tamamını ifade eder.*

ALTINCI BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ ÇERÇEVESİ VE İŞLEYİŞİ

6.1 PARA POLİTİKASININ GENEL YAPISI

Para politikasını, başlangıçta daha iyi kavrayabilmek için genel yapısını anlamak gerekir. Başka deyimle önce bütünü kavramalı, sonra parçaları ve daha sonra da parçalarla bütün arasındaki bağlantıları bilmeliyiz. Bu yapıyı incelerken, para politikası yapımcısının davranışını da öğrenmiş olacağız.

Para, maliye ve iktisat politikası yapımçıların davranışları ile uzman bir hekimin davranışı çok yakın benzerlik göstermektedir. Hekimin davranışını anlamak ve onu belli bir kalıba oturtmak kolaydır. Bunu gerçekleştirebilirsek, para politikası yapımcısının davranışını ve nasıl bir modelle çalıştığını kolayca açıklayabiliriz.

Muayenehanesinde beyaz iş gömleğini giymiş bir hekim ve tedavi olmak üzere gelen bir hasta öğrenci düşünelim. Hekimin *ilk işi* hasta hakkında veri toplamak ve veri seti (vektörü, hasta dosyası) oluşturmaktır. Bu nedenle öğrenciden hastalığının hikâyesini, son zamanlarda neler yaptığını anlatmasını ister. Öte yandan, tansiyon ve vücut sıcaklığı ölçümü, röntgen, kan vb. tahlilleri yaptırır. Böylece hastanın dosyası, yani *veriler seti (vektörü) tamamlanır*.

İkinci aşamada, hekim bütün verileri analiz ederek, hastalığa teşhis koyar ve hemen amaçlarını belirler. Ana amaçları öğrenciyi yedi gün içinde iyileştirmek, onu eski dayanıklılığına kavuşturmak ve kısa zamanda okuldaki derslerine yeniden başlamasını sağlamaktır. Hekim, böylece ikinci ve çok önemli bir *amaçlar setine* sahip olmuştur.

Üçüncü aşamada, hekim belirlenen amaçları gerçekleştirmek için *araçlar setini* yani tedavi için gereken ilaçları belirler. Kullanacağı ilaçlarla belirlenen hedeflerin tutarlılığına özel önem verir. Aksi halde amaçlardan sapmalar kaçınılmazdır. Söz konusu tutarlılığın sağlanabilmesi için hastanın bünyesinin, vücut yapısının yani metabolizmasının hekim tarafından net biçimde bilinmesi gerekir. Bunun için veriler setinin eksiksiz ve doğru biçimde düzenlenmesi gerekir. Hekimin vereceği her ilaç bu karmaşık bünye tarafından

algılanacaktır. Hekim, ilaçları yazarken olası tepkileri zaten göz önünde bulundurmuştur. Artık hasta ilaçlarını kullanabilir.

Dördüncü aşamada, hekim uyguladığı tedavinin sonucunu, yani amaçlarının gerçekleşip gerçekleşmediğini denetlemek ister. Bu nedenle hastasına, yedi gün sonra kontrole gelmesini öğütler. Yedi gün sonra hastanın yeniden muayenesinde gerçekten iyileştiğini, eski sağlığına kavuştuğunu, hatta verdiği ilaçlar nedeniyle hastanın kötü görünen sivilcelerinin bile kaybolduğunu görmüştür. Ancak, biraz ayrıntılı denetimde hastasının böbreklerinin verilen ilaçlar nedeniyle rahatsızlandığını belirlemiştir. Böylece hekim, tedavinin beklenmeyen olumsuz ve olumlu etkilerini içeren *yan etkiler setine* sahiptir.

Beşinci aşamada, hekimin görevi olumsuz yan etkileri ortadan kaldırmaktır. Bunu başarabilmek için söz konusu olumsuz etkileri yeni amaçlar setine dönüştürerek, *yeni bir model kuracaktır*. Görüldüğü gibi, hasta tamamen iyileşinceye kadar hekimin görevi dinamik biçimde sürmektedir. Yani, gereğinde birden fazla model kurabilecektir.

Şimdi konumuza dönelim: Para politikası yapımcısı nasıl davranacak, hangi yolu izleyecektir? Ne tür politika kalıplarına sahip olacaktır?

Para politikası yapımcısı tıpkı hekim gibi davranacaktır:

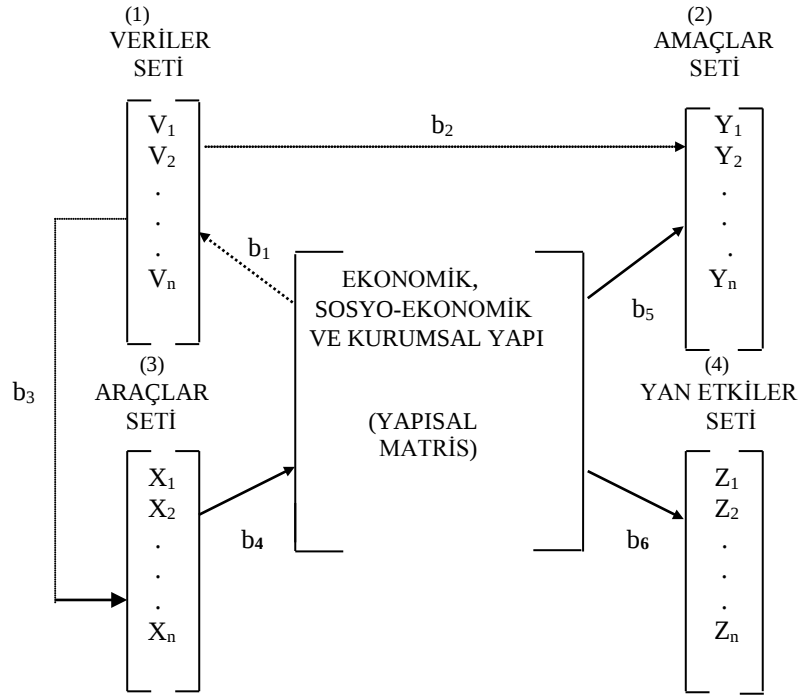
Birinci aşamada, ülke ekonomisinin parasal ve reel kesimlerine ilişkin bütün makroekonomik değişkenleri ve parametreleri; davranışsal, teknik ve kurumsal yapısına ilişkin verileri kapsayan bir *veriler seti* (V) oluşturacaktır. Bunu, çok geniş kapsamlı veri bankası gibi düşünebilirsiniz. Para politikası amaçlarının ve araçlarının belirlenmesinde, özellikle ekonomik yapının analiz edilmesinde veriler setine sürekli ihtiyaç duyulacaktır.

İkinci aşamada, para politikasının *amaçlar setini* (Y) belirler. Burada mevcut verileri titizlikle analiz ettikten sonra, ekonomik şartlara ve ihtiyaçlara uygun gerçekçi, birbiriyle çelişmeyen biçimde amaçları ortaya koyar.

Üçüncü aşamada, daha önce belirlenen amaçları gerçekleştirmek için uygun para politikası *araçları* (aletleri) *setini* (X) belirler. Araç seçimi oldukça teknik ve karmaşık bir işlemdir. Bir yanda toplumun tüm katmanları, öte yanda başta merkez bankası olmak üzere bütün mali ve reel kesimlerdeki ekonomik ve toplumsal yapının çok yönlü araştırmasını yapar, analiz eder.

Dördüncü aşamada, belirlenen para politikasının uygulanması sonucu ortaya çıkan beklenmedik olumlu ve olumsuz sonuçları izler. Yani, *yan etkiler setini* (Z) ortaya koyar. Nitekim fiyat istikrarını sağlamak amacıyla harcamaları kısacak para politikası araçları uygulanmışsa, iktisadi büyüme yavaşlayabilir. Bu, beklenmeyen olumsuz bir sonuçtur.

Beşinci aşamada, para politikası yapımcısının görevi, başladığı işi bitirmektir. O halde, uygulama sonucunda ekonominin gelişmesini engelleyen *yan etkileri ortadan kaldırmak* için yeni bir para politikası formüle edecektir. Görüldüğü gibi, para politikası dinamik bir süreçtir. Bu aşamalar aşağıda (Şekil 6.1a) şematik biçimde ifade edilmiştir:



Şekil 6.1.a Para Politikasının Genel Yapısı

Görüldüğü gibi, verilerin kaynağı *ekonomik, sosyo-ekonomik ve kurumsal yapı matrisi*, kısacası ülke ekonomisindeki verilerin tamamıdır (b_1 bağlantısı). Amaçlar seti oluşturulurken kullanılan kaynak veriler setidir (b_2 bağlantısı). Aynı şekilde, araçlar seti oluşturulurken de veriler setinden yararlanılmaktadır (b_3 bağlantısı).

$Y_1, Y_2, \dots, Y_n$ gibi belirli para politikası amaçlarını gerçekleştirebilmek için $X_1, X_2, \dots, X_n$ gibi para politikası araçlarının uygulanması gerekmektedir. Kullanılacak her araç (b_4 bağlantısı), yapısal matristeki birimler tarafından algılanmakta; olumlu ve olumsuz tepkiler verilmektedir. Bu tepkilerin toplam sonucuna göre amaçlara ulaşma derecesi belirlenmektedir (b_5 bağlantısı).

Bu uygulama sonucunda, ekonomik ve kurumsal yapının önceden tahmin edilemeyen, yani amaç dışı tepkileri (b_6 bağlantısı) yan etkiler setinde toplanmaktadır. Ulaşılan olumlu sonuçlar, amaçlara daha erken ulaşılmasını veya planlanan düzeyi aşmasını sağlamaktadır. Olumsuz sonuçlar, amaçlara geç ulaşılmasına ve sapmalara yol açmaktadır.

Para politikasının başarısı, bir bakıma amaçlara ulaşma süresi ve derecesine bağlıdır. Olumsuz yan etkiler başarısızlığın nedeniyse, bunları ortadan kaldırmak için yan etkilerden ibaret yeni bir amaçlar setiyle para politikası uygulamasını sürdürmek gerekmektedir.

Para politikasının formüle edilmesinde kişisel değerlerin çok önemli rolü bulunmaktadır. Nitekim para politikası yapımcısı uzmanların;

- Karar verme yetkilerinin,
- Sorunlarla ilgili sağlam veri setinin,
- İlgili kurum ve kuruluşlarla koordinasyon gücü, yeteneği ve imkânının,
- Çok sağlam, düzeyi yüksek teorik ve teknik bilimsel alt yapılarının bulunması gerekmektedir.

Para politikasının etkin biçimde uygulanması;

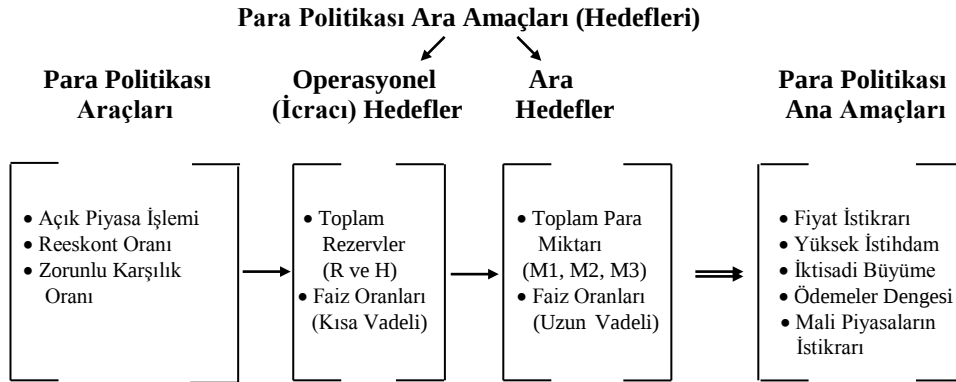
- Bağımsız ve güçlü bir merkez bankasının,
- İstikrarlı ve uygun ekonomik programlar uygulama iradesine sahip hükümetlerin varlığına bağlıdır.

Para politikasının başarısı:

Ortaya konan para politikasının, toplumun tüm bireyleri ve çeşitli katmanları tarafından anlaşılmasına ve benimsenmesine bağlıdır. Bu nedenle, uygulanacak politikalara karşı doğacak tepkiler önceden iyi tahmin edilmeli ve model buna göre gözden geçirilmelidir. Model anlaşılabilir olmalıdır. Nitekim 2001 yılında TCMB yeniden bağımsızlığa kavuşunca, banka üst yöneticileri 2001 Mali Krizi'ne karşı uygulayacakları para politikasını ayrıntılı biçimde kamuoyuna anlatmışlardır. Bu, para politikanın başarısında çok etkili olmuştur.

Para politikasının işleyiş düzeni:

Bağımsız merkez bankasının bulunduğu bir ülkede, para politikası belirlenirken, MB belirli bir yol, yani *işleyiş düzeni* izler. Bunun temel öğeleri *para politikası ana amaçları, ara amaçları ve araçlardan* ibarettir:



Şekil 6.1.b Para Politikasının İşleyiş Düzeni

Ayrıntıya girmeden önce şu üç noktayı vurgulayalım:

1. Bu ana amaç ile ara amaçlar arasında önemli fark vardır. MB'nin ana amacına ulaşması, ara amaçlarını gerçekleştirmesine bağlıdır.
2. Ara amaçların hangi sıklıkta yeniden belirlenmesi gerektiği konusu önemli bir konudur.
3. Amaç belirlenirken bilgi eksikliği olmamalıdır. Ara amaçlar, MB'ye amaçları için somut ve özel bazı bilgiler sağlar.

Bu son durum, MB'ye dikkatini ne yapması gerektiği üzerinde yoğunlaştırma olanağı verir. Böylece MB'nin şeffaflık ve hesap verme yeteneği de artar. Çünkü MB, hedeflerini ilan eder ve bunlara sadık kalırsa, iktisadi birimler yani firmalar, tasarrufçular ve tüketiciler uygulanacak para politikası konusunda daha ayrıntılı bilgiye sahip olacaklardır. Para politikası uygulayacak farklı ülkeler, değişik dönemlerde benzer işleyiş düzenini izlemektedirler. Bir ülkeden diğerine veya ekonomik konjonktürdeki gelişmelere göre aynı ülkede, amaçlar ve araçların bileşimi değişebilir. Para politikası konusu, yukarıda belirtilen çerçeveye göre yani ana amaçlar, ara amaçlar ve araçlar temelinde izleyen alt bölümlerde açıklanmaktadır.

6.2 PARA POLİTİKASININ ANA AMAÇLARI

Para politikası uygulaması ile ulaşılmak istenen ana amaçlar zaman içinde önemli değişikliklere uğramıştır: 19. yüzyılda belirlenen ana amaç, ülke içinde fiyat istikrarını sağlamak, paranın iç ve dış değerini korumaktır. Birinci Dünya Savaşı öncesinde ise, paranın değerinin korunmasıdır. Bu tarihten günümüze yaşanan ekonomik olaylar ve edinilen tecrübeler sonucu para politikası ana amaçlarının şöyle sıralandığı görülmektedir:

- Fiyat istikrarı,
- Mali piyasaların istikrarı,
- Ekonomik büyüme,
- Tam istihdam,
- Ödemeler bilançosu dengesi.

Bu, genel bir sıralamadır. Uygulama, bir ülkeden diğerine değişmekte veya bir ülkede değişik dönemlerde ek bazı amaçlar da belirlenebilmektedir. Yukarıda sıralanan ana amaçları özetleyelim:

6.2.1 Para Politikasının Başlıca Ana Amaçları

A. Fiyat İstikrarının Sağlanması

Fiyat istikrarı, insanların tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları kadar düşük düzeydeki bir fiyat artışını ve bu oranın sürdürülebilirliğini ifade etmektedir.

Birinci ve İkinci Dünya Savaşları sonrasında yaşanan yüksek oranlı enflasyonlar (hyperinflations), *fiyat istikrarının sağlanması* amacını tekrar gündeme getirmiştir. Hele de Türkiye gibi sürekli ve kronik enflasyon yaşayan ülkelerde, fiyat istikrarı birinci sırada amaç konumuna gelmiştir. Makro Ekonomi kitaplarında okuduğunuz gibi, fiyatlar genel düzeyindeki değişimler nominal milli gelir düzeyine (Y), istihdam hacmine (N), gelir dağılımına (GD), ödemeler dengesine (B), ekonomik faaliyetlerin normal gidişine ve serbest piyasanın işleyişine (SPİ) olumsuz etkiler yapabilmektedir. Nitekim *fiyatlar genel düzeyindeki aşırı bir yükselme* aşağıdaki etkileşimleri yapabilir:

$$P \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow y \rightarrow GD \downarrow \rightarrow B \downarrow \rightarrow SPİ \downarrow \Rightarrow \text{Ekonomik Dengesizlik} \uparrow$$

Fiyatlardaki aşırı düşüş ise, şu sonuçları doğurur:

$$P \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow y \downarrow \rightarrow N \downarrow \rightarrow GD \downarrow \rightarrow B \downarrow \rightarrow SPİ \downarrow \Rightarrow \text{Eko. Durgunluk} \uparrow$$

İşte bu olumsuzluklara yol açmayacak kabul edilebilir bir fiyat düzeyi, para politikasının vazgeçilmez ana amacı olarak yerini korumaktadır. Böyle bir belirlemenin teorik alt yapısına sahip bulunmaktayız. Miktar teorisini hatırlayalım; diğer şartlar sabit iken, para arzı ile fiyatlar genel düzeyi aynı yönde ve aynı oranda etkileşir. O halde, para arzı denetim altına alınarak fiyatlar kabul edilebilir düzeye getirilebilir. Bu fiyat düzeyi yüzde kaç olmalıdır? Fiyatların hiç artmaması, yani sıfır oranlı enflasyon daha iyi değil midir? Uygulamanın basit olmadığı ilerleyen alt bölümlerde görülecektir.

Birinci sorunun cevabı: Gelişmiş ülke ekonomileri için %1-2'lik, gelişen ülkeler için %3-4 dolayındaki fiyat artışı kabul edilebilir bir düzeydir. Çünkü o durumda, ülkenin milli parası değişim aracı, hesap birimi ve servet birikim aracı olma gibi temel üç fonksiyonunu sarsılmadan sürdürür. İkinci sorunun cevabı, hayır şeklindedir. Çünkü sıfır fiyat artışı, üreticilerin cesaretini kırarak üretim düşüklüğüne neden olmakta; bu durum, piyasalarda daralma yaratarak iktisadi durgunluğa yol açmaktadır.

1973 yılından 2005 yılına, enflasyonun sosyal ve ekonomik maliyetine en ağır şekilde katlanan ülkelerin başında Türkiye gelmektedir. Demek ki otuz yılı aşkın bir süre, TCMB tarafından uygulanan para politikalarının birinci sıradaki ana amacı fiyat istikrarıdır. Başına politik bir kaza gelmezse, artık bağımsız TCMB'nin temel görevi, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olmaya devam edecektir.

Fiyat istikrarının ekonomiye sağladığı yararlar şöyle özetlenebilir:

- Nispi fiyatların izlenebilmesi kolaylaştığı için, ekonominin büyüme potansiyelini artırır.
- Kaynakların verimli alanlara yatırılması veya harcanmasını sağlar.
- Para ikamesi azalır.
- Tasarruflar ve mali yatırımcılar enflasyon kaynaklı risk primi talep etmezler.
- Gelir dağılımının bozulmasını önler.

B. Mali Piyasaların İstikrarı

Mali krizler, halkın verimli yatırım fırsatlarını değerlendirdiği fon kaynaklarının bulunduğu mali piyasalara zarar verebilir. Böylece, iktisadi faaliyetlerde aşırı bir dalgalanmaya neden olabilir. Mali krizlerden arındırılmış,

daha istikrarlı bir mali sistemin kurulması merkez bankasının başlıca amacıdır. Nitekim Türkiye’de yaşanan 2001 Krizi’nin en önemli nedenlerinden birinin mali istikrarsızlık olduğu görülmüştür. Bu nedenle, TCMB’nin ana amacı öncelikle bu krizi ortadan kaldırmak olmuştur. Nitekim Türkiye’de, 2001 yılında bankacılık sistemi çökme riski ile karşı karşıya gelmiştir. 2008 Küresel Mali Krizi’nde Başta ABD olmak üzere AB, Japonya ve daha birçok ülke ciddi bankacılık krizi ile karşılaşmışlardır.

Mali istikrarsızlık olarak algıladığımız mali krizler, ciddi sorunlar yaratır; mali sistemler çökerek, ekonomileri derin bir bunalıma sürükleyerek aşağıdaki olumsuz sonuçları doğurur:

- *Ekonomiler küçülür yani üretim azalır, işsizlik artar:* Nitekim 2008 Küresel Mali Krizi’nde ABD %2,6; AB %4,1; Japonya %5,2 ve Dünya %0,6 küçülmüştür.
- *Bankacılık sistemi çöker:* Halk arasında buna “bankalar battı” denir. Bu durumda, bankalar mevduat sahiplerine olan borçlarını ödeyemezler. Mevduat sahipleri servet kaybına uğrarlar. Ayrıca bankalar birbirlerine olan borçlarını da ödeyemezler. Servet kaybı ve kredi düşüklüğü toplam talebi azaltır, ekonomi durgunluğa girer. Şirketler, bankalara olan borçlarını ödeyemeyince, bankaların likiditesi daha da zayıflar.

Yukarıdaki nedenlerle, devlet mali kurumları kurtarmak için harekete geçer. Çünkü Kapitalizm’in içsel olarak, mali sistemde kırılganlıklar yarattığı ve bunların krizlere yol açtığı bilinmektedir. *Laissez faire laissez passé (Bırakınız yapsınlar bırakınız geçsinler) düşüncesine dayanan liberal sistem*, 1929 ve 2008 Dünya Ekonomik Krizleri gibi büyük mali çöküntüleri önleyici politikalar da önerememiş, yine Keynesyen politikalara başvurmak zorunlu hale gelmiştir.

Devletin, özellikle büyük mali kurumları kurtarma maliyetleri oldukça yüksektir. Çünkü uygulanan maliye politikası kamu borç yükünü artırarak, vergiler yoluyla krizin maliyetini halkın sırtına yüklemektedir. Nitekim Türkiye’de 2001 krizindeki banka kurtarma işlemi devletin borç yükünü (Kamu Borcu/GSYİH) %38,2’den %74,1’e yükseltmiştir. 2008 Dünya Ekonomik Krizi’nde, ABD’de aynı oran 2007’de %62 den 2009 yılında %84’e yükselmiştir. Başka bir ifadeyle ABD Hazinesi, krizdeki büyük bankaları kurtarmak için başlangıçta 2,7 trilyon Dolar borçlanmak zorunda kalmıştır. MB’lerin para politikalarını devreye sokmadan bu müdahalenin başarması mümkün değildir. Çünkü hazinenin çıkardığı borç senetleri (DİBS) tahvil ve

bono piyasası ikincil piyasada açık piyasa işlemleriyle, MB'ler tarafından alınarak karşılığında emisyon yapılmaktadır. Politika yapımcılarının görevleri, mali krizler ortaya çıkmadan gerekli önlemleri almak ve *risklerin* oluşmasını önlemektir. Bu görevler, merkez bankalarının ve denetleme otoritelerininindir. Söz konusu riskler şunlardır (Özatay, 2011, s.14):

- Açılan kredilerin geri ödenmesinde sorunlar ortaya çıkabilir: Geri ödenmeyen kredi miktarı arttıkça, kredi açan mali kurumun bilançosu da o oranda zayıflar.
- Mali kurumun borçları kısa vadeli, alacakları uzun vadeli ise ve bunlar arasındaki fark giderek açılıyorsa, beklenmedik olaylara karşısı bu mali kurumun bilanço duyarlılığı artar.
- Sermayesinin çok üstünde varlık biriktiren (örneğin kredi veren) mali kurum, özellikle ekonominin küçülme dönemlerinde yüksek risk altındadır.
- Mali kurumun bilançosu sağlam olsa bile, geçici likidite ihtiyacı olabilir. Şayet ekonomideki belirsizlikler, bankalar arasında güvensizlik yaratırsa, likidite sorunu sermaye sorununa dönüşebilir.

Para politikasının temel görevlerinden biri, yukarıda sıralanan riskleri en aza indirmektir. Bu nedenle, *mali piyasaların istikrarı*, para politikasının ana amaçları arasında üst sırada yer almaktadır.

C. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme ve tam istihdam amaçları çok sıkı ilişki içinde bulunmaktadır. Çünkü işsizlik oranı düşük olduğunda, firmalar üretimi arttırma ve ekonomik büyüme için, sermaye teçhizatına muhtemelen daha çok yatırım yapacaklar; sermaye yoğun üretimi benimseyeceklerdir. Ancak işsizlik oranı yüksek, üretim kapasiteleri atıl ise, firmalar ek fabrika ve teçhizat için yatırım yapmayacak, emek yoğun üretimi tercih edeceklerdir. Her ülkenin kendi özelliğine göre büyüme tercihi ve istihdam tercihi ve buna göre büyüme stratejisi bulunmaktadır.

Bu sıkı ilişkiye rağmen iktisadi büyüme, doğrudan firmaların yatırım yapmak için cesaretlenmesine (teşvikine) veya firmaların yatırım yapabilmeleri için daha fazla fon sağlamak amacıyla halkın tasarrufa teşvik edilmesine bağlıdır. ABD'de Ronald Reagan'ın arz yanlı ekonomi politikası ile Türkiye'de uzunca bir süre uygulanmış teşvik politikaları bu gerekçeye dayandırılabilir.

Hükümetler, bazen enflasyonist politikalar uygulayarak kısa dönemde ekonomik büyümeyi gerçekleştirebilirler. Bu politikanın alt yapısını parasal genişleme oluşturmaktadır. Hâlbuki böyle bir politikayla uzun dönemde ekonomik büyüme sağlanamaz. Sonuç itibariyle, para politikasının amacı, ancak ekonomik gelişmeyi destekleyici olabilir. İktisadi kalkınma konusunda ciddi çalışmalar yapan uzmanlar, iktisadi kalkınmada daha çok kurumların rol oynadığı sonucuna varmışlardır. Nitekim Rodrik (2009) bu rolleri beş başlık altında ele almaktadır:

- Mülkiyet haklarının en üst düzeyde korunması,
- Düzenleyici kurumlar: Rekabeti engelleyici davranışları önleyici ve finansal kurumların sorumsuzca risk almasını önleyici kurumlar,
- Makroekonomik istikrara ilişkin kurumlar: Merkez bankalarının yapısı ile maliye politikasının yapısı ve çalışma biçimi,
- Sosyal güvenlik kurumları: Piyasa ekonomisi geliştikçe, geleneksel yapıdaki değişikliğe göre riskleri azaltıcı mekanizmaların tasarlanması,
- Çatışma yönetimi kurumları: Hukukun üstünlüğü, üst kalitede yargı, temsile dayalı siyasi kurumlar, bağımsız sendikalar, serbest seçimler.

Bu tabloya baktığımızda, iktisadi büyüme ve kalınma konusunda para politikasının fazla etkili olamayacağı kanısına varabiliriz. O halde, para politikasının yapabileceklerine odaklanmak gerekir ki bunlar; *fıyat istikrarı ve mali istikrardır*.

Sadece para arzını arttırarak sermaye birikimi sağlanamaz. Fakat reel kesimdeki gelişmelere uygun biçimde parasal ihtiyaçlar karşılanmaz, yani para arzı arttırılmaz ise ekonomik daralma yaşanabilir. Çünkü para darlığı tüketim ve yatırım harcamalarının (C, I) azalmasına, bunlar da toplam efektif talebin (AD), dolayısı ile GSMH'deki gelişmenin yavaşlamasına neden olabilir. Bunu kısaca şöyle özetleyebiliriz:

$$M_s < M_d \rightarrow C \downarrow + I \downarrow = AD \downarrow \rightarrow \text{GSMH Artışı} \downarrow \Rightarrow \text{Ekonomik Daralma}$$

D. Tam İstihdam Yahut İstihdam Hacminin Yükseltilmesi

1950 yılını izleyen yıllarda, tam istihdamın para politikası amaçları arasında yer aldığı görülmüştür. Bu tarihten günümüze istihdam konusu, tüm dünya ülkeleri için giderek derinleşen bir problem halini almıştır. O nedenle, istihdam hacmini arttırmak ve giderek tam istihdama ulaşmak, günümüzde en önemli para politikası amaçlarından sayılmaktadır.

Burada tam istihdamın ölçülmesine ilişkin bazı teknik ayrıntılar söz konusudur. Örneğin, geçici ve mevsimlik işsizlik bu tanımda nerede yer alacaktır, yani tam istihdama dâhil edilecek midir? Hangi oranda ortalama işsizliğin bulunması halinde ekonomi tam istihdamda sayılacaktır? Bu ve benzer birçok problem ortada bulunmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde ortalama %3, gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama %5 işsizlik doğal veya normal işsizlik oranı olarak kabul edilmektedir. Türkiye gibi işsizlik oranının yüksek bulunduğu ülkelerde, tam istihdam yerine istihdam hacminin yükseltilmesi amacının esas alınması daha gerçekçidir. İşsizliğin insan ve ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri bilinmektedir: Nitekim işsizlik;

- İnsanın sefaletine, ailesinin mali sıkıntıya girmesine, kendine güveninin kaybolmasına, suç oranının artmasına;
- Ekonomide, hem iş gücünün hem de fabrika, teçhizat vb. sabit sermaye malları ve doğal kaynakların atıl kalmasına; sonuç itibarıyla, üretim kaybına neden olmaktadır.

İşte bu endişelerle istihdam, para politikası amaçları arasında üst sıralarda yer almıştır.

E. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Bu amaçtan kastedilen, ödemeler bilançosu dengesinden çok, onun iyileştirilmesidir. Para politikasının, bu dengeyi sağlamadaki katkısı kesin değildir. Başarı, başka etkenlerin varlığına da bağlıdır. En azından döviz kuru sisteminin para politikası uygulamasıyla birlikte ele alınması gerekir. Yakın tarihimizden örnek verelim: Türkiye’de 2000 yılı para programında, ödemeler bilançosu dengesinin desteklenmesi için sabit döviz kuru sistemini içeren bir para politikası uygulanmıştır. Ancak öngörülen amaç gerçekleşemediğinden, 2001 yılı para programında bu dengenin kurulmasını desteklemek için esnek döviz kuru sistemine geçilmiştir. Aynı serbest döviz kuru stratejisi halen uygulanmaya devam etmektedir.

Ödemeler dengesinin istikrarının sağlanması, en yalın haliyle ihracatın arttırılması ve ithalatın kısılması amacıyla para politikası uygulanabilir. Başka deyimle, bu iki değişken para politikası amacı olarak belirlenebilir. Ödemeler bilançosu dengesi açık bir kavram olmadığı gibi, uygulanacak para politikasında da kesinlik yoktur. Örneğin, söz konusu bilançonun ana bölmelerinden dış ticaret dengesi üzerinde düşünelim:

Şayet ithalat hacmi (M), ihracat hacminden (E) daha yüksekse yani dış ticaret açığı ($M > E$) varsa, ülke içinde ithalatı kısııcı ve ihracatı artırıcı para politikası uygulanmalıdır. Bunu gerçekleştirmek için para arzı ve kredi hacmi, belirlenen açığı giderecek ölçüde düşürülemez. Aksi halde iç ekonomik faaliyetler daralır ve çalışma düzeyi düşer. Yani,

$M > E$ iken; $M_s \downarrow$ ve Kredi Hacmi $\downarrow \Rightarrow$ İç Ekonomik Faaliyetler $\downarrow$ + Çalışma Düzeyi $\downarrow$

Yan etkisi çok olumsuz böyle bir uygulama yerine, alternatif para politikası uygulanabilir. Amaç, dış ticaret açığını gidermektir. Bunun için ya deflasyonist para politikası veya döviz kuru politikası yoluyla ihracatı arttırıcı ya da ithalatı kısııcı ek politikalar uygulanmalıdır.

Anlatılmak istenen kısaca şudur: Ödemeler dengesinin iyileştirilmesi para politikası amacı olarak belirlenebilir. Ancak, bunu gerçekleştirmek için uygulanacak para politikası araçlarını oluşturmak oldukça güçtür.

6.2.2 Birbiriyle Çelişen ve Birbirini Tamamlayan Ana Amaçlar

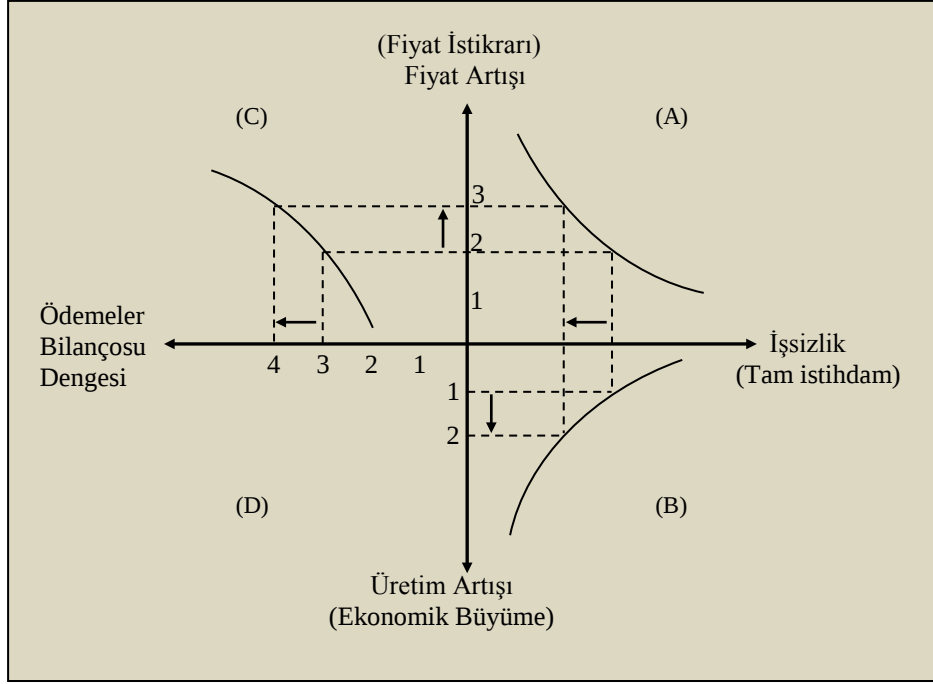
İktisat, para ve maliye politikalarını formüle ederken, amaçlar setinde birbiriyle çelişmeyen yahut çatışmayan amaçlar belirlenmelidir. Çelişen hedefler para politikasının gücünü azaltır. Tamamlayanlar ise onu güçlendirir.

Para politikası amaçlarının optimal düzeyde seçilmesi gerekir. Ancak, değişik dönemlerde ve farklı ekonomik konjonktürde, ülke ekonomisi için belirlenecek para politikası amaçları da dinamik biçimde değişmektedir. Böyle karmaşık bir süreçte, yukarıda sıralanan dört grup amacın birbiriyle karşılaştırılıp analiz edilmesi gerekmektedir.

A. Birbiriyle Çelişen Ana Amaçlar

Amaçların birbiriyle çelişmesi halinde, bunlar arasından önceliklere göre seçim yapılması gerekmektedir. Amaçlardan hangilerine, ne ölçüde ağırlık verileceği konusunda genel kabul görmüş bir kural bulunmamaktadır. Bu nedenle tercihler, değer hükümlerine göre yapılmaktadır. Para politikasının çeşitli amaçlarına verilen önem derecesi zaman içinde değişmektedir. Nitekim ekonomik şartların değişmesi, örneğin ekonominin gelişmesi, toplumun düşünce sistemindeki değişimler vb. etkenler, amaçların öncelik sırasını kaydırabilmektedir. Sık rastlanmasa da amaçların belirlenmesinde politik tercihler de etkili olabilmektedir.

Para politikası, ne kadar mükemmel ve bilinçli formüle edilirse edilsin, yukarıda sıralanan dört amacı, aynı anda yeterli derecede gerçekleştiremez. Amaçlar arası çelişme bir şekil yardımıyla daha açık biçimde ifade edilebilir



Şekil 6.2.2 Birbiriyle Çelişen Para Politikası Ana Amaçları

a. Tam İstihdam ve Fiyat İstikrarı

Şeklin A bölgesi, fiyat artışı ile istihdam arasındaki ilişkiyi ifade eden Phillips Eğrisi'nin özelliğini göstermektedir. Buna göre, istihdam hacmi artarken, yani işsizlik miktarı azalırken fiyatlar yükselmektedir.

İstihdamdaki (N) yükselme, toplam efektif talebi (AD) arttırır. Özellikle kısa dönemde, talep düzeyine (D) göre mal ve hizmet arzı (S) nispeten daha düşükse, fiyatlar genel düzeyi (P) yükselecektir. Kısaca,

$$N \downarrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow D > S \Rightarrow P \uparrow$$

Para politikası yapımcıları, fiyat istikrarına öncelik verirlerse işsizlik kaçınılmaz olacaktır. İstihdama öncelik verirlerse, bu defa fiyatlar yükselecektir. Ancak, uzun dönemde arz-talep ($A=T$) eşitliği sağlanabiliyor ve verimlilikteki artış oranında girdi fiyatları (ücret, faiz vb.) arttırılıyorsa, çelişme kısmen önlenmiş olur. Bazen, doğuracağı sonuçlar önceden hesaba katılmadan, istihdamı arttırmak amacıyla para politikası uygulanması mevcut istihdam hacminin daha da düşmesine neden olabilir. Böyle bir olay, İkinci Dünya Savaşı sonrasında görülmüştür. Savaş sonrası, çoğu ülkeler istihdam hacmini arttırmak için genişletici para politikası uygulamışlar, yani para arzını (M_s) arttırmışlardır. Ancak, artan fiyatlar iç ve dış talebi düşürmüş; iç ve dış pazarlar kaybedilerek üretim (y) daralmış ve istihdam hacmi düşmüştür. Kısaca,

$$N \uparrow \text{ Amacıyla} \rightarrow M_s \uparrow \text{ Uygulama} \rightarrow P \uparrow \rightarrow \text{İç ve Dış Piyasalar} \downarrow \rightarrow y \downarrow \rightarrow N \downarrow$$

b. Ekonomik Büyüme ve Fiyat İstikrarı

Hızlı ekonomik büyüme ile fiyatlar arasındaki ilişkilere ilişkin bir genelleme yapmak oldukça güçtür. Bazı düşünürler, özellikle gelişmekte olan ülkelerde kalkınmayı hızlandırmak için kalkınmanın ılımlı bir enflasyonla finanse edilmesi fikrini savunmuşlardır. Buradaki temel düşünce, para arzını arttırarak yatırımların finansmanı yoluyla reel GSMH'yi arttırmaktır. Ancak uygulamada, bazı istisnalar dışında, ekonomik büyüme (g) hızlandıkça fiyatların daha da yükseldiği görülmüştür. Çünkü yatırım harcamalarındaki (I) artış, üretim artışına neden olmuş; öte yandan, toplam efektif talebi nispeten daha yüksek oranda arttırarak fiyat istikrarını bozmuştur. Kısaca,

$$g \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow P \uparrow \Rightarrow \text{Fiyat İstikrarı Bozulur}$$

(Eko. büyüme için) (Enflasyon)

Şekil 6.2.2'de üretim-fiyat ekseninden görüleceği gibi üretim hacmi 1'den 2'ye yükseldiğinde, fiyatlar da 2'den 3'e yükselmektedir. Yatırım harcamalarının efektif talebi arttırması gecikmesiz biçimde olduğu halde, yatırımın üretime dönüşmesinde gecikmeler söz konusudur. Gecikme süresi arttıkça, enflasyonist baskı veya eğilim daha yüksek hissedilecektir.

c. Fiyat Artışı, Hızlı Ekonomik Büyüme ve Ödemeler Dengesi

Gelişmekte olan bir ülke düşünelim. Kalkınmasını düşük oranlı, yani ılımlı enflasyonla finanse etmek istemektedir. Tüketim malları yanında üretim

faktörlerinin kıtlığı ithalatın (M) artmasına ve ihracatın (E) azalmasına yol açarak, ödemeler bilançosunun (ÖB) açık vermesine neden olur. Kısacası,

$$\begin{array}{l} P \uparrow \rightarrow g \uparrow \rightarrow \text{Kıt üretim faktörleri} \uparrow \rightarrow M \uparrow \text{ ve } E \downarrow \Rightarrow \text{Öd.Bil.Açığı} \uparrow \\ \text{İlımlı} \qquad \qquad \text{Kıt tüketim malları ithalatı} \end{array}$$

Fiyatlar ile ödemeler bilançosu arasındaki ilişki, şeklin C bölgesinde açıkça görülmektedir: Üretim arttıkça, işsizlik azalmakta yani istihdam hacmi artmakta; fiyat düzeyi yükselmektedir. Bu durumda; ithalat artacağı, ihracat ise azalacağı için ödemeler bilançosu açığı büyüyecektir. Kısacası,

$$g \uparrow \rightarrow N \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow M \uparrow \text{ ve } E \downarrow \Rightarrow \text{Ödemeler Bil. Açığı} \uparrow$$

Ödemeler bilançosunun istikrarı için uygulanacak para politikası, çoğu zaman ekonomik büyüme ve istihdamı sağlamak için uygulanacak para politikalarıyla çelişmektedir.

B. Birbirini Destekleyen Amaçlar

Bazı amaçlar birbirini destekleyebilir. Şekil 6.2.2'den görüldüğü gibi, ekonomik büyüme yani üretim artışı ile istihdam artışı yahut işsizliğin azalması birbirini desteklemektedir. Öte yandan, şayet fiyat istikrarını bozmayacak bir fiyat artışı girişimcilere güven sağlıyorsa, ekonomik büyüme ve dolayısı ile istihdam hacmini desteklemiş olacaktır. Benzer biçimde, şeklin C bölgesinde gösterildiği gibi, fiyat istikrarının sağlanması ödemeler bilançosu açığının azalmasına yardımcı olmaktadır.

6.2.3 Para Politikasının Ara Amaçları

Yukarıda sıralanan ana amaçlar yanında, para politikasının ara amaçları da vardır. Bunlar faiz oranı, paranın veya kredinin büyüme hızı vb. amaçlardır. Ara amaçlar, MB'ye gelecek yıldaki ana amaçları için somut ve özel bazı kolaylıklar sağlamaktadır. En ideal ara amaç, MB'nin etkin biçimde denetleyebileceği ve para politikasının ana amacı ile tam bir uyum içinde bulunan değişkenlerdir. Örneğin, ana amaç reel GSMH'nin büyümesi olsun. Para çoğaltanı ve paranın dolaşım hızı kısa dönemde sabit olduğundan; MB, ana hedefin gerçekleşmesi için ara hedefe uygun bir para tabanı seçer. Fakat uygulamada iş bu kadar kolay değildir. MB ara amaçlarını seçerken, kontrol edebileceği amaçlar ile ana amaçlarına çok yakından bağlı amaçlar arasında değiş tokuş yapmak zorunda kalabilir. Şimdi ara amaç seçimine ilişkin bazı konulara değinelim:

A. Ara Amaç Seçiminde Ölçütler

Ara amaç seçiminde kullanılan ölçütler şunlardır (Mishkin, a.g.e., s.384): *Ölçülebilirlik, kontrol edilebilirlik ve ana amaçlarla uyumluluk.*

Ölçülebilirlik: Ara amaç seçilen değişkenin değerindeki değişimler kolayca ölçülebilmelidir. Çünkü ara amaçla ilgili kesin ve güvenilebilir verilerin hızla sağlanması gerekir.

Kontrol edilebilirlik: MB, ara amaç seçtiği değişkeni kolayca kontrol edebilmelidir. Kontrol edilemeyen değişkenlerin pratik bir yararı yoktur.

Ana amaçlarla uyumluluk: MB'nin seçtiği ara amaçla ana amaçların tutarlı ve uyumlu olması gerekir. Para politikası uygulayıcıları, uygulayacakları politikaların çeşitli içsel değişkenlere etkisi konusunda eksiksiz bilgiye sahip olmalıdırlar.

B. Para Politikasının Başlıca Ara Amaçları

Para politikasının ara amaçları olarak kullanılabilecek başlıca değişkenler şunlardır: Faiz oranı, serbest rezervler, para arzı ve para tabanıdır. Bunlar dışında, mali olmayan sektörlerdeki borç artışı da ara amaç olarak seçilebilmektedir.

- a. **Faiz oranı:** Nominal faiz oranının ara amaç seçilmesinin nedenleri:
 - Faiz oranları merkez bankasınca kolayca izlenebilir.
 - Ölçülebilirlik ve kontrol edilebilirlik ölçütlerine uygundur.
 - MB, menkul değerler ve özellikle kamu kağıtları alıp satarak nominal faiz oranlarını etkileme yeteneğine sahip bulunmaktadır.
- b. **Para Arzı:** MB, para arzını ara amaç olarak kullandığında nominal para miktarını hedef edinir. Bu durumda LM eğrisini etkileyen bütün etkenleri göz önüne almalıdır.
- c. **Parasal taban:** MB, parasal tabanı etkili biçimde kontrol edebilir. Başka deyimle, onu ara amaç seçerse hedefini tutturmada önemli bir sorunla karşılaşmaz.
- d. **Diğer Büyüklükler:** Kullanılabilir bazı ara amaçlar şunlardır: Nominal gelir, kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki fark, mal fiyatlarının hedeflenmesi, kredi bileşiminin hedeflenmesi, MB bilanço büyüklüğü.

6.3 PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI

Para politikasının araçları kantitatif (miktarla ilgili) ve selektif (seçici, kalitatif) araçlar şeklinde iki gruba ayrılarak açıklanabilir.

Kantitatif para politikası araçları, para ve kredinin hacim veya miktarını etkilemeye yönelik araçlardır. Bu yolla merkez bankası, para tabanı ve para çoğaltanını (k) etkilemek suretiyle para arzını (M_s) değiştirir.

Selektif para politikası araçları, paranın ve kredinin bölgesel veya sektörel dağılımını düzenlemeye yönelik araçlardır.

Bu iki grup araç birbirinden kesin sınırlarla ayrılmamışlardır. Çeşitli düzenlemelerle, kantitatif araçlar selektif araç haline dönüştürülebilir. Örnekle açıklayalım: Kredi faiz oranı ve ikinci kez iskonto (reeskont) oranı birer kantitatif para politikası aracı oldukları halde, bu oranlar sektörler veya bölgelere göre farklı oranlarda uygulanırsa her ikisi de selektif araca dönüşürler. Başka deyimle, reeskont faizi %12 iken, teşvik politikasının sonucu olarak turizm sektörüne yatırım yapan girişimcilere %5 şeklinde uygulanabilir. Böylece kredi, diğer alanlardan turizm sektörüne yönelir.

Uygulamada, çoğu zaman selektif değil, kantitatif araçlar tercih edilir. Çünkü selektif araçların uygulanması daha masraflıdır. Nitekim selektif para politikası, ancak maliye politikası ile desteklenmek suretiyle uygulanabilir. Türkiye'deki yatırım teşvik tedbirleri bunun tipik örneğidir.

Diğer güçlük, kullandırılan kredilerin nihai kullanımının denetiminin güçlüğü ve bazen de olanaksızlığıdır. Örneğin, tarım kesiminde çiftçilere ucuz girdi sağlamak için düşük faizli tarımsal kredi tahsis edildiğinde, bunun amacına uygun kullanıp kullanılmadığını denetlemek çok güçtür.

Para politikası araçları, ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak bir ülkeden diğerine farklılıklar gösterebilmektedir. Gelişmiş ülkelerde piyasa mekanizmasına daha uygun düşen açık piyasa işlemleri, ağırlıklı biçimde uygulanmaktadır. Fakat gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş para ve sermaye piyasaları bulunmadığından reeskont oranı, zorunlu karşılıklar, faiz oranı ve selektif para politikası araçları gibi diğer araçlar uygulanmaktadır.

Mali piyasalara sahip ülkelerde, açık piyasa işlemlerinin daha fazla kullanıldığı görülmektedir. Zorunlu karşılıklar aracının bankacılık sisteminde yarattığı maliyet artırıcı etkisi nedeniyle, ya terk edildiği ya da oranların

düşürüldüğü izlenmektedir. Reeskont penceresi şeklinde açılan MB kredilerini kullandırma eğilimi de düşmektedir. Günümüzde uygulanan para politikası araçları genellikle birbirlerine yaklaşılmaktadırlar. Buna rağmen, MB'lerin uygulamalarında önemli farklılıklar bulunmaktadır: Zamanlama, piyasaya giriş şartları, zorunlu karşılık oranları ve kapsamı, faiz oranları stratejileri gibi konular farklıdır.

Günümüzde para politikası araçları *geleneksel* ve *geleneksel olmayan* (yeni) para politikası şeklinde incelenmektedir. Aşağıda önce geleneksel para politikası araçları, daha sonra geleneksel olmayan (yeni) para politikası araçları incelenecektir.

6.3.1 Geleneksel Para Politikası Araçları

Başlıca geleneksel para politikası araçları şöyle sınıflandırılabilir:

Kantitatif para politikası araçları:

- *Mevduat zorunlu karşılıkları oranı (ZKO),*
- *Reeskont oranı (RO),*
- *Açık piyasa işlemleri (APİ),*
- *Disponibilite oranı (DPO),*
- *Faiz oranı (i).*

Selektif para politikası araçları:

- *Selektif kredi kontrolü:* Farklılaştırılmış reeskont oranları; ticari banka kredilerinin miktar, vade ve faiz oranları açısından selektif kontrolü; taksitli satışlar ve tüketim kredisinin selektif kontrolü,
- *Bankaları ikna yolu,*
- *Diğer selektif para politikası araçları:* Bankalara ve banka dışı mali araçlara belli miktarda DİBS satın alma zorunluluğu; ithalat teminat oranı; asgari ödeme oranı.

6.3.1.1 Mevduat Zorunlu Karşılıklar Oranı (ZKO)

Mevduat toplayan mali kurumlar topladıkları mevduatların, merkez bankasınca belirlenen oranını merkez bankasında tutmak zorundadırlar. Bu orana mevduat zorunlu karşılıklar oranı (ZKO) denmektedir. ZKO değişik şekillerde ifade edilmektedir: Örneğin munzam karşılık, kanuni (yasal)

karşılıklar gibi. İlk defa 1936 yılında ABD’de FED tarafından uygulanan bu araç, zamanımızda birçok ülke merkez bankası tarafından kullanılmaktadır.

Zorunlu karşılıklar iki temel ekonomik nedenle ortaya çıkmıştır:

Birincisi, mevduat bankalarının likiditesini artırmaktadır. Mevduat sahiplerinin vadesiz mevduatları, mudi istediği zaman; vadeli mevduatları ise, vadesi geldiğinde banka tarafından geri ödenmektedir. Hâlbuki kendi haline bırakıldıklarında, mevduat bankaları kendi arzularıyla karşılık veya atıl rezerv bulundurmazlar. Çünkü bankaların temel amacı aracılık kârlarını maksimize etmektedir. Bunu gerçekleştirmek için minimum, hatta sıfır likidite ile çalışmak isteyebilirler. Bankaların hedefleri: *Sıfır likidite, maksimum kârdır!* Gerekli tedbirlerin alınmaması halinde, ciddi banka iflaslarıyla karşılaşılabilir. Mudiler açısından, ZKO bir bakıma sigorta niteliğindedir. Mali sistemin istikrarı açısından bakıldığında ZKO çok önemli bir araçtır.

İkincisi, para arzının kontrolüdür. Mevduat bankalarının para yaratmadaki rolünü daha önce görmüştük. Oradaki örnekten hatırlanacağı gibi, (r_D) kadar zorunlu karşılık oranı, mevduatın sonsuz dönmesine ve böylece sonsuz miktarda kredi parası yaratılmasına engel olmaktadır. Başka deyimle, *hızlı kredi genişlemesini engellemektedir.* O halde merkez bankası, zorunlu karşılıklar aracı ile mevduat bankalarının kabul ettikleri mevduat türüne göre, bu oranı yükseltmek ve düşürmek suretiyle onların ödünç verecekleri fon miktarını kontrol etmektedir.

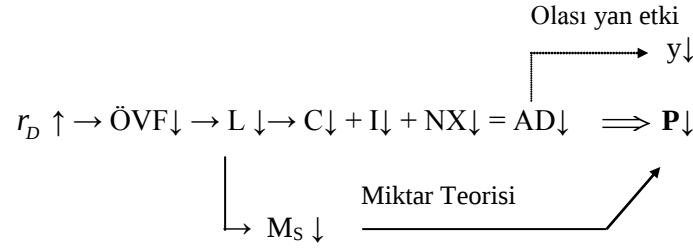
Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını yükseltirse, bankaların ödünç vereceği fonlar (ÖVF), dolayısıyla bankaların kredi arzı (L) azalır. Böylece bir yandan para arzı (M_S) düşerken, öte yandan toplam efektif talep (AD) azalır ve buna bağlı olarak mal arzından (AS) nispeten daha düşük hale gelerek fiyatların düşmesini sağlar. Mal arzının efektif talebe uyumunda gecikmeler olmaması halinde bu durum geçerlidir. Gecikme yoksa fiyatlar değişmez.

Basit bir para politikası denemesiyle, bu etkileşim zincirini anlatmaya çalışalım: Ülke ekonomisindeki yüksek enflasyon fiyat istikrarını bozmuştur. Bunu önlemek için MB, fiyat istikrarını sağlamayı yani enflasyonu önlemeyi ($P \downarrow$) ana amaç olarak belirlemiştir. MB’nin uygulayacağı araç ise ZKO yani (r_D)’dir. MB, bu durumda r_D oranını yükseltecektir. Kısaca,

Para politikasının ana amacı: $P \downarrow$

Para politikasının aracı : $r_D \uparrow$

Uygulama ve sonuçları:



Yan etkisi: Reel GSMH artışı, yani büyüme hızı düşebilir ($y \downarrow$).

Açıklama: Ana amacı gerçekleştirmek yani enflasyonu önlemek için, para arzını azaltmak ($M_S \downarrow$) ara amaç olarak belirlenmelidir. Yukardaki aktarma mekanizmasından da görüldüğü gibi, her iki amaç da gerçekleşebilir. Ancak, toplam efektif talepteki (AD) düşüş ekonomik daralmaya ($y \downarrow$) yol açabilir. Böylece, beklenmeyen olumsuz yan etkiyle karşılaşabiliriz. Makro Ekonomi derslerinden hatırlanacağı gibi, $AD = C + I + G + E - M$ ifadesinde en temel üç değişken yatırım (I) ve tüketim harcamaları (C) ile net ihracat (NX)'dir. Bunların hacmindeki düşüş, sırasıyla çoğaltan ve hızlandıran etkilerini azaltacağından, reel GSMH büyüme oranı da düşecektir. Burada $E - M = NX$ yani net ihracatı, AS ise toplam mal ve hizmet arzını ifade etmektedir. Şayet iktisadi büyüme ve enflasyonu düşürme aynı anda ana amaç olarak belirlenirse, çoğu zaman, amaçlar arası çelişme kaçınılmazdır. MB , (r_D) oranını düşürürse, yukarıdaki etkileşimin tam tersi gerçekleşecektir.

Elbette bir para politikasının oluşturulmasında sadece tek araç kullanılmaz. ZKO uygulanmasından doğacak istenmeyen yan etkileri ortadan kaldırmak için birkaç yol izlenebilmektedir: *Birincisi*, r_D oranlarının çok yüksek düzeyde belirlenmemesi; *ikincisi*, sık değiştirilmemesi; *üçüncüsü* ise, kısa süreli para arzı kontrollerinin açık piyasa işlemleriyle yapılmasıdır.

Özellikle oranların kısa sürelerde değiştirilmesi, banka yöneticilerini sürekli biçimde güvensizlik ve kararsızlık durumuna getirmektedir. Zorunlu karşılık aracı, sorunu temelden kavrar. Bu yolla, mevduat bankaları para politikası amaçlarına kolayca yönlendirilebilir. Ancak bunun *etkin olabilmesi için şu üç noktaya dikkat etmek gerekir*:

- ZKO belirlenirken mevduatın tamamını kapsamalıdır.

- MB tarafından bloke edilen zorunlu karşılıklar, çeşitli yollardan yeniden dolaşıma çıkarılmamalıdır.
- Karşılıklar, gecikmeden MB'ye yatırılmalıdır.

Bu oranla ilgili günümüzdeki temel konu, bu aracın etkin olup olmadığından çok, hangi ölçüde kullanılacağıdır. Para artış mekanizmasını incelerken gördüğümüz gibi, r_D oranı *para çoğaltanını (k) etkilemektedir*: r_D arttırıldığında k 'nın değeri düşmekte, aksi halde yükselmektedir. Para çoğaltanında istikrar sağlamak düşüncesiyle genellikle merkez bankası bu oranı çok sık değiştirmez.

Mevduat zorunlu karşılık oranının varlığı, zamanla yoğun tartışmalara konu olmaktadır: Kimi yazarlar, bunun yeterli bir *mevduat sigortasına* benzer nitelik taşımadığını, tasfiye edilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Bazıları ise, *vergi niteliği* taşıdığını; böylece, kaynak dağılımını bozduğunu öne sürmüşlerdir (Paya, 1994, s.109). ZKO'nun, mevduat bankası açısından *maliyeti* vardır. Nitekim r_D oranının yükseltilmesi, bankaların bilançolarında gelir getirmeyen aktiflerin miktarını arttırmak suretiyle, kredi işlemlerinden doğan kârlılığı azaltacaktır.

6.3.1.2 Reeskont Oranı (RO)

RO, en eski kantitatif para politikası araçlarından birisidir. İlk defa 1936-1937 Para Krizi döneminde İngiltere'de uygulanmaya başlamıştır. Bu araç, İkinci Dünya Savaşı ve özellikle 1950 sonrası birçok ülkede uygulanmıştır. RO, tek başına kullanılmaktan çok, merkez bankasının diğer araçlarıyla birlikte uygulanır. Çünkü reeskont politikası pasif rol oynamaktadır.

RO, bankaların geçici nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla merkez bankasından yaptıkları borçlanma için ödeyecekleri faiz oranıdır. Başka deyimle, MB'den yapılacak borçlanmanın maliyetine RO denmektedir. Ayrıca, "RO, merkez bankasının ticari senetleri iskonto etmek için ileri sürdüğü şartların tamamıdır" şeklinde de tanımlanabilmektedir. Buna, *reeskont faiz oranı* yahut kısaca RO denmektedir.

TCMB, bankacılık kesiminin geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamak için, muteber saydığı en az üç imzayı taşımak ve vadelerine en çok 120 gün kalmış olmak şartıyla ve kendi belirleyeceği esaslar dâhilinde bankalar tarafından verilecek ticari senet ve vesikaları reeskonta kabul edebilir (www.tcmb.gov.tr).

RO uygulamasında temel düşünce, yüksek faizin borç almayı caydırması; düşük faizin ise teşvik etmesidir. Böylece merkez bankası piyasa üzerinde üç noktada etkin olmaktadır:

- Borç vermeyi kabul veya reddedebilir.
- Uygulanacak reeskont oranını belirler.
- Reeskonta kabul edilecek menkul değerlerin türünü belirler.

RO ve senedin türü, sektörler ve bölgelere göre farklı uygulanırsa; RO bir *selektif para politikası* aracına dönüşür. Bu nedenle reeskont kredileri, selektif kredi mekanizmasının ve sübvansiyonların güçlü aracı konumundadır.

Reeskont, bir bedel karşılığı iskonto edilmiş (el değiştirmiş) bir menkul değer MB tarafından, bir bedel karşılığı yeniden iskonto edilmesidir.

Konuyu ilk defa öğrenenler için basitleştirici bazı açıklamalar yapalım: Daha önce söz ettiğimiz memur Temel evine bir buzdolabı almak istemekte, ancak peşin fiyatı 1.000 TL olan buzdolabı için Temel'in yeterli nakit parası bulunmamaktadır. Bu durumda tek çıkış yolu, buzdolabının emtia (mal) senedi yani (ticari senet şeklindeki) bono ile taksitle satın alınmasıdır. Şayet TCMB, böyle bir senedi reeskonta kabul ederse ve makul düzeyde reeskont oranı uygularsa taksitli satış gerçekleşebilir. İşleyiş mekanizması şöyledir:

Birinci aşama; Temel, peşin fiyatı 1.000 TL olan buzdolabını, 15 ay sonra ödemek şartıyla 1.600 TL'ye satın alır ve satıcıya 1.600 TL'lik bono verir. Böylece Temel gelecekte elde edeceği gelirini şimdiden harcayarak, refah düzeyini geçici olarak yükseltir.

İkinci aşama; müşteriye vadeli satış yapan satıcının likiditesi zayıfladığı için, söz konusu bonoyu kendi bankasına (herhangi bir ticari bankaya) iskonto¹ ettirir. Başka deyimle banka, bononun nominal değeri üzerinden diyelim ki %35 oranında (1.600*0,35=560 TL) indirim yaparak, satıcıya (1.600-560 = 1.040 TL) öder. Satıcı, bu durumdan memnundur. Çünkü peşin 1.000 TL'ye satabileceği buzdolabını vadeli satarak 40 TL ek kâr etmiş; ayrıca, likiditesi de zayıflamamıştır.

Üçüncü aşama: Bonoyu iskonto eden ticari banka, bir bakıma 15 ay vadeli 1.040 TL kredi açmıştır. Şayet bankanın likidite sıkıntısı varsa, derhal söz konusu bonoyu TCMB'ye götürerek reeskonta tabi tutar. Başka deyimle,

¹ Halk arasında senedin iskonto edilmesine "senedin kırdırılması", reeskonta tabi tutulmasına da "ikinci kez kırdırılması" denmektedir.

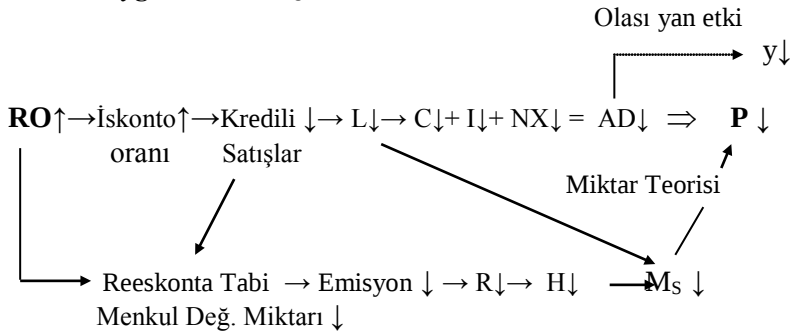
daha önce ticari banka tarafından iskonto edilen bono, şimdi TCMB tarafından ikinci kez iskonto edilir. Şayet TCMB reeskont oranını %32 olarak açıklamışsa, bononun nominal değeri üzerinden ($1.600 \cdot 0,32 = 512$ TL) iskonto yaparak, ticari bankaya $1.600 - 512 = 1.088$ TL öder. Ticari banka bu işlemten memnundur. Çünkü ($1.088 - 1.040 = 48$ TL) aracılık kârı elde etmiştir.

Dördüncü aşama: Yukarıdaki işlemler sonucu TCMB rezervlerinden 1.088 TL efektif para piyasaya sürülmüştür. Yani emisyon hacmi ve dolayısı ile parasal taban 1.088 TL artmıştır. Toplam para arzı ise geniş para arzı ($\Delta M_2 = k_2 \cdot \Delta H$) bağıntısındaki k_2 'nin değerine göre genişlemiştir.

Yukarıda belirtildiği gibi, reeskonta kabul edilecek menkul değerlerin türlerini merkez bankası belirler. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) birincil piyasada satılırken, ticari bankalar ve diğer mali aracı kurumlar tarafından, nominal değerleri üzerinden iskonto edilerek satın alınmaktadırlar. Şayet bu gibi kurumlar likidite sıkıntısı çekerlerse, bunları TCMB'ye götürerek reeskonta tabi tutabilmektedirler. MB'nin emisyon hacmini artırma yollarından birisi budur. Bu örnek, konumuz açısından da oldukça anlamlıdır. Çünkü MB, ekonomik durgunluğu önlemek için efektif talebi artırmak isterse, RO'yu düşürecek; enflasyonist dönemlerde ise, efektif talebi kırmak için, RO'yu yükseltecektir.

Basit bir para politikası denemesiyle parasal aktarımı görelim: MB'nin ana amacı enflasyonu düşürmek ($P \downarrow$) ve tercih ettiği para politikası aracı ise RO olsun. MB, amacını gerçekleştirmek için RO'yu yükseltecektir.

Para politikasının ana amacı : $P \downarrow$
Para politikasının aracı : $RO \uparrow$
Uygulama sonuçları:



Yan etkisi: Ekonomik daralma riski olabilir ($y \downarrow$).

Açıklama: MB, reeskont oranını yükseltince, mevduat bankaları kendi iskonto oranını yükseltecektir. Bu durumda kredi maliyeti yükseleceğinden, kredi hacmi (L) düşecek; bir yandan efektif talep azalırken ($AD \downarrow$), öte yandan kaydi para ($L \downarrow$) azaldığı için para arzı da azalacaktır ($M_s \downarrow$). Böylece, enflasyon iki kanaldan baskı altına alınacaktır. Ara amaç olan para arzı üzerindeki etki şöyle olacaktır: Bankalar iskonto oranını yükseltince, reeskonta tabi senet miktarı nispeten azalacak; bu, emisyon hacminin, dolayısı ile rezerv para ve parasal tabanın düşük olmasına neden olacaktır. $M_2 = k_2 H$ bağıntısına göre geniş para arzı M_2 azalacaktır.

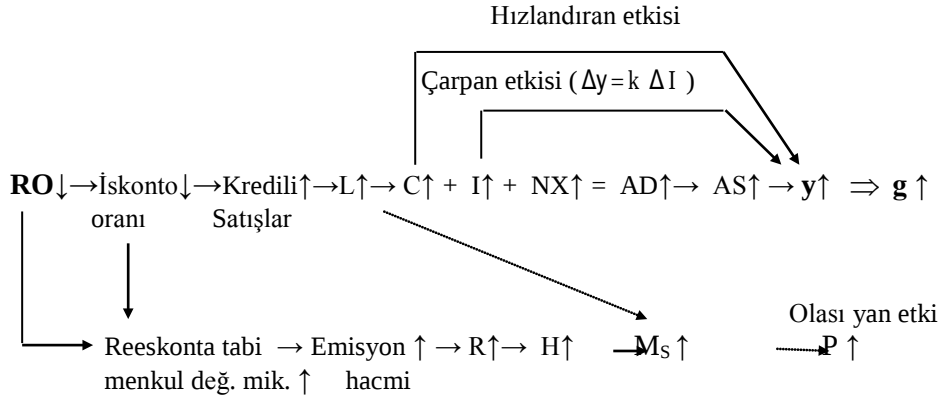
Şayet *anti deflasyonist bir para politikası uygulanması gerekiyorsa, RO düşürülür*. O zaman parasal aktarım, yukarıdaki tersi olacaktır.

İkinci bir örnek üzerinde düşünelim: Para politikasının ana amacı, ekonomik durgunluğu (resesyonu) önlemek için AD'yi dolayısı ile iktisadi büyüme oranını (g) artırmaktır. Kısaca,

Para politikasının ana amacı : $AD \uparrow$ ve $g \uparrow$

Para politikasının aracı : $RO \downarrow$

Uygulama sonuçları :



Yan etkisi: Enflasyon riskidir ($P \uparrow$).

Açıklama: MB, reeskont oranını düşürdüğünde, aktarım mekanizması birinci örnektekinin tersine işleyecektir. AS'nin AD'ye uyumunda gecikmeler varsa, yani toplam arz (AS) toplam talebi (AD) gecikerek izliyorsa fiyatların yükselme riski vardır.

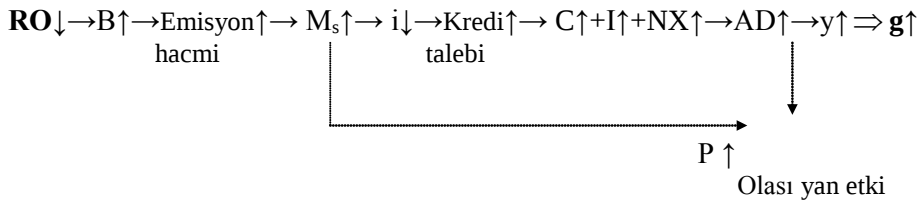
Reeskont politikası, MB'nin birbiriyle çelişen iki önemli fonksiyonu ile yönetilmektedir. Bunlar, MB'nin ödünç para veren son merci (yer) olması ve ticari banka kredilerinin hacmini ayarlama zorunluluğudur.

Reeskont politikası, banka kredilerinin toplam hacmine ve maliyetine etki etmektedir. Gelişmiş ekonomilerde, RO'nun maliyet üzerindeki etkisi iki yönlüdür: Birincisi, piyasa üzerindeki doğrudan etkisidir. İkincisi ise, RO'daki değişikliklerin, MB tarafından düşünülen faiz oranının bir göstergesi olmasıdır. Başka deyimle, RO psikolojik değer taşımakta, MB'nin eğilimini göstermektedir. RO'nun, kredi hacminin kontrolünde etkin bir araç olarak kullanılabilmesi, menkul değerlerin ve özellikle ticari senetlerin hacmine ve faiz oranlarıyla paralellik derecesine bağlıdır. Şimdi, konumuzu biraz daha genelleştirerek, *reeskont oranı ile kredi hacmi, para arzı ve faiz arasındaki ilişkilerden hareketle para politikası ana amacına nasıl ulaşıldığını yeniden gösterebiliriz:*

RO düşürüldüğünde, MB'ye gelen reeskonta tabi menkul değer (B) miktarı artacak; bunun etkisiyle, emisyon hacmi ve para arzı artacak ve piyasa faiz oranları (i) düşecektir. Faizdeki düşüş kredi talebini yükseltecektir. Bunun sonucunda, toplam yatırım ve tüketim ile net ihracat hacmindeki genişlemeye bağlı gelişmeler yaşanacaktır. Kısaca özetleyelim:

Para politikasının ana amacı: $g \uparrow$
Para politikasının aracı : $RO \downarrow$

Uygulama sonuçları:



Yan etkisi: Gecikme varsa fiyatlar genel düzeyinin yükselme riskidir.

MB'ye reeskonta sunulan senetler teminat niteliği taşımaktadır. Ancak bu, MB'nin bankalara güvensizliğinin bir sonucu olmayıp, tamamen sistemden kaynaklanmaktadır. Çünkü reeskonta tâbi senetler, piyasaların gerçek ihtiyaçlarından kaynaklanmakta ve gerçek üretim karşılığında ortaya çıkmaktadırlar. Bu tür senetlerin enflasyonist baskısının daha düşük olduğu

kabul edilmektedir. RO, konjonktür politikaları çerçevesinde kullanılmaktadır. Örneğin 2008 Küresel Mali Krizi'ni önlemek için başta FED olmak üzere, Avrupa ve daha birçok MB reeskont aracını uygulamak zorunda kalmışlardır.

Reeskont Oranına Yöneltilen Eleştiriler:

Başta Friedman olmak üzere, bazı teorisyenlere göre reeskont mekanizması gereksizdir. MB rezervlerinin değiştirilmesi için RO yerine açık piyasa işlemlerinin kullanılması yeterlidir. Ayrıca birçok iktisatçı, reeskont uygulamalarına şüphe ile bakmaktadır. Çünkü, reeskont faiz oranlarındaki değişimler sonucu, kredi hareketlerinde ön görülen limitlerin dışına taşma ihtimali yüksektir.

Reeskont oranının kaydı para üzerindeki etkisinin yetersiz olduğunu öne sürenler vardır. Onlara göre yetersizlik iki bakımdan ortaya çıkmaktadır:

- Banka sisteminin likiditesi yüksek ise, RO'yu dikkate almaksızın kredi vermeye devam edilebilir.
- Bankaların aktiflerindeki alacaklar ve portföy hesaplarının hepsi RO'daki değişimlere karşı duyarlı değildir. Bu durumda, reeskont politikası yetersiz kalacağı için APİ uygulamak gerekir.

Reeskont oranlarının enflasyonun önlenmesinde de yetersiz kalacağını öne sürenler vardır. Çünkü yüksek RO kredi maliyetlerini artırmaya rağmen, mal ve hizmet üretenler üretim kapasitelerini arttırmak için, daha çok kredi talebinde bulunabilirler. Çoğu iktisatçı, yukarıdaki eleştirilere rağmen, RO'nun konjonktür dönemlerine karşı etkin bir araç olduğuna inanmaktadır.

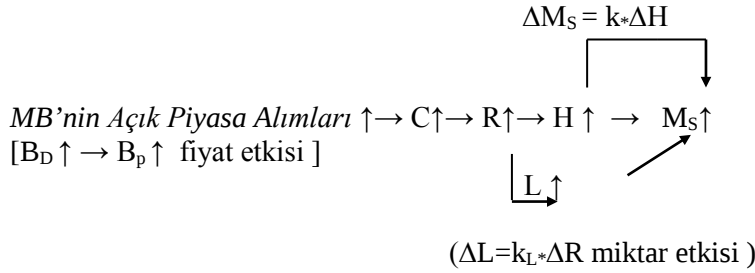
Likidite sıkıntısı çeken bankalar, portföylerindeki menkul kıymetleri derhal reeskonta tabi tutarak nakit ihtiyaçlarını kolayca karşılayabilirler. Böylece daha az atıl rezerv bulundururlar. Fakat, söz konusu bankanın merkez bankasında reeskont kredisinin bulunması gerekir. RO, günümüzde özellikle açık piyasa işlemlerinin etkinliğini arttırmak için kullanılmaktadır.

6.3.1.3 Açık Piyasa İşlemleri (APİ)

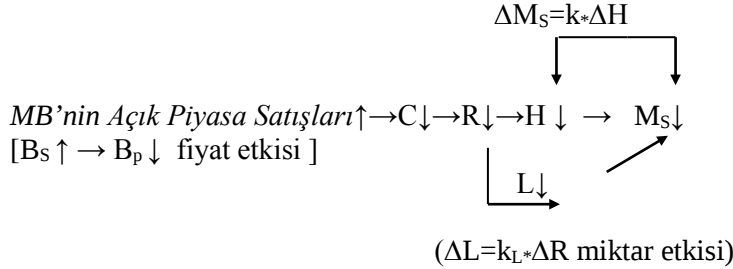
*APİ, merkez bankasının dolaşımdaki para miktarını kontrol etmek amacıyla menkul değerler alıp satmasıdır. Şayet dolaşımdaki para miktarını arttırmak istiyorsa piyasadan menkul değer satın alır, piyasaya efektif para arz eder. Buna **açık piyasa alımı** denir. Dolaşımdaki para miktarını azaltmak istiyorsa piyasaya menkul değer satarak, piyasadan efektif para çeker. Buna*

da **açık piyasa satışı** denir. APİ, doğrudan rezerv para (R) ve parasal taban (H) miktarını; dolaylı biçimde ise, kaydı para miktarını (L) aynı yönde etkiler. Her iki etkinin toplamı olarak toplam para stoku değişir. APİ, uygulamada en önemli para politikası aracıdır. Çünkü bu işlemler, para arzındaki değişmelerin ana kaynağı olan, parasal tabandaki değişmelerin en önemli belirleyicileridir:

Açık piyasa alımları ($B_D \uparrow$), dolaşıma çıkan para (C) miktarını, o da rezerv para (R) miktarını ve dolayısı ile parasal tabanı (H) genişletir. Böylece para arzı (M_S) artar. Kısaca,



Açık piyasa satışları ($B_S \uparrow$), dolaşıma çıkan para (C) miktarını, o da rezerv para (R) miktarını ve dolayısı ile parasal tabanı (H) daraltır. Böylece, $\Delta M = k \cdot \Delta H$ bağıntısına göre, para arzı (M_S) azalır. Kısaca,



Burada B_D , menkul kıymet talebi; B_P , menkul kıymetin fiyatı; B_S , menkul kıymet arzı; C, dolaşımdaki para miktarı ve diğer harfler ise bilinen anlamlarında kullanılmıştır. APİ, önce banka likiditesini, sonra da kredi çoğaltanı (k_L) yoluyla para arzını değiştirecektir ki buna **miktar etkisi** denir. Öte yandan, MB piyasadaki menkul değer arz ve talebini değiştirerek onların fiyatlarını etkiler. Buna da **fiyat etkisi** denmektedir.

MB, hazine bonosu, devlet tahvili gibi DİBS'leri ve benzer menkul değerleri APİ yapmada kullanmaktadır. Şimdi, bir örnek yardımıyla işleyiş mekanizmasını açıklayalım: MB, 100 bin TL devlet tahvili satın alarak açık

piyasa alımı yapsın. Bu durumda, MB bilançosunun aktifinde yer alan *devlet tahvili* hesabı şeklindeki varlıkları 100 bin TL artar. MB, tahvil sahibine ödemeyi kendi üzerine bir çek yazarak yapar. Çeki alan kimse, onu kendi bankasındaki hesabına yatırır. Banka, mevduat sahibini 100 bin TL alacaklandırıp, kendisini de borçlandırır. Sahip olduğu çeki ise, MB'deki kendi hesabına yatırır. Bu, MB'nin ödenecek bir borcu olduğu için MB bilançosunun pasifinde yani yükümlülüklerinde yer alır. Böylece para tabanı, MB bilançosunun hem aktifleri hem de pasifleri yönünden 100 bin TL artar. Kısaca bilanço kaydını şöyle ifade edebiliriz:

Açık Piyasa Alımlarının MB Bilançosuna Etkileri (Bin TL)

Aktif		Pasif	
Varlıklar		Yükümlülükler	
Devlet Tahvili	100	Dolaşımdaki Para	0
Diğer Varlıklar	0	MB'deki Banka Mevduatı	100
Parasal taban (Kaynak Esası)	100	Parasal Taban (Kullanım Esası)	100

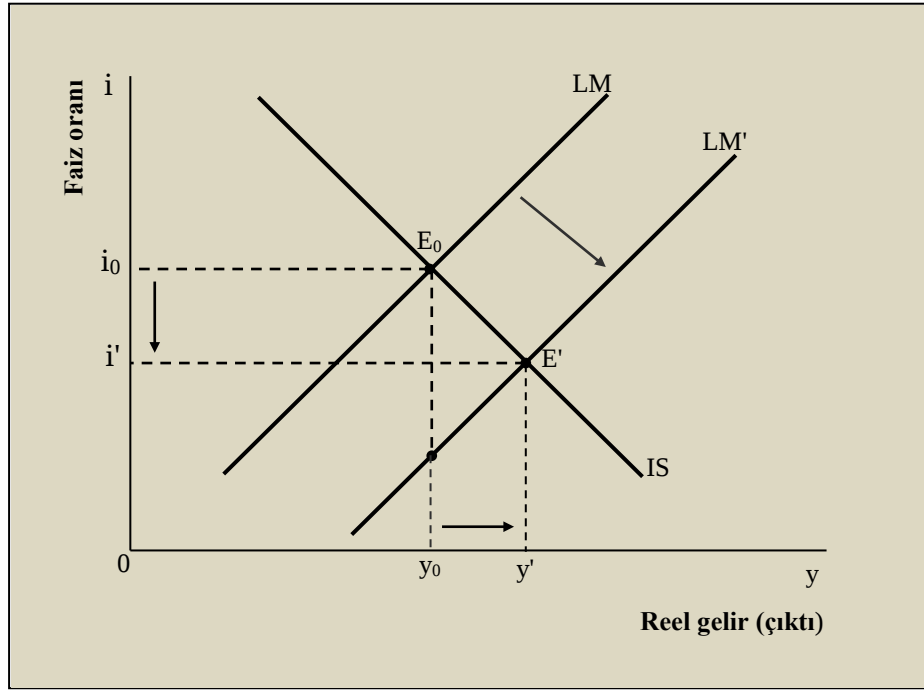
Buradaki ilginç nokta şudur: MB, satın aldığı tahvilin bedelini, kendi adına yazdığı bir çekle öder. Şayet tahvili satan kişi çeki tahsil ederse, MB 100 bin TL emisyon yapmış; böylece, dolaşımdaki efektif para 100 bin TL artmıştır. Bu, halkın çok merak ettiği şu soruyu da cevaplandırmaktadır:

Acaba MB karşılıksız mı para basıyor? Artık reeskont ve açık piyasa işlemleri gibi en önemli iki para politikası aracını öğrenen okuyucu, hayır cevabı verecektir. Çünkü görüldüğü gibi MB, değişik menkul değerleri ya satın alarak ya da reeskonta tabi tutarak, karşılığında emisyon yapmaktadır.

Yukarıda değindiğimiz gibi, MB'nin tahvil talebindeki artış piyasadaki toplam tahvil miktarını azaltır. Bunun sonucu, tahvil fiyatları yükseleceğinden tahvilin getirisi azalma eğilimine girer. Daha düşük faiz oranında halk, servetinin nispeten küçük bölümünü tahvil, daha büyük bölümünü de para şeklinde tutar.

Merkez bankası tarafından yapılan *açık piyasa alımının işleyişini Şekil 6.3.1.3.a yardımıyla açıklayalım:* IS ve LM eğrilerinin kesiştiği yer (E_0) başlangıç denge noktasıdır. E_0 noktasında, M_s para arzı düzeyinde $LM=IS$ 'dir. Bu durumda MB açık piyasa alımı yaparsa, para miktarı ΔM_s kadar artacaktır.

Bunun sonucunda, LM eğrisi sağ tarafa LM' konumuna kayacak; faiz oranı i' düzeyine düşecek; reel gelir miktarı da y' düzeyine yükselecektir. Yeni denge E' noktasında oluşacaktır. Başka bir anlatımla, *açık piyasa alımları faiz oranını düşürüp, yatırım harcamalarını artırarak denge reel gelir düzeyini yükseltmektedir.*



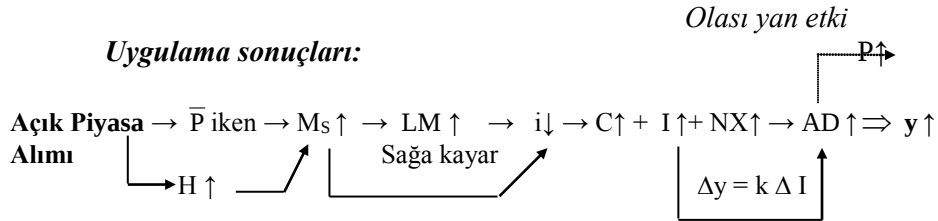
Şekil 6.3.1.3.a Açık Piyasa Alımının İşleyişi

Şimdi örnek para politikası uygulamamıza dönelim:

Para politikasının amacı: İktisadi büyüme ve reel geliri arttırmak ($y \uparrow$)

Para politikasının aracı : APİ, açık piyasa alımı

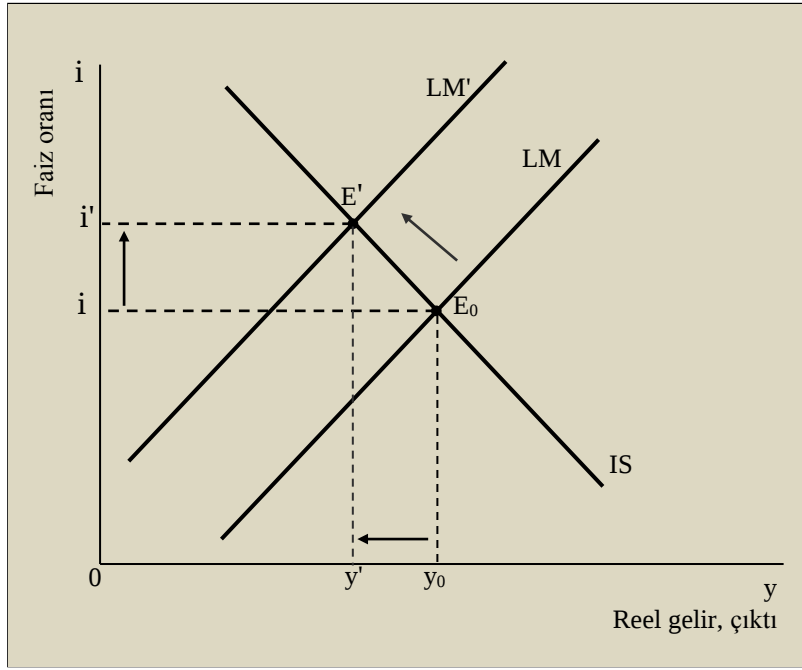
Uygulama sonuçları:



Yan etkisi: Fiyatların artma riskidir.

Burada, iktisadi büyüme amacı gerçekleşmiş olmakla birlikte, AD'deki artışı karşılayacak mal arzı yoksa fiyatların artma riski vardır ki bu bir yan etkidir.

Açık piyasa satışının işleyişini şekil yardımıyla açıklayalım: MB, fiyat istikrarını sağlamak, enflasyon oranını düşürmek amacıyla açık piyasa satışları yaparsa, işleyiş yukarıdakinin tersi olacaktır:



Şekil 6.3.1.3.b Açık Piyasa Satışının İşleyişi

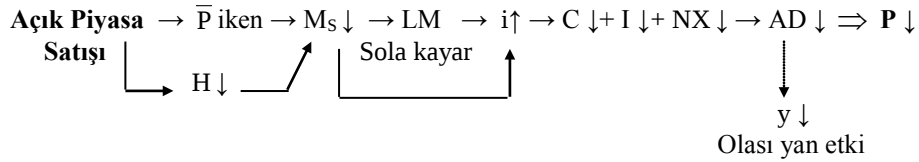
Şekilde, E_0 başlangıç denge noktasıdır. E_0 noktasında, M_s para arzı düzeyinde $LM=IS$ 'dir. Bu durumda MB açık piyasa satışı yaparsa, para miktarı ΔM_s kadar azalacaktır. Bunun sonucunda, LM eğrisi sol tarafa, LM' konumuna kayacak; faiz oranı i' düzeyine yükselecek; reel gelir miktarı ise y' düzeyine düşecek; yeni denge E' noktasında oluşacaktır. Başka bir anlatımla, *açık piyasa satışları faiz oranını yükseltip, yatırım harcamalarını azaltarak denge reel gelir düzeyini düşürmektedir.*

Yine örnek para politikası uygulamamıza dönelim:

Para politikası ana amacı: Fiyat istikrarı ($P\downarrow$)

Para politikası aracı: APİ, açık piyasa satışları

Uygulama sonuçları:



Yan etkisi: Ekonomide daralma riskidir ($y \downarrow$).

Bu uygulama sonucunda enflasyonu düşürme hedefi gerçekleşebilir. Ancak reel gelirin, dolayısıyla büyüme hızının düşme riski ciddi bir olumsuz yan etkidir. Şekil 6.3.1.3.b’de bu konu açıklanmıştır.

Aynı konuyu bir de mevduat bankaları açısından ele almakta fayda vardır: MB, açık piyasa satışı yaptığında (örneğin tahvil sattığında), mevduat bankalarının rezervleri azalır. Böylece, kredi verme olanakları daralacağından kaydi para miktarı azalır. MB’nin ulaşmak istediği ara amaç da zaten budur.

Şimdi kendi kendimize şu soruyu soralım: Halk veya mevduat bankaları, MB’nin satacağı menkul değerleri satın almak istemezse ne olacaktır? Halk, bunları almaya zorlanabilir mi? Cevap: Halkın satın almak isteyeceği bir fiyat daima vardır.

MB, APİ ile birdenbire büyük miktarda menkul değer satmak zorundaysa, bunların fiyatlarının düşeceği konusunda hazırlıklı bulunması gerekir. Çünkü menkul değerlerin fiyatlarındaki düşüş piyasa faiz oranlarını yükseltecektir. Yükselen faiz sonucu, MB’nin varmak istediği hedeflerde sapmalar olabilir.

a. Açık Piyasa İşleminin Tipleri:

APİ’nin iki tipi vardır (Mishkin, 1986, s.361): *Birincisi, dinamik açık piyasa işlemleridir.* Bunlar, rezervlerin düzeyini ve para tabanını değiştirmeye yöneliktir. *İkincisi, savunmacı (defansif) APİ olup,* banka rezervlerinin mevcut düzeyini korumaya yönelik işlemlerdir. Uygulamada bunları birbirinden ayırmak güçtür.

b. Açık Piyasa İşleminin Tarihçesi:

APİ, bir para politikası aracı olarak Birinci Dünya Savaşı’ndan sonra kullanılmaya başlanmıştır. ABD ve İngiltere, savaş nedeniyle artan devlet

harcamalarını finanse etmek için devlet tahvili ve hazine bonosu çıkararak piyasada satmışlardır. Daha sonra bu işlemlerin para arzı üzerindeki etkinliği fark edilmiştir. Böylece APİ, ekonomik şartlara en iyi uyum sağlayan ve esnekliğe sahip bir para politikası aracı haline gelmiştir. Etki alanına göre, dar yahut geniş; zaman bakımından, sürekli veya aralıklı kullanılabilir özelliktedir.

Günümüzde gelişmiş sermaye ve para piyasasına sahip ülkelerde, onların MB'ler tarafından APİ aracı etkin ve yoğun biçimde kullanılmaktadır. Menkul kıymetler borsası APİ'nin; APİ de, menkul kıymetler borsasının gelişmesine yardımcı olmaktadır. Buradaki müşterek payda, repo ve ters repodur. Çünkü repo ve ters reponun etkin ve yaygın biçimde uygulanabilmesi için menkul kıymetlere ihtiyaç vardır ki, bunu borsalar sağlamaktadır. Borsaların gelişmesi için de menkul kıymet talebinin artması gerekmektedir. Yine günümüzde, bağımsız MB'si bulunan ülkelerde, APİ uygulamak konusunda bu banka yetkili ve sorumludur.

c. Açık Piyasa İşlemleri Aracının Güçlü ve Zayıf Yönleri:

Güçlü yanları: APİ, aşağıdaki nedenlerle MB için en etkin para politikası araçlarının başında yer almaktadır:

- MB, para tabanını etkilemek için gerekli miktarda menkul değeri serbestçe alıp satabilir.
- APİ uygulamasında yetki tamamen MB'ye aittir.
- APİ alış ve satış miktarları itibariyle çok esnek biçimde uygulanabilir. Hatalar hemen düzeltilebilir.
- APİ, ekonomideki ani değişimlere karşı istenen çabuklukta, iki yönlü uygulanabilir. Bürokrasi gerektirmeyen bir işlemdir.
- Menkul kıymetler borsasının gelişmesini destekleyerek, mali ve reel kesimlerden giderek para politikasına dolaylı etkiler yapar.

Zayıf Yanları: Sermaye piyasasının geliştiği ve yoğunlaştığı bölgelerde etkindir. Bu açıdan, reeskont oranından daha dar bir etkiye sahiptir. Ancak APİ yapılan menkul değerlerin türü arttıkça, bu eksiklik de ortadan kalkacaktır.

Okuyucunun bir konuya dikkatini çekelim: TCMB, açık piyasa işlemlerini, para arzının kontrolü ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla gerçekleştirir. Banka bunu, piyasadaki mevcut DİBS'leri alıp satarak sağlar. Bu işlem için yeni bono, tahvil vb. DİBS'ler çıkarılmaz. Böylece, DİBS için bir ikincil pazar oluşturulmasına katkı sağlar. Ayrıca devletin iç borçlanma politikasının, günün şartlarına uygun biçimde yürütülmesine de destek olur.

TCMB'nin API aracını etkin ve yaygın biçimde kullanması aşağıdaki olumlu sonuçları doğurmuştur:

- İMKB'nin gelişmesine,
- Ekonominin genel likiditesinin düzenlenmesine,
- Bankalar ve sigorta şirketlerinin portföylerini rasyonel yönetmelerine,
- 2001 krizinde bankaların ve TMSF'nin mali olanaklara kavuşmasına katkı sağlamıştır.

TCMB, artık API'yi çok daha etkin biçimde uygulayabilmektedir. Mali piyasalarda likidite fazlası olduğu dönemlerde, piyasada DİBS satışı yaparak, fazla likiditeyi çekmektedir.

- Hazine ile birlikte çalışarak, örneğin repo vadesini Hazine'nin borç ödeme tarihine yaklaştırabilmektedir.
- Piyasada likidite sıkıntısı varsa bu işlemlerin tersini yapmaktadır.
- TCMB, API politikasını hükümetin uygulayacağı iktisat politikalarıyla uyumlu biçimde izlemeye özen göstermektedir.

TCMB'nin uyguladığı para politikası araçları Tablo 6.3.1.8'de topluca sunulmuştur. Tablodan görüldüğü gibi TCMB, API'yi ya repo-ters repo pazarında ya da kendi bünyesinde repo-ters repo ve doğrudan alım-satım işlemleri yaparak gerçekleştirmektedir. Bunun için portföyünde DİBS bulundurmamak zorundadır ki, bunları ancak tahvil ve bono piyasası ikincil piyasasından satın alabilmektedir. Fakat bu likidite senetlerinin yetersiz olduğu durumlarda, kendisi *likidite senetleri çıkarabilmektedir*.

Repo-ters repo işlemlerinde en kısa vade 1 gün (o/n), en uzun ise 91 gündür. Doğrudan alım-satımda vade sınırı yoktur. BİST Repo-Ters Repo Pazarı'nda yapılan işlemler, BİST kurallarına bağlıdır. TCMB bünyesinde ise ihale ve kotasyon yöntemi ile yapılmaktadır.

Yine Tablo 6.3.1.8'den izlenebileceği gibi, TCMB bünyesinde işletilen *Bankalararası Para Piyasası* bulunmaktadır. TCMB, bu piyasadan alım yönlü işlemler yapmakta (yani mevduat satın almakta) veya satış yönlü işlemler yapmakta (bankalara mevduat satmakta)'dır. Bunlara *depo satımı ve alımı* da denmektedir. TCMB, depo satımını teminat karşılığı yapmakta; fakat depo alırken kendisi teminat vermemektedir.

TCMB'nin teminat olarak kabul ettiği senetler şunlardır: Hazine'nin çıkardığı DİBS'ler, kredi notu yüksek yabancı hazinelerin çıkardığı DİBS'ler,

bankaların TCMB hesaplarında tuttıkları döviz ve TL mevduatlar ile TCMB'nin likidite senetleri.

Açık piyasa işlemleri, TCMB'nin faiz koridoru şeklinde uyguladığı kısa vadeli faiz (politika faizi) sisteminin etkin işlemesi bakımından önem arz etmektedir. Çünkü TCMB'nin bankalara sattığı mevduat (yani verdiği kısa vadeli kredi) için aldığı faiz koridorun üst sınırını, aldığı mevduat için verdiği faiz koridorun alt sınırını oluşturmaktadır. Repo ve ters repo işlemleri ise, kısa vadeli piyasa faizinin koridor içinde nerede gerçekleşeceğini belirlemektedir

6.3.1.4 Disponibilite Oranı

Mevduat bankaları, taahhütlerine (kabul ettikleri mevduatlara) karşı *disponibl değer*, yani nakit ve/veya kolaylıkla *nakde çevrilebilir* değerler bulundurmak zorundadırlar. *Disponibilitenin kelime anlamı, satılabilir varlıklar demektir.* Mevduat, bankanın hem varlığı hem de yükümlülüğüdür. İşte, bu varlıklar yahut değerler üzerinden ayrılan ve onların belli bir yüzdesini ifade eden orana *disponibilite oranı* denmektedir. Disponibilite oranı uygulaması, *daha çok mevduat bankalarının likiditesini, yani aktif yapısını düzenleme amacını güden zorunlu bir araçtır. Disponibilite oranının zorunlu karşılık oranından (ZKO) farkları şöyle özetlenebilir:*

- Disponibilite şeklinde ayrılan karşılıklar mevduat bankalarının kasalarında bulundurulur. ZKO, Merkez Bankası nezdinde bloke edilir.
- Disponibilite oranının para arzını kontrol gücü nispeten çok düşüktür.
- ZKO'dan farklı olarak, disponibl kabul edilen değerlerin bir kısmına faiz tahakkuk ettirilir.

Disponible değerler, likiditesi yüksek yani kolayca paraya çevrilebilen değerler olup, şöyle sıralanabilir: Mevduat bankalarının kasalarındaki nakit mevcudu, MB nezdindeki vadesiz serbest mevduat, Devlet iç borçlanma senetleri vb. Türkiye'de, genel disponibilite uygulaması 1868 yılında başlamış; 16 Kasım 2005 tarihinde yürürlükten kaldırılmıştır. Çünkü günümüzde bankaların portföylerinde önemli miktarlarda disponible değer zaten bulunmaktadır.

6.3.1.5 Faiz Oranı

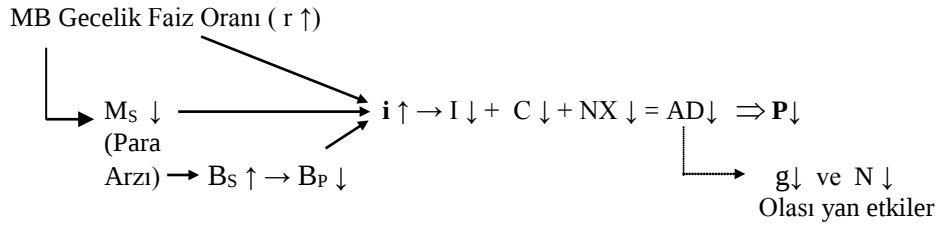
Para arzındaki değişme faiz oranlarını değiştirir. Çünkü para bir mal, faiz ise paranın fiyatıdır. Faiz oranındaki değişme ise toplam talebi etkiler. Elbette faiz oranı, doğrudan MB'nin veya para otoritelerinin kararıyla

değiştirilebilir. Faiz oranı, esas itibariyle bir para politikası ara amacı olmakla birlikte, para politikası aracı olarak da kullanılabilir: Bunu örnekle açıklayalım:

Para politikasının ana amacı: Fiyat istikrarını sağlamak ($P \downarrow$)

Para politikasının aracı: MB gecelik faiz oranı ($r \uparrow$)

Uygulama sonuçları:



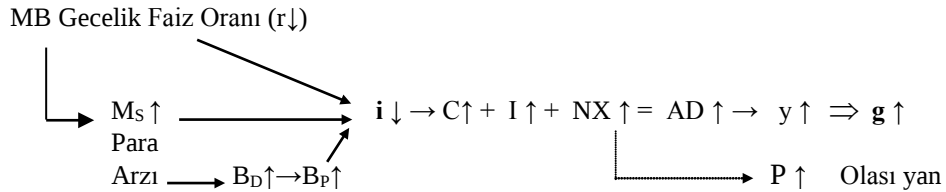
Yan etkisi: İktisadi büyümenin yavaşlaması ve istihdamın azalma riski.

Bu etkileşimi kısaca açıklayalım: MB, gecelik faiz oranını (r) yükseltirse, bankalar da kredi faiz oranını (i) yükselteceklerdir. Çünkü bankaların MB'den yaptıkları borçlanmanın maliyeti artacağından, talep edilecek para miktarı düşecektir. Öte yandan, para arzında (M_s) meydana gelen düşüş piyasa faiz oranının (i) yükselmesine; aynı zamanda menkul kıymet arzının (B_s) artmasına ve onun fiyatının (B_p) düşmesine neden olacaktır. Piyasa faiz oranlarındaki yükselme kredi maliyetlerini artıracığından, yatırım (I) ve tüketim (C) harcamaları ile net ihracatı (NX) azaltır. Böylece toplam efektif talep (AD) düzeyi azalarak toplam talebin nispeten toplam arzdan daha düşük kalmasına neden olacağından, fiyat artışında yavaşlama görülecektir. Öngörülen ana amacın gerçekleşmesine rağmen, iktisadi büyüme (g) ve istihdamda (N) bir düşme beklenebilir. Buna bir örnek verelim:

Para politikasının ana amacı: İktisadi büyüme oranı ($g \uparrow$)

Para politikasının aracı: MB gecelik faiz oranı ($r \downarrow$)

Uygulama sonuçları:



Yan etkisi: Fiyatların yükselme riskidir ($P \uparrow$).

Bu aktarma mekanizmasını da kısaca açıklayalım: MB, gecelik faiz oranını (r) düşürürse, bankalar da kredi faizini (i) düşüreceklerdir. Para arzındaki (M_s) artış, bir yandan faiz oranının (i) düşmesine; öte yandan menkul kıymet talebinin (B_D) artmasına ve onun fiyatının (B_P) yükselmesine neden olacaktır. Faiz oranlarındaki düşüş kredi maliyetlerini düşüreceğinden, yatırım (I) ve tüketim (C) harcamaları ile net ihracat (NX) artacak; böylece toplam talep (AD) düzeyinin artmasını, reel GSMH (y) ve dolayısıyla iktisadi büyüme (g) düzeyinin yükselmesini sağlayacaktır. İktisadi büyüme hedefine ulaşılmasına rağmen, arz ve talep arasında gecikme varsa, fiyatlar genel düzeyinde bir artış beklenebilir. Bu, enflasyonist bir eğilime yol açıyorsa olumsuz, arzulanmayan bir yan etkidir. Burada dikkatleri önemli bir noktaya toplamak gerekir: Yukarıda, faizden sonraki etkileşim mekanizmasının geçerliliği tüketim ve yatırım talebinin faiz oranına duyarlı olmasına bağlıdır.

Fonksiyonel bakımdan, MB, günlük işlemleri sırasında faiz oranlarını kontrol edebilir. Nitekim MB, menkul kıymetler borsasında API yapmak için menkul kıymet alıp satar. Şayet MB, kamuya ait menkul değerlerin (DİBS) fiyatlarını yükseltmek yani faiz oranlarını düşürmek isterse, o fiyattan menkul değerleri satın alır. Faiz oranlarını yükseltmek istiyorsa tersini yapar: MB, sahip olduğu portföyden yeteri kadar menkul değer satabilir. Böylece MB, piyasa faiz oranlarını istediği biçimde, günlük bazda belirleyebilir.

MB, bir para politikası aracı olarak, gecelik faiz oranlarını değiştirerek bankaların borç verme olanaklarını değiştirir. Böylece onların yatırım kararlarını etkiler. MB, para arzı yanında, kredi hacmini de bir para politikası ara hedefi olarak belirleyebilir. Öyle ki MB, finansal firmalar dışında devlet, hane halkları ve firmaların toplam borçlarındaki artışı da hedef edinebilir. Bunların toplam borç tutarı, onlara verilen kredilere eşittir. Harcamalar, borçlanarak finanse edilebilir. Böylece, borçlardaki ve harcamalardaki artış birlikte hareket eder. Özellikle yatırım harcamaları büyük bir ihtimalle krediyle finanse edilebilir. Bu durumda faiz oranı etkin bir para politikası aracı olarak ortaya çıkar.

Faiz oranlarının piyasa güçlerince belirlenmesi eğilimi geliştikçe, MB'nin belirli bir alanda faiz oranlarını etkilemek amacıyla müdahale etme gücü ve şansı artmaktadır. Öte yandan, para piyasalarında para politikası araçlarının sayısı artmaktadır. Bu durum, MB'nin para piyasasının vade yapısına uygun stratejiler geliştirmesine olanak vermiştir. MB'leri kısa dönemli faiz oranlarının dalgalanmalarını belli bir alan içinde sınırlandırmaya devam etmektedirler. Bu hususta başarılı olabilmek için bankaların rezerv ihtiyaçlarını doğru tahmin etmeleri gerekmektedir.

6.3.1.6 Kantitatif Para Politikası Araçlarının Birbirlerine Göre Nispi Üstünlükleri ve Zayıf Yanları

Aynı amaca yönelik olsalar bile, her bir para politikası aracının üstün ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bunlardan önemlilerini kısaca belirtelim:

a. API ile Reeskont Oranının Karşılaştırılması:

API'nin Reeskont Oranına Göre Üstünlükleri:

- API daha güçlüdür. H'yı değiştirici etkisi, RO'ya göre daha büyüktür.
- API, daha esnek ve kesindir.
- MB, API yoluyla para H'yı kolayca etkileyebildiği halde, RO sadece bankaların ödünç alma güdülerini değiştirebilir.

Reeskont Oranının API'ye Göre Üstünlükleri:

- RO, değiştirildiği anda çok geniş bir alanda, hatta ülkenin tamamında etkisini gösterir. Hâlbuki API'nin ilk etkisi sadece para ve sermaye piyasalarının bulunduğu yörelerde görülür.
- API'nin etkili olabilmesi için örgütlü bir menkul kıymetler borsasına gerek olduğu halde, RO aracında buna gerek yoktur.

b. API ile Zorunlu Karşılık Oranının Karşılaştırılması:

Zorunlu Karşılık Oranının API'ye Göre Üstünlükleri:

- ZKO'daki değişimin coğrafi etkisi daha yüksek ve gecikme yoktur.
- ZKO'nun düşürülmesi halinde, bankalar kredi hacmini arttırabilirler.

API'nin Zorunlu Karşılık Oranına Göre Üstünlükleri:

- API, belli bir merkezde büyük hacimlerde yapılabilir.
- ZKO, ellerinde aşırı rezervi bulunsun veya bulunmasın bütün ticari banka sistemini etkiler, rezervi düşük olanların aleyhine sonuç doğar.

c. Reeskont Oranı ile Zorunlu Karşılık Oranının Karşılaştırılması:

- Banka rezervleri üzerinde, ZKO'daki değişimin etkisi daha büyüktür.
- ZKO'daki değişim, MB rezervlerini nispeten daha fazla etkiler.
- Reeskont aracı, ZKO'dan daha esnektir. Fakat hem ZKO'dan hem de API'den daha zayıftır.

6.3.1.7 Selektif Para Politikası Araçları

Selektif (seçici) para politikası araçlarının ilk etkisi ekonominin bütünü üzerinde değil, belli bazı sektörler veya özel piyasalarda görülür. Ülke ekonomisi açısından gelişmesi istenen, gelişme potansiyeline sahip sektörlerle

veya bölgelere fonlar yönlendirilir. Aksine, gelişmesi ülkenin ekonomik kaynaklarının israfına yol açan sektörler ve girişimlere yapılacak fon transferine engel olunur. Selektif araçların sınıflandırılması konusunda belirli bir standart ayırım yoktur. Türkiye’deki uygulamalara göre özetleyelim:

A. Selektif Kredi Kontrolü: Bu aracın uygulanmasındaki *amaç*, kalkınma planlarının tercihlerine göre kredilerin sektörel veya bölgesel dağılımını yönlendirmektir. *Selektif kredi kontrolü*, maliye politikası araçlarıyla birlikte kullanılabilir. Bunlar;

- Öncelikli sektörler veya bölgelerde özel amaçlı kuruluşlara bazı kaynakları kullanabilme yetkisinin verilmesi,
- Vergi muafiyeti ve sübvansiyonlar,
- Sektörel bazda faiz ve RO’ları ile ZKO’nın farklılaştırılması vb.

Selektif kredi kontrol araçlarından bazılarını görelim:

a. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları: MB, ticari bankaların getirecekleri senetlere, özelliklerine göre farklı RO’lar uygulayarak, bazı sektörlerin ekonomik faaliyetleri sınırlandırılırken, bazıları özendirilebilir. Bu uygulamanın başarılı olması, ticari bankaların MB’ye getireceği senet miktarına bağlıdır.

b. Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz Oranları Açısından Selektif Kontrolü: MB, ticari bankaların açacakları çeşitli kredilere bir tavan getirebilir. Kalkınma planlarında öncelik verilen üretim faaliyetleri ve alanları için çeşitli vadelerdeki kredi olanakları genişletilebilir. Yahut bunlar için faiz kolaylıkları sağlanabilir. Türkiye’de uzunca bir süre uygulanan yatırım teşvik tedbirlerinin içeriğinde bu tür destekler yer almıştır.

c. Taksitli Satışlar ve Tüketim Kredisinin Selektif Kontrolü: Bir ülke ekonomisinde harcamaların aşırı genişlediği dönemlerde (tüketicilerin gelecekteki gelirlerini bugünkü ihtiyaçları için kullanmalarına engel olmak için) çeşitli dayanıklı tüketim mallarının taksitli satış şartlarının düzenlenmesine müdahale edilebilir. Bunlar peşin ödeme, vade ve bankaların, bu amaçla açacağı krediler vb. şartlardır. Ancak, söz konusu sınırlamaları uygulamak oldukça zordur. Çünkü tüketiciler, kendi kaynakları veya başka amaçla edindikleri kredileri kullanarak planladıkları harcamayı gerçekleştirirler

B. Bankaları İkna Yolu: MB, mevduat bankalarına, para otoritelerince belirlenen resmi para politikası amaçlarına uymaları konusunda telkinde bulunur. Bankalar, MB ile yakın ilişki içindedirler. Bu nedenle, MB’nin gerekçeli önerilerine karşı duyarsız veya kayıtsız davranmazlar.

MB'nin benzer uygulamalarına, konjonktürel dalgalanmaların yüksek olduğu ekonomik kriz dönemlerinde rastlanmaktadır. TCMB açıklık politikası uygulayarak, bankalara moral desteği vererek bu aracın daha da etkin işlemlerini sağlamaktadır.

C. Diğer Selektif Para Politikası Araçları: Yukarıda sıralananlar dışında başka selektif araçlar da bulunmaktadır. Türkiye'deki uygulamalarda olduğu gibi, bunlar bazen uygulamaya konur, belli bir süre devam eder ve sonra kaldırılabilir. Özellikle ödemeler bilançosu açıklarının bulunduğu veya yatırım teşvik tedbirleri yahut sübvansiyonların yürürlüğe konduğu ülkelerde bu tür selektif para politikası araçları ortaya çıkar. Söz konusu araçlardan bazılarını kısaca özetleyelim:

a. Bankalar ve Banka Dışı Mali Araçlara Belli Miktar DİBS Satın Alma Zorunluluğu: Para otoriteleri, banka ve banka dışı mali araçları ellerindeki fonların belli bir oranıyla, öngördükleri DİBS almaya zorlayabilirler. Şayet piyasa faiz oranları bu tür aktiflerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla normal piyasa faiz oranlarından daha düşük faizle bir kısım fonlar kamu kesimine aktarılır. Ticari bankalardan bu yolla sağlanan finansmanlar kalkınmada öncelikli faaliyetlerde kullanılabilir.

b. Asgari Ödeme Oranı: Bu araç, özellikle gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerde kullanılmaktadır.

6.3.1.8 TCMB'nin Kullandığı Para Politikası Araçları

Bu konu, aşağıda (Tablo 6.3.1.8) özetle sunulmuştur. TCMB, Türk ekonomisinin konjonktürel yapısındaki değişmelere göre değişebilen bir para politikası ve uygun araçlar kullanmakta ve bunları uygun dozlarda uygulamaya çalışmaktadır. Bu noktada TCMB'nin yasal yapısını göz ardı etmemek gerekir. TCMB, kanunun çizdiği sınırlarda belirlenen yetkilerini kullanarak para politikasını sürdürebilmektedir.

Tablodan görüleceği gibi, TCMB'nin en önemli para politikası aracı API'dir. Bunu zorunlu karşılık oranları izlemektedir. TCMB, 2008 Küresel Mali Krizi'nin Türk ekonomisine yansımalarına ve cari açık problemlerine karşı özellikle 2011 yılından itibaren TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarını esnek biçimde uygulanmaya başlamıştır. Ancak yeniden hatırlatmak gerekir ki, 2001 yılından beri TCMB'nin kısa vadeli faizleri para politikası aracı olarak uygulamakta olduğunu, faiz konusunu işleyen beşinci bölümde ele almıştık. Dünya genelinde, başta FED olmak üzere birçok ülke MB'leri benzer uygulamayı yapmaktadır.

Tablo 6.3.1.8 TCMB'nin Kullandığı Para Politikası Araçları

İŞLEM ADI	PİYASAYA LİKİDİTE VERİLİR	PİYASADAN DAN LİKİDİTE ÇEKİLİR	VADE	YAPILMA SIKLIĞI	YÖNTEM	KARŞILIK	BİRİNCİL/ İKİNCİL PİYASALAR	KATILIM-CILAR
AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ								
REPO	+		En fazla 3 ay	Günlük	Kotasyon ve/veya ihale	DİBS	Merkez Bankası'nın	Bankalar ve Aracı Kurumlar
TERS REPO		+					Kendi Penceresi ile	
DOĞRUDAN SATIM		+	2001 yılından sonra belirli dönemlerde kullanılmıştır				IMKB Tahvil ve	
DOĞRUDAN ALIM	+						Bono Piyasası	
BANKALAR ARASI PARA PİYASASINDA ALIM YÖNLÜ İŞLEMLER		+	Bir gece ile 3 ay arasında	Günlük	Kotasyon	Genel olarak DİBS (Teminat Olarak)	Bankalar	
BANKALAR ARASI PARA PİYASASINDA SATIM YÖNLÜ İŞLEMLER	+							
DÖVİZ MÜDAHALELERİ								
TL KARŞILIĞI DÖVİZ SATIŞI		+	Aynı gün, 1 günlük	Günlük	Genel Olarak İhale Yöntemi	Bankalar, Finansal Kuruluşlar, Yetkili Müesseseler		
TL KARŞILIĞI DÖVİZ ALIŞI	+		Spot (2 günlük)					
ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI								
TL ve yabancı para mevduat için, para politikası amaçlarına göre farklı oranlarda uygulanmaktadır.								Bankalar
DİSPONİBİLİTE ORANLARI								
16 Kasım 2005'te yürürlükten kaldırılmıştır								Bankalar
GÜN İÇİ LİMİT								
Bankalar, bankalararası para piyasasından borç alabilme limitlerinin serbest tutarı kadar gün içindeki acil fon ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir.								Bankalar
VADELİ İŞLEM LİMİTİ								
								Bankalar

Kaynak: TCMB

6.3.2 Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları²

Para politikası, bir ekonomideki para miktarının (arzının) çeşitli para politikası araçlarıyla değiştirilerek veya doğrudan doğruya faiz politikaları kullanılarak piyasa faizlerinin belirlenmesi temeline dayanmaktadır. Böylelikle, belirlenen piyasa faizlerinin parasal aktarım mekanizması yardımıyla reel sektörü etkilemesi beklenmektedir. Geleneksel para politikası olarak da adlandırılan ve ekonominin normal dönemlerinde etkin bir şekilde işleyen bu politika, kriz dönemlerinde etkin bir şekilde işlememekte ve MB'nin amaçlarına ulaşılmasında yetersiz kalmaktadır.

Geleneksel para politikası araçlarının yetersiz kalması iki nedene bağlanabilir (Smaghi, 2009, s.2-3):

Birincisi, ekonomik şokların güçlü olduğu dönemlerde nominal faiz oranlarının sıfıra indirilmesi gerekebilmektedir. Ancak politika faizinin sıfırın altına indirilmesi mümkün olmadığından, böyle bir durumda gereken ek parasal hızlandırıcılar ancak geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla sağlanabilir. Politika faiz oranı sıfır düzeyinde iken ek parasal hızlandırıcılar şu üç şekilde sağlanabilir:

- *Orta vadeden uzun vadeli faiz oranı beklentilerinin yönetilmesi,*
- *MB bilançosunun kompozisyonunun değiştirilmesi,*
- *MB bilanço büyüklüğünün genişletilmesi.*

Bu önlemlerin ortak noktası, çok kısa vadeli bankalar arası faiz oranlarının ötesinde finansman şartlarının iyileştirilmesi için tasarlanmalarıdır.

İkincisi ise, para politikası aktarım mekanizması önemli derecede hasar gördüğü durumlarda, politika faizi sıfırın üstündeyken bile geleneksel olmayan para politikası araçları etkin bir şekilde kullanılabilir. Bu şartlar altında MB'lerinin iki seçeneği vardır:

- *Kısa vadeli nominal faiz oranlarında normal şartlar altında olduğundan daha fazla bir indirim gitmek,*
- *Geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak doğrudan doğruya aktarım mekanizmasında rol almak.*

² Bu konu, KTÜ İİBF İktisat Bölümü öğretim üyesi Yrd. Doç. Dr. İbrahim Al tarafından hazırlanmıştır.

Geleneksel olmayan para politikası araçları beş temel başlık altında incelenmektedir:

- Miktarla ilgili (kantitatif) genişleme,
- Kredi genişlemesi,
- Zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması uygulaması,
- Faiz taahhüdü politikası,
- Faiz koridoru politikası.

6.3.2.1 Miktarla İlgili (Kantitatif) Genişleme:

Miktarla ilgili genişlemede, temel politika aracı olan faiz oranı temel araç olmaktan çıkmakta ve paranın miktarı araç olarak kullanılmaktadır. Bu politikayla birlikte MB'ler varlık alımları ya da diğer işlemlerle piyasaya yüklü miktarda para sürmektedirler. Bu alımlar, kısa dönemli finansal varlıklar olabileceği gibi, uzun dönemli devlet tahvilleri ya da kredi varlıkları da olabilmektedir. Bu noktada geleneksel politika ve geleneksel olmayan politika arasında herhangi bir fark yokmuş gibi gözükse de, aslında miktarla ilgili genişleme sürecinde alınan varlıklar çok daha fazla olmaktadır (Vural, 2013, s.21). Miktarla ilgili genişleme ile açık piyasa işlemleri arasındaki farklar şunlardır (Perera, 2010, s.19):

- **Zamanlama:** API düzenli olarak uygulanırken; miktarla ilgili politika, faizlerinin sıfır olduğu veya sıfıra yaklaştığı bir durumda son araç olarak kullanılmaktadır.
- **Politika araçları:** API ile kısa vadeli DİBS'ler satın alınırken; miktarla ilgili genişlemede daha uzun vadeli DİBS'ler ve özel sektöre ait menkul kıymetler satın alınmaktadır.
- **Amaç:** API, gecelik faizleri etkileyerek onu politika faizine yaklaştırmaya çalışırken; miktarla ilgili genişleme, daha uzun vadeli faizleri aşağıya çekmeye çalışmaktadır.
- **MB bilançosuna etkisi:** API, merkez bankasının bilançosunu geçici biçimde etkilerken; miktarla ilgili genişleme, bilançoyu kalıcı olarak büyütmektedir.

MB'ler, bilançolarını büyütme kararı verdiğinde herhangi bir kesimden menkul kıymet satın alabilirler. Ancak miktarla ilgili genişleme politikasında genellikle uzun vadeli DİBS'ler satın alınır. MB'lerin bu alımları sonucunda, devlet tahvillerinin talebi artmakta ve bu varlıkların getirileri

azalmaktadır. Buna paralel olarak, özel sektör tahvillerin getirilerinin de düşmesi beklenmektedir. Uzun vadeli faiz oranlarının düşmesi ise uzun vadeli yatırım harcamalarını teşvik ederek hızlandırmakta dolayısıyla toplam talep artmakta ve fiyat istikrarı desteklenmektedir (Smaghi, 2009, s.6).

Ayrıca, özel sektör varlıklarının MB tarafından satın alınması, özel sektör yatırımcılarına kendi varlıklarını satabileceklerinin güvencesini vermekte, piyasadaki likidite ile ilgili endişeleri azaltmakta ve ticari faaliyeti hızlandırmaktadır. Bu durum, firmaların doğrudan sermaye piyasalarından borçlanmasını kolaylaştırmaktadır. Yeni finansman kaynakları da firmalara yeni yatırımlar yapmaları için imkân tanımakta ve böylece toplam harcama artmaktadır (Vural, 2013, s.21). Miktarla ilgili genişlemenin başarısında finansal sistemin sağlamlığı önemli bir rol oynamaktadır. Şayet bankalar, MB'ye satılan menkul kıymetler karşılığında elde ettiği likiditeyi özel sektöre kredi olarak kullanırmakta isteksiz davranırsa, bu politika başarısız kalacaktır.

6.3.2.2 Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi politikası, MB'lerin özel sektör tahvili, şirket bonoları ve varlığa dayalı menkul kıymet satın alarak ve belirli piyasalardaki likidite yetersizliği ve dağılımı sorununu çözmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu sistemin etkinliği, bu finansman araçlarının özel sektör veya hane halkı açısından ne kadar önemli olduğuna bağlıdır. Özellikle bankacılık sektörünün ciddi kriz içinde olduğu ve özel sektörü kredilendirmesinde sorun yaşanan dönemlerde kredi genişlemesi politikası daha da önemli hale gelmekte ve MB ile özel sektör arasında doğrudan doğruya bir bağ kurulmaktadır. Aslında, para tabanı ve para arzı büyüklükleri açısından MB'nin DİBS satın alması ile özel sektöre ait menkul kıymetleri alması arasında hiçbir fark yoktur. Ancak, bu politika çerçevesinde özel sektör tahvillerinin satın alınması MB bilançosunun risk profilini değiştirmektedir (Perrera, 2010, s.19).

MB'nin bilanço politikaları olan miktar ve kredi genişlemesi birbirine çok benzemekle birlikte, iki noktada ayrılmaktadırlar: Birincisi, miktar genişlemesi MB'nin bilanço büyüklüğünü etkilerken; kredi genişlemesi, bilanço kompozisyonunu değiştirmektedir. Başka deyimle, miktar genişlemesinde doğrudan para yaratılırken; kredi genişlemesinde MB, piyasadaki likiditeyi, ticari menkul kıymetleri satın alıp risksiz menkul kıymetleri piyasaya sürerek artırmaktadır. İkincisi ise, miktarla ilgili genişleme politikası ile MB bilançosunun pasif tarafı etkilenirken, kredi genişlemesinde bilançonun aktif tarafında meydana gelen değişime odaklanılmaktadır.

2008 Küresel Mali Krizi'nde de MB'ler genel olarak ticari menkul kıymetler veya diğer kredi varlıklarını satın alarak kredi genişlemesi sağlamışlardır. *Kredi genişlemesinin en basit örneklerinden biri MB'lerin kısa vadeli hazine bonolarını satıp, onun yerine benzer vadedeki ticari menkul kıymetleri satın almasıdır.* Bu işlem, bilançonun büyüklüğünü ve vade yapısını değiştirmemekte, sadece bilançonun kompozisyonu değişmektedir. Böylece, risksiz menkul kıymetler piyasaya sürülürken riskli menkul kıymetler MB'ye gelmekte ve risk yer değiştirmektedir. MB'nin bu işlemi, piyasada kredilerin hem maliyetini hem de uygunluğunu etkilemektedir. MB, ticari menkul kıymet satın alınca, özel sektör için bu menkul kıymetlerin arzını azaltmış olmakta; bu durum, kâğıdın fiyatını yükseltip getirisini azaltmaktadır. Riskli varlıklar için talebin olmadığı durumlarda MB'nin alımı piyasadaki kredileri uygun hale getirmektedir. Kredi genişlemesi politikasının bunlardan başka birtakım güçlü ve zayıf yanları bulunmaktadır (Vural, 2013, s.24-26):

Güçlü Yanları:

- MB'lerin sahip olduğu varlıkları çeşitlendirmek,
- Aktarım mekanizmalarının düzgün işlemediği dönemlerde piyasalara doğrudan borç vermek,
- Kredi genişlemesinin risk primlerini düşürerek varlık fiyatlarının toparlanmasını teşvik etmek.

Zayıf Yanları:

- Kredi genişlemesi politikasında kredi genişlemesinin miktarının tek bir gösterge ile özetlenememesi sebebiyle MB'nin para politikası stratejileriyle ilgili iletişimi, miktarla ilgili genişleme politikasına göre daha zordur.
- MB'nin özel menkul kıymetler biriktirmesi yüksek oranlı kredi riskine maruz kalmasına neden olmaktadır.
- Sterilizasyon işlemlerinin yapılmadığı dönemlerde, çok fazla menkul kıymet satın alımı ile gerçekleştirilen parasal genişleme, uzun vadede sıfır dışında bir faiz oranı hedefiyle tutarlı olmamaktadır. Bu durumda, MB'nin geçici olarak faiz hedefinden vazgeçmesi gerekmektedir.
- Kredi genişlemesi önlemleri daha dar kapsamlı olup, etkinlikleri konusunda yeterli kanıt bulunmamaktadır.

6.3.2.3 Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması Uygulaması

Birçok MB, küresel kriz öncesi dönemde temel politika aracı olarak faiz oranının kullanmayı tercih etmiş ve zorunlu karşılıklar aracı önemli ölçüde göz ardı edilmiş, hatta bazı ülkelerde bu araç tamamen terkedilmiştir. Ancak bu

araç, küresel krizle birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerde yeniden sıklıkla uygulanan bir politika aracı haline gelmiş ve artan küresel likiditenin yurt içi kredi piyasalarını kontrolsüz bir şekilde genişletmesini engellemek amacıyla kullanılmıştır. Türkiye’de ise bu politika aracı kriz döneminde rezerv opsiyon mekanizması (ROM) ile birlikte uygulanmıştır. *ROM, bankaların yerli para zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para ve altın cinsinden tutmasına imkân veren bir uygulamadır. Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceği ise rezerv opsiyonu oranı ile belirlenmektedir.*

Bu uygulamada, *ülkeye sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde* yabancı paranın maliyeti yerli paranın maliyetine göre düşecek, yabancı paraya ulaşmak kolay ve ucuz hale gelecektir. Bu dönemde bankalar, ROM’dan yararlanarak tutması gereken yerli para zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını sağlayan yabancı kaynaklarla tutma eğilimindedirler. Diğer bir ifadeyle, yurt dışı borçlanma maliyetlerinin düşmesi, kâr maksimizasyonu güdüsüyle hareket eden bankaların ROM’dan daha fazla yararlanmasına neden olacaktır. Dolayısıyla, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalar tarafından zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere MB’ye aktarılarak piyasadan çekilecektir. Böylece, bir yandan yerli para üzerindeki değerlenme baskısı azalacak, diğer yandan ise gelen dövizin krediye dönüşme oranı düşecektir.

Ülkeye sermaye girişinin azaldığı dönemlerde ise yabancı paranın maliyeti yerli paraya göre artacağından, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin en azından bir kısmını rezerv opsiyonunu kullanımlarını azaltmak suretiyle karşılama imkânına sahiptirler. Bu durumda zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmı yerli para cinsinden tutulacağından, yerli paraya olan talep artacak ve yerli paranın değer kaybetmesi yönündeki baskı hafifleyecektir. ROM’un kullanılmasının azaltılması bankaların zorunlu karşılıkların daha büyük kısmını yerli para cinsinden tutması anlamına geldiğinden, yerli para likidite talebi artacaktır. Ancak ortaya çıkan bu likidite ihtiyacı, aynı tutarda dövizin merkez bankasıyla doğrudan piyasaya satıldığı duruma göre daha sınırlı kalacaktır. Sonuçta ROM, hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeline sahiptir (Alper ve diğerleri, 2012, s.5).

6.3.2.4 Faiz Taahhüdü Politikası

Ekonomideki kriz dönemlerinde, kısa vadeli faiz oranlarının nasıl bir seyir izleyeceği belirsizleşmektedir. Bu durum, iktisadi aktörlerin geleceğe ilişkin öngörülerini ve kararlarını olumsuz etkilemektedir. Para politikasının etkinliğini sağlamada piyasa beklentilerinin yönetilmesinin önemli olduğunu

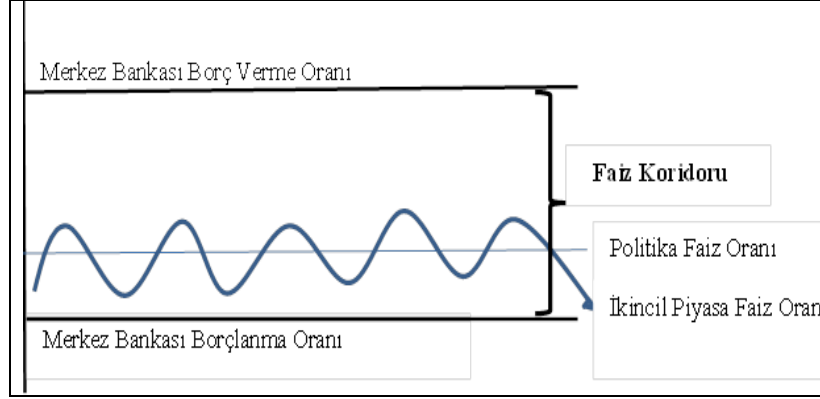
düşünen merkez bankaları, faiz taahhüdü politikası ile faiz oranlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin önceden bazı taahhütlerde bulunarak piyasaları yönlendirmeye çalışmaktadırlar. *Faiz taahhüdü politikası, MB'lerin politika faiz oranını belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacaklarını açık ya da örtülü bir şekilde taahhüt ederek, beklentileri yönetme çabasıdır. Böylece uzun vadeli faiz oranlarına bir istikrar kazandırmaya çalışmaktadır.* Bu politikada, piyasaların kendini tam anlamıyla toparlayacağı dönem boyunca kısa dönemli faiz oranı düşük düzeyde tutulmaktadır.

Hisse senedi ve ipotekli senetler gibi uzun ömürlü finansal varlıkların fiyatlandırılması, kısa dönem faiz oranlarının cari düzeyine olduğu kadar gelecekte beklenen düzeylerine de bağlı olarak değişmektedir. MB'nın faiz oranlarına ilişkin bir taahhüdü, bu varlıkların fiyatlarını ve ekonomik faaliyetleri etkileyecektir. Ayrıca uzun vadeli faiz oranları, cari ve beklenen kısa vadeli faizlerin ağırlıklı ortalamasıdır. Uzun vadeli faizlerin artmayacağını garanti edilmesi, geleceğe dair beklenti oluşturan birimlerin faiz beklentilerini düşürecektir. Dolayısıyla kısa vadeli faizlerin cari değeri sıfır düzeyine inmiş bile olsa, faizlerin gelecekte hızlı bir şekilde artmayacağına dair bir taahhüt ekonomik faaliyetleri canlandıracaktır (Kaya ve Tokucu, 2014, s.8). Bu politika, nispeten kolay uygulanabilir bir politika olmakla birlikte; başarılı, güvenilir bir MB'nin varlığına ve MB ile kamuoyu arasında etkin bir iletişim stratejisine bağlıdır.

6.3.2.5. Faiz Koridoru Uygulaması

Kriz döneminde gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişletici para politikaları ve küresel ekonomideki belirsizlikler neticesinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini oynak hale getirmiştir. Söz konusu küresel koşullar, gelişmekte olan ülkelere kredi büyümesi ve döviz kurlarında aşırı dalgalanmalara yol açmaktadır. Bu riskleri ortadan kaldırmak amacıyla uygulanan geleneksel olmayan politika araçlarından biri de faiz koridoru uygulamasıdır.

MB'ler çeşitli araçlarla piyasada ihtiyacı olan bankalara belirli bir faiz karşılığında (borç verme oranı) kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite sağlayabileceği gibi, elinde fon fazlası olanlardan da belirli bir faiz karşılığında (borçlanma oranı) gecelik vadede borç alabilmektedirler. *Merkez bankasının gecelik vadede borç verebileceği ve borçlanabileceği faiz oranları arasındaki farka faiz koridoru denilmektedir* (Kara, 2012, s.8).



Şekil 6.3.2 Faiz Koridoru

Faiz koridoru uygulaması yukarıda (Şekil 6.3.2’de) gösterilmiştir. *Geleneksel uygulamada faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta ve piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Geleneksel politikada faiz koridoru pasif bir rol üstlenmektedir. Ancak bu politika Türkiye’de asimetrik olarak uygulanmış ve bu nedenle diğer geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerden ayrılmıştır.* Asimetrik faiz koridoru, kısaca TCMB borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının ek bir politika aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Böylece, faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Faiz koridorunun parametreleri gerekli görüldüğünde TCMB tarafından ayarlanabilmekte ve politika faizi etrafında asimetrik bir yapı oluşturulabilmektedir. Tasarlanan bu sistemde faiz koridoru daha çok kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamak amacıyla kullanılmıştır (Binici ve diğerleri, 2013, s.2).

Faiz koridoru sisteminde likidite operasyonları aracılığıyla kısa vadeli piyasa faizinin koridor içinde arzu edilen seviyelerde oluşması sağlanabilmektedir. Bu yapıda, faiz koridorunun genişliği, merkez bankasının likidite operasyonlarını kullanarak kısa vadeli piyasa faizlerinde günlük olarak yapabileceği değişikliklerin boyutunu (kısa vadeli faizin hangi aralıkta dalgalanabileceğini) belirlemektedir. Bu politika aracı ile günlük ve haftalık frekanslarda parasal duruşa “ince ayar” yapılabilir. Sistemin bu şekilde tasarlanması, küresel ekonomide süregelen belirsizliklere ve risk iştahındaki ani değişimlere karşı hızlı bir şekilde yanıt verme gereksiniminden kaynaklanmaktadır (Kara, 2012, s.9).

6.4. PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

Bir ekonomide istikrarın sağlanabilmesi için *uygun ve doğru formüle edilmiş bir para politikasına sahip olmak gerekmektedir*. Gelişigüzel uygulanan para politikası, telafi edilemeyecek olumsuz sonuçlar doğurabilir. Nitekim aşırı derecede genişletici para politikası yüksek enflasyona neden olur. Örneğin, %100'ü aşan enflasyon Latin Amerika ülkeleri, Türkiye vb. ülke ekonomilerine kalıcı zararlar vermiştir.

Aynı şekilde, aşırı daraltıcı para politikası da ekonomi üzerinde üretim düşüşü ve işsizlik oranının yükselmesi gibi bir dizi soruna neden olabilmektedir. Öte yandan, 1929 Dünya Ekonomik Krizi ve 2008 Küresel Mali Krizi'nde görüldüğü gibi, ekonomik durgunluğa (resesyona) giren ekonomileri durgunluktan çıkarmak için genişletici para politikaları uygulanmıştır. Çoğu zaman, deflasyonun ekonomi üzerindeki yıkıcı etkisi enflasyondan daha yüksektir. Çünkü mali istikrarsızlık yaratarak krize neden olmaktadır. O halde enflasyonist ve deflasyonist eğilimleri güçlendirmeyecek, ekonomi için en uygun (optimal) bir para politikasının formüle edilebilmesi için uygun stratejilerin belirlenmesi gerekmektedir.

Merkez bankaları veya para politikası yapımcılarının ana amacı, fiyat istikrarı ve istihdam hacmini yükseltmek olabilir. Fakat onlar, bu amaçları doğrudan etkileyemezler. Önceki alt bölümde gördüğümüz reeskont oranları ve zorunlu karşılıklar gibi para politikası araçları, söz konusu amaçları ancak dolaylı biçimde ve belirli bir zaman periyodu içinde etkileyebilirler. Bu süre, çoğu zaman bir yıldan daha uzundur. Buradaki temel sorun şudur: Şayet para politikasının etkisi bir yıldan uzun sürede görülecekse; MB, uyguladığı para politikasına ilişkin hataları düzeltmek için çok geç kalacaktır.

MB, *önceden belirlediği hedeflere yine önceden belirlediği araçlarla ulaşmak*, yani etkin bir para politikası uygulamak için farklı stratejiler izlemek zorundadır. Bütün ülkelerde para politikası stratejilerinin en temel özelliği *fiyat istikrarı gibi nihai bir hedefe ulaşmak için ara hedef olarak bir nominal çapa (nominal anchor) kullanmaktır*. Bunlar, para politikası yapımcılarının kullandığı döviz kuru, enflasyon oranı ve para arzı gibi değişkenlerdir. Aşağıda, önce fiyat istikrarını sağlamada nominal çapanın oynadığı rol gözden geçirilecek; *para politikası stratejilerinin üç temel türü* açıklanacaktır ki, bunlar; *döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesidir*. Daha sonra da, çeşitli ülke tecrübeleri özetlenecektir (Mishkin, 2002, s. 506-534).

Nominal Çapanın Rolü

Nominal çapa, fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olduğundan, başarılı para politikası stratejisi için gerekli bir elemandır. Bu nedenle çoğu ülke, para politikasının amacını belirlerken onu göz önünde bulundurur. Nominal çapa, enflasyon beklentilerini düşük düzeylere indirip, doğrudan ülke parasının değerini korumak suretiyle fiyat istikrarını sağlamaya yardımcı olmaktadır.

Nominal çapanın, merkez bankasının uyguladığı para politikasında ortaya çıkabilecek *zaman tutarsızlığı problemi*ni sınırlayabilmesi açısından çok önemli bir rolü vardır. Zaman tutarsızlığı problemi, ihtiyari yani duruma göre değişebilen para politikası uygulamalarında ortaya çıkar. Çünkü bu tür politikalarda ekonomik davranışlar, firmaların ve bireylerin para otoritelerinin gelecekte ne yapacakları konusundaki beklentilerine göre şekillenmektedir.

Nitekim firmalar ve bireylerin beklentilerinin değişmeyeceği varsayımı altında, politika uygulayıcıları başlangıçtaki beklentilerden daha fazla genişletici para politikası uygulayarak, düşük işsizlik gibi ekonomik sonuçları arttırmak isteyebileceklerdir. Para politikası programının, ilk açıklandığında optimal olmasına rağmen, sadece zaman ilerlemesi nedeniyle bu özelliğini kaybetmesi *para programının zaman tutarsızlığı* olarak adlandırılmaktadır.

Para politikasının genişletici bir hal alması, sonuçta enflasyonu da önemli ölçüde arttıracaktır. Merkez bankası, zaman tutarsızlığı probleminin varlığından haberdar olsa bile, politikacıların merkez bankası üzerindeki baskısı nedeniyle bu tutarsızlıktan kaçınamayacaktır. Nominal çapa bir davranış kuralı gibidir. Dolayısıyla, ihtiyari politika üzerindeki beklentileri sınırlayarak, zaman tutarsızlığı probleminden kaçınılmasını sağlayabilmektedir.

6.4.1 Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesinde, ilgili ülke, kendi parasını düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına endekslemektedir. Başka deyimle, döviz kuru nominal çapa olarak seçilmektedir. Bu sistem, para politikalarının ekonomik kurumlar ve birimler tarafından kolaylıkla anlaşılmasına ve izlenmesine olanak sağlamaktadır. Bir para politikası stratejisi olarak döviz kuru hedeflemesi, uzun bir geçmişe sahiptir. O, daha önce, ulusal paranın değerini altın gibi bir malın değerine sabitleyebilen bir şekil alabilmekteydi. Bilindiği gibi altın, altın standardı sisteminin anahtar ögesidir. Daha sonra, sabit döviz kuru rejimleri uygulayan ülkeler, ulusal parasının değerini ABD ve Almanya gibi düşük

enflasyon düzeyine sahip ülkelerin paralarına sabitlemeyi esas almışlardır. Başka bir deyimle, ulusal paranın değeri bu ve benzer ülkelerin paralarından oluşan kur sepetine bağlanmaktadır. Örneğin;

Türkiye, *2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı*'yla benzer bir uygulamaya geçmiştir. Nitekim döviz kuru sepeti=1 ABD Doları + 0,77 EURO şeklinde belirlenmiştir. Sepetin TL cinsinden artış oranları, yani kurlar 12 aylık dönemler itibariyle önceden ilân edilmiştir. Ancak, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri nedeniyle bu uygulamaya son verilmiş, serbest döviz kuru sistemine geçilmiştir.

Sistemin sağlıklı işleyebilmesi için merkez bankasının döviz rezervleri yeterli olmalı yani döviz rezerv sorunu bulunmamalıdır. 2000 yılında TCMB, rezerv yetersizliği nedeniyle döviz kuru hedeflemesine son vermiştir.

Döviz Kuru Hedeflemesinin (DKH) Güçlü Yönleri:

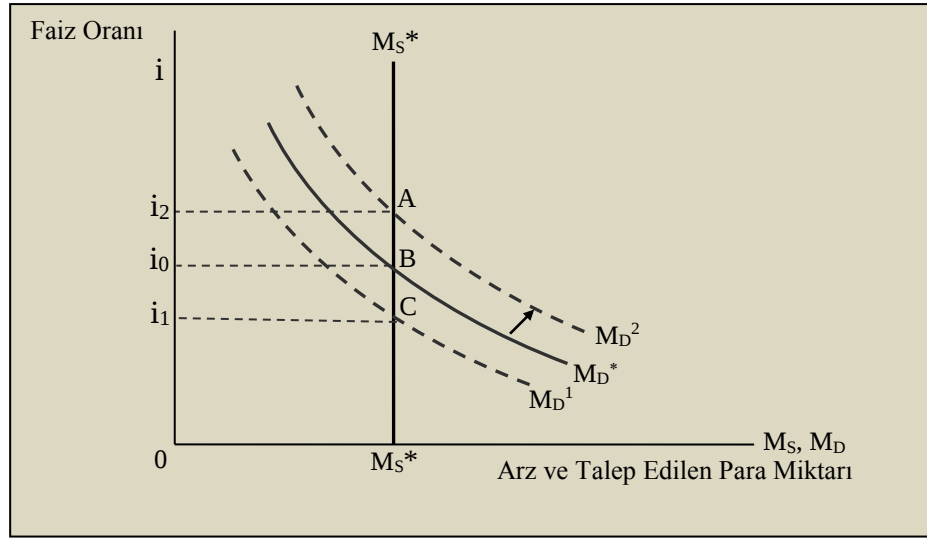
- Nominal çapa olarak DKH, doğrudan enflasyon oranının kontrol altında tutulmasına katkıda bulunur. Öyle ki, fiyat artışları, paraları döviz sepetini oluşturan ülkelerin uluslararası ticarete konu mallarının fiyatlarındaki artış oranını geçemez.
- DKH, para politikası yönetiminde zaman tutarsızlığı probleminin azaltılmasına kendiliğinden yardımcı olur.
- DKH ekonomik birimler tarafından kolay anlaşıldığından, basitlik ve anlaşılabilirlik üstünlüğüne sahiptir.
- DKH, sanayileşmiş ülkelerde enflasyonun kontrol edilmesinde başarılı biçimde kullanılmıştır. Örneğin Fransa ve İngiltere, kendi ulusal paralarının değerini Alman Markı'na bağlayarak, düşük enflasyon hedefine kolayca ulaşmışlardır. Nitekim 1987'de Fransa'da %3 ve 1990'da İngiltere'de %10 olan enflasyon oranları, bu uygulamayla 1992'de Almanya'nın enflasyon düzeyine (%2) düşmüştür.
- DKH, gelişen piyasa ekonomilerinde enflasyon oranının hızlı biçimde düşürülmesinin de etkin bir aracıdır. Örneğin 1994'de Meksika'da devalüasyondan önce %100'ün üzerindeki enflasyon, döviz kuru hedeflemesi nedeniyle 1994'te %10'un altına düşmüştür.

Döviz Kuru Hedeflemesinin Zayıf Yönleri:

- DKH, çapa ülkedeki parasal vb. şokları doğrudan, hedefleme yapan ülkeye geçirir. Çünkü çapa ülkede faiz oranlarındaki değişme, hedefleme yapan ülkedeki faiz oranlarını değiştirir. Böylece, hedefleme yapan ülke bağımsız para politikasına sahip olamadığı gibi, ülke ekonomisindeki iç şoklara karşı para politikası formüle etme yeteneğini de kaybeder. Nitekim Doğu Almanya'nın Batı Almanya ile birleşmesinden sonra ortaya çıkan enflasyonist baskılar, kısa ve uzun vadeli faiz oranlarındaki yükselmelerin yarattığı işsizlik ve ekonomik büyümenin yavaşlaması gibi problemler Fransa'ya da sıçramıştır. Yani, döviz kuru mekanizması doğrudan bir ülkeden diğerine aktarılmıştır.
- Döviz kuru hedeflemesinde bu ülkeler, kendi paralarıyla spekülasyon hareket yapmaya açıktırlar. Bu durumda, hedefleme yapan ülkedeki denge bozucu spekülasyon ekonomik krize yol açabilmektedir. Bunun en tipik örneği Türkiye'nin yaşadığı Kasım 2000 Krizi'dir. Nitekim piyasada birdenbire gelişen döviz üzerindeki (alım yönlü) spekülasyon hareketler, bir anda 5 milyar dolardan fazla dövizin, piyasadan çekilerek ülke dışına çıkarılmasına neden olmuştur. Benzer hareketler, 1994'te Meksika'da ve 1997'de Doğu Asya'da görülmüştür. Farklı nedenlerle Fransa ve İngiltere'de, Eylül 1992'den sonraki döviz kuru krizi, döviz kuru hedeflemesinin potansiyel maliyetine işaret etmiştir. Nitekim İngiltere, DKH'yi terk edip, enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Böylece daha iyi bir ekonomik performans elde etmiştir. Büyüme oranı yükselmiş, işsizlik ve enflasyon oranı düşmüştür.
- Sanayileşmiş ülkelerin aksine, Doğu Avrupa'nın geçiş ülkeleri dâhil, gelişen piyasa ekonomileri, döviz kurlarını hedef seçerek bağımsız para politikasına son vermek suretiyle belki fazla kayıplara uğramazlar. Çünkü bunlardan birçoğu politik veya parasal kurumlarını geliştiremediğinden, kendilerine özgü başarılı para politikası yürütememektedir. Bu durum, birçok gelişen piyasa ekonomisinin DKH uygulama nedenlerinden biridir. Buna rağmen, denge bozucu spekülasyon hareketlere açık olması nedeniyle, DKH söz konusu ülkeler için oldukça tehlikelidir.
- DKH, özellikle gelişen piyasa ekonomilerinde politikacıların sorumluluğunu zayıflatabilmektedir. Çünkü bu sistem, döviz kurunu sabitleştirdiğinden, paranın çok genişlemesi halinde para politikasının sahip olduğu daraltıcı etki gibi önemli bir sinyali elimine etmektedir.

6.4.2 Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, MB'nin ara amaç olarak para stokunu (M_S) seçmesidir. Bu durumu, aşağıdaki Şekil 6.4.2.a yardımıyla açıklayalım: MB para stokunu M_S^* düzeyinde belirlemek istemektedir. Şekilde para talebi M_D^* ile gösterilmiştir. Görüldüğü gibi $M_S^* = M_D^*$ olduğu B noktasında denge piyasa faiz oranı i_0 düzeyinde belirlenmektedir. Ancak MB, hem faiz oranını hem de para arzını aynı anda hedefleyemez. Konumuz itibarıyla, para miktarını (M_S) hedeflediğini kabul ediyoruz.

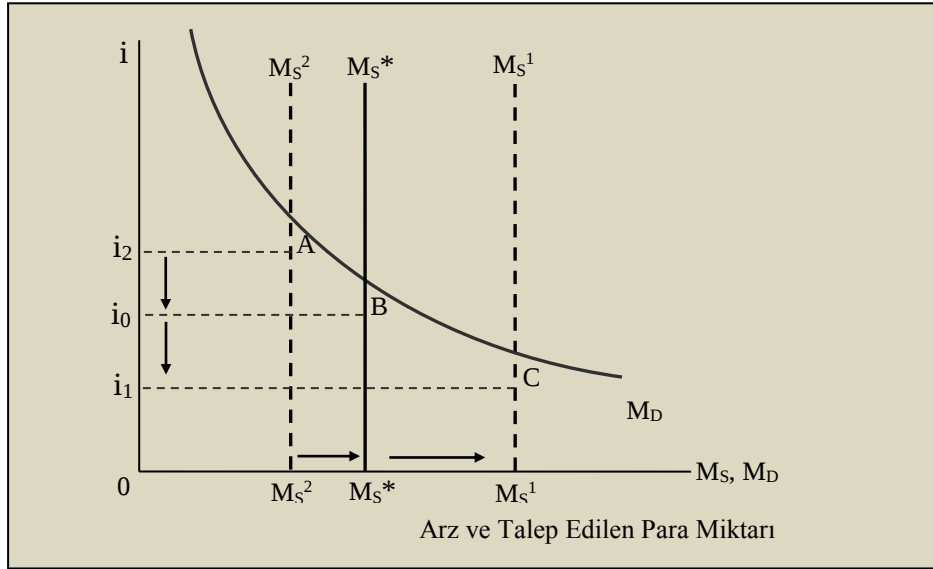


Şekil 6.4.2.a Parasal Hedefleme, Para Talebinde Değişme

MB para arzını günlük bazda ve tam olarak belirleyemez. Çünkü belli bir güne ait para miktarının elde edilmesinde gecikme söz konusudur. Şayet para çoğaltanı sabit olabilseydi, MB, para tabanından giderek para stokunu tahmin edebilirdi. Fakat para arzını incelerken gördüğümüz gibi, para çoğaltanı tam olarak tahmin edilemez. İşte bu teknik nedenlerle, merkez bankası kısa dönemde para stoku hedefini tutturamaz. Ancak uzun dönemde, para arzını hemen hemen kesin biçimde belirleyebilir.

Para stokuna ilişkin hareketler ve para çoğaltanı ile ilgili veriler bulunduğu sürece, merkez bankası para tabanını belirlemek için orta yollu düzenlemeler yapabilir (Dornbusch ve Fischer a.g.e., s.419). Örneğin banka, belli bir dönem için %5'lik bir parasal büyüme amaçlarsa, buna ulaşmak için %5 oranında büyüyen bir para tabanı ile işe başlayabilir. Dönem ortalarına doğru para çoğaltanındaki düşmeye bağlı olarak para arzının %5'in altına

düşüğünü fark ederse, hedefine ulaşabilmek için para tabanının büyümesini hızlandırıcı tedbirler alır. MB'nin parasal büyüme hedefinden sapmasının nedeni teknik değil, hem para stoku hem de faiz oranı ara hedeflerine birlikte ulaşmak istemesidir. Nitekim Şekil 6.4.2.a'dan görüleceği gibi, merkez bankasının parasal hedefi M_S^* düzeyinde iken para talebi M_D^1 veya M_D^2 şeklinde kayma gösterirse, faiz oranları sırasıyla i_1 ve i_2 düzeyinde oluşacaktır. Şayet para talebinde bir değişme söz konusu değilse, hedeflenen para arzı faiz oranını i_0 düzeyinde belirleyecektir. Bu durumda, MB'nin hedeflediği para miktarı değiştikçe faiz oranı da değişecektir. Bunu Şekil 6.4.2.b'den izlemek mümkündür.



Şekil 6.4.2.b. Parasal Hedefleme, Para Arzındaki Değişme

MB, parasal hedefin nihai amaçla uyumlu olmasına özen gösterir. Aksi halde ara amaç olarak parasal hedeflemenin bir anlamı yoktur. Örneğin, nihai amaç iktisadi büyüme ise, parasal hedefleme sonucu para arzı M_S^2 düzeyinden M_S^* düzeyine arttırılırsa faiz oranları i_2 'den i_0 'a düşecektir. Bu durumda, kredi maliyetlerindeki düşüş nedeniyle yatırım hacmindeki genişleme reel GSMH'yi arttıracığından ana amaç gerçekleşmiş olacaktır.

Öte yandan, parasal hedeflemenin M_S^1 gibi çok yüksek düzeyde belirlenmesi, beklenmeyen enflasyonist eğilimlere yol açabilir. Şayet para politikası yapımcılarının fiyat istikrarı gibi nihai amacı varsa, parasal hedefleme ile nihai amaç tutarsız olacaktır. 1970'lerde, parasal hedefleme

ABD'ye benzer şekilde İngiltere, Kanada, Almanya, İsviçre ve Japonya gibi ülkelerce benimsenmiştir. Bu strateji, parasal hedeflemenin bir ara amaç olarak kullanılması esasına dayanmaktadır. Parasal hedeflemenin de üstünlükleri ve eksiklikleri söz konusudur. Kısaca özetleyelim:

Parasal Hedeflemenin Güçlü Yönleri:

- Parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesine göre en önemli üstünlüğü, merkez bankasına kendi para politikası ile kendi ülke problemlerini başarma olanağı vermesidir.
- Merkez bankasına, belki de diğer ülkelerdekinden daha farklı olan enflasyon hedefleri seçme olanağı sağlar.
- Parasal hedeflemede MB, bilinen hedeflerine döviz kuru hedeflemesindeki nispeten daha çabuk ulaşır. Böylece, parasal hedefler, para politikası yapımcılarının enflasyonu kontrol altında tutması ve para politikasının durumu hakkında halka ve piyasalara daha doğrudan sinyal gönderir. Bu sinyaller önce sabit enflasyon beklentisine, sonra da enflasyonun düşmesine yardımcı olur.

Parasal Hedeflemenin Zayıf Yönleri:

Parasal hedeflemenin yukarıdaki üstünlüklerinin tamamı kocaman bir şayet kelimesine bağlıdır (Mishkin, 2002, s.521):

- Nominal gelir veya enflasyon gibi amaç değişkenlerle, hedeflenen para miktarı arasında sıkı ve güvenilir bir ilişki olmalıdır. Şayet para miktarı ve amaç değişkenler arasındaki ilişki zayıfsa, parasal hedefleme çalışmayacaktır. Nitekim bu durum, ABD'deki gibi, Kanada, İngiltere ve İsviçre'de de bir dizi sorun yaratmıştır.
- Böyle bir durumda parasal hedefleme, sabit enflasyon tahminine ve merkez bankasının sorumluluğunun belirlenmesi için iyi bir rehber olmasına yardım etmeyecektir.
- Para miktarları ve amaç değişkenler arasındaki güvenilir bir ilişki, parasal hedeflemenin hizmetini güçleştirecektir. Çünkü parasal hedefleme, merkez bankasını halka karşı sorumlu yapan ve para politikasının saydamlığını arttıran bir iletişim aracıdır.

6.4.3 Enflasyon Hedeflemesi*

6.4.3.1 Tanım, Özellikler ve Ön Şartlar

Enflasyon hedeflemesi, basit anlatımı ile, merkez bankasının belirli bir dönem için hedeflemiş olduğu enflasyon oranının kamuoyuna açıklandığı bir parasal rejimdir. Daha teknik bir tanımla enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının düşük enflasyon oranı için yapmış olduğu bir taahhüttür. (Croce ve Khan, 2000, s.3). Enflasyon hedefinin kamuoyuna açık bir şekilde ilân edilmesi halinde tam enflasyon hedeflemesi söz konusudur.

Enflasyon hedeflemesinin temel özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür (Masson ve diğerleri, 1998, s.35; Mishkin, 2000, s.1-2):

- Belirli bir dönem için açıklanmış bir enflasyon hedefi söz konusudur.
- Enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi MB'nin tek amacıdır.
- Enflasyonla ilgili olan bütün değişkenler dikkate alınmaktadır.
- Para politikasının planları, amacı ve hedefleri konusunda kamuoyuna sürekli bilgi verildiğinden MB'nin şeffaflığı ileri düzeydedir.
- Enflasyon hedefinin sağlanmasında MB'ye önemli ölçüde sorumluluk veya hesap verebilirlik yüklenmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanması için bir takım ön şartların yerine getirilmesi gerekir (Mboweni, 1999, s.3-4; Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2000, s.4):

- Merkez bankası tam bağımsız olmalıdır.
- İstikrarlı ve gelişmiş bir mali sistem olmalıdır. Yani para politikası araçlarının etkili biçimde kullanılabileceği güvenilir ve istikrarlı bir şekilde işleyen para, sermaye ve döviz piyasalarına ihtiyaç vardır.
- Enflasyon tahmininde gelişmiş ekonometrik modeller kullanılmalıdır.
- Ülkede mali üstünlük (baskınlık) olmamalı, yani uygulanacak para politikası, maliye politikası veya diğer mali şartlarca kısıtlanmamalıdır.
- Enflasyon hedefinden başka bir nominal çapa kullanılmamalıdır.
- Politika uygulamalarında şeffaflık ve hesap verebilirlik en üst düzeyde olmalıdır.
- Enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, enflasyon oranı makul bir seviyede olmalıdır. Her ne kadar bunun için belirlenmiş kesin bir

*Enflasyon hedeflemesi konusu, KTÜ İİBF İktisat Bölümü değerli öğretim üyesi Prof. Dr. Haydar Akyazı tarafından hazırlanmıştır.

kuraldan bahsetmek mümkün değilse de, enflasyon hedeflemesine geçiş için enflasyon oranının %10-15'in altında olması gerektiği genel olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte, Şili, İsrail ve Peru gibi ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde enflasyon oranları %15-45 arasında değişebilmekteydi.

6.4.3.2 Enflasyon Hedeflemesi İle İlgili Teknik Konular

Enflasyon hedeflemesiyle birlikte gündeme gelen teknik konuları ana başlıklar halinde açıklamakta yarar vardır:

a. Hedeflemede Zaman Aralığı (Hedef Patikası)

Enflasyon hedeflemesine ne zaman geçileceği ve hedefleme süresinin ne olacağı konusu ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Bununla birlikte, başlangıçtaki enflasyon oranının istenilen oranından fazla ise, enflasyon hedeflemesi süresinin iki yıllık bir dönemi kapsamasının uygun olacağı yönünde genel bir anlayışın olduğu söylenebilir. Bunun temel nedeni, para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin yaklaşık bu süre içerisinde ortaya çıkmasıdır.

Eğer enflasyon oranının düşük olduğu bir ülke söz konusu ise, enflasyon hedeflemesine hemen ve hedef patikasının sürekli olacak şekilde geçilmesi uygun olacaktır (Debelle, 1997, s.10). Nitekim uygulamada da bu yönde bir sürecin takip edildiği görülmektedir. Şöyle ki, başlangıçta ortalama 1-2 yıllık olan dönemler, daha sonra çoklu yılları içeren dönemler ve nihayet enflasyon oranı makul bir seviyeye indirildiğinde de sürekli duruma gelmektedir.

b. Hedeflemede Enflasyon Oranı ve Fiyat Seviyesi Tercihi

Hem fiyat seviyesi hem de enflasyon hedefi tercihinin amacı, fiyat istikrarının sağlanması olmakla birlikte, aralarında hem anlam hem de sonuçları açısından önemli farklılıklar bulunmaktadır: Fiyat seviyesi hedefi belirlendiğinde, gerçekleşen enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranından sapma göstermesi halinde; gelecek dönemde, ortaya çıkan bu sapmanın telafisi gerekecektir.

Enflasyon oranı tercih edildiğinde ise, hedeften sapmaların olması durumunda gerekli önlemler alındıktan sonra, mevcut politikaların uygulanmasına devam edilir. Diğer bir ifadeyle ortaya çıkan sapmanın bir sonraki dönemde telafisi yoluna gidilmemektedir. Yapılan açıklamaların daha

iyi anlaşılmasına yardımcı olmak üzere, sayısal bir örnek verilebilir. *Örneğin*, enflasyon hedefi %2 iken, geçen yıl gerçekleşen enflasyon oranı da %4 olsun. Hedeflenen orandan %2'lik bir sapma ortaya çıkmıştır. Eğer enflasyon hedeflemesi söz konusu olsaydı, merkez bankası bu yıl da %2 hedef uygulamasına devam edecekti. Buna karşılık fiyat seviyesi hedefi seçilmiş olsaydı, merkez bankası %2'den daha düşük (örneğin %1) bir enflasyon hedefi belirlemek zorunda kalacaktır (Fischer, 1997, s.6).

c. Fiyat Endeksi Tercihi

Enflasyon hedeflemesinde hangi endeksin seçileceği konusu büyük önem taşımaktadır. Endeks seçiminde dikkate alınması gereken temel nokta, seçilecek enflasyon endeksinin anlaşılabilir ve hesaplanabilir olmasıdır. Ayrıca, kamuoyunun beklentilerini bu endekse göre şekillendiriyor olması gerekir.

Uygulamaya bakıldığında, enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerin önemli bir kısmının tüketici fiyat endeksini (TÜFE) benimsedikleri görülmektedir. Bunun temel nedeni, kamuoyunun TÜFE'ye oldukça aşina olmalarıdır. Bununla birlikte, bazı ülkelerin TÜFE'den yararlanarak *çekirdek enflasyon* oranını hedef olarak seçtikleri görülmektedir. Bunun nedeni, parasal olmayan bazı kalemlerin enflasyon oranı üzerindeki etkilerini elimine etmektir.

Bu amaca yönelik olarak çeşitli ülkelerde ipotek faiz oranları, gıda ve enerji fiyatları ve doğrudan vergiler gibi bazı kalemlerin TÜFE'den çıkarıldığı görülmektedir. Böylece faizler, maliye politikası ve enerji fiyatları artışından kaynaklanan ekonomik şokların fiyat üzerindeki muhtemel etkileri azaltılmaktadır (Debelle, a.g.e., s.12-13).

d. Hedef Enflasyon Oranı

Genel olarak, sıfır enflasyon hedefinin, enflasyon hedeflemesinde kullanılmaması gerektiği yönünde bir anlayış vardır. Nitekim uygulamaya bakıldığında, sıfır enflasyon hedefinin hiçbir ülkede bulunmadığı görülmektedir. Ayrıca enflasyon hedefi; tavan değer, yakın nokta (%2-3), nokta ve bant aralığı gibi değişik şekillerde belirlenebilmektedir (Clifton, 2000, s.4).

Uygulanan para politikasına esneklik kazandırmak ve merkez bankasına olan güveni artırmak için, enflasyon hedefinin bir bant aralığı içerisinde belirlenmesi veya nokta hedeflemeye $\pm$ %1 gibi sapma aralığının (belirsizlik aralığı) getirilmesi yoluna gidildiği görülmektedir.

e. Diğer Konular

Nihayet, enflasyon hedeflemesinin ne kurala dayalı ne de ihtiyari bir uygulama şeklinde adlandırılmayacağı; bunun yerine *sınırlandırılmış ihtiyari politika (constrained discretion)* veya *kural benzeri (like rules) politika* olarak nitelendirilmesinin daha uygun olacağı hususlarında genel bir fikir birliği vardır.

6.4.3.3 Enflasyon Hedeflemesinin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Enflasyon hedeflemesinin, kendisine has bir takım güçlü yönlerinin yanı sıra, zayıf yönleri de vardır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının en güçlü yanı, şartların sağlanması halinde hemen hemen tüm kategorilerdeki ülkelerde uygulanabilmesidir.

Güçlü Yönleri

- Uygulanan para politikası şeffaftır ve kolayca anlaşılabilir. Merkezi bankasının *zaman tutarsızlığına* düşmesi riski zayıftır.
- Para politikası, önemli ölçüde iç şoklara odaklanmıştır.
- Bu stratejide, para arzı ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olması gerekmemektedir.
- Bu stratejide, parasal ve mali otorite arasında koordinasyon güçlüdür.
- Merkez bankası bağımsızlığına olumlu bir zemin hazırlar.

Zayıf Yönleri

- Esnek bir para politikası rejimi olduğu kadar; bir o kadar da katı ve tavizsiz bir şekilde uygulanan bir para politikasıdır. Bu durum, özellikle merkez bankasının sadece enflasyon hedefine odaklandığı *katı enflasyon hedeflemesi* uygulamasında söz konusudur. Uygulanması sonucunda, beklenmedik ekonomik şoklara karşı para politikasının yeterince *ihtiyarilik* göstermesi mümkün olmayabilmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi, tahmin üzerine oluşturulmuş bir para politikası stratejisidir. Dolayısıyla kamuoyu ile paylaşılan bu tahminlerin gerçekleştirilmemesi halinde, MB ve yürüttüğü para politikasının güvenilirliği büyük ölçüde risk altına girecektir.

- Enflasyon hedeflemesinde, uygulanmakta olan dalgalı döviz kuru sistemi finansal istikrarsızlıklara neden olabilir.
- Bu strateji, mali baskınlığı tam olarak önleyememektedir.
- Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi, enflasyonun kontrol edilmesi ve tahmininin çok güç olması nedeniyle zayıf bir MB sorumluluğu yaratabilir.

6.4.3.4 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler ve Özellikleri

Günümüzde enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin sayısı konusunda çeşitli kaynaklarda farklı rakamların verildiği gözlenmektedir. Bununla birlikte *açık enflasyon hedeflemesi* uygulayan ülke sayısının 20'yi aştığı bilinmektedir.

Bu ülkeleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Mishkin, Schmidt Hebbel, 2000, s.42-46; Debelle, 1997, s.5; Fracasso-Genberg-Wypolsz; 2003, s.3): Y. Zelanda (1990), Şili (1991), Kanada (1991), İsrail (1992), İngiltere (1992), İsveç (1993), Peru (1994), Avustralya (1994), G. Kore (1998), Çek Cumhuriyeti (1998), Polonya (1998), Meksika (1999), Brezilya (1999), Kolombiya (1999), G. Afrika (2000), İsviçre (2000), Tayland (2000), Norveç (2001), Macaristan (2001), İzlanda (2001), Filipinler (2002) ve 2006 yılından itibaren de Türkiye.

Görüldüğü gibi, gerekli ön şartların sağlamış olması halinde gelişmiş, gelişmekte olan ve geçiş ekonomisine sahip her kategorideki ülkelerde enflasyon hedeflemesini uygulama olanağı vardır. Burada altı çizilmesi gereken diğer bir önemli husus, enflasyon hedeflemesinin sadece enflasyonu düşürmek için değil; düşük enflasyon oranının bu seviyelerde devamını sağlamak için de kullanılabilmesidir.

Günümüzdeki bazı enflasyon hedeflemesi uygulamalarının özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür:

- Enflasyon hedefi uygulamalarında, hedef enflasyon endeksi olarak TÜFE veya TÜFE'den yararlanarak hesaplanan çekirdek enflasyon yaygın olarak kullanılmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi uygulamalarında, genel olarak bant ve nokta hedef tercih edilmektedir.

- Enflasyon hedeflemesinde zaman aralığı veya hedef patikası başlangıçta 1-3 yıl gibi sürelerde olurken, fiyat istikrarının sağlanması ile birlikte zaman aralığı sürekli hale dönüştürülmektedir.
- Enflasyon hedeflemesinin en önemli özelliği, merkez bankalarının hesap verebilirliğinin en üst seviyede bulunmasıdır. Bununla birlikte uygulamaya bakıldığında, Y. Zelanda hariç, genelde MB'lere hedefin gerçekleştirilmemesi durumunda önemli sayılabilecek bir yaptırımın olmadığı görülmektedir. Yeni Zelanda uygulamasında, MB Başkanı, hedeflenen oranlardan sapma görüldüğünde, tek başına sorumlu olmaktadır. Bunun nedeni, para politikasının yürütülmesinde ortaya çıkabilecek belirsizlikleri elimine etmek, fiyat istikrarının sağlanması sürecini güçlendirmektedir (Sherwin, 1999, s.24).
- Enflasyon hedefi uygulamalarının temel şartı, şeffaflıktır. Şeffaflığı artırmak üzere; enflasyon raporları, enflasyonla ilgili yapılan öngörüler, enflasyon tahmininde kullanılan modeller, para politikası raporları ve bazı toplantı tutanakları kamuoyuna açıklanmaktadır. Ayrıca, bazı uygulamalarda MB'ler, parlamentolarına para politikası raporlarını da periyodik biçimde sunmaktadırlar. Ek olarak, MB'ler, hangi durumlarda sapmaların neden ortaya çıktığını ve bunu gidermek için ne tür önlemlerin alınacağını kamuoyuna açıklamaktadırlar.

6.4.3.5 Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi

Daha önce de belirtildiği gibi, enflasyon hedeflemesine geçiş için; *mali üstünlük düzeyinin düşük olması, enflasyon hedefinin makul bir seviyeye indirilmesi, gelişmiş bir para ve sermaye piyasalarının varlığı ve merkez bankasının tam bağımsızlığı* gibi ön şartların yerine getirilmesi gerekir. Türkiye açısından bakıldığında, 2002-2005 döneminde enflasyon hedeflemesine geçiş yolunda önemli adımların atıldığı görülmektedir:

- Mali disiplin konusunda ciddi adımlar atılmış, mali üstünlüğün azaltılması konusunda önemli mesafeler alınmıştır.
- Mali sistemin istikrarlı ve güçlü hale gelmesi için önemli önlemler alınmış, böylece mali piyasaların derinliği artmaya başlamıştır.
- Enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli diğer bir şart, enflasyon oranının makul bir seviyeye indirilmiş olmasıdır. Bu konuda da önemli

tarihi sayılabilecek başarılı mesafeler alınmıştır: Bir yandan enflasyon oranı tek haneli rakamlara düşürülmüş, öte yandan da merkez bankası enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşmıştır.

- Dalgalı kur sistemi uygulanmasında uyum süreci başarılı şekilde tamamlanmıştır.
- 2005 yılında parasal reform başarıyla tamamlanmıştır. TL'ye olan güven artmıştır. Bu süreç sonucunda, yabancı paralardan Yeni Türk Lirası'na doğru geçişler hızlanmış, yani *ters dolarizasyon* süreci başlamıştır.
- MB'nin bağımsızlığı açısından bir değerlendirme yapıldığında, TCMB Kanunu'nda 25.4.2001 tarih ve 4651 Sayılı Kanun ile değişiklik yapılıncaya bu konuda önemli bir mesafe alınmıştır.

Yapılan değişikliklerin hemen tamamının, enflasyon hedeflemesi rejiminin gerektirdiği düzenlemeler doğrultusunda olduğu anlaşılmaktadır. Değişikliklere yakından bakıldığında, bu tespiti güçlendirmek mümkündür. Şöyle ki, Banka'nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu (Madde 4), Banka'nın hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit edeceği ve buna yönelik para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu (Madde 4/II-b),

Para Politikası Kurulu'nun para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler halinde raporlar hazırlayarak hükümetin ve kamuoyunun bilgisine sunacağı (Madde 22/A-c), Başbakan'ın Banka'nın işlem ve hesaplarını denetleyebileceği, Başkan'ın Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl nisan ve ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunacağı ve yılda iki defa TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na bilgi vereceği (Madde 42) gibi düzenlemeler yapılmıştır (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tcmbkanun.html>).

Kısacası, TCMB Kanunu'nda yapılan düzenlemeler sonucunda, TCMB'ye araç bağımsızlığı sağlanmış, hesap verebilirlik ve şeffaflığı artırılmıştır. Dolayısıyla TCMB'nin bağımsızlığı açısından enflasyon hedeflemesine geçişte bir sorun kalmamıştır. Hatta diğer bazı ülkelere göre daha ileri durumda olduğu söylenebilir. Özetlenmeye çalışılan gelişmelerin sonucunda, *2006 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesini şu şekilde özetlemek mümkündür:*

- TCMB'nin hedeflediği değişken, 2003 temel yıllık TÜFE yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yıl sonu enflasyonudur. TÜFE'nin seçilmesinin nedeni, kamuoyunca tanınması ve yaşam maliyetini iyi ölçmesidir.
- Enflasyon hedefi *nokta hedef* şeklinde belirlenmiştir. Ancak, TCMB'nin kontrolünde olmayan bir takım gelişmelerden (petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları, kamu fiyatlarındaki ayarlamalar gibi) kaynaklanan nedenlerle, hedeften sapmaların olması kaçınılmazdır. Buna önlem olarak *belirsizlik aralığı* belirlenmiştir. Buna göre 2006 yılı için hedeflenen %5'lik enflasyon hedefi için alt ve üst sapmalar şeklinde %2'lik bir *sapma payı* ya da *belirsizlik aralığı* belirlenmiştir. Benzer şekilde, 2012 yılı için %5,2'lik enflasyon hedefi belirlenmiş, $\pm$ %1,5 *belirsizlik aralığı* öngörülmüştür.
- İlan edilen enflasyon hedefleri üç yıllık bir dönem içindir. Buna göre, 2006 için %5, 2007 ve 2008 yılları için sırasıyla %4'lük enflasyon hedefleri belirlenmiştir.
- MB, hedefi tutturamaması durumunda, bunun nedenlerini ve alınması gerekli olan önlemleri hem hükümete yazılı olarak bildirecek hem de kamuoyuna açıklayacaktır.
- MB, enflasyonla ilgili her türlü gelişmeyi, alınan kararları ve kararlar alınırken yapılan toplantıların tutanaklarını çeşitli raporlar ve basın açıklamaları ile kamuoyuna açıklamaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, TCMB'nin mart, haziran, eylül ve aralık aylarında ilan ettiği *ara enflasyon tahminleri IMF şartlılığı* haline getirilmiştir. Bunun anlamı, IMF'nin yaptığı denetimin enflasyon üzerinden devam edeceğidir.
- Enflasyon hedeflemesi ile birlikte kısa vadeli faiz oranları, TCMB'nin temel para politikası aracı haline gelmiştir. Dolayısıyla hedeflenen enflasyon oranında bir sapma olması halinde, TCMB, faiz oranlarında gerekli değişiklikleri yapmaktadır.
- Dalgalı kur rejimi uygulanmaya devam edecektir. Burada altının çizilmesi gereken en önemli nokta, döviz kurunun bir para politikası aracı olarak kullanılmayacağı ve TCMB'nin belirli bir kur hedefinin olmayacağıdır.

6.5 TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Bu alt bölümde, Türkiye'de uygulanan para politikaları özetlenerek sunulacaktır. Para politikası konusunu işleyen Türkçe yazılmış birçok kitap, dergi ve özellikle TCMB yayınları Türkiye'deki para politikası uygulamalarını vermektedir. Bu konudaki programlar ve uygulama sonuçları, ayrıntılı bir şekilde TCMB'nin (www.tcmb.gov.tr) internet adresinden izlenebilir. Konu, ders kitabı sınırlarını aşmayacak şekilde aşağıda özetlenecektir. Burada izlenecek dönemler, amaca göre farklı biçimde gruplandırılabilir.

6.5.1 Sıkı Para Politikası Dönemi (1923-1950)

Serbest Piyasa Dönemi (1923-1929): İzmir İktisat Kongresi'nde alınan kararlar çerçevesinde Türkiye Cumhuriyeti serbest piyasa ekonomisini benimsemiştir. Ancak, 1923 yılında banka ve kredi sistemimizin yabancı sermayenin denetimi altında bulunması, T.C. Devleti'nin mali kurumlar ve uygulamalar itibarıyla hareket alanını sınırlandırmıştır. Bu yedi yıllık dönemde, kişi başına reel para arzında düşüş görülmüştür. Yani, para arzı ekonominin parasal ihtiyacını karşılayamamıştır.

Devletçilik Dönemi (1930-1938): Bu dönemde, köklü yapısal ekonomik değişmelerin yanında, çok önemli parasal kurumlar kurulmuş ve özgün politikalar uygulanmıştır:

- 1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin daha da derinleştirdiği ekonomik sorunları çözmek amacıyla, hükümet aktif bir tutum takınmıştır. 30 Haziran 1930'da TCMB kurulmuştur.
- Para arzında, devletin payı daha da artırılmıştır. Nitekim 1938 yılında TCMB'ye kamu girişimleri ve kurumlarının, Hazine kefaletini taşıyan bonolarını iskonto etme veya karşılığında avans verme yetkisi tanınmıştır. Dönemin en belirgin özelliği: Hükümetler, bütçe açıkları ve para arzını genişletmekten titizlikle kaçınmışlardır.

Savaş Dönemi (1939-1945): İkinci Dünya Savaşı'nın olağanüstü şartlarında, sıkı para politikası kısmen terk edilmiştir.

Savaş Sonrası (1946-1950): Hükümetler, sıkı para ve denk bütçe politikası uygulamışlardır. Klasik Miktar Teorisi'ni savunan Klasik görüş doğrultusunda hareket etmişlerdir. Buna rağmen hükümet, dünyada meydana gelen yeni siyasi, askeri ve iktisadi dengeleri de gözетerek, gerçekçi kur

politikası arayışına girişmiştir. 1 ABD Doları, 130 kuruştan 280 kuruşa yükseltilmiştir. %115 dolayındaki yüksek oranlı devalüasyon çok tartışılmıştır. Öte yandan zorunlu karşılıklar, kamu kesiminin finansmanında kullanılmaya devam edilmiştir.

6.5.2 Keynesçi Görünümlü, Genişletici Para Politikası: Dönemi (1950-1959)

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, özellikle gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sorunlarına Keynesçi yaklaşımlarla çözüm aranmaya başlanmıştır. Türkiye'de de benzer yaklaşım öne çıkmıştır. Nitekim para arzı sürekli arttırılarak faiz oranları düşük düzeyde tutulmuş, böylece kaynakların harekete geçirilmesi temel ekonomi politikası olmuştur. Bu politika, enflasyonist baskıların ve döviz darboğazının kalkınma hamlesini tehlikeye düşürmesine kadar sürmüştür.

1950 sonrasında, daha önceki muhafazakâr para politikası değişmiştir. 1950-1960 döneminde, TCMB'nin görevlerine hükümetçe müdahale edilmiş, *merkez bankacılığı sistemini tehlikeye sokacak bazı uygulamalar yapılmıştır*. Hükümetin iktisadi olaylara liberal bir yaklaşımla müdahalesi gözlenmiştir.

1950-1953 dönemindeki iyimserlik, ikinci dört yılda (1954-1958 döneminde) izlenememiştir. Bu ikinci dönemde uygulanan para politikası uygulamaları kısaca şöyledir: Reel kesimdeki durgunluğa rağmen, parasal kesimdeki genişleme fiyatlar genel düzeyini önemli ölçüde arttırmıştır. *Bu gelişmeler karşısında hükümet şu para politikalarını uygulamıştır*: 1955'te reeskont oranları yükseltilmiş; 1956'da kredi tavanı oluşturularak para ve kredi hacmi dondurulmuş; fakat daha sonra, para arzı geniş ölçüde artırılmıştır. Bu durumda reeskont politikası etkisiz kalmıştır.

1958 İstikrar Programı: 1958 yılında Türk ekonomisi ciddi bir ekonomik krize girdiği için ekonomik istikrar tedbirleri uygulanmıştır. Bu programla uygulamaya konan kararlar şöyle özetlenebilir:

- *Dış borçlar ertelenmiş*, yabancı mali kuruluşlardan, acil ihtiyaçlarda kullanılmak üzere dış kredi alınmıştır.
- *Yüksek oranlı fiili devalüasyon yapılmıştır*.
- Mevduat zorunlu karşılıklarını belirleme yetkisi *Banka Kredilerini Tanzim Komitesi*'ne verilmiştir.
- Yurt dışına döviz transferi yasaklanmıştır.
- Kamu iktisadi kuruluşlarınca üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarına %20 ile %200 arasında zam yapılmıştır.

Yüksek enflasyona rağmen, kredi tavanına uyulması sonucunda, özellikle 1959'un ilk dokuz ayında, istikrar programı amacına ulaşmış; yüksek düzeyde bir fiyat istikrarı sağlanmıştır. Ancak, 1959 yılının son ayları ile 1960 yılında hükümet istikrar programından sapmıştır. Öyle ki, kredi tavanları aşılarak para arzı arttırılmış; böylece, talep enflasyonu kökenli enflasyonist politikalara yeniden dönmüştür.

6.5.3 Denetimli Para Politikası Dönemi (1960-1970)

Bu dönem; beş yıllık kalkınma planları (BYKP) uygulamasına başlandığı, köklü yapısal değişimlerin yapıldığı bir dönemdir. Hâkim görünümü, ekonomiye kalkınma planlarıyla sürekli müdahale edilerek reel ve parasal büyüklüklerin denetim altına alınmış olmasıdır. Böyle bir politika izlenmesinin nedeni, 1960 öncesindeki tedbirlerin başarısızlığıdır. 1960-1970 yıllarını kapsayan on yıllık dönemdeki para politikası uygulamaları dört alt dönem halinde özetlenebilir:

1960-1962 Dönemi: Bu dönemde istikrarlı bir para politikası izlenmeye başlamıştır. Öncelikle para ve kredi hacmindeki aşırı genişlemeye son verilmiştir. 4 Ağustos 1958 İstikrar Tedbirleri, 22 Ağustos 1960'da hukuken tamamlanmıştır. 1960 yılında, makroekonomik dengeleri yeniden kurabilmek için bazı tedbirler alınmıştır. 1962 yılından sonra Türkiye, planlı döneme geçme ihtiyacını duymuş ve para politikaları da plan hedefleriyle uyumlu biçimde formüle edilmiştir. Krediler üzerindeki sınırlamalar kaldırılarak zorunlu karşılık mekanizması kurulmuş, bunun idaresi Amortisman Kredi Sandığı'ndan alınıp, TCMB'ye bağlanmıştır.

Planlı Döneme Geçiş ve 1963-1970 Dönemi: Türkiye 1963 yılında Birinci BYKP'yi, 1967'de ise İkinci BYKP'yi yürürlüğe koymuştur. 1963-1970 döneminde, Türkiye ekonomisinde yüksek büyüme hızı ile fiyat istikrarı bir arada gerçekleşmiştir. Nitekim bu dönemde GSMH yılda ortalama %6,3 büyümüş, ortalama enflasyon oranı ise %5,3 olmuştur. Ancak 1970 yılından itibaren fiyat istikrarı bozulmuş ve istikrar tedbirleri uygulanması zorunlu hale gelmiştir. *Sonuç itibariyle* Türkiye, 1970'li yıllara döviz sorunu hafiflemiş bir şekilde ve hızlı bir ekonomik büyüme temposuyla girmiştir. Ancak, kamu kesiminin iç finansman dengesinde yeterli iyileşmelerin sağlanamaması ve kamu harcamalarının sağlam kaynaklara dayandırılmaması TCMB'nin rolünü arttırmıştır. Nitekim 14 Ocak 1970'te çıkarılan 1211 Sayılı Kanun'la TCMB Kanunu değiştirilmiştir. Böylece Hazine'nin Banka'daki hissesi %15'ten %51'e yükseltilmiştir. TCMB'nin görevleri, yetkileri, araçları, işlemleri ve

örgüt yapısı yeniden düzenlenmiştir. Bankanın örgüt ve organlarına çağdaş merkez bankacılığının sahip olduğu nitelikler kazandırılmaya çalışılmıştır.

6.5.4 Ekonomik ve Siyasi İstikrarsızlık Dönemi (1971-1980)

1971 ve 1972 İkinci BYKP'nin son iki yılını oluşturmuştur. 1973 yılında Üçüncü BYKP uygulamaya konulmuştur. 1973 Dünya Petrol Krizi ve buna bağlı stagflasyon eğilimleri, 1974 Kıbrıs Barış Harekatı ve bu nedenle Türkiye'ye uygulanan ambargo vb. iç ve dış siyasi ekonomik olaylar, Üçüncü BYKP hedeflerine ulaşılmasını engellemiştir. Söz konusu olumsuzlukların etkisiyle 1971-1980 döneminde iki haneli enflasyon ortaya çıkmıştır. Öte yandan, aynı dönemde dış ödemeler dengesinde önemli sıkıntılar yaşanmıştır. Nitekim 1970 devalüasyonu sonrası, 1971-1980 döneminde, parasal genişleme kontrol edilemez duruma gelmiştir.

Para arzındaki bu aşırı genişlemeler ve diğer ekonomik olumsuzluklar ile dünya ekonomisindeki gelişmeler sonucu Türkiye'de 24 Ocak 1980 *Ekonomik İstikrar Tedbirleri* uygulamaya konulmuştur. Bu kararlar öncesinde, *Türkiye ekonomisi henüz birinci petrol şokunun yarattığı sorunlara uyum sağlamaya çalışırken, ikinci petrol şoku ile karşılaşmıştır.* Bu şokun ortaya çıkardığı sorunlara rezerv hareketleri ve dış borçlanma ile çözüm aranmıştır. Bunun ardından ithalat kısıntısına gidilmiştir. Ancak Türk sanayisinin ithalata bağımlı yapısı nedeniyle, böyle bir uygulama ekonomiyi durma noktasına getirmiştir. Makroekonomik dengelerdeki büyük çaplı dengesizlikleri ortadan kaldırmak için yapısal reformlar zorunlu hale gelmiştir.

24 Ocak 1980 İstikrar Tedbirleri: Ekonomide Yapısal Değişim: 1980 öncesinde mali piyasaların kısıtlılığı yanında, bu piyasalarda kullanılan araçlar da gelişmemiştir. Özellikle menkul kıymetler borsasının kurulamamış olması, menkul kıymetleştirme faaliyetlerinin gelişimini önlemiştir. 24 Ocak 1980 *Kararları ile Türk ekonomisinde yapısal değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Nitekim mali piyasalar serbestleştirilmiş ve dışa açık büyümeye dayalı istikrar arayışları bir strateji olarak benimsenmiştir.*

Mali piyasaların serbestleştirilmesi sürecinde gerçekleştirilen önemli faaliyetler şöyle özetlenebilir: 1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş, 1983'te faaliyete başlamış; Yeni Bankacılık Kanunu çıkarılmış; 1986'da İMKB ve bankalar arası para piyasası kurulmuş; 1987'de APİ başlatılmış ve 1988'de bankalar arası döviz piyasası kurulmuştur. 24 Ocak Kararları, IMF tipi geleneksel bir istikrar politikasıdır. Bu politikanın temel amacı, para ve döviz piyasalarında süregelen çift fiyat uygulamalarına son

vermek ve fiyatların serbest piyasa şartlarına göre oluşmasını sağlamaktır. Bu program çerçevesinde örgütlenme açısından iki önemli kurul kurulmuştur. Birisi *Koordinasyon Kurulu*, diğeri ise *Para ve Kredi Kurulu*'dur. Konumuzu ilgilendiren *Para ve Kredi Kurulu*, para politikasını izlemek ve etkin kılmak amacıyla kurulmuştur.

Programın kısa dönemli amacı, ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyonu denetim altına almaktır. *Uzun dönemli amacı* ise dış ticaretin serbestleştirilmesi, dışa dönük sanayileşme; esnek kur politikasına geçiş; dış yatırımların teşviki; faiz oranlarının serbest bırakılması ve böylece tasarrufların özendirilmesi; kısa dönemde KİT fiyatlarının serbest olması, uzun dönemde ise KİT'lerin özelleştirilmesidir.

6.5.5 Nisan 1994 Krizi ve 5 Nisan 1994 İstikrar Paketi

1980-1990 döneminde mali varlıklar çeşitlenmiş, ayrıca piyasa mekanizmasına daha duyarlı hale gelmiştir. Ancak, mali serbestleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin başlaması, yeniden yapılandırılan mali sistemde, dış etkenlere ve diğer iç şoklara karşı duyarlılıkların artması nedeniyle mali yapıdaki kırılganlıkları ortaya çıkarmıştır. Böylece sistemin dayanıklılığı, hem faiz yarışı yüzünden hem de kamu bankalarının haksız rekabeti nedeniyle zayıflamaya başlamıştır (Çelik, 2006, s.18).

1990-1994 döneminde, iç borcun GSMH'ye oranı yükselme eğilimi göstermiştir. Devlet, iç borçlanma faiz oranlarını düşürmek ve borçlanma vade yapısını uzatmak amacıyla, 1993 sonunda açıkların finansman yöntemini değiştirmiştir. Öte yandan, 1993 yılında çıkarılan Tahkim Yasası ile Hazine'nin TCMB'ye olan birikmiş borçları silinmiş; ek bütçe çıkarılarak, Hazine'nin avans olanağı iki katına yükseltilmiştir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, kamu açıklarının finansmanında TCMB'nin kaynakları Hazine tarafından artan oranda kullanılmağa başlamıştır.

Kamu açıklarının iç borçlanma yerine TCMB kaynakları ile finanse edilmesi devalüasyon beklentilerini artırırken; ortaya çıkan döviz talebi, piyasa döviz kuru ile resmi kur arasındaki farkı hızla açmaya başlamıştır. Bu durum, spekülasyon iştahı kabartmıştır. Böylece, 1993'ün sonlarına doğru piyasalardaki istikrarsızlığın artması ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar beklentileri olumsuz yönde etkilemiştir. Ciddi biçimde bozulan makro dengeleri yeniden kurabilmek, potansiyel riskleri önlemek için 5 Nisan 1995 İstikrar Paketi uygulamaya konulmuştur.

Hedefi: 5 Nisan 1995 İstikrar Paketi'nin hedefi, *kısa vadede* enflasyonu düşürmek; 3 ayda %50 faiz içeren Hazine bonoları kullanarak, tıkanan kamu borçlanma mekanizmasına yeniden işlerlik kazandırarak, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamaktır. *Orta vadede*, mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirmek ve bu yolla uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme gerçekleştirmektir.

Başarısı: Kamu bankaları reformunu içermemesi nedeniyle başarılı olamamıştır.

6.5.6 1990-1999 Döneminin Temel Ekonomik Sorunları: 2000-2001 Krizlerini Hazırlayan Olaylar³

Türk ekonomisi, 1990'lı yıllardan itibaren sıklaşan aralıklarla ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Bu krizlerin başlıca nedenleri:

- Sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması,
- Başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olmasıdır.

A. Sürdürülemez İç Borç Dinamiği

Kamu kesimi toplam net borç stokunun GSMH'ye oranı 1990 yılında %29 iken, bu oran 1999 yılı sonunda %61'e ulaşmıştır. 1990 yılında %6 olan net iç borç stokunun GSMH'ye oranı 1999 yılında (kamu bankalarının görev zararları dahil) %42'ye çıkmıştır. Borç stokundaki bu artış, dönemin ilk yarısında yüksek faiz dışı kamu açıklarından kaynaklanmış; ikinci yarıda ise yüksek reel faizlerin etkisiyle belirgin hale gelmiştir. Yüksek kamu açıklarının yanı sıra, 1994 yılından sonra kamu kesiminin net dış borç ödeyici durumunda olması, yeterince derin olmayan yurtiçi mali piyasalar üzerinde baskı oluşturmuş ve reel faiz oranlarının yüksek seviyede kalmasına yol açmıştır.

Bu dönemde yüksek ve değişken enflasyon ortamı risk primini artırmak suretiyle reel faiz oranlarının yüksek seyretmesinde etken olan bir diğer unsurdur. 1992-1999 döneminde yıllık ortalama GSMH büyüme hızı %4'ün altında kalırken, iç borçlanma reel faiz oranı %32 olmuştur. Yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını daha da artırmış ve her gün

³Bu sorunlar, *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı* metninden özet yapılarak aktarılmıştır.

Türkiye'yi daha zor bir duruma götüren bir borç-faiz kısır döngüsünü ortaya çıkarmıştır. Borç stokundaki artışla bu durum sürdürülemez hale gelmiştir.

1990'lı yılların ikinci yarısında borç stokundaki artışta reel faizlerdeki artış belirleyici olmakla birlikte, borç-faiz kısır döngüsünün çözülmesinde kamu gelir ve harcamalarında kalıcı bir iyileşmenin sağlanması şart olmuştur. Bu çerçeveden bakıldığında, 1990-1999 döneminde kamu açıklarındaki artışta, harcamalara ilişkin şu faktörler etkili olmuştur:

- Bütçe dışı fonlar, döner sermayeler ve mahalli idarelerin kontrol dışı harcamalarındaki artış ve özellikle görev zararları başta olmak üzere bazı harcamaların kamu bankaları kanalıyla şeffaf olmayan bir şekilde karşılanması ve bu suretle kamu maliyesinde bütünlük ve disiplinin bozulması;
- Kamu sektöründeki aşırı istihdam politikası ve verimlilikle uyumlu olmayan maaş ve ücret artışları;
- Kamu yatırım proje stokundaki aşırı artış, yüksek maliyet ve verimsiz çalışma düzeni;
- SGK'ların mali dengelerinin bozulması nedeniyle açıklarının hızla yükselmesi;
- Gerçek ihtiyacı karşılamayan tarımsal destekleme politikaları;
- Ekonomik etkinliğe ters düşen müdahalelerle yönlendirilen, yüksek maliyetle ve verimsiz biçimde çalışan büyük bir KİT sisteminin varlığı.

Kamu gelirlerindeki temel sorun, vergi oranlarının yüksekliğine karşın, vergi tabanının dar olması nedeniyle toplam vergi tahsilatının yetersiz kalması ve vergi yükünün adaletsiz bir biçimde dağılmasıdır.

Yüksek maliyetli iç borçlanma ile karşılanması, *faiz giderlerinin bütçe içerisindeki payını hızla artırmıştır.* Nitekim 1990 yılında toplanan her 100 liralık vergi gelirinin 32 lirası faiz ödemek için kullanılırken, 1999 yılında bu rakam 72 liraya yükselmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda devlet, eğitim, sağlık ve adalet gibi asli fonksiyonlarına yeterli kaynak ayıramaz hale gelmiştir.

B. Mali Sistemdeki Sorunlar

Kamu bankalarına devlet tarafından verilen, tarım kesimi ile küçük ve orta boy işletmeleri destekleme görevi sonucunda oluşan zararların zamanında ödenmemesi; uzun yıllardır devam eden ve ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler; kamu bankalarının iyi yönetilememesi ve asli fonksiyonların dışında görev verilmesi, bu bankaların mali yapılarını önemli ölçüde bozmuştur.

Kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarını kısa vade ve yüksek maliyetle piyasadan karşılamaları bir yandan zararlarının gittikçe artmasına, diğer yandan da mali sektörde istikrarsızlık unsuru olmalarına yol açmıştır. Bu, piyasalarda faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, *kamu bankaları bankacılık işlevini yerine getiremez hale gelmiş ve bu bankalar Türkiye'deki toplam mevduatın %40'ını toplarken krediler içindeki payları %26'da kalmıştır.*

1990-2000 döneminde yüksek reel faizlere de bağlı olarak kamu kesimi borçlanma ihtiyacındaki artış, özel bankaların reel ekonomiye kaynak sağlamaktan uzaklaşarak kamu açıklarını finanse etmeye yönelmelerine yol açmıştır. DİBS'lerin mevduat bankalarının toplam aktifleri içindeki payı 1990 yılında %10'dan 1999 yılında %23'e çıkmıştır. Aynı dönemde özel sektöre açılan kredilerin toplam aktifler içindeki payı ise %36'dan %24'e inmiştir. Böylece bankalar üretici ve reel ekonomiyi yeterli ölçüde destekleyememiştir.

Yüksek enflasyon ortamı ve belirsizlikler tasarruf sahiplerinin kısa vadeye yönelmesine yol açmış, bankaların varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu artırmıştır.

Yüksek ve değişken enflasyon yanında hızla artan borç stokları sonucu TL'ye olan güvenin zayıflaması, para ikamesini de hızlandırmıştır. Döviz Tevdiat Hesapları'nın, repo dâhil, toplam mevduatlar içindeki payı 1990 yılında %25'den 1999 yılında %42'ye yükselmiştir.

Toplam mevduatın yarısına yakın bir kısmının döviz tevdiat hesaplarına yönelmiş olması ve bankaların yurt dışından borçlanmalarındaki artış döviz yükümlülüklerini önemli ölçüde yükseltmiştir. Diğer yandan, bankalar başta kamu kâğıtları olmak üzere getirisi yüksek TL cinsinden araçlara yönelmişlerdir. Bu durum, bankacılık sisteminin yabancı para açık pozisyonunu yükseltmiş ve bankalar kur riskine karşı önemli ölçüde kırılgan hale gelmiştir. Mali sektörün sağlıklı bir yapıya kavuşturulması amacıyla öz kaynaklarının artırılması, yasal düzenlemelerin uluslararası standartlara uyumundaki eksikliklerin giderilmesi ve şeffaflığın sağlanması yönünde çalışmaların hızla sürdürülmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

6.5.7 2000 Yılı Enflasyonla Mücadele Programı

Yukarıda özetleri sunulan birikimli ekonomik-mali olaylardaki olumsuz gelişmeler, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri'ni doğurmuştur. Bu krizlerin 1994 Mali Krizi'nden farkı, bunların döviz kuruna dayalı bir istikrar

programı uygularken meydana gelmesidir. 2000 yılı başında uygulamaya konan ve üç yıllık bir dönemi kapsaması düşünülen para politikasının, 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan krizler sonrasında kur politikası gibi temel bazı ölçütleri sürdürülememiş ve 2000 yılı programı terk edilmiştir.

Uygulanan sıkı politikalara rağmen, yapısal önlemlerin beklenen düzeyde hızlı gerçekleşmemesi programın güvenilirliğinin azalmasına neden olmuştur. Bu yüzden, aktiflerinin önemli bölümü Hazine kâğıtlarından oluşan bankaların artan likidite talepleri 2000 Krizi'ni tetikleyen önemli etkenlerden biridir. *2000 yılı programının içeriği* TCMB kaynaklarından öğrenilebilir (www.tcmb.gov.tr).

6.5.8 Türkiye’de 2001 Mali Krizi’ni Önlemek İçin Uygulanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Uygulama Sonuçları

2001 yılı Şubat Krizi sonrasında IMF ile daha önce (1999, 2000) imzalanmış olan *stand-by* anlaşmasının, değişen koşullar altında yeniden şekillendirilerek devamına karar verilmiş ve tüm ekonomiyi kapsayan *Güçlü Ekonomiye Geçiş* adı altında yeni bir program uygulamaya konmuştur.

Program çerçevesinde, geçiş dönemi olarak adlandırılan bir süre içerisinde, para politikasının piyasalarda istikrarı sağlamaya ve yapısal reformları desteklemeye yöneleceği, sonrasında ise temel hedefin fiyat istikrarını sağlamak olacağı, dolayısıyla para politikasının da bunun gereklerini yerine getirmek üzere şekillendirileceği ifade edilmiştir. Bu amaçla, TCMB Kanunu’nda önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu çerçevede, *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın geçmiş programlardan temel farkı, para politikasının serbest dalgalı kur rejimi altında uygulanıyor olmasıdır.*

Serbest dalgalı kur uygulaması ile birlikte döviz kurunun nominal çapa işlevini kaybetmesi sonrasında, Merkez Bankası bilançosundaki emisyon, zorunlu karşılıklar ve serbest tevdiat hesaplarının toplamından oluşan ve *para tabanı* olarak adlandırılan büyüklük, program uygulaması çerçevesinde, geçici olarak nominal çapa işlevini (görevini) üstlenmiştir. Bu amaçla, *para tabanı* büyüklüğüne dönemler itibariyle gösterge niteliğinde üst sınırlar konmuş, ancak bu sınırların dönem dönem gözden geçirilebileceği ifade edilmiştir.

TCMB, kur politikasına yönelik olarak da döviz kurunun piyasa koşulları altında belirlenmesi esasının kabul edildiğini; bu çerçevede, kurların uzun dönemli denge değerine karışılmayacağını, döviz müdahalelerinin ise ya

IMF kredisinin Hazine'ye kullanılması ile ortaya çıkan likiditeyi çekmek için ya da döviz kurunda zaman zaman meydana gelen aşırı oynaklığın giderilmesine yönelik olacağını açıklamıştır. Aşağıda 2001 yılı *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*'nın, TCMB kaynaklarından (www.tcmb.gov.tr) yararlanarak, çok kısa bir özeti yapılmıştır:

A. Programın Temel Amaç ve Araçları: Ekonominin Yeniden Yapılandırılması

Programın temel amacı: Kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve bu duruma bir daha geri dönmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmaktır. Bu doğrultuda;

- Program, öngörülen hedeflere ulaşılması yanında ekonominin yeniden yapılandırılması konusunda kesin bir siyasi taahhüdü ve desteği içermektedir.
- Kamuda kaynak tahsisi sürecinde şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması, rasyonel olmayan müdahalelerin bir daha geri dönüş olmayacak şekilde önlenmesi, iyi yönetişimin ve yolsuzlukla mücadelenin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.
- Bütün bunlarla, katlanılan fedakârlıkların boşa gitmesinin önlenmesi ve piyasalarda güven ortamının yeniden sağlanması amaçlanmaktadır.

Programın alt hedefleri: Yeni program, bu temel ilkeler çerçevesinde şunları alt (ara) hedef olarak belirlemiştir:

- Dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadeleyi kesintisiz ve kararlı biçimde sürdürmek;
- Bankacılık sektöründe kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere, hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırılmayı gerçekleştirerek bu kesimle reel kesim arasında sağlıklı bir ilişki kurmak;
- Toplumsal uzlaşmaya dayalı, fedakârlığın tüm kesimlerce adil bir biçimde paylaşılmasını öngören ve enflasyon hedefleri ile uyumlu bir gelirler politikası sürdürmek;

- Kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak bir biçimde güçlendirmek;
- Bütün bunları etkinlik, esneklik ve şeffaflık ile sağlayacak yapısal unsurların yasal altyapısını oluşturmak.

Nihai amaç: Ekonomide sürdürülebilir bir gelişme ortamını sağlayarak kaynak kullanma sürecindeki verimliliği artırmak, dışa açık bir yaklaşımla piyasa koşullarında rekabet gücümüzü geliştirmek ve böylece ekonomide büyümeyi, yatırım ve istihdamı artırarak halkımızın geleceğe umutla bakmasını ve refah düzeyini kalıcı bir biçimde yükseltmektir.

B. Yapısal Yenilenme ve Yasal Düzenlemeler

Program çerçevesinde, aşağıda sıralanan dört temel alanda yasal düzenlemeler yapılmıştır:

- Mali sektörün yeniden yapılandırılması,
- Devlette şeffaflığın artırılması ve kamu maliyesinin güçlendirilmesi,
- Ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması,
- Sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi.

1. Mali Sektörün Yeniden Yapılandırılması

• Bankaların mali bünyelerinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, mali piyasaların ve reel sektörün istikrarı bakımından büyük önem taşımaktadır. Bu kapsamda öncelikli olarak Bankalar Kanunu'nda değişiklikler öngören yasal süreç başlatılmıştır.

• Bankalardaki mevduat ve bankaların diğer yükümlülüklerine yönelik olarak ilan edilen garanti uygulamasına devam edilmiştir.

• Kamu ve TMSF bünyesindeki bankaların yüksek tutarlı nakit açıklarını gidermek amacıyla günlük olarak piyasalara fon ihtiyacı için başvuruları, piyasaların dengesini ve mali bünyelerini bozmuştur. Bu olumsuzluğun giderilmesi için, kamu bankalarına Hazine'den alacaklarına karşılık olarak piyasa koşullarına uygun faizli DİBS verilerek görev zararı alacaklarının tümü en kısa sürede ortadan kaldırılmıştır. Bunlar, belirli bir program dahilinde, bu kağıtlar karşılığında TCMB'den repo veya satış karşılığı temin ettikleri likidite ile diğer bankalara ve banka dışı kesime olan gecelik yükümlülüklerini azaltmışlardır.

- TCMB, bu ve benzer yollarla oluşan likidite fazlasını ters repo ve interbank işlemleri yoluyla piyasadan çekmiştir. 2001 yılı içinde Hazine, kamu ve fon bankalarına mali durumlarını güçlendirmek amacıyla 10,3 katrilyon (bugün 10,3 milyar) TL tutarında DİBS vermiştir.

Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına yönelik diğer çalışmalar; kamu bankaları, TMSF bünyesindeki bankalar ve özel bankalar olmak üzere üç ana grupta ele alınmaktadır.

a. Kamu Bankaları: Kamu bankalarında yaşanan sorunların tekrar oluşmaması için, likidite sorunlarının giderilmesi ile eşanlı olarak gerekli diğer önlemler de alınmıştır. Bu çerçevede;

- *Kamu bankalarına zarar oluşturacak görev verilmemiştir.* Gerekli görüldüğü hallerde kamu bankaları kanalıyla verilecek destek, bütçeye konulacak ödeneklerden karşılanacaktır.

- Mevcut koşullarda yetersiz düzeyde bulunan *kamu bankalarının sermayeleri kısa süre içinde yeterli seviyeye getirilmiştir.*

- *Kamu bankalarının faaliyetlerinin etkinlik ve verimlilik ilkeleri çerçevesinde sürdürmeleri için, her bankanın uzmanlık alanındaki kredilerini kaynak maliyetlerini gözeterek sürdürmeleri sağlanmıştır.*

- Emlak Bankası, Ziraat Bankası ile birleştirilmiştir.

- *Kamu bankalarının yönetiminin profesyonel bankacılardan oluşan bir ortak yönetim kuruluna devredilmiştir.* Bu kurula, kamu bankalarını yeniden yapılandırma ve özelleştirmeye hazırlama yetkisi verilmiştir.

- Kamu bankalarının verimsiz şubeleri kapatılacak ve personel sayısını azaltmak için emeklilik teşvik edilmiştir.

- Kamu bankaları ile ilgili *bu düzen değişikliği Türkiye için köklü bir değişim olup, yıllardır süren bozuk düzenin sonudur.*

b. TMSF Bünyesindeki Bankalar: TMSF bünyesindeki bankaların sorunlarının en kısa sürede çözüme kavuşturulması, mali sistemin istikrarı ve kamu maliyesine getirdikleri yükün azaltılması bakımından önem taşımaktadır:

- TMSF bünyesindeki 13 bankadan 5 tanesi Sümerbank bünyesinde birleştirilmiştir. Şube sayısının 134'e indirilmesi kararlaştırılmıştır.

- Bankalar Kanunu'nda yapılacak değişikliklerle TMSF bünyesindeki bankaların alacaklarının tahsil kabiliyetinin artırılması ve tahsil sürecinin hızlandırılması sağlanmıştır.

c. Özel Bankalar: Yaşanan krizlerden olumsuz etkilenen bazı özel bankaların bir an önce sağlıklı bir yapıya kavuşmalarını sağlayacak düzenlemeler başlatılmıştır:

- BDDK, *sermaye yeterliliği ölçütünü* de dikkate alarak, özel bankalar ile sermaye artırımı ve yeniden yapılanma planları üzerinde belirli bir takvime dayalı anlaşmalar yapmıştır.

- Bankaların dönem kârlarını sermayeye ilave etmeleri sağlanmıştır.

- Bankaların ve şirketlerin devir ve birleşmelerini kolaylaştıracak ilave tedbirlerle ilgili çalışmalar sürdürülmüştür.

- Makul bir geçiş dönemi tanınarak, bankaların mali olmayan iştiraklerinin öz kaynaklara oranı daraltılmıştır.

- Bankalar Kanunu'nda yapılacak değişikliklerle özel karşılıkların kurumlar vergisi matrahının tespitinde gider sayılması konusundaki yasal düzenlemelere açıklık kazandırılmıştır.

- Bankacılık sistemindeki gelişmeler çerçevesinde uzun vadeli yatırımları özendirme, tasarruf araçları arasındaki farklılıkları gidermek amacıyla vergi ve munzam karşılıklar gözden geçirilmiştir.

2. Devlette Şeffaflığı Artıracak ve Kamu Finansmanını Güçlendirecek Düzenlemeler

a. Görev Zararları ile İlgili Düzenlemeler: KİT'lerin faaliyetlerinde zarar oluşturacak görevlerin en aza indirilmesi yönünde düzenlemeler yapılmış, büyük bir çoğunluğu kamu bankalarında bulunan görev zararları kaldırılmıştır. Kamu bankalarına görev verilmesi halinde bununla ilgili giderlerin karşılığının, ilgili yıl bütçesine konularak kuruluşlara peşin ödeme öngörülmüştür. Kamu bankalarına, mevcut gecelik yükümlülüklerinin üçte ikisi karşılığında piyasa koşullarına uygun Hazine kâğıtları verilmiştir. Hazine ve Merkez Bankası

koordineli bir şekilde hareket ederek piyasalarda olumsuz etki yaratmayacak şekilde kâğıtların nakde dönüştürülmesini sağlamıştır.

b. Borçlanma Yasası: Bu kanun ile devlette şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması hedeflenmiştir. Bugüne kadar başta bütçe kanunları olmak üzere, değişik yasal metinlerle düzenlenen iç ve dış borçlanma ile devletin garanti verme sistemi tek bir kanunla düzenlenerek kamu borç yönetiminin sınırları belirlenmiş; açık ve saydam kurallara bağlanmıştır. Ayrıca, borçlanma ve borç yönetimi politikası esnek, çabuk karar verebilen ve kararlarını çabuk uygulayabilen bir alt yapıya kavuşturulmuştur.

c. Kamulaştırma Yasası: Anayasamızda ve kanunda öngörülen bedelin nakden ve peşin ödenmesi ilkesi, uygulamada amacından saptırılmaktadır. İdareler, kamulaştırma kararlarının alınmasında ve kıymet takdirlerinde mali disiplin anlayışından uzaklaşmaktadır. Bu kanuna göre, yeterli ödeneği temin edilmeden kamulaştırma işlemine başlanılmayacaktır.

d. Kamu İhale Kanunu: Kamu İhale Kanunu'nun değiştirilmesi ile daha rekabetçi ve etkin bir ihale sisteminin oluşturulması ve uluslararası standartlara uyum sağlanması amaçlanmıştır. Bu yasa ile devlet ihalelerinde uygulama projesine dayalı anahtar teslimi ihale yapılarak, hem daha etkin ve rekabete açık bir ihale yönteminin izlenmesi hem de ihale edilen projelerde maliyet artışının önlenmesi amaç edinilmiştir.

e. Bütçe ve Bütçe Dışı Fonların Kapatılması: 61 adet bütçe ve 8 adet bütçe dışı fon kapatılarak fon sisteminde nihai bir konsolidasyon sağlanması; böylelikle, mali disiplin ve şeffaflığın temini amaçlanmıştır.

3. Ekonomide Rekabeti ve Etkinliği Artıracak Düzenlemeler: Şeker Kanunu, Tütün Kanunu, Doğalgaz Kanunu, Türk Telekom'un Özelleştirilmesi, Sivil Havacılık Kanunu gibi önemli kanun düzenlemeleri yapılmıştır.

4. Sosyal Dayanışmayı Güçlendiren Düzenlemeler

a. İş Güvencesi Yasası: Avrupa Birliği Ulusal Programı'nda kısa vadeli öncelikler arasına alınmış olup, yasa hazırlığı için sosyal taraflarla yapılan görüşmelerle ortaya konulmağa çalışılmıştır.

b. Ekonomik ve Sosyal Konsey Yasası: Ekonomik ve sosyal politikaların oluşturulmasında, toplum kesimleri arasında uzlaşma ve

işbirliğinin geliştirilmesi amaçlanmıştır. Kamu kesimi, işçi, işveren ve diğer sivil toplum örgütlerini bir araya getiren konseyle ilgili yasa çıkarılmıştır.

Reel Ekonomiye Yönelik Önlemler: İhracatın artırılmasına yönelik ilave tedbirler alınması öngörülmüş ve şu kararlar uygulanmıştır:

- Bütçeden ve diğer kaynaklardan sağlanacak finansmanlar çerçevesinde Eximbank'ın kredi imkânları artırılmıştır.

- İhracatta KDV ödemeleri hızlandırılmıştır.

- Desteklerle ilgili uygulamalarda bürokratik işlemleri azaltılmıştır.

- Doğrudan yabancı sermayenin Türkiye'ye girişini hızlandırmak amacıyla daha önce Anayasa'da yapılan değişiklikle getirilen uluslararası tahkim imkânı ile ilgili gereken kanun çıkarılmıştır. Ayrıca, doğrudan yatırımın önündeki idari ve bürokratik engelleri ortadan kaldıracak bir eylem planı çalışması yapılmıştır.

- Esnaf, sanatkâr, KOBİ'ler ve tarım kesiminin krizden en alt düzeyde etkilenmelerini temin etmek amacıyla Ziraat ve Halk Bankası'ndan kullanmış oldukları kredilerin faizlerine maliyetlerin yansıtılmasını sınırlamak amacıyla, bütçeye 400 trilyon (şimdi 400 milyon) TL tutarında ödenek konmuştur.

C. Makroekonomik Hedefler ve Politikalar

Yaşanan krizler bankacılık kesimi üzerinde ciddi bir tahribata yol açmış ve kamu maliyesi üzerine büyük bir yük getirmiştir. Faiz oranlarındaki yükselme ve kurlardaki belirsizlik ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin güvenlerini sarsmış, reel ekonomiyi de olumsuz yönde etkilemiş ve ekonomi daralma sürecine girmiştir. TL'nin değer kaybıyla birlikte enflasyonda da bir sıçrama gözlenmiştir.

Ancak rekabet gücünde kazanılan iyileşme, güçlü maliye politikasının sürdürülmesi, aktif para politikası ve uzlaşmaya dayalı gelirler politikası ile büyüme hızı ve enflasyon üzerindeki bu olumsuz etkilerin giderilmesi mümkün görülmüştür. Bu çerçevede öngörülen makroekonomik politikaları özetleyelim:

Maliye Politikası: Kriz sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına ilişkin düzenlemeler kamu finansmanı üzerine önemli bir yük getirmiştir. Diğer yandan, TL'nin değer kaybı ve faiz oranlarındaki yükselme, borç servis yükünü ağırlaştırmaktadır. Kamu borç stokundaki artışın kontrol altında tutulabilmesi için faiz dışı harcamalarda azami tasarrufun ve disiplinin sağlanması büyük önem taşımaktadır. Programın faiz dışı bütçe fazlasına ve kamu finansmanına ilişkin hedefleri bu çerçevede belirlenmiş, buna uygun *faiz dışı kamu dengesi/GSMH, harcama tedbirleri, gelir artırıcı*

düzenlemeler, dış finansman ve gelir tedbirlerini içeren köklü ve ayrıntılı maliye politikaları belirlenmiş ve uygulanmıştır.

D. Uzun Dönemli Perspektif

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın uzun dönemli perspektifi aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

- Program öncesini kapsayan son 25 yılda (1975-2000) yaşadığımız kronik yüksek enflasyon ve kamu açıkları, Türkiye'nin potansiyelini tam olarak kullanmasının ve atılım yapmasının önünde önemli bir engel oluşturmuştur. AB'ye tam üyelik perspektifinden bakıldığında, Türkiye'nin en kısa sürede enflasyon sorununu kalıcı bir biçimde çözmesi, kamu dengesini sağlıklı bir yapıya kavuşturması ve istikrarlı bir büyüme ortamına girmesi zarureti vardır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın nihai hedefi ekonomide böyle bir yapısal dönüşümü gerçekleştirmektir.

- Programda öngörülen yapısal reformların uygulamaya geçirilmesi ekonomide etkinliği artıracak, bunun sonucunda mevcut kaynaklarla sürdürülebilir bir büyüme performansı yakalanabilecektir. Yapısal reformların sonucunda devletin işleyişi köklü bir şekilde değiştirilecektir. Böylece, devletin kamu maliyesini bozan ve kaynak kullanımında etkinliği azaltan eski alışkanlıklarına geri dönmesi engellenmiş olacaktır.

- Kamu finansman dengesinin kalıcı bir biçimde iyileştirilmesi neticesinde devletin eğitim, sağlık, teknoloji ve sosyal harcamalara yeterli kaynakları tahsis etmesi mümkün hale gelecektir. Böylelikle, Uzun Vadeli Strateji'de hedeflenen toplam faktör verimliliği artışı gerçekleştirilebilecek, dünya hasılasından daha yüksek pay alınması, toplumun yaşam kalitesinin yükseltilmesi, gelir dağılımının düzeltilmesi, yoksullukla mücadele ve bölgesel gelişmişlik farkının azaltılması sağlanabilecektir.

- Türkiye, yapısal reformlar gerçekleştirerek enflasyonu tek haneli rakamlara kalıcı olarak indirecek, kamu açıklarını sürdürülebilir düzeyde tutacak ve ilgili diğer kriterleri sağlayarak, hem AB'ye hem de Avrupa Para Birliği'ne üyelik için gereken yükümlülükleri yerine getirmiş olacaktır.

- 21. yüzyılda güçlü ve saygın bir devlet olabilmek için üretken ve güçlü bir özel sektörün, sağlıklı bir piyasa ekonomisi için de sosyal destek ve yasal denetleme görevini yapan bir devletin önemi çok iyi anlaşılmıştır. Güçlü ekonomiyi güven içinde çalışan bir özel sektör, etkin bir devlet ve geniş bir

toplumsal dayanışma yaratacaktır. Program, büyük ölçüde bu perspektife uygun biçimde sürdürülmüştür.

6.5.9 Türkiye’de Şubat 2001 Mali Krizi Sonrası, 2002-2008 Dönemi Para Politikası Genel Çerçevesi⁴

TCMB, 2002-2005 döneminde kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır. Enflasyonla mücadelede elde edilen başarının ardından, kademeli biçimde karar süreçleri daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirilmiş, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği ilan edilmiştir. Ancak bu uygulama, dünya ekonomik konjonktüründe hızlı değişimlerin başladığı bir döneme rastlamış ve bu sürecin bir yansıması olarak Türkiye ekonomisi bir dizi şokla karşılaşmıştır. Nitekim 2006-2008 döneminde enflasyondaki düşüşü engelleyen öğeler, büyük ölçüde, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden kaynaklanmıştır. Çoğu oldukça uzun süre etkili olan bu şoklar, söz konusu dönemde, enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur (Grafik 6.5.9).

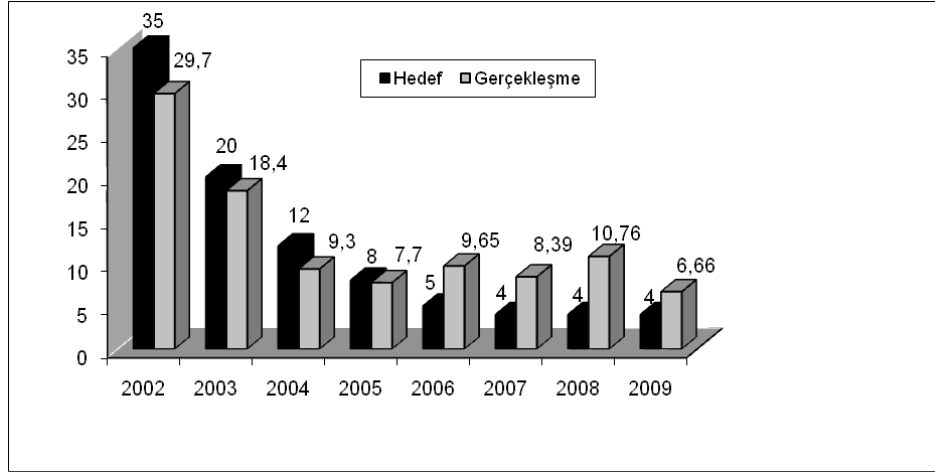
Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin karşılaştığı ilk ciddi şok, 2006 yılı Mayıs ayından itibaren uluslararası sermaye koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi ve bunun sonucunda Türkiye dahil birçok ülkeden sermaye çıkışlarının yaşanmasıdır.

Tüm bu etkenler enflasyonun yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin hedeflerin oldukça üzerine çıkmasına neden olmuştur. TCMB, bu durumun fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla sıkı para politikası uygulamış ve bir dizi ek politika önlemleri almıştır. Bunlar, döviz alım ihalelerine ara verilmesi, TL ve döviz likiditesine ilişkin çeşitli düzenlemelerdir. Bu önlemlerle, enflasyon ve enflasyon beklentileri büyük ölçüde kontrol altına alınmıştır.

2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde ise enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsurlar; uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar, yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları olmuştur. Enflasyonun uzunca bir süre hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesi, TCMB’nin etkin bir iletişim stratejisi izlemesini gerektirmiştir. Bu çerçevede TCMB, arz şoklarının belirginleşmeye başladığı 2007 yılından

⁴ Bu konu, TCMB’nin 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, 12 Aralık 2008 isimli raporundan (www.tcmb.gov.tr) özetlenmiştir.

itibaren enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan temel (çekirdek) enflasyon göstergelerini ön plana çıkarmış ve bunlara sıkça atıfta bulunmuştur.



Şekil 6.5.9 Türkiye’de Enflasyon Gelişmeleri (2002-2009 Dönemi)

Kaynak: TÜİK ve TCMB

Böyle bir yaklaşım, başlangıçta enflasyon beklentilerini kontrol altına almakta başarılı olmuştur. Bununla birlikte, şokların beklenenden daha kalıcı olması, zaman içinde gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin ekonominin genelindeki fiyatlara yansımaya başlamasına neden olmuş ve temel enflasyon göstergelerinde yükseliş gözlenmiştir.

Hedeflerin üst üste aşılması, enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma fonksiyonunun zayıflatmıştır. Bu durumun kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin maliyetinin daha da yükseleceğini öngören TCMB, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve uygulanan rejimin itibarını korumak amacıyla, *Haziran 2008’de Hükümet’e hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir.* Böylece, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri enflasyon hedefleri belirlenmek suretiyle enflasyon beklentilerinin yeniden kontrol altına alınması ve enflasyon ile mücadelenin maliyetinin azaltılması amaçlanmıştır.

TCMB, hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerinde kısa vadede bozulmaya neden olabileceğini göz önüne alarak, hedef değişikliğini parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulamıştır. Böylece, hedeflerin yukarı yönlü güncellenmesinin beklentiler üzerinde oluşturabileceği muhtemel olumsuz etkiler sınırlanmıştır. *2008’in son çeyreğinde, küresel finans piyasalarındaki*

güven kaybının derinleşmesi küresel likidite akışını olumsuz etkileyerek, özellikle ABD Doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuş ve bütün gelişmekte olan ülke paralarında görüldüğü gibi, TL'nin de önemli ölçüde değer kaybetmesine yol açmıştır. Döviz kurundaki bu gelişmelere karşın, gerek toplam talepteki yavaşlama, gerekse emtia ve gıda fiyatlarındaki düşüş enflasyon görünümünü olumlu etkilemiş ve para politikasına hareket alanı tanımıştır.

2008 yılının son çeyreğinde, küresel mali krizin şiddetlenmesi sonucu dünya genelinde finansal koşullar, ek para politikası tedbirleri alınmasını zorunlu kılmıştır. Nitekim TCMB, mali koşullardaki ek sıkılaşmayı bertaraf etmek amacıyla kısa vadeli faiz oranlarında ölçülü bir indirime gitmiştir. 2008 yılında küresel durgunluk yanında, zayıf iç talep koşullarının enflasyonu düşürücü yöndeki etkisinin daha baskın olduğu gözlenmiştir.

Özet: *Enflasyon hedeflemesi rejiminin, karşılaşılan yüksek düzeyli şoklara karşı gerekli önlemleri almada önemli bir esneklik sağladığı görülmüştür. Orta vadeli enflasyon beklentilerinin seyri incelendiğinde, enflasyonun uzun süre hedeflerin üzerinde kalmasına rağmen, beklenen (tahmini) enflasyonun gerçekleşen enflasyonun belirgin biçimde altında kalmaya devam ettiği görülmüştür. Olağanüstü şokların yaşandığı bir dönemde beklentilerin büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli kazanımlarından birisi olarak kabul edilmiştir.*

6.5.10 Küresel Mali Kriz Süresince (2008-2012) TCMB'nin Para Politikası Uygulamaları⁵

Küresel mali kriz gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlamış, 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren derinleşmiş ve küresel sistemin tamamına yayılmıştır. Krizin ekonomik ve finansal istikrar üzerindeki etkileri 2009 yılı boyunca devam etmiş ve dünya ekonomisinde yakın tarihin en ağır durgunluğu yaşanmıştır. Bu durum merkez bankalarını büyüme, istihdam ve finansal sistem üzerindeki tahribatı sınırlamaya yöneltmiştir. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki ani yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki çöküş küresel enflasyonun hızla düşmesini sağlamıştır. Bunun verdiği rahatlık, gelişmekte olan ülke merkez bankalarını yüksek oranlarda faiz indirimlerine yöneltmiştir.

⁵ Bu konu, TCMB'nin 2010, 2011, 2012 yılı para ve kur politikası; aynı dönemlere ait Finansal İstikrar Raporları, Para ve Kur Politikaları ile Enflasyon Raporlarından yararlanarak özetlenmiştir.

TCMB, ülkemizde yakın geçmişte yaşanan mali krizlerin sağladığı deneyimle, Küresel Mali Kriz döneminde hızlı ve etkili kararlar alabilmiş, küresel krizin olumsuz etkilerini en aza indirmek için üzerine düşeni yapmıştır. Türkiye'nin mali sisteminin sağlam yapısı ve risk primindeki bozulmanın görece biçimde sınırlı kalması, para politikasının hareket alanını genişletmiştir.

TCMB, krizin derinleşmesinin ardından uluslararası kredi piyasaları ve küresel ekonomideki sorunların iç ve dış talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği öngörüsünden hareketle, kriz sürecinde iktisadi faaliyetlerde meydana gelebilecek tahribatı sınırlamaya odaklanmıştır. Bu kapsamda TCMB, Kasım 2008'de parasal genişleme sürecini başlatmıştır. 2009'da enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını öngören TCMB, önden yüklemeli bir strateji izleyerek, Aralık 2008-Nisan 2009 döneminde politika faizlerini 650 baz puan indirmiştir.

TCMB'nin politika uygulamalarında, kısa vadeli iktisadi gelişmelerden çok, orta vadeli eğilimler etkili olmaktadır. Bu çerçevede, 2009'un ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyete dair kısmi toparlanma işaretleri alınmasına rağmen, talepteki canlanmanın gücüne ve kalıcılığına ilişkin belirsizliklerin sürdüğünü düşünmüştür. İktisadi faaliyetteki toparlanma yanında, istihdam koşullarındaki iyileşmenin zaman alacağını öngörerek politika faiz indirimlerini sürdürmüştür.

Kriz döneminde enflasyona ilişkin kaygıların azalması, TCMB'nin, iktisadi faaliyetlere ve mali istikrara odaklanması için çok elverişli bir ortam hazırlamıştır. Bu çerçevede TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmakla birlikte, küresel mali krizin Türkiye ekonomisi ve mali istikrarı bozucu etkilerini önlemek amacıyla, faiz indirimlerinin yanı sıra, TL ve döviz likiditesi sıkışıklığını giderecek, kredi piyasalarının sağlıklı işlemlerini sağlayacak ve reel sektörü destekleyecek bir dizi ek önlem almıştır.

Faiz indirimleri, para politikası kararlarının mali değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliğini artırmıştır. Bunun sonucunda, TCMB'nin piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliği güçlenmiş, küresel risk algılamalarının yüksek olduğu dönemler de dahil piyasa faizleri (para politikası duruşunu izleyerek) en düşük seviyelerine inmiştir. Piyasa faizlerinde görülen düşüş eğilimi, orta vadeli reel faizlere de yansımış ve tarihsel olarak en düşük düzeylerine inmiştir. Reel faizin durgunluk dönemlerinde düşmüş olması, sağlıklı işleyen ekonomilerde beklenen bir değişim olmakla birlikte, ülkemiz ekonomisinde daha önce hiç gözlenmemiş bir durumdur. Bu anlamda reel faizlerin mevcut düzeyi, para politikasının etkinliğini göstermesi yanında, ayrıca ekonomimizin normalleşmesi bakımından olumlu bir gösterge kabul edilmiştir.

2008-2011 döneminde yaşanan gelişmeler, enflasyon hedeflemesi rejiminin iktisadi şoklara zamanında tepki verilebilmesine olanak tanıyan esnek bir rejim olduğunu göstermiştir. Bu dönemde, TCMB'nin, fiyat istikrarı hedefiyle çalışmamak kaydıyla, gerektiğinde büyüme ve istihdamdaki dışsal faktörlerden kaynaklanan ani zayıflamaya da odaklanabildiğini açıkça ortaya koymuştur. Küresel risklere karşı ekonomimizin direncini koruyabilmesi için basiretli bir para politikası gerekli olmakla birlikte tek başına yeterli değildir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi büyük önem arz etmektedir.

TCMB, 2010 yılı sonlarından itibaren uyguladığı politikalarla, orta vadeli enflasyon görünümünü bozmadan, ekonomiyi kademeli biçimde daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamıştır. Bu çerçevede, bir yandan döviz kurunun aşırı dalgalanmasına karşı politikalar uygulanırken; diğer yandan kredilerin makul oranlarda büyümesi için, öteki kurumların katkısıyla birlikte gerekli tedbirler alınmıştır.

Euro bölgesinde krizin derinleşmesi nedeniyle TCMB, 4 Ağustos 2011'de kapsamlı bir önlem paketi açıklamıştır. Bu pakette, küresel ekonomiden kaynaklanabilecek olası bir finansal çalkantı durumunda piyasaya ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanabilmesi için gerekli altyapı hazırlanmıştır. TCMB, aynı zamanda küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak amacıyla politika faizinde ölçülü bir indirime gitmiştir.

Söz konusu dönemde, gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine, döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamaya yönelik bir dizi likidite tedbiri alınmıştır. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesini uzatmak amacıyla, TL zorunlu karşılık oranlarında da düzenlemelere gidilmiştir.

2008 Küresel Mali Krizi sonrasında birçok ülkede para politikası, fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Merkez bankalarının sorumluluk kapsamını genişleten bu yaklaşımla birlikte, geleneksel para politikası araçlarına ilave olarak makro riskleri azaltıcı araçlar da yaygın şekilde kullanılmaya başlamıştır. Küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur: TCMB, fiyat istikrarını sağlamayı temel amaç olarak korurken, makro finansal istikrarı da (koşulların elverdiği ölçüde) dikkate almaya başlamıştır.

Bu yeni yapı çerçevesinde, birden fazla amaca yönelik biçimde uygulanan para politikasının gerektirdiği araç çeşitliliğini sağlamak amacıyla, politika faizinin yanı sıra gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimi tasarlanmıştır.

Gelişmiş ülkelerin MB'leri 2008 Küresel Mali Krizi'nin etkilerini sınırlamak amacıyla uyguladıkları parasal genişleme politikalarının, birçok gelişmekte olan ülke üzerinde olduğu gibi, Türkiye'de de önemli yansımaları olmuştur. Bu dönemde kısa vadeli yurt dışı finansman imkânlarının bol ve düşük maliyetli biçimde sağlanabilmesi, hızlı kredi genişlemesine ve TL'nin giderek değerlenmesine yol açarak, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren makro finansal risklere ve birikimli dış dengesizliklere yol açmıştır. TCMB, bu risklerin azaltılabilmesine yönelik yeni politikalar geliştirmiştir:

Geleneksel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru vb. likidite politikaları aktif bir şekilde kullanıma sokulmuştur. TCMB, yeni politika çerçevesine geçilen Kasım 2010'dan Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin hızla yoğunlaştığı Ağustos 2011'e kadar olan dönemde, bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflemiş, diğer yandan da yurt içinde krediler ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesinin sağlanması ile iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın dengelenmesine odaklanmıştır. Bu dönemde, risk iştahının güçlü olması ve sermaye akımlarının kısa vadede yoğunlaşması nedeniyle TCMB, faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. Böylelikle gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek, gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması mümkün olmuştur.

Diğer taraftan, aynı dönemde aşırı kredi genişlemesini engellemek ve iç talebi kontrol altında tutabilmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında güçlü bir artışa gidilmiştir. Ayrıca, açılan düzenli döviz alım ihaleleriyle kısa vadeli sermaye akımlarının mümkün olduğunca TCMB rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılması hedeflenmiştir. Alınan bu tedbirler TL üzerindeki aşırı değerlenme baskısının giderilmesini sağlamıştır. Ayrıca, başta BDDK olmak üzere, diğer kurumların aldığı tedbirlerin de katkısıyla kredilerde 2011 yılının ortasından itibaren belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir.

TCMB'nin Ağustos 2011'den itibaren aldığı önlemler, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin hızla yükselmesine paralel olarak ortaya çıkan dalgalanmaların ekonomi üzerindeki olumsuz yansımalarının azaltılmasında

etkili olmuştur. Döviz piyasasına yönelik düzenlemeler ve faiz koridoruna ilişkin Ağustos ve Ekim aylarında alınan politika kararları çerçevesinde döviz kurlarındaki oynaklığın diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı kaldığı gözlenmiştir. Ayrıca, Ekim ayında alınan kararlar faiz koridorunun yükselme yönünde genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılması gecelik piyasada oluşan faizleri önemli ölçüde artırmıştır. *Sonuç olarak TCMB, aldığı politika kararlarıyla küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde yol açtığı tahribatı sınırlamıştır. Kriz döneminde uygulanan basiretli para politikaları, TCMB'nin kamuoyu nezdinde güvenini artırmıştır.*

6.5.11 Yeni Para Politikası Stratejisi: 2012 Yılı Sonrası Para Politikası⁶

2012 Yılında Para Politikası Çerçevesi

2008 Küresel Mali Krizi sonrası, risk iştahının ve kısa vadeli sermaye akımlarının oynaklığındaki yükseliş ve finansal istikrara yönelik farkındalığın artması, MB'leri alternatif politika arayışlarına yönlendirmiştir. TCMB de bu çerçevede 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini (fiyat istikrarından ödün vermeden) *finansal istikrarı* da içerecek biçimde yeniden düzenleyerek, 2010 yılı sonlarından itibaren aşamalı olarak yeni bir para politikası tasarımına gitmiştir:

Tablo 6.5.11 Para Politikası Çerçevesi

	<i>Eski Yaklaşım</i>	<i>Yeni Yaklaşım</i>
Amaçlar	<i>Fiyat İstikrarı</i>	<i>Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar</i>
Araçlar	<i>Politika Faizi</i>	<i>Yapısal Araçlar, Konjonktürel Araçlar: Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, Rezerv Opsiyonu</i>

Finansal istikrarın gözetilmeye başlanması, para politikasının hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla araç kullanmasını gerektirmiştir. TCMB, para politikasını uygularken finansal kesimin işleyişine yönelik makro riskleri dikkate almakta; yani, makroekonomik dengesizlikleri ve finansal sistemde biriken riskleri göz ardı etmemektedir. Makroekonomik ve

⁶ Bu konu, TCMB'nin 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarına ait Para ve Kur Politikası Raporlarından yararlanılarak hazırlanmıştır

finansal istikrara dair risklerin daha çok küresel gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir. Özellikle 2008 sonrası kırılgan küresel iktisadi görünüme bağlı olarak süregelen genişleyici para politikaları, risk algılamalarındaki ani değişimler ve aşırı oynak sermaye akımları makro finansal riskleri besleyen temel unsurlardır. Sermaye akımlarındaki hareketler ve küresel likidite çevrimlerinin ülkemizdeki yansımalarını krediler ve döviz kurundaki dalgalanmalar şeklinde göstermektedir. Türkiye gibi yükselen ekonomilerde yerli para biriminin hızlı değerlenmesinden olumlu etkilenen firma bilançoları bankaları aşırı hızlı kredi büyümesine yönlendirebilmektedir. Dolayısıyla yeni politika çerçevesinde krediler ve döviz kuru gibi değişkenlere ayrı bir önem atfedilmektedir.

Gerek hızlı kredi büyümesi gerekse döviz kurunda gözlenen aşırı değerlenme, ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. Hızlı kredi büyümesi aynı zamanda finansal krizleri tetikleyen önemli değişkenlerden biridir. TCMB'nin 2012 yılından beri geliştirdiği politika çerçevesi bu perspektiften değerlendirilmektedir.

2012 Yılında Döviz Kuru Politikası

TCMB, 2012 yılında döviz satım ihaleleri ve doğrudan satım müdahaleleri ile piyasaya yaklaşık olarak toplam 2,5 milyar ABD Doları likidite sağlamıştır. TCMB, 2012 yılının genelinde piyasa ile doğrudan yaptığı işlemlerde net döviz satıcısı konumunda olmasına rağmen, ihracat reeskont kredileri kullanımındaki artış ve rezerv opsiyon mekanizmasının (ROM) desteğiyle, döviz rezervleri belirgin bir artış sergilemiştir. İhracat reeskont kredileri, döviz üzerinden düzenlenmiş senetlerin reeskonta kabulü suretiyle 120 gün vadeli ve TL olarak kullanılmakta; TCMB'ye geri ödemeleri ise döviz cinsinden yapılmaktadır. İhracat reeskont kredilerinin cari açığın azaltılmasına ve TCMB'nin döviz rezervlerinin güçlendirilmesine katkısı göz önünde bulundurularak kredi limitleri yükseltilmiştir.

2013 Yılında Para Politikası Çerçevesi

TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu çerçevede, 2013-2014 yılları için enflasyon hedefi de Orta Vadeli Program hazırlık sürecinde Hükümet ile varılan mutabakata paralel olarak yüzde 5 olarak belirlenmiştir. Belirsizlik aralığı $\pm$ %2 olarak korunmuştur. Ancak konjonktürel gelişmeler nedeniyle hedef yüzde 7'ye çıkarılmıştır. TCMB, enflasyonu hedefle uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlarken, finansal istikrarı da makro bir perspektiften gözetmeye devam etmiştir. Başka deyimle, para

politikası uygulanırken, fiyat istikrarı ile çelişmemesi kaydıyla, aşırı borçlanma ve makroekonomik dengesizliklere dair riskler dikkate alınmıştır.

2013 sonrası dönemlerde de fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda, geleneksel araçların yanı sıra yeni politika çerçevesi dâhilinde geliştirilen araçlar da kullanılmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda *politika faizi*, *faiz koridoru*, *likidite yönetimi*, *zorunlu karşılık oranları* ve *ROM* gibi araçlar kullanılmıştır. Ayrıca krediler ve döviz kuru kanallarının daha etkin çalışması için, iletişim kanalı da destekleyici bir araç olarak devreye sokulmuştur.

2013 Yılında Döviz Kuru Politikası

TCMB, 2013 yılında dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam etmiştir. Dalgalı kur rejiminde döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise uygulanan para ve maliye politikaları, ekonomik temeller, uluslararası gelişmeler ve beklentilerdir. Uygulanmakta olan kur rejiminde TCMB'nin nominal ya da reel herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. Bununla birlikte TCMB, finansal istikrara yönelik riskleri sınırlamak amacıyla TL'nin aşırı değerlenmesi veya değer kaybına karşı kayıtsız kalmamıştır. Bu doğrultuda reel efektif döviz kuru endekslerindeki gelişmeler de yakından takip edilmiş ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla gerektiğinde politika tedbirleri alınmıştır.

2012 yılında inşa süreci büyük ölçüde tamamlanan ROM, bankacılık sektörünün döviz likiditesi yönetimini daha esnek bir şekilde gerçekleştirmesine yardımcı olarak iç ve dış şoklara karşı sistemin dayanıklılığını artırmaktadır. Dolayısıyla bu mekanizma gerek düzenli döviz ihalelerine gerekse doğrudan müdahaleye duyulan ihtiyacı azaltmaktadır. 2013 yılında da küresel büyüme görünümü ve kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanan hareketlere bağlı olarak ROM, para politikasını destekleyici bir araç olarak kullanılmaya devam etmiştir. TCMB, 2013 yılında ihracat reeskont kredilerini kullandırmayı da sürdürmüştür.

2014 Yılında Para Politikası Çerçevesi

TCMB, enflasyonu hedefle uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlarken finansal istikrarı gözetmeye; bu doğrultuda, sermaye akımlarının yurt içi ekonomi üzerinde oluşturduğu oynaklığın sınırlandırılmasına yönelik politikalarına devam etmiştir. TCMB, geleneksel araçların yanı sıra yeni politika çerçevesi dâhilinde geliştirilen araçları da kullanmayı sürdürmüştür.

Yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan TCMB, 2014 yılında da, makroekonomik riskleri de dikkate almak suretiyle finansal istikrarı gözetmeye devam ederek, bu amaçla para politikası ve likidite yönetiminin etkinleştirilmesine yönelik uygulamalarını sürdürmüştür. TCMB, ortaya çıkan ihtiyaçlara göre, likidite yönetimi stratejisinde değişikliklere gitmiştir. Bu kapsamda likidite yönetimi, TCMB borçlanma ve borç verme faiz oranları koridoru ile zorunlu karşılık uygulaması gibi araçları kullanmaya devam etmiştir.

2014 Yılında Döviz Kuru Politikası

TCMB, 2014 yılında dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam etmiştir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise uygulanan para ve maliye politikaları, ekonomik temeller, uluslararası gelişmeler ve beklentilerdir. Uygulanmakta olan kur rejiminde TCMB'nin nominal ya da reel herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. Bununla birlikte TCMB, finansal istikrara yönelik riskleri sınırlamak amacıyla TL'nin aşırı değerlenmesi veya aşırı değer kaybına karşı kayıtsız kalmamaktadır.

2014 yılında ihracat reeskont kredi vadeleri uzatılmış ve diğer bazı uygulama kolaylıkları getirilmiştir. Uygulanan dalgalı döviz kuru rejimi çerçevesinde doğrudan net döviz alımları, ihracat reeskont kredileri ve ROM gibi araçlar kullanılarak TCMB'nin döviz ve altın rezervlerinde ciddi artışlar olmuştur. Piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak spekülasyon davranışları sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi ve aşırı oynaklık durumlarında piyasaya esnek ihaleler yoluyla veya doğrudan müdahale edilmiştir.

2015 Yılında Para Politikası Çerçevesi⁷

2015 yılında TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu çerçevede 2015-2016 yılları için olduğu gibi 2017 yılı enflasyon hedefi de Orta Vadeli Program hazırlık sürecinde Hükümet ile varılan mutabakatla uyumlu olarak yüzde 5 düzeyinde belirlenmiştir. Belirsizlik aralığı, önceki yıllarda olduğu gibi her iki yönde 2 yüzdelik puan (± 2) olarak korunmuştur. Enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde tutulması amaçlanırken, *finansal istikrar* da gözetilmeye devam edilmiştir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda, geleneksel araçların yanı sıra yeni politika çerçevesi

⁷ Bu konu, TCMB, 2015 Yılı Para ve Kur Politikası, 10 Aralık 2015, Ankara'dan özetlenmiştir.

dahilinde geliştirilen araçlar da kullanılmaya devam etmiştir. Ayrıca krediler ve döviz kuru kanallarının daha etkin çalışması için, iletişim kanalının destekleyici bir araç olarak kullanılması sürdürülmüştür.

Mayıs 2013 sonrası dönemde, küresel para politikalarına dair yaşanan gelişmeler finans piyasalarındaki hareketlerin temel belirleyicisi olmuştur. Bu nedenle TCMB, *1 haftalık repo faizi oranı, faiz koridoru, TL ve yabancı para likidite politikaları ve ROM araçlarını aktif bir şekilde kullanarak küresel oynaklığın Türkiye ekonomisine muhtemel olumsuz etkilerini sınırlamaya ve enflasyonda yaşanan bozulmayı gidermeye yönelik politikalar uygulamıştır.*

2015 Yılında Döviz Kuru Politikası

TCMB, 2015 yılında dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam etme kararı almıştır. 2015 yılında da döviz piyasasının sağlıklı çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla, döviz arz ve talep gelişmelerini yakından takip ederek gerekli önlemleri almaya devam etmiştir. TCMB, Piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak spekülasyon davranışları sonucunda kurlarda sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmesi ve aşırı oynaklık durumlarında piyasaya esnek ihaleler yoluyla veya doğrudan müdahale edilebilecektir.

2015 Yılında Finansal İstikrara Yönelik Düzenlemeler

TCMB, dengeli büyümeyi desteklemek ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek amacıyla bankaların ve finansman şirketlerinin TL olarak tesis ettikleri zorunlu karşılıklarına 2014 yılı Kasım ayından itibaren faiz ödemeye başlamıştır. Makro finansal riskleri sınırlamak açısından kısa vadeli ve yabancı para cinsi borçlanmanın kontrol altında tutulması önem arz etmektedir. Bu çerçevede, finansal istikrarı desteklemek amacıyla, yabancı para cinsinden çekirdek dışı kısa vadeli yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranları vade uzatımını teşvik edici yönde artırma kararı almıştır. ROM, bankalar tarafından yüksek bir oranda kullanılmaya devam etmektedir. İhracat reeskont kredilerinin, döviz rezervi birikimine önemli miktarda katkı sağladığı için devamına karar verilmiştir.

Kredi kartı azami faiz oranlarının belirlenmesinde, finansal istikrarı ve tüketicinin korunmasını amaçlayan bir yöntem üzerinde çalışılmış ve söz konusu yöntem şeffaflık ve öngörülebilirliği artırmak amacıyla kamuoyu ile paylaşılmıştır. 2014 yılında BDDK tarafından tüketici kredilerine ve kredi kartlarına yönelik alınan makro ihtiyati tedbirler kredi artışının makul seviyelerde gerçekleşmesine ve finansal istikrarın korunmasına katkı sağlamıştır.