

**1980 SONRASINDA  
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ  
BANKASI'NIN PARA POLİTİKASI  
UYGULAMALARI**

**(Yüksek Lisans Tezi)  
Öğr.Gör. Oğuz YILDIRIM**

**Eskişehir - 1995**

**TC**  
**ANADOLU ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**1980 SONRASINDA**  
**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN**  
**PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI**

**(Yüksek Lisans Tezi)**  
**Öğr.Gör. Oğuz YILDIRIM /**

**Danışman : Prof. Dr. Önder ÖZKAZANÇ**

Anadolu Üniversitesi  
Merkez Kütüphanesi

**Eskişehir - 1995**

## **ABSTRACT**

Monetary policies undertaken after 1980 in Turkey have been widely discussed. Most of these discussions focused on whether Central Bank of Turkey has a monetary programme or not.

As known, monetary policy has important functions to provide a stable growth of any economy. Central Bank of Turkey is responsible for conducting and carrying out the monetary policy. The purpose of monetary policy that Central Bank of Turkey carried out after January 1980 is to prevent effects of economic instabilities into economy wide instabilities.

In this study, we examine the monetary policy carried out by Central Bank of Turkey. Study planned as follows. In the first part, we try to explain how monetary policy indicators and monetary aggregates changed after 1980. In the second part, we examined policies of Central Bank of Turkey toward the monetary indicators and targets and basic macroeconomic aggregates. In the third part, we examine how successfully Central Bank carried out the monetary policy after 1980.

Finally, between years of 1980 and 1995, we reached the conclusion that the Central Bank of Turkey has not been successful to provide monetary stabilization. The Bank has no serious monetary programme toward monetary stabilization.

## ÖZET

Türkiye’de 1980 sonrasında uygulanan para politikaları geniş ölçüde tartışma konusu olmaktadır. Bu tartışmaların büyük bir bölümü ise TCMB’nin önceden belirleyip uyguladığı, bir parasal programının olup olmadığı etrafında yoğunlaşmaktadır.

Bilindiği gibi para politikası, ülke ekonomisinin istikrarlı bir gelişme göstermesinde önemli işlevlere sahiptir. TCMB’de para politikasının oluşturulması ve uygulanmasından büyük ölçüde sorumludur. TCMB’nin 24 Ocak 1980 kararları sonrasında uygulamaya koyduğu para politikasının amacı, yaşanan parasal istikrarsızlığın finansal piyasalara yansımalarını önlemek, böylece reel sektördeki belirsizlikleri bir ölçüde azaltmak ve parasal istikrarsızlığın genel bir ekonomik istikrarsızlığa dönüşmesini önlemek olmuştur.

Bu çalışmada, TCMB’nin 1980 sonrası dönemde uyguladığı para politikası incelenmiştir. Birinci bölümde, Türkiye’de para politikası göstergeleri ve parasal büyüklüklerin 1980 sonrası gelişimleri açıklanmıştır. İkinci bölümde, TCMB’nin gösterge ve hedef seçimi ve temel makroekonomik büyüklüklere yönelik politikalarına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde, TCMB’nin 1980 sonrası dönemde uyguladığı para politikası ve temel makroekonomik büyüklüklere yönelik uygulamaları incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, 1980-1995 yılları arasında yer alan zaman dilimi içinde, TCMB’nin ülke ekonomisinin parasal istikrarını sağlamadığı ve bu istikrarı sağlamaya yönelik ciddi parasal programlara sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

## TABLULAR

<b>Tablo No</b>		<b>Sayfa</b>
1.	Parasal büyüklüklerin zaman içindeki yıllık yüzde değişimleri .....	19
2.	Emisyon'un zaman içindeki aylık gelişimi .....	21
3.	Rezerv Para'nın zaman içindeki aylık gelişimi .....	25
4.	Parasal Taban'ın zaman içindeki aylık gelişimi .....	27
5.	Merkez Bankası Parası'nın zaman içindeki aylık gelişimi ...	30
6.	M1'in zaman içindeki aylık gelişimi .....	32
7.	M2'nin zaman içindeki aylık gelişimi .....	33
8.	M2Y'nin zaman içindeki aylık gelişimi .....	34
9.	M3Y'nin zaman içindeki aylık gelişimi .....	35
10.	Kısa dönem hedeflerinin seçimi .....	45
11.	TCMB 1990 yılı parasal hedefleri ve gerçekleştirmeleri .....	73
12.	TCMB 1992 yılı parasal hedefleri ve gerçekleştirmeleri .....	76
13.	Fiyat endeksleri .....	88

## ŞEKİLLER

Şekil No	Sayfa
1. Emisyon'un zaman içinde gelişimi .....	22
2. Rezerv Para'nın zaman içinde gelişimi .....	25
3. Parasal Taban'ın zaman içinde gelişimi .....	27
4. Merkez Bankası Parası'nın zaman içinde gelişimi .....	30
5. M1'in zaman içinde gelişimi .....	32
6. M2'nin zaman içinde gelişimi .....	33
7. M2Y'nin zaman içinde gelişimi .....	34
8. M3Y'nin zaman içinde gelişimi .....	35
9. Arz- talep enflasyonu .....	51

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
TABLolar.....	
ŞEKİLLER .....	
GİRİŞ .....	1

### Birinci Bölüm

#### TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI GÖSTERGELERİ VE PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN 1980 SONRASI GELİŞİMİ

##### Birinci Kısım

1. PARA POLİTİKASI GÖSTERGELERİ .....	3
1.1. Temel Parasal Büyüklükler .....	3
1.1.1. Emisyon .....	4
1.1.2. Rezerv Para .....	6

1.1.3. Parasal Taban .....	6
1.1.4. Merkez Bankası Parası (MBP) .....	7
1.1.5. M1, M2, M2Y, M3Y .....	8
<b>1.2. Döviz Kurları .....</b>	<b>11</b>
1.2.1. Döviz Kurlarının Gösterge Olarak Kullanımı .....	12
1.2.2. Türkiye’de Döviz Kurlarının Belirlenmesi .....	13
<b>1.3. Faiz Oranları .....</b>	<b>16</b>
1.3.1. Faiz Oranlarının Gösterge Olarak Kullanımı .....	16
1.3.2. Türkiye’de Faiz Oranlarının Belirlenmesi .....	17

## **İkinci Kısım**

<b>2. PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN 1980 SONRASI GELİŞİMİ .....</b>	<b>19</b>
<b>2.1. Emisyon .....</b>	<b>20</b>
<b>2.2. Rezerv Para .....</b>	<b>23</b>
<b>2.3. Parasal Taban .....</b>	<b>26</b>
<b>2.4. Merkez Bankası Parası (MBP) .....</b>	<b>28</b>
<b>2.5. M1, M2, M2Y, M3Y .....</b>	<b>31</b>

## **İkinci Bölüm**

### **TCMB’NİN GÖSTERGE VE HEDEF SEÇİMİ VE TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK POLİTİKALARI**

#### **Birinci Kısım**

<b>1. TCMB’NİN PARA POLİTİKASINDA GÖSTERGE VE HEDEF SEÇİMİ .....</b>	<b>38</b>
--------------------------------------------------------------------------	-----------



<b>1.1. Para Politikasında Gösterge Seçimi</b> .....	38
1.1.1. Amaç ve Araç Değişkenler .....	39
1.1.2. En Uygun Gösterge Seçimi .....	40
<b>1.2. Para Politikasında Hedef Seçimi</b> .....	42
1.2.1. Para Politikasında Hedeflerin Rolü .....	43
1.2.2. Ara ve Faaliyet Hedeflerinin Seçimi .....	44
<b>1.3. TCMB'nin Gösterge ve Hedef Seçimi</b> .....	46
<b>2. TCMB'NİN TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK POLİTİKALARI</b> .....	47
<b>2.1. Enflasyona Yönelik Politikalar</b> .....	48
2.1.1. Talep Enflasyonu ve Para Politikası .....	49
2.1.2. Maliyet Enflasyonu ve Para Politikası .....	50
2.1.3. Arz-Talep Şokları ve Para Politikası .....	51
<b>2.2. Döviz Kurlarına Yönelik Politikalar</b> .....	52
2.2.1. Piyasa Ekonomisinde Döviz Kurunun Yeri .....	53
2.2.2. Döviz Kurlarına Merkez Bankası'nın Müdahalesi .....	55
<b>2.3. Faiz Oranlarına Yönelik Politikalar</b> .....	56
2.3.1. Faiz Oranları ve Vade Yapısı .....	58
2.3.2. Ödemeler Bilançosu ve Faiz Oranları .....	60
<b>2.4. Ekonomik İstikrara Yönelik Politikalar</b> .....	62
2.4.1. TCMB-Hazine İlişkisi ve TCMB'nin Bağımsızlığı .....	63
2.4.2. Ekonomik İstikrar ve Bağımsız Para Politikası .....	64

## Üçüncü Bölüm

### TCMB'NİN 1980 SONRASI PARA POLİTİKASI VE TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK POLİTİKALARI

#### Birinci Kısım

<b>1. TCMB'NİN 1980 SONRASI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI ...</b>	<b>67</b>
<b>1.1. Parasal Programlama ve TCMB Para Programları .....</b>	<b>68</b>
1.1.1. TCMB 1990 Yılı Para Programı .....	71
1.1.2. TCMB 1992 Yılı Para Programı .....	75
<b>1.2. TCMB'nin Para Politikası Uygulamaları .....</b>	<b>77</b>
1.2.1. Liberalleşme ve Para Politikası .....	79
1.2.2. Para Programları ve Para Politikası .....	83
1.2.3. Beş Nisan Kararları ve Para Politikası .....	85

#### İkinci Kısım

<b>2. TCMB'NİN 1980 SONRASI TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK POLİTİKALARI .....</b>	<b>87</b>
<b>2.1. Enflasyon Politikası Uygulamaları .....</b>	<b>88</b>
<b>2.2. Döviz Kuru Politikası Uygulamaları .....</b>	<b>91</b>
<b>2.3. Faiz Oranları Politikası Uygulamaları .....</b>	<b>94</b>
<b>2.4. Ekonomik İstikrar Politikası Uygulamaları .....</b>	<b>98</b>
<b>SONUÇ .....</b>	<b>101</b>
<b>YARARLANILAN KAYNAKLAR .....</b>	<b>106</b>

## GİRİŞ

Para, günümüz ekonomilerinin işleyişinde önemli bir yere sahiptir. Bu ekonomilerin verimli çalışabilmesinde, kullanılan paranın yurtiçi ve yurtdışı değerinin istikrarlı olması oldukça önem kazanmaktadır. Bu da ancak, önemli bir makro ekonomik politika aracı olan “para politikası” ile sağlanabilir. \*

Para politikasının amacı, piyasadaki para miktarının ekonominin ihtiyacı oranında tutulması ve genel makroekonomik hedefler çerçevesinde durgunluğa ve enflasyona yol açmayan ve üretimi artıran bir para-kredi piyasasının oluşturulmasıdır. Bu çerçevede, ülkemizde, siyasi otorite adına, parasal önlemlerin belirlenmesi, uygulanması ve denetlenmesinden TCMB sorumludur. Dolayısıyla, TCMB'nin yükümlülükleri ve bu yükümlülüklerini yerine getirmeye yönelik politikaları, ülkemiz ekonomisinin genel gelişimini de belirleyecektir. Nitekim, ülkemizde 1980 yılından itibaren izlenen politikalara baktığımızda daha çok talep yönlü makroekonomik politikalar (para ve maliye politikaları) izlenmiş, özellikle para politikası (para arzı ve faiz oranları) ön plana çıkmıştır. \*

Üç bölümden oluşan bu çalışmada Türkiye Ekonomisi, 1980-1995 yılları arasında yer alan zaman dilimi içinde, TCMB'nin uyguladığı para politikası açısından ele alınmakta ve para politikasının ekonomik

etkileri incelenmektedir. Bu üç bölüm yoluyla Türkiye Ekonomisi'nde 1980 yılından günümüze kadar uygulanan parasal, finansal ve reel politikaların etkilerini ayrıntılı olarak görmek mümkündür.

Birinci bölümde, Türkiye'de para politikası göstergeleri ve parasal büyüklüklerin 1980 sonrası gelişimi incelenmektedir. TCMB'nin kullandığı para politikası göstergeleri olan parasal büyüklükler (emisyon, rezerv para, parasal taban, MBP, M1, M2, M2Y ve M3Y), döviz kurları ve faiz oranları teorik çerçevede tanımlanmakta, ne şekilde belirlendikleri açıklanmakta ve uygulanan para politikasında bu göstergelerin rolleri incelenmektedir. Parasal büyüklüklerin 1980 sonrası gelişimi ise grafikler yardımıyla açıklanmaktadır.

İkinci bölümde, TCMB'nin gösterge ve hedef seçimi ve temel makroekonomik büyüklüklere yönelik politikaları incelenmektedir. TCMB'nin uyguladığı para politikasının temellerini oluşturan gösterge ve hedeflerin belirlenmesi konusu, teorik olarak incelenmekte ve TCMB'nin para politikası gösterge ve hedeflerini nasıl ve neye göre belirlediği açıklanmaktadır. TCMB'nin temel makroekonomik büyüklüklere yönelik politikaları (enflasyon, döviz kurları, faiz oranları ve ekonomik istikrarı sağlayıcı politikalar) ise ayrıntılı olarak incelenmekte ve bu politikaların ekonomiyi ne şekilde etkiledikleri açıklanmaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümü Türkiye uygulamasına yöneliktir. Bu bölümde TCMB'nin 1980 sonrası para politikası ve temel makroekonomik büyüklüklere yönelik uygulamaları incelenmektedir. TCMB'nin 1980 sonrası para politikası uygulaması, üç dönem halinde incelenmekte ve makroekonomik büyüklüklere yönelik uygulanan politikaların, Türkiye ekonomisinde doğurduğu sonuçlar açıklanmaktadır. Sonuç bölümünde ise, TCMB'nin para politikasıyla ilgili genel bir değerlendirme yapılarak, elde edilen sonuçlar özetlenmektedir.

## **Birinci Bölüm**

### **TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI GÖSTERGELERİ VE PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN 1980 SONRASI GELİŞİMİ**

#### **1. PARA POLİTİKASI GÖSTERGELERİ**

Para politikasının uygulanmasına ilişkin alternatif yöntemler kuramda ve uygulamada tartışılmaktadır. Bu tartışmalar, para politikası uygulanırken, hangi göstergelerin kullanılacağı konusunda yoğunlaşmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) tanımladığı para politikası göstergelerini ele alıp, TCMB'nin bu göstergeleri nasıl belirlediğini tartışacağız.

##### **1.1. Temel Parasal Büyüklükler**

Para talebi ve paranın ekonomi üzerindeki etkisi ile ilgili araştırmalar, Merkez Bankası'nın açıkladığı parasal bileşenlere dayandırılmaktadır. Genel olarak, bu bileşenler; emisyon, rezerv para, parasal taban, Merkez Bankası Parası (MBP) ve "M serisi" (M1, M2, M2Y ve M3Y) olarak bilinen parasal tanımlardan oluşmaktadır.

Bu bileşenler elde edilirken önce bir parasal büyüklük seçilir. Bu genelde dolaşımdaki paradır. Daha sonra, seçilmiş diğer parasal büyüklükler bu büyüklüğün üstüne eklenerek diğer büyüklüklere ulaşılır.<sup>1</sup> “Basit Toplama” adı verilen bu yöntemle elde edilen parasal büyüklüklerin oluşturulma amacı, farklı parasal büyüklüklerin uygulamadaki etkilerinin belirlenmesidir. Merkez bankalarının parasal büyüklükleri tanımlamalarının bir başka amacı da, diğer önemli makroekonomik değişkenleri etkilediği bilinen parasal büyüklükleri izleyerek bunları kontrol altında tutmak istemesidir.

Bilindiği gibi “finansal sistem” iki halkadan oluşmaktadır. Birinci halkayı Merkez Bankası ve buna ilişkin parasal büyüklükler oluşturur. İkinci halka ise Merkez Bankası ve mevduat bankalarından oluşan tüm bankacılık sistemidir. Önce, TCMB bilançosundan hareketle hesaplanan parasal büyüklükleri sırasıyla tanımlayıp, daha sonra bankanın izlediği para politikasında bu parasal büyüklüklerin rollerini inceleyelim.

### **1.1.1. Emisyon**

Emisyon işlemi, kâğıt paraların Merkez Bankası tarafından basılarak dolaşıma çıkarılmasıdır.<sup>2</sup> Belli bir anda merkez bankasının piyasada bulunan banknot miktarına da emisyon miktarı adı verilir. Gösterge olarak kullanılan emisyon kavramı, emisyon miktarı veya bu miktarda oluşan değişikliklerdir.

Emisyon işlemi, merkez bankalarının finansman kaynaklarından biridir. Merkez bankaları, ticari bankalardan farklı olarak devlet adına banknot basma yetkisine sahiptirler. Dolayısıyla, merkez bankaları varlıklarındaki artışı banknot basarak finanse edebilirler.

<sup>1</sup> Kürşat, KUNTER, “TCMB Ekonomik Araştırmalar Dergisi 2”, 1993, S: 59-60.

<sup>2</sup> Nur KEYDER, “Para, Teori-Politika”, Ankara 1991, S: 15.

Örneğin, Merkez Bankası ekonominin likiditesini artırmak için piyasadan döviz satın alabilir veya ülke parası cinsinden kredi açabilir. Bu durumda bankanın varlıkları artmış olacaktır. Merkez bankasının bunu finanse edebilmek için banknot arzını artırması halinde, varlık büyümesini emisyon işlemi ile finanse etmiş olmaktadır.

Emisyon işleminde tek yetkili organ, “Merkez Bankası Yasası” nın birinci maddesine göre TCMB’dir. Bu maddede, merkez bankasının emisyon işlemi yapabileceği koşulları tek tek belirtilmiştir. Bu koşullar dışındaki nedenlerle TCMB’yi emisyon işlemi yapmaya zorlamak bankanın izlediği para politikası hedeflerini ve özerkliğini zedelemektedir.<sup>3</sup>

1980 öncesi dönemde, para politikasını belirlemek için en çok dikkate alınan faktör emisyon miktarı olmuştur. Genelde, para politikası göstergesi olarak emisyon miktarına bakılmaktadır. Emisyon miktarı, emisyonun merkez bankası toplam bilançosu içinde önemli bir payını oluşturduğu ülkelerde, para politikasının bir aynası olarak iyi bir göstergedir.<sup>4</sup>

Ancak 1980 sonrası dönemde TCMB bilançosunun pasifinde yer alan emisyon miktarının bilanço değerine oranı giderek düşmekte ve bu kalem bilançonun finansmanındaki eski önemini bir ölçüde kaybetmektedir. Günümüzde, emisyon miktarı TCMB’nin likidite yaratma yeteneğinin sadece bir kısmını yansıtmakta, bu nedenle de likiditedeki gerçekleşen değişmeyi doğru yansıtamamaktadır.

Emisyonun iyi bir gösterge olma eksikliğini gidermek amacıyla, değişik para arzı büyüklükleri tanımlanmış ve bu büyüklükler TCMB tarafından 1980 sonrası para politikası uygulamalarında kullanılmıştır.

<sup>3</sup> İlhan ULUDAĞ, “**Merkez Bankası’nın Özerkliği**”, Finans Dünyası, Haziran 1993, S: 59-60.

<sup>4</sup> TCMB Bülteni, “**TCMB’nin Para Politikası Hedefi Olarak Merkez Bankası Parası**”, Ocak 1990, S: 3-4.

### 1.1.2. Rezerv Para

Bunlardan birincisi rezerv para kavramıdır. Emisyon rakamına, bankaların TL ve döviz mevduatlarına karşılık olarak TL cinsinden tuttukları Merkez Bankası'ndaki zorunlu karşılıkları ve serbest mevduatları ile banka dışı kesimin mevduat ve fon hesapları eklendiğinde, rezerv para adı verilen parasal değişkene ulaşılmaktadır.<sup>5</sup> Banka dışı kesimin mevduatı ve fon hesapları oldukça küçük bir miktar olduğu için, rezerv paranın esas olarak emisyon ile bankaların Merkez Bankası'ndaki zorunlu karşılıkları ve serbest mevduatından oluştuğu söylenebilir. Yani;

**Rezerv Para=** Emisyon + Bankalar Zorunlu Karşılıkları + Bankalar Serbest Mevduatı + Fon Hesapları + Banka Dışı Kesimin Mevduatı

şeklinde hesaplanmaktadır. Rezerv paraya “kaynak para” da denilmektedir.

Rezerv para, TCMB tarafından 1989 yılına kadar piyasadaki likiditenin bir göstergesi olarak izlenmiştir. Bu yıla kadar rezerv para TCMB'nin uyguladığı para politikasının odak noktasını oluşturmuştur. Son zamanlarda, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerine başlaması ve kamu kesiminin Merkez Bankası bünyesindeki mevduatının hesaba katılması zorunluluğu, “parasal taban” ve “Merkez Bankası Parası” tanımlarını ön plana çıkarmıştır.

### 1.1.3. Parasal Taban

Rezerv paraya TCMB'nin piyasadaki likiditeyi düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemlerinden doğan net borçlarının eklenmesiyle

<sup>5</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1993, S: 41.



parasal tabana ulaşılmaktadır. Yani;

**Parasal Taban** = Rezerv Para + Açık Piyasa İşlemlerinden Doğan Borçlar

şeklinde hesaplanmaktadır. Parasal Taban'a, "temel para" veya "baz para" da denmektedir.

Birçok ülkede, likidite göstergesi olarak parasal taban izlenmektedir. Yukarıda yaptığımız tanımın yanı sıra; parasal taban, "para organlarının (Merkez Bankası ve Hazine) mevduat bankaları ve banka harici kesimin elinde bulunan net parasal yükümlülüğü" şeklinde de tanımlanabilir.<sup>6</sup>

Parasal taban, dolaşımdaki para ve bankaların kasalarında veya Merkez Bankası'nda bulundurdukları toplam rezervlerden oluşur. Bu toplama "yüksek güçlü para" adı da verilmektedir. Bunun nedeni, parasal tabanın banka nezdinde tutulan bir TL'nin, kendinin birkaç katı tutarında kaydi para (banka parası) yaratma gücüne sahip olmasıdır.

Para arzındaki büyümenin özünü oluşturan parasal taban, ekonomideki parasal etkenlerin ölçümünde son derece önemli bir kavramdır. Parasal taban iktisatta "MO" simgesiyle gösterilir. MO'dan hareketle M1, M2, vb. gibi para arzı kavramlarını ölçmek veya elde etmek mümkündür.

#### **1.1.4. Merkez Bankası Parası (MBP)**

Parasal tabana Hazine ve İktisadi Devlet Teşekkülleri'nin mevduatından oluşan Kamu Mevduatının eklenmesiyle Merkez Bankası Parası (MBP) adı verilen diğer bir parasal büyüklüğü ulaşılmaktadır. Yani;

---

<sup>6</sup> KEYDER, S: 158-160.

**Merkez Bankası Parası** = Parasal Taban + Kamu Mevduatı

şeklinde hesaplanmaktadır.

MBP, TCMB'nin TL cinsinden ekonomideki tüm diğer birimlere olan yükümlülüğünü verir. "Başka bir deyişle, döviz cinsinden olan yükümlülükler hariç tutulduğunda; MBP, bilanço toplamını yani Merkez Bankası'nın yarattığı Türk lirası toplamını verecektir".<sup>7</sup>

Döviz borçlanması veya döviz borç verilmesi MBP'yi etkilemez. Döviz işlemlerinin MBP yaratabilmesi sadece döviz satın alımıyla olurken, döviz işlemlerinin MBP'yi azaltması ise sadece döviz satmakla olur. Yani TCMB'nin dövize ilişkin işlemlerinden sadece döviz alım ve satımı MBP'yi etkilemektedir. Dolayısıyla MBP'yi, döviz işlemlerinden kaynaklanan kısmı ve TL işlemlerinden kaynaklanan kısmı diye ikiye ayırmak mümkündür.<sup>8</sup>

MBP'yi oluşturan kalemlerin, mali sisteme giriş biçim ve mekanizmaları farklı olmakla beraber, likidite yaratma etkileri aynıdır. Bu nedenle TCMB, para politikası uygulamasının likidite üzerindeki etkisinin, MBP'nin izlenmesi ile en iyi biçimde görülebileceğini savunmaktadır. Ayrıca MBP'nin alt kalemlerinin kontrolü TCMB'nin elinde olduğu için doğal olarak MBP'nin TCMB'nin para politikası üzerinde yoğunlaşmasını sağlayan temel araç niteliğindedir.

#### **1.1.5. M1, M2, M2Y, M3Y**

**M1:** En dar parasal büyüklüktür. MBP'den sonra, mali sistem kaydi para yaratan mevduat bankalarının dahil edilmesiyle genişlemekte ve "M serisi" denilen diğer para arzı tanımlarına ulaşılmaktadır. "M"

<sup>7</sup> KEYDER, S: 154-156.

<sup>8</sup> Rüştü SARAÇOĞLU, "TCMB Parasal Programı Hakkında Brifing Metni", Ankara 16 Ocak 1990, S: 24.

serisinde ilk para arzı olan M1, dolaşımdaki banknot miktarına, vadesiz resmi mevduat dışındaki, Türk lirası olarak tutulan tüm vadesiz mevduatın eklenmesi ile bulunmaktadır. Yani;

$$\mathbf{M1} = \text{Dolaşımdaki Para} + \text{Mevduat Bankalarındaki Vadesiz Mevduat} + \text{Merkez Bankasındaki Mevduat}$$

şeklinde hesaplanmaktadır.

TCMB, M1 parasal büyüklüğünü altı alt bileşeni yardımıyla hesaplamaktadır. Bunlar, dolaşımdaki para, vadesiz tasarruf mevduatı, vadesiz ticari mevduat, vadesiz mevduat sertifikası, Merkez Bankası'ndaki vadesiz mevduat ve diğer mevduattır. Dolaşımdaki para M1'in en büyük bileşenidir. İkinci büyük bileşen vadesiz ticari mevduattır. Vadesiz ticari ve tasarruf mevduatına aynı faiz verilmekte, Merkez Bankası'nda bulundurulmuş mevduata ise faiz verilmemektedir.<sup>9</sup>

**M2:** M1 rakamına vadeli resmi mevduat dışında kalan tüm Türk lirası vadeli mevduat ile mevduat sertifikaları eklendiğinde ise M2 olarak isimlendirilen parasal büyüklük elde edilmektedir. Yani;

$$\mathbf{M2} = \text{M1} + \text{Mevduat Bankalarındaki Vadeli Mevduat}$$

şeklinde hesaplanmaktadır.<sup>10</sup>

**M2Y:** İktisadi analiz açısından, yukarıda tanımı yapılan parasal büyüklükler Türkiye'deki mevcut şartlar altında genellikle yetersiz kalmaktadır.<sup>11</sup> Bunun temel nedeni, yüksek enflasyon yaşanan ekonomilerde ülkenin para biriminin diğer ülkelerin para birimleri karşısında hızla değer kaybetmesi sonucunda para ikâmesinin ortaya

<sup>9</sup> KUNTER, S: 8.

<sup>10</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1994, S: 57.

<sup>11</sup> KUNTER, S: 12.

çıkmasıdır. Türkiye de yaklaşık 15 yıldır yüksek enflasyon yaşayan bir ülkedir.

1980'li yılların başından itibaren Türk parasının diğer ülke para birimleri karşısında reel olarak değer kaybetmesi; doğal olarak tasarruflarına reel ve yüksek getiri bekleyen tasarruf sahiplerinin, döviz tutma eğilimlerini güçlendirmiştir.

1984 yılı başından itibaren yapılan yasal düzenleme ile bankalarda vadeli veya vadesiz döviz mevduatı açılabilmesi, bankalara yatırılmış olan döviz tevdiat hesaplarının son yıllarda hızla büyüyerek TL mevduat rakamlarına ulaşmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak da ekonomik değerlendirmelerin yapılabilmesi için yeni ve daha geniş tanımlı bir parasal büyüklük olan M2Y tanımlanmıştır.<sup>12</sup>

Bu parasal büyüklük, M2 rakamına cari kurdan değeri hesaplanan döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle bulunmaktadır. Yani;

**M2Y** = M2 + Döviz Tevdiat Hesabı (TL cinsinden)

şeklinde hesaplanmaktadır.

**M3Y**: Merkez Bankası'na göre en geniş parasal büyüklük ise; M2Y rakamına vadeli ve vadesiz resmi mevduatın, Merkez Bankası'nda tutulan diğer mevduatların ve döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle bulunan M3Y'dir. Yani;

**M3Y** = M2Y + Resmi Mevduat + Merkez Bankası'ndaki Diğer Mevduat + Döviz Tevdiat Hesapları (TL cinsinden)

---

<sup>12</sup> Hasan ERSEL-Emin ÖZTÜRK, "Para Politikası Uygulamaları ve Para Miktarı", İşletme ve Finans, Eylül 1992, Sayı:78, S: 6.

şeklinde hesaplanmaktadır.

M2Y ile M3Y arasındaki farkı oluşturan mevduat türlerinin oldukça küçük bir tutar olması ve bunların zaman içindeki gelişiminin düzensizliği nedeniyle iktisadi analize en yakın parasal büyüklüğün M2Y olduğu söylenebilir. Ayrıca, ekonometrik çalışmalarda M2Y ile nominal gayri safi milli hasıla (GSMH) arasında oldukça güçlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır.<sup>13</sup>

Yukarıda yapılan bütün tanımlarda, hane halkı ve firmaların parasal varlıkları söz konusudur. Bunlar çeşitli piyasalarda “menkul kıymet” ya da “mal” ile değiştirilebilir. Dolayısıyla bu büyüklüklerle ölçme yapmak, piyasalarda mal veya menkul kıymete dönüşebilecek para miktarını bulmak demektir.

Genel olarak temel parasal büyüklükleri tanımlamış bulunuyoruz. Bundan sonra, TCMB'nin para politikası uygulamasında temel parasal büyüklükleri nasıl ve ne şekilde kullandığını ve temel parasal büyüklüklerin 1980 sonrası gelişimlerini grafikler yardımıyla inceleyeceğiz. Fakat daha önce para politikasının bir diğer göstergesi olan döviz kurları ve faiz oranlarını inceleyelim.

## **1.2. Döviz Kurları**

Döviz kuru (kambiyo kuru), iki milli para birimi arasındaki değişim oranıdır. Diğer bir deyişle döviz kuru, bir yabancı paranın milli para cinsinden fiyatıdır. Bu nedenle kur, ülkeler arasındaki fiyat seviyelerini birbirlerine bağlayarak fiyat ve maliyet karşılaştırmaları yapılmasına imkân sağlar.

Ülkemizde yabancı para biriminin değeri, milli para (TL) ile ifade

---

<sup>13</sup> ERSEL-ÖZTÜRK, S: 6-7.

edilmektedir. Yani, 1 Mark'ın, 1 Dolar'ın, kaç Türk lirası ettiği belirlenir.

Döviz kurunda yükselme, bir birim yabancı para sağlamak için daha çok **milli** para vermek anlamına gelir ve bunun sonucunda milli paranın dış değeri azalır. Döviz kurunun düşmesi, bir birim yabancı paranın, eski durumuna göre daha az milli para ile satın alınabilmesidir. Bu durumda milli paranın değeri yükselir.

Döviz kuru, döviz piyasasında döviz arzı (milli paraya dönüştürülmek için döviz piyasasına arz edilen yabancı para miktarı) ve döviz talebi (yabancılara ödemede bulunmak için talep edilen toplam yabancı para miktarı) tarafından belirlenir. Bunun yanında döviz kuru, devlet müdahalesiyle de (kontrollü döviz kuru) belirlenmektedir. Örneğin hükümetlerin devalüasyon (milli paranın dış değerinin düşürülmesi) veya revalüasyon (milli paranın dış değerinin yükseltilmesi) uygulamaları gibi.

Şimdi de döviz kurlarının para politikasında gösterge olarak kullanımını, Türkiye'de döviz kurlarının nasıl belirlendiğini ve ekonomiyi ne şekilde etkilediğini inceleyelim.

### **1.2.1. Döviz Kurlarının Gösterge Olarak Kullanımı**

Döviz kurları, Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikasında, önemli bir göstergedir. Para politikası için önemli olan, döviz fiyatı değil bu fiyatın zaman içinde nasıl bir değişim gösterdiğidir. }

Döviz kuru ya da başka bir deyişle döviz fiyatı; bir ekonomiyi yönlendiren üç önemli fiyattan biridir.<sup>14</sup> Bu üç fiyatın diğer ikisi olan ücret ve faiz faktör piyasalarıyla ilgili olduğu halde; döviz kuru, mal

<sup>14</sup> İsmail BULMUŞ, "Dövizin Fiyatı Nasıl Belirlenmeli?", Ekonomik Forum, Haziran 1994, S: 14.

piyasalarıyla ilgilidir. Bu üç fiyat, ekonomik birimlerin karar alırken dikkate aldıkları temel parametrelerdir. Bu nedenle, üç önemli fiyattan birinin sistem dışından bir müdahale ile değiştirilmesi, ekonomik dengeyi olumsuz yönde etkiler.

Ayrıca bu üç önemli fiyat hem, makroekonomik dengeleri etkileyen hem de bunlardan etkilenen değişkenler olarak, merkez bankalarının para politikası uygulamaları açısından da önemlidirler. Bu değişkenler arasındaki ilişkiler iyi bilinmeden politik müdahaleler yapılırsa beklenen sonuçlar elde edilemeyebilir. Bu açıdan, döviz kurlarının iyi analiz edilmesi ve piyasa koşullarına göre belirlenmesi halinde, para politikası uygulamalarında döviz kurlarının kontrolü daha etkin olacaktır.

### **1.2.2. Türkiye’de Döviz Kurlarının Belirlenmesi**

Türkiye’de 1980 sonrası istikrar politikalarının bir uzantısı olarak, mali piyasalarda liberalizasyonun gerçekleşmesi için kurumsal yapıda da değişiklikler gerekmiştir. Bu değişikliklerin büyük bir kısmı ise TCMB’nin önderliğinde gerçekleştirilmiştir. Bu değişikliklere örnek olarak, 1986’da açılan “bankalar arası para piyasası” ile 1987’de faaliyete başlayan “açık piyasa işlemleri” gösterilebilir.

Bu piyasaların kurulması, faizlere istikrar getirerek bankaların TL yönetimini kolaylaştırmıştır. Aynı istikrarın dövizde de sağlanması ve döviz kurlarının piyasada belirlenmesi amacıyla 1988 tarihinde yine Merkez Bankası bünyesinde “Döviz ve Efektif Piyasaları” açılmıştır. Bu piyasalarda kur belirleme seanslarıyla çalışmaya başlamıştır. Yine aynı tarihte “Bankalar Arası Döviz Piyasası” açılmış, böylelikle bankalar arası döviz pozisyonu yönetimine ilişkin ilk ciddi adımlar atılmıştır.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Melike ALTINKEMER, “Türkiye’de Merkez Bankası Bünyesindeki Döviz Piyasaları ve Döviz Kurlarının Belirlenmesi”, TCMB Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları, Ankara, 21 Şubat 1994, S: 177-181.

Gerek döviz ve efektif piyasaları, gerekse bankalararası döviz piyasasının açılmış olması herşeyden önce bankacılık kesimine döviz pozisyonu yönetiminde dikkatli davranılması gerektiğini ve döviz pozisyonu yönetiminin, TL'si pozisyonu yönetiminden bağımsız olmayacağını göstermiştir. Ayrıca piyasaların kurulmasındaki esas amaç, döviz kurlarının piyasa şartlarına göre belirlenmesini sağlamak ve para politikasına esneklik kazandıracak araç sayısını artırmaktır.

Yukarıda saydığımız düzenlemeler sonrasında, döviz kurlarının fiyatı, büyük ölçüde döviz arz ve talebine göre piyasada oluşmaya başlamıştır. Ancak enflasyon olgusu, kurların sürekli olarak yukarı yönde hareketine yol açmaktadır. Bu noktada kur artışları ile enflasyon arasındaki farklar önem kazanmaktadır.

Merkez Bankası'nın döviz fiyatları üzerindeki kontrolü, kısa ve orta vadede olabilmektedir. Orta vadede Merkez Bankası'nın belirleyiciliği iki yöntemle olabilir.

Bunlardan ilki, piyasaya çıkan paranın kontrolü, yani dövize talep yaratacak TL'nin kontrolüdür. İkinci yöntem ise, piyasaya döviz sürerek döviz arzını artırmak, böylece talebi karşılayarak, kurlarda istikrarı sağlamaktır.<sup>16</sup>

TCMB, 1990 yılından itibaren uygulamaya başladığı para programları ile döviz kurlarında sağladığı istikrarı, piyasaya sürdüğü TL ve diğer parasal büyüklükleri kontrol ederek sağlamayı seçmiş ve bunda da başarılı olmuştur.

Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısındaki nominal ve reel değeri sadece Merkez Bankası tarafından belirlenmemektedir. Nitekim Merkez Bankası'nın çizgisinde bir değişiklik olmadığı halde, 1989-1990 dönemi ile 1991 sonrasındaki reel kur hareketlerinin çok farklı oluşu, Merkez Bankası dışındaki etkenlerin daha belirleyici olabildiğini

<sup>16</sup> "Merkez Bankası'nın İktidar Oyunu" , Para, 26 Mart 1995, Sayı:30, S:36-37



göstermektedir. Bu dışsal etkenler;

**a)** Kamu kesimi açıkları ve bunların finansman biçimi başta olmak üzere temel ekonomik göstergelerdeki değişiklikler

**b)** Dış iktisadi ortamdaki gelişmeler (örneğin, ABD Doları'nın dış piyasalarda değerinin değişmesi, Avrupa ve ABD'de iktisadi konjonktür)

**c)** Diğer dış olaylar ve şoklar (örneğin Körfez krizi)

**d)** Yurt içindeki politik vb. gelişmeler (hükümet değişikliği ve erken seçim vb. gibi)

şeklinde dört başlık altında toplanabilir.<sup>17</sup>

Bu dışsal etkenler ile bunların bekleyişler üzerindeki etkilerinin ihmal edilmesi ve kurların uzun dönemdeki gelişiminin Merkez Bankası tarafından belirlendiğinin öne sürülmesi; Merkez Bankasına sahip olmadığı ölçüde güç atfetmek anlamına gelmektedir. Reel faizlerde ve yabancı sermaye girişindeki değişiklikler ulusal ve uluslararası ekonominin genel eğilimlerinin doğal olarak etkisinde olacaktır. Bu noktada Merkez Bankası'nın rolü, bu genel dinamiğin bazı olumsuz etkilerinin giderilmesi ve şokların yumuşatılması ile sınırlıdır. Diğer bir deyişle, Merkez Bankası'nın kurları belirlemesinden değil, kısa vadede kurları etkilemesinden söz edilebilir. Uzun vadede ise ekonominin iç dinamiği ve dışsal etkenler kurların genel seyrinin belirleyicisidir.

Günümüzdeki uygulamaya baktığımızda ise, özellikle 5 Nisan 1994 ekonomik krizinden sonra, döviz kurlarının belirlenmesi yönteminde yeni bir uygulamaya gidilmiş ve Merkez Bankası günlük kur belirlenmesinde doğrudan rol almaktan çıkmıştır. Yeni uygulamada on

<sup>17</sup> Emin ÖZTÜRK, "Kur Hareketleri, Dış Ticaret Açığı ve Merkez Bankası Politikaları", İşletme ve Finans, Ekim 1993, Sayı:91, S: 54-57.

büyük bankanın uyguladığı döviz kurunun ortalaması alınarak günlük döviz kurları belirlenmeye başlanmıştır. On bankanın uyguladığı döviz kurlarının ortalaması, TCMB'nin hedef kurları dışına çıktığı devrelerde banka müdahalede bulunmaktadır.

### **1.3. Faiz Oranları**

Döviz kurları gibi faiz oranları da bir ekonomide önemle izlenen değişkenlerden biridir. Günlük hayatta birçok insan faizi sadece, bankaların vadeli ve vadesiz mevduatlara ödediği bir bedel olarak düşünür. Ancak faiz daha geniş ve genel bir kavramdır.

Faiz sözcüğü ekonomide iki anlam ifade etmektedir. Birinci anlamında faiz, bir borç anlaşması ve onun satışı ile ilgili getiriye nitelemek için kullanılır. Faizin ikinci anlamı ise, üretimde girdi olarak kullanılan sermayenin getiri oranı olmasıdır.<sup>18</sup>

#### **1.3.1. Faiz Oranlarının Gösterge Olarak Kullanımı**

Döviz kurlarında olduğu gibi, faiz oranları da ekonomide uygulanan para politikasında etkin bir gösterge olarak kullanılır.

Bilindiği gibi iyi bir para göstergesinin amacı, para politikasının ekonomi üzerinde etkinliğinin artırmasında yatmaktadır. Bu noktada faiz oranları da, para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin belirlenmesine olanak veren bir göstergedir.

Faiz, herşeyden önce ileriye dönük bir taahhüttür. 29 Haziran 1980'de bankalara faiz oranlarını serbestçe belirleme yetkisi tanınmasıyla birlikte, bu taahhütün herhangi bir üst sınırı da yoktur. Dolayısıyla bu bir yarış halini alırsa ve diğer taraftan da kamunun süregelen finansman ihtiyacı azaltılamazsa, faizler anormal bir şekilde

<sup>18</sup> Yılmaz BÜYÜKERŞEN-Mustafa ÖZER, "İktisada Giriş", Eskişehir 1994, S: 263.

yükselir.

Bu noktada Merkez Bankası para politikası üzerinde etkili olabilmek için faiz oranlarını hem gösterge hem de bir araç olarak kullanmaktadır. Yani Merkez Bankası'nın ekonomide para arzının yeterince kontrol edilemediği durumlarda, faizleri ele alarak para talebinin bir ölçüde kontrol altına alınması imkânı vardır. Bu yüzden döviz kurlarında olduğu gibi faiz oranları da makroekonomik dengeleri etkileyen değişkenler olarak para politikasında ön plana çıkmakta ve üzerinde önemle durulması gereken bir gösterge olmaktadır.

### **1.3.2. Türkiye'de Faiz Oranlarının Belirlenmesi**

1980 yılında uygulanmaya başlanan istikrar programı, kısa dönemde iç talebi azaltmayı hedef alırken; uzun dönemde, dünya ekonomisi ile bütünleşmek ve ekonomiyi piyasa güçlerinin baskılarına bırakmak suretiyle kaynak dağılımında etkinlik sağlamayı ve büyüme sürecini yeniden başlatmayı amaçlamıştır.

24 Ocak 1980 kararlarının kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak 29 Haziran 1980'de kabul edilen bir kararname ile bankalara mevduat ve kredi işlemlerinde uygulayacakları faiz oranlarını serbestçe belirleme yetkisi tanınmıştır. Bu uygulama ile, faizlerin piyasada oluşması ilkesini gerçekleştirme yönünde ilk idari adım atılmıştır.<sup>19</sup>

Türk banka sisteminin faiz serbestisine ilk tepkisi, faiz oranlarının enflasyona göre sürekli ayarlanması prensibini reddetmek olmuştur. Faiz oranlarının serbest bırakılmasından sonra bir araya gelen bankalar, faiz oranlarının fazla yükselmesini önlemişlerdir.

1982 yılında finansal piyasalarda yaşanan ve "Banker Krizi" olarak bilinen gelişmeler sonucunda, banka iflasları da dahil olmak üzere finansal bir kriz yaşanmış ve geri adım atılarak 1983 başlarında

---

<sup>19</sup> Adnan BÜYÜKDENİZ, "Türkiye'de Faiz Politikaları", İstanbul 1991, S: 66-67.

faiz oranlarını belirleme yetkisi TCMB'ye verilmiştir. Bu dönemde, faiz oranları piyasada serbestçe belirlenme yerine güdümlü olarak belirlenmeye başlanmıştır.<sup>20</sup>

Bunun sonucu olarak, enflasyon oranındaki değişimler ve diğer ekonomik gelişmeler dikkate alınarak, mevduat faiz oranları üç ayda bir gözden geçirilerek tespit edilmiştir. Mevduat faiz oranlarını tespit yetkisi Merkez Bankası'na verilmekle birlikte, bankalar kredi faiz oranlarını belirlemede serbest bırakılmışlardır.<sup>21</sup>

1983 sonrası dönemde iki yeni "faiz serbestisi" teşebbüsü daha uygulamaya konulmuştur. Bunlardan ilki 4 Şubat 1988, ikincisi ise 12 Ekim 1988'de uygulamaya konmuştur. Bu tarihte resmi mevduat dışındaki mevduat türlerine uygulanacak faiz oranları bankalar tarafından belirlenmek üzere serbest bırakılmıştır. Faizlerin serbest bırakılması kararının hemen ardından ilan edilen ilk faiz oranlarının birbirinden oldukça farklı olması üzerine düşük faiz veren bankalardan daha yüksek faiz veren bankalara doğru mevduat kaymaya başlamıştır. Ayrıca bankalar arasındaki faiz rekabeti de hızlanmıştır. Faiz serbestisini takiben, faiz oranlarının aşırı yükselmesi üzerine hükümet, faiz oranlarındaki "aşırı" yükselmenin önüne geçmek amacıyla faizlerde bir sınırlama yoluna gitmiştir.

Buna göre Merkez Bankası'nın aldığı karar sonucunda bankaların bir yıl vadeli mevduata verecekleri faiz oranı yüzde 85 olarak sınırlandırılmıştır.

12 Ekim 1988 tarihinde başlayan serbest faiz politikası uygulaması günümüze kadar devam etmiştir. Günümüzde de faiz oranları bankalar tarafından serbest olarak belirlenmektedir.

---

<sup>20</sup> İzzettin ÖNDER, Oktar TÜREL ve diğerleri, "**Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**", Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul Ekim 1993, S: 128.

<sup>21</sup> BÜYÜKDENİZ, S: 67-68.

Sonuç olarak faiz oranları konusundaki düzenlemelerin mali sistemin yapısından bağımsız düşünülmesi mümkün değildir. Bu nedenle; mali sistemin kurum ve araçları serbest rekabetin oluşmasını sağlayacak şekilde gelişme göstermedikçe, serbest faiz politikası Türk finansal sisteminde etkili olamayacaktır. X

## 2. PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN 1980 SONRASI GELİŞİMİ

Birinci bölümün ilk kısmında, temel parasal büyüklüklerle ilgili tanım ve formülleri genel olarak açıklamaya çalıştık. Bu kısımda ise temel parasal büyüklüklerin 1980 sonrası gelişimlerini inceleyip, bu değişmelerin TCMB'nin para politikasını nasıl etkilediğini tartışacağız.

**Tablo: 1**  
**Parasal Büyüklüklerin Zaman İçindeki Yıllık Yüzde Değişimleri**

Yıllar	Emisyon	Rezerv Para	Parasal Taban	Merkez Bankası Parası	M1	M2	M2Y	M3Y
1986	45.0	29.1	28.8	29.5	50.1	41.8	48.6	—
1987	53.3	38.2	39.8	42.2	62.0	44.1	49.5	55.9
1988	48.4	76.5	75.2	71.5	47.6	65.0	68.6	66.4
1989	72.1	67.9	53.0	56.3	81.1	80.7	74.4	69.4
1990	68.7	43.7	28.2	26.6	44.1	43.9	47.8	48.6
1991	53.9	54.0	85.9	82.6	43.6	60.6	79.3	78.6
1992	53.9	67.1	97.6	105.5	67.4	61.1	80.5	80.1
1993	86.4	68.7	51.0	45.5	87.6	59.6	88.2	86.0
1994	90.0	82.6	51.2	51.0	80.6	120.0	133.2	133.1

Kaynak: TCMB Aylık Bülten'lerinden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

Temel parasal büyüklüklerdeki değişimleri, Aralık 1985 ile Haziran 1995 tarihleri arasında. yer alan zaman dilimi için inceleyeceğiz. Bu incelemede kullanılan veriler "aylık" verilerdir. Şimdi sırasıyla parasal

büyükliklerdeki değişimleri önce yıllık yüzde değişimleri gösteren Tablo 1 ve daha sonra aylık değişimleri gösteren grafikler yardımıyla inceleyelim.

## 2.1. Emisyon

1985 yılı sonrasında emisyon miktarının yıllar itibarıyla büyüme hızına bakıldığında, 1988 yılına kadar düzenli bir şekilde arttığı ve 1988 yılından sonra ise hızla yükseldiği görülmektedir. Emisyon miktarı 1988 yılına kadar sırasıyla. %45,0, %53,3 ve %48,4 oranında artmıştır. 1994 yılı sonuna kadar da bu artış sürmüştür (Bkz. Tablo 1 birinci sütun).

1986 yılı, yeni para politikasının uygulandığı bir yıldır. Bu politikanın özelliği, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahaleyle şekillenen para politikası yerine, toplam rezervlerin kontrolüne dayalı para ve kredi politikasının uygulanmaya başlanmasıdır.<sup>22</sup> 1985 yılı ortalarında hızlanan konjonktür 1986 yılının ilk sekiz ayında önemli bir emisyon artışına neden olmuş ve emisyon geri kalan dört aylık dönemde 2 trilyon düzeyinde dengelenmiştir.

1987 yılının ilk yarısında rezerv parayı oluşturan kalemler içinde en likit unsur olan emisyon, hedeflenenden daha hızlı genişlemiştir. Yılın ikinci yarısında ise, Hazine'ye verilen avans ve tarımsal amaçlı Merkez Bankası kredilerindeki artışlar sonucu emisyon hacmindeki büyüme de hızlanmıştır. 1987 yılı ortalarında hızla genişleyen emisyon hacmini kontrol etmek amacıyla, Eylül ve Aralık aylarında munzam karşılık ve umumi disponibilitate uygulamalarındaki oranlar yükseltilmiştir. Bunun sonucunda da 1987 yılı emisyon büyüme hızı dengeli bir şekilde artış göstermiştir.

1989 ile 1990 yıllarında ise, emisyondaki büyüme hızının önceki yıllara göre daha çok arttığı görülmektedir. Bu yıllarda emisyondaki artış oranı sırasıyla, %72,1 ve %68,7 olarak gerçekleşmiştir. 1990 yılında emisyonun toplam bilanço içindeki payı, 1989 yılındaki %17'lik

<sup>22</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1986, S: 44-49.

düzeyinden %24'e çıkarken, döviz pozisyonundaki düzelmeye paralel olarak emisyonun döviz karşılığı artmıştır. Diğer bir deyişle 1990 yılındaki emisyon artışı, döviz işlemleriyle sağlanmıştır.<sup>23</sup>

1991 yılında ise emisyondaki büyüme hızı %55,4 olarak gerçekleşmiştir. 1990 yılında sıkı bir para politikası uygulanmasına rağmen, emisyondaki büyüme hızı 1991 yılına göre daha çok artmıştır. Bunun nedeni ekonominin büyüme hızının 1990 yılında çok yüksek, 1991 yılında ise çok düşük olmasıdır. Ancak, her yıl kendi içerisinde değerlendirildiğinde, emisyonun diğerlerine göre 1990 yılında daha hızlı, 1991 yılında ise daha yavaş büyümesi büyük ölçüde para politikasının etkisiyle açıklanabilir.<sup>24</sup>

1992 yılında emisyondaki büyüme hızı %53,9 oranında artmasına rağmen, 1993 yılında büyüme hızı rekor bir artışla %86,4'e ulaşmıştır. Bu artışın nedeni olarak, Hazine'nin yılın ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınırına gelmesi ve bu gelişmelere paralel olarak kamu sektörüne verilen kredilerin hızla artması gösterilebilir.

**Tablo: 2**  
**Emisyon'un Zaman İçinde Aylık Gelişimi**

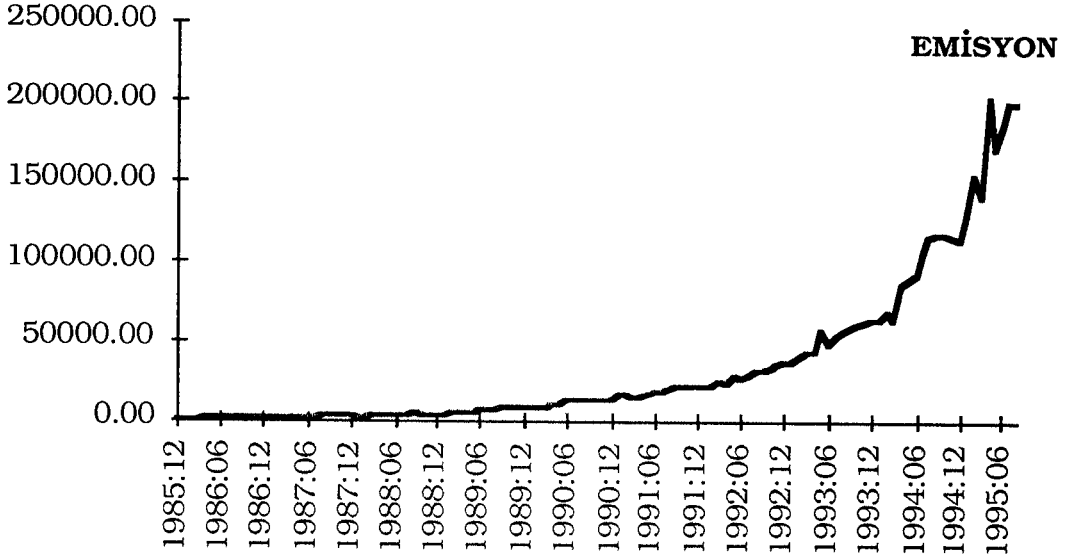
AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	1344.5	2042.5	2897.9	4368.5	8328.0	16905.0	20836.0	36355.0	62608.0	127231.0
2	1391.4	2103.2	2915.7	4769.7	8791.0	15965.0	22692.0	39372.0	68178.0	154083.0
3	1303.8	2184.3	2988.5	4994.6	9154.0	14933.0	26245.0	42049.0	63427.0	139186.0
4	1529.7	2263.1	3201.1	5886.4	9891.0	15337.0	23770.0	42381.0	84458.0	202602.0
5	1732.3	2423.3	3356.4	5607.1	10203.0	15758.0	28504.0	56662.0	88242.0	171161.0
6	1689.8	2518.3	3531.3	6096.8	13157.0	17086.0	26787.0	48998.0	91474.0	185084.0
7	1815.2	2955.4	4136.9	7074.0	12388.0	18243.0	29448.0	53737.0	104449.0	199197.0
8	1949.8	3040.3	4310.9	7571.0	13661.0	19613.0	31065.0	56200.0	114724.0	199197.0
9	1987.9	3102.1	4559.1	7996.0	13502.0	20956.0	32270.0	58349.0	118135.0	
10	2015.2	3024.4	4374.5	8144.0	13314.0	20855.0	33062.0	60068.0	118348.0	
11	1997.0	2970.5	4364.9	8089.0	13361.0	20253.0	34829.0	61306.0	114115.0	
12	2068.3	3018.3	4166.1	7906.0	13343.0	20447.0	36838.0	63104.0	112664.0	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)

<sup>23</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1990, S: 33.

<sup>24</sup> ERSEL-ÖZTÜRK, S: 8.

**Şekil: 1**  
**Emisyon'un Zaman İçinde Gelişimi**



1994 yılında ise grafikte de görüleceği üzere yılın ilk üç ayından sonra emisyondaki büyüme hızı beklenenin üzerinde bir artış göstererek, %90'a ulaşmıştır. Bu artışın en önemli nedeni, yüksek fiyat artışlarının getirdiği nakit talebinin Merkez Bankası'nca karşılanarak piyasada likidite sıkıntısına yol açmamasının tercih edilmesidir. Emisyondaki artışın diğer bir nedeni de, ikinci üç aydan itibaren TCMB'nin satın aldığı dövizlerin artması olmuştur. Ancak, yıl sonuna doğru, gerek mevduatlardaki artış hızının yavaşlaması sonucunda zorunlu karşılıkların artmaması, gerek döviz rezervi artış hızının bir miktar yavaşlaması nedeniyle, emisyon artışı yavaşlamıştır.<sup>25</sup>

Genel olarak baktığımızda emisyon, 1989'a kadar yavaş yavaş artarken, 1989-1993 arasında artış hızı yükselmiş, ancak 1993'ten sonra iyice hızlanmıştır.

<sup>25</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1994, S: 55.



## 2.2. Rezerv Para

1985 yılı sonrasında Rezerv Para'nın yıllar itibarıyla yüzde değişimleri hesaplandığında 1990 yılına kadar sırasıyla %29,1, %38,2, %76,5, %67,9 ve %40,7 oranında artmış olduğu görülmektedir. 1994 yılı sonuna kadar da bu artış devam etmiştir (Bkz. Tablo 1 ikinci sütun). Şimdi rezerv parada meydana gelen bu artışların nedenlerini yıllar itibarıyla inceleyelim.

1985 yılında TCMB tarafından kamu kesimine kullanılan kredi miktarındaki büyük artış, rezerv para artışının kontrolünde zaman zaman güçlükler yaratmıştır. Rezerv parada meydana gelen artışın yarısından çoğu, kamu kesimine verilen kredilerden kaynaklanmıştır. Bunun sonucunda da rezerv para 1985 yılının son üç ayına kadar hızlı bir artış göstermiştir. Rezerv paranın hızlı genişlemesi Eylül ayından sonra, Hazine'ye kısa vadeli avans ve diğer kamu kuruluşlarına kullanılan kredilerin kontrol altına alınması sonucu yavaşlatılabilmıştır.<sup>26</sup> Bunun sonucu olarak da 1986 yılında rezerv paradaki yüzde artış hızı düşük seviyede kalmıştır.

1987 yılında ise Hazine'ye verilen avans ve tarımsal amaçlı Merkez Bankası kredilerindeki artışlar sonucu emisyon hacmindeki büyüme hızlanmış, bu nedenle, rezerv para beklenen değer üzerinde bir artış göstermiştir.

1988 yılında, rezerv para dışında tüm parasal büyüklükler enflasyon hızının altında artmıştır. Yılın ilk üç ayında makul oranlarda artan rezerv para, yılın üçüncü üç ayında önemli bir sıçrama göstermiştir. Yılın son üç ayında ise rezerv para artış hızı, düşmüştür. Rezerv para artışının arkasındaki ekonomik nedenleri görebilmek için artan para hacminin niçin arttığını incelemek gerekmektedir. Rezerv parada büyük artış Temmuz ayında olmuştur. Bunun en önemli nedeni de kamu

<sup>26</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1985, S: 26-28.

sektörüne açılan kredilerdir. Yılın son üç ayında rezerv parada görülen değişimde, Merkez Bankası döviz rezervlerindeki artışlar etkili olmuştur. 1989 yılında ise rezerv paradaki büyüme hızı bir önceki yıla göre daha düşük seviyede gerçekleşmiştir.

Merkez Bankası 1990 yılında, kendi bilançosuna ilişkin, bilanço, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar, Merkez Bankası Parası gibi parasal büyüklükleri denetlemeyi hedeflemiştir. Ancak bu uygulamanın daha geniş tanımlı parasal büyüklüklerin (M1, M2, M2Y, rezerv para, parasal taban gibi) denetimine katkısı olduğu söylenebilir. Nitekim 1990 yılında, tüm parasal büyüklüklerin büyüme hızında düşme olduğu Tablo 1'de görülmektedir.

Rezerv Para'ya açık bir hedef koymadığı halde, Merkez Bankası 1990 yılında rezerv paradaki büyümeyi kontrol edebilmiştir. 1990 yılında, rezerv parada son üç yıldaki büyümeden çok daha düşük bir artış kaydedilmiştir. Bu gelişmeler dikkate alındığında 1990 yılında parasal genişlemenin denetim altına alındığı ve sıkı bir para politikası uygulandığı söylenebilir.

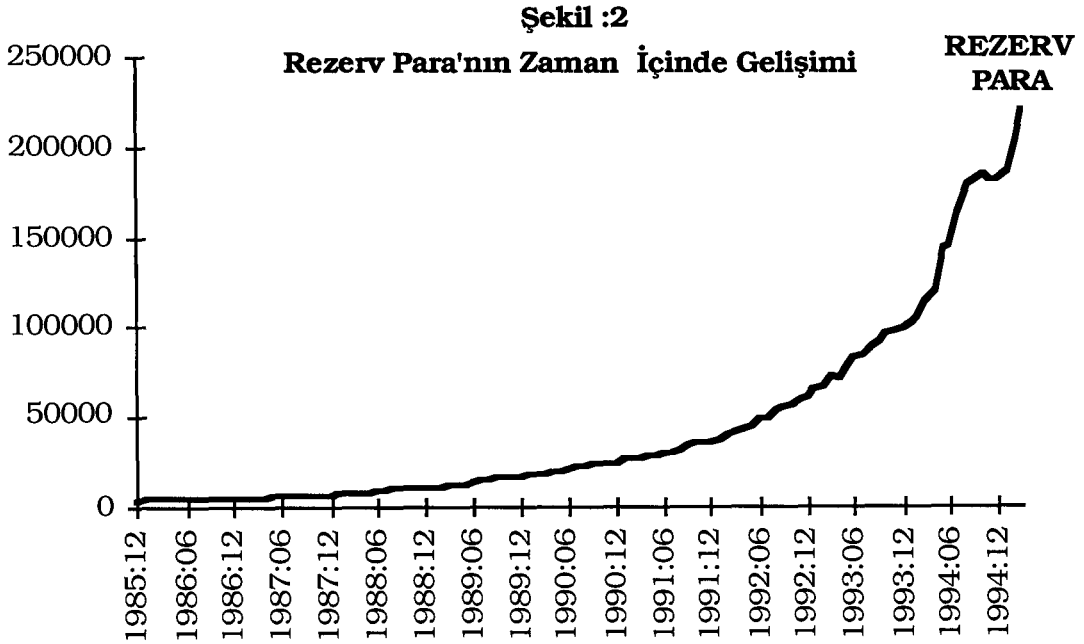
1991 yılında ise belirsizlikler (Körfez krizi, hükümet değişikliği ve erken seçim) ve şartların elverişli olmaması nedeniyle parasal program yapılamadığından, geniş tanımlı parasal büyüklüklerin artış hızında 1990 yılına göre bir yükselme gözlenmektedir. Rezerv paradaki büyüme hızı da bir önceki yıla göre %54,0 oranında artmıştır

1992 ve 1993 yıllarında Rezerv Para'daki yıllık büyüme hızı sırasıyla %67,1 ve %68,7 olarak gerçekleşmiştir. 1991 yılına göre bu değerler bir hayli yüksektir. Bunun nedeni ise bu yıllarda, ekonomide görülen hızlı reel büyümenin, nakit talebini artırmış olmasıdır. Bu da dolaşımdaki paranın, büyük oranda artmasına neden olmuştur. Emisyonda gerçekleşen bu yüksek oranlı artış da, rezerv paranın reel olarak artmasına neden olmuştur.

**Tablo: 3**  
**Rezerv Para'nın Zaman İçinde Aylık Gelişimi**

AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	3138.6	4168.6	6266.0	10494.9	16968.6	25725.4	37041.4	64014.9	101191.5	186616.8
2	3267.6	4279.8	6305.9	11188.0	16838.1	26208.6	39805.0	66311.4	104369.3	204918.1
3	3164.5	4324.9	6477.9	11691.2	17193.8	25393.6	41605.8	72155.0	114682.3	221518.4
4	3241.2	4413.1	6610.2	12423.0	18543.0	27242.1	42704.5	71344.6	119413.2	
5	3367.0	4863.8	6912.0	12406.0	18650.9	26516.0	43277.0	77987.0	142661.6	
6	3388.5	4830.7	7373.9	13261.6	19764.6	29193.8	47788.7	82530.1	145692.2	
7	3509.2	5147.1	8394.6	14567.0	21444.0	29868.3	49002.8	83944.4	162621.6	
8	3789.3	4992.6	8651.0	14849.0	22162.2	30901.8	53035.4	89343.0	178473.5	
9	3801.5	5119.7	9013.5	15699.7	22813.9	33470.0	55184.6	92231.7	183018.0	
10	3986.7	5663.5	9186.7	16139.8	22772.8	35529.0	56764.2	96193.8	185635.7	
11	3985.6	5629.9	9524.4	16390.8	22555.0	35317.2	59007.8	97847.5	182901.1	
12	3999.3	5503.2	10143.4	16388.6	23376.4	36096.9	60494.6	99607.0	183568.8	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)



Parasal büyüklükler incelendiğinde, Merkez Bankası'nın 1994 yılının önemli bir bölümünde sıkı para politikası izlendiği söylenebilir. Dar anlamdaki parasal büyüklüklerdeki artış, yıl boyunca sınırlı kalırken,

geniş tanımlı parasal büyüklükler ise daha çok artmıştır.

Nitekim 1994 sonunda, rezerv paradaki büyüme hızı da bir önceki yıla göre %82,6 oranında artmıştır. Bu artış oranı öngörülenin üzerindedir. Grafiği incelediğimizde, üçüncü aydan itibaren artışın daha hızlı olduğunu görebiliriz. 1994 yılı içinde mevduatlarda görülen hızlı artışlar sonucu, munzam karşılıkların, beklenenin üzerinde büyümesi, rezerv parayı artıran nedenlerden biri olmuştur. 1994'te, yüksek fiyat artışlarının yarattığı nakit talebinin, Merkez Bankası'nca karşılanarak, piyasada likidite sıkıntısına yol açılmamasının tercih edilmesi; rezerv paranın diğer önemli bileşenini oluşturan emisyonu artırıcı yönde etki yapmıştır.<sup>27</sup>

Genel olarak baktığımızda rezerv para, 1988'e kadar yavaş yavaş artarken, 1988-1993 arasında artış hızı yükselmiş, ancak 1993'ten sonra iyice hızlanmıştır.

### **2.3. Parasal Taban**

1985 yılı sonrasında Parasal Taban'ın 1988 yılı sonuna kadar büyüme hızları sırasıyla %28,8, %39,8 ve %75,2 oranında artmıştır. Tablo 1 incelendiğinde bu yıllardaki parasal taban büyüme hızı ile rezerv para büyüme hızı oranları birbirine çok yakın değerlerdir. Bilindiği gibi, parasal taban, rezerv paraya "açık piyasa işlemlerinden doğan borçlar" ın eklenmesiyle bulunmaktaydı. Bu değerlerin birbirine yakın olmasının nedeni bu yıllarda açık piyasa işlemlerinden doğan borçların çok az olmasıdır.

1989 ve 1990 yıllarında ise parasal tabanın büyüme hızı önceki yıllara göre yavaşlamıştır. Yıl sonunda parasal tabanın büyüme hızı sırasıyla %53,0 ve %28,2 olarak gerçekleşmiştir.

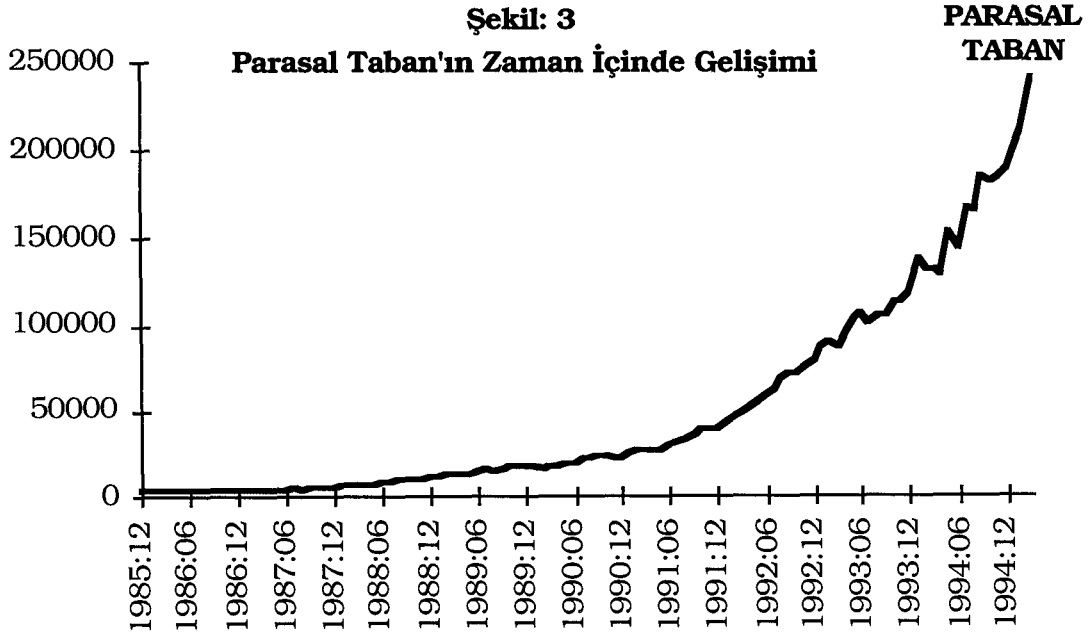
---

<sup>27</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1994, S: 55.

**Tablo: 4**  
**Parasal Taban'ın Zaman İçinde Aylık Gelişimi**

AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	3138.9	4126.0	6805.4	11736.9	16925.8	24014.1	43244.8	86744.6	136810.8	199393.1
2	3268.8	4334.4	6770.0	12435.5	16332.3	25551.1	45934.5	88700.1	131625.3	212425.6
3	3165.4	4324.9	7120.2	13286.9	16894.2	25927.4	48886.8	87080.7	130491.5	242740.6
4	3241.8	4413.4	7133.0	13427.0	17926.7	27307.9	52525.5	95885.6	128918.0	
5	3367.0	4876.1	7561.5	13036.0	18154.4	26902.8	54635.6	104172.3	153252.5	
6	3388.5	4830.7	8163.3	14004.8	19422.4	29945.3	59231.0	106819.6	144392.5	
7	3509.2	5147.1	9114.5	15213.0	21794.0	31421.1	62190.4	101363.0	166492.0	
8	3774.6	4992.8	9432.6	15107.0	21969.0	33755.1	68125.4	105381.5	166072.5	
9	3801.8	5119.7	9951.0	15740.7	22946.4	36616.8	69974.6	105746.7	184105.0	
10	3990.5	5663.5	10268.1	16715.8	23023.8	39123.0	72053.0	112670.4	181248.2	
11	3965.3	5792.1	10763.3	16582.5	22216.6	39459.4	75765.3	112041.0	185179.1	
12	4037.1	5993.0	11349.3	16820.6	22026.6	39322.9	78814.4	117013.4	189581.2	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)



Grafikten de açıkça görüleceği gibi 1991 ve 1992 yıllarında ekonomide görülen hızlı reel büyümeyle birlikte parasal tabandaki büyüme

hızı, beklenenin de üzerinde bir artış kaydederek, sırasıyla %85,9 ve %97,6 oranında gerçekleşmiştir.

Parasal tabandaki büyüme hızı, 1993 ve 1994 yıllarında da büyümeye devam etmiştir. Ancak bu yıllardaki büyüme hızı, 1991 ve 1992 yıllarındaki gibi yüksek seviyelerde gerçekleşmemiştir. Yıl sonunda parasal tabanın büyüme hızı, sırasıyla, %51,0 ve %51,2 oranında gerçekleştiği görülmektedir. Son iki yılın parasal taban büyüme hızlarının önceki yıllara göre yavaşlaması, TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikasının bir sonucu olduğu söylenebilir.

Grafik incelendiğinde genel olarak parasal taban, 1989'a kadar yavaş yavaş artarken, 1989-1993 arasında artış hızı yükselmiş, 1993'ten sonra iyice hızlanmış ve 1994 sonuna kadar da dalgalı bir gelişim göstermiştir.

#### **2.4. Merkez Bankası Parası**

1985 yılı sonrasında Merkez Bankası Parası'nın yıllar itibarıyla büyüme hızlarına bakıldığında; 1986'da %29,5 iken, 1987'de %42,2'ye, 1988'de de %71,5'e yükselmiştir. 1989'da yavaşlamış ve %56,3'e düşmüş, 1990 yılında ise bu düşüş devam etmiş ve büyüme hızı %26,6 olarak gerçekleşmiştir (Bkz. Tablo 1 dördüncü sütun).

1988 yılındaki MBP'deki hızlı büyümenin hemen hemen tamamı yıl içerisindeki döviz işlemlerinden kaynaklanmıştır. 1989 yılında MBP'nin yıl içindeki artış hızının 1988 yılındaki artış hızına göre düşük kalmasının nedeni, munzam karşılık oranlarının önce Mayıs, sonra Kasım aylarında düşürülmesinin etkisi ile, mevduatlardaki artış hızının yavaşlamasıdır. MBP'deki artışın daha düşük düzeyde kalmasını sağlayan bir diğer neden de, 1989 yılında açık piyasa işlemlerinden doğan borçlardaki azalmadır.

1990 yılında ise MBP'deki artışın, hedeflenenin altında kaldığı görülmektedir. 1990 yılı para programında MBP'nin büyüme hızı %35-48 olarak hedeflenirken, yıl sonunda MBP'deki büyüme hızı %26,6 olarak

gerçekleşmiştir. Söz konusu gelişmenin temel nedeni; Merkez Bankası'nın, yurtiçi döviz borçlarını programlanan oranda azaltmayı gerçekleştirememesidir. Bu yükümlülüklerin azaltılması, Merkez Bankası'nın yurt içinde döviz satması ile mümkün olmaktadır.<sup>28</sup>

Merkez Bankası Parası, 1991 yılında %82,6 artarak 42,8 trilyon Türk lirasına ulaşmıştır. Bunun %57,5'i Türk lirası işlemlerinden, %42,5'i döviz işlemlerinden kaynaklanmıştır. MBP, olabildiğince döviz satın alınarak yaratılmak istenmektedir. Ancak 1991 yılında, kamuya açılan kredilerin artması nedeniyle, MBP daha çok Türk lirası işlemlerinden dolayı artmıştır.

1992 yılında, kamuya verilen kredilerin yılın ilk yarısında büyük artışlar göstermesi, Merkez Bankası'nı açık piyasa işlemlerine yöneltmiştir. Merkez Bankası'nın fazla likiditeyi çekmek için açık piyasa işlemleri yoluyla borçlanması sonucunda, 1992 yılı boyunca açık piyasa işlemlerindeki yükümlülükleri sürekli artış göstermiştir. Bu nedenle, 1992 yılı para programının hedef değişkenleri arasında yer alan MBP program hedefinin çok üstünde ve %105,5 artarak 88 trilyon Türk lirasına ulaşmıştır.<sup>29</sup> Grafikte de görüleceği gibi bu artış hızı bir önceki ve bir sonraki yıllara göre bir hayli yüksektir.

1993 yılında MBP artış hızı 1992 yılından daha az olmuş ve %45,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu artış büyük ölçüde Türk lirası işlemlerinden kaynaklanmıştır. Merkez Bankası 1993 yılında da piyasada yaratılan likidite fazlasını çekmek amacıyla açık piyasa işlemlerine devam etmiştir.

---

<sup>28</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1990, S: 33.

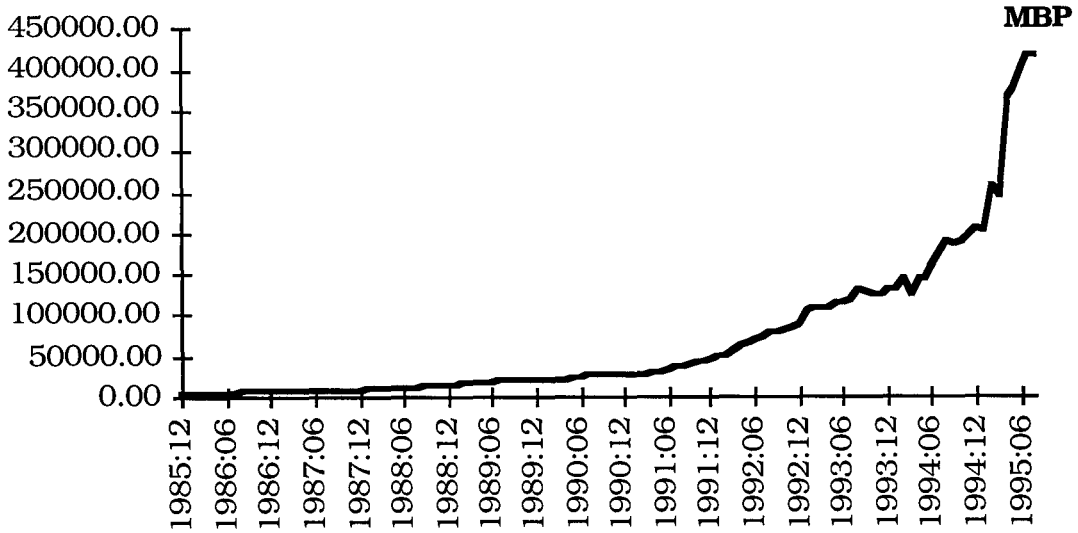
<sup>29</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1992, S: 39-41.

**Tablo: 5**  
**MBP'nın Zaman İçinde Aylık Gelişimi**

AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	3400.1	4647.6	7229.1	13088.3	18714.0	25800.0	48492.0	105298.0	131181.0	201142.0
2	3444.5	4749.9	7368.5	13782.6	19126.0	26073.0	50139.0	108328.0	143481.0	257780.0
3	3556.2	4768.4	7427.6	14169.8	19038.0	27651.0	56116.0	106657.0	122037.0	246748.0
4	3504.6	4980.9	8086.5	14894.2	19176.0	29837.0	60309.0	105900.0	145344.0	366728.0
5	3698.1	5273.9	8680.0	14220.9	19652.0	31600.0	63864.0	113818.0	144741.0	373865.0
6	3681.3	5412.1	8553.9	14491.5	21354.0	33913.0	66054.0	111928.0	155810.0	401724.0
7	3889.3	5656.8	9563.5	16883.0	22722.0	35496.0	69688.0	117522.0	170507.0	418111.0
8	4068.9	5565.8	10051.9	16387.0	23390.0	37675.0	76640.0	128999.0	191540.0	418111.0
9	4273.0	5985.5	10721.4	17598.0	24391.0	39510.0	77196.0	125892.0	187563.0	
10	4331.0	6042.1	11648.3	18312.0	23734.0	41292.0	83362.0	121630.0	188846.0	
11	4286.9	6353.5	11868.5	18504.0	23721.0	41672.0	84688.0	121944.0	195531.0	
12	4500.0	7025.5	12481.5	18029.0	24008.0	44239.0	87837.0	128113.0	206980.0	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)

**Şekil :4**  
**Merkez Bankası Parası'nın Zaman İçinde Gelişimi**



1994 yılında ise MBP %51,0 gibi düşük bir oranda artmıştır. Grafik incelendiğinde bu artışın yılın ilk üç ayından sonra hızla arttığı ve yıl sonuna kadar da bu artışın devam ettiği görülmektedir. Diğer yandan, bu dönemde MBP'deki artışın, toplam iç yükümlülüklerdeki artışın çok altında kalması, geçmiş dönemlerdeki eğilimin tersine, yurtiçine olan



döviz yükümlülüklerinin Türk lirası yükümlülüklerine çevrilemediğini göstermektedir.<sup>30</sup>

## 2.5. M1, M2, M2Y, M3Y

Geniş tanımlı parasal büyüklüklerden M1 ve M2'nin 1985 yılındaki büyüme hızları sırasıyla %36,0 ve %56,3 olarak gerçekleşmiştir. 1986 yılında ise sırasıyla %50,1 ve %41,8 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki yıla göre M1'deki artış oranı daha fazla iken, M2'deki artış oranı daha yavaş olmuştur. 1986 yılında farklı olarak M2'ye "Döviz Mevduat Hesabı"nın eklenmesiyle yeni bir parasal büyüklük tanımlanmıştır. M2Y adı verilen geniş tanımlı bu parasal büyüklüğün yıl sonundaki büyüme hızı da %48,6 olarak gerçekleşmiştir.

1987 yılında ise, nakit talebindeki ve döviz tevdiat hesaplarındaki artışlar parasal büyüklüklerin de artmasına neden olmuştur. Yıl sonunda gerçekleşen artış oranları sırasıyla, M1 için %62,06, M2 için %44,19 ve M2Y için %49,5'tir. 1987 yılında da farklı olarak M2Y'ye "Resmi Mevduatlar"ın eklenmesiyle yeni bir parasal büyüklük tanımlanmıştır. M3Y adı verilen geniş tanımlı bu parasal büyüklüğün yıl sonundaki büyüme hızı da %55,91 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonucu 1987 yılında, ekonomide genel likidite düzeyinin hızla genişlediği söylenebilir.

1988 yılında da kamuya açılan kredilerdeki artışlar nedeniyle, geniş tanımlı parasal büyüklüklerdeki artışlar devam etmiştir. Yıl sonu itibarıyla M1 %47,6, M2 %65,0, M2Y %68,6 ve M3Y %66,4 oranında büyümüştür. M1'in M2'den daha az artmasının arkasında, vadesiz tasarruf mevduatının özellikle son üç ayında düşük kalması bulunmaktadır. Yıl içinde de M1 ve M2'nin artış biçimleri arasındaki farklılık, vadeli ve vadesiz mevduatın zaman içindeki gelişiminin değişik olmasından kaynaklanmaktadır. Döviz mevduat hesaplarındaki artışın, beklenen biçimde yavaşlaması ise M2Y'nin yıl içindeki hareketini M2'ye yaklaştırmıştır.<sup>31</sup>

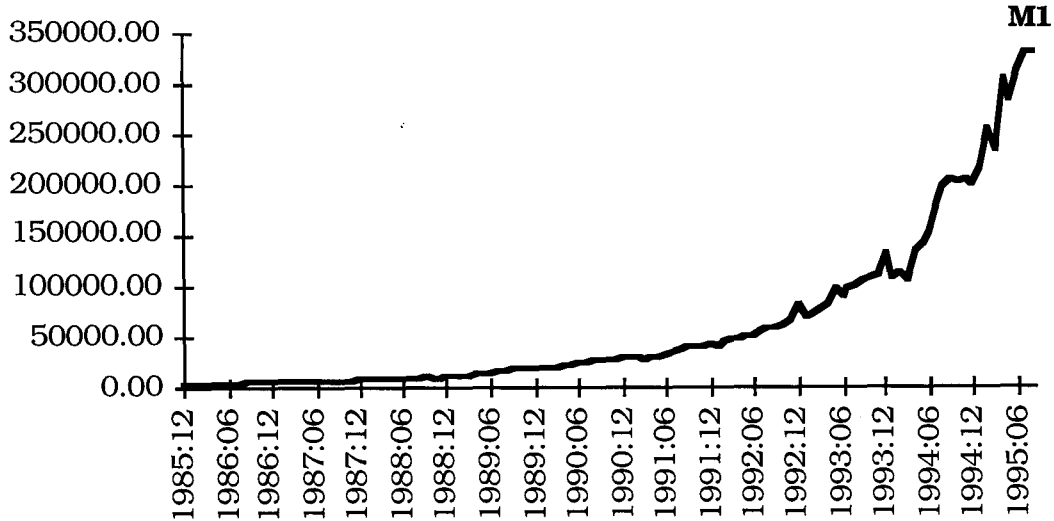
<sup>30</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1994, S: 56.

**Tablo: 6**  
**M1 in Zaman İçinde Aylık Gelişimi\***

AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	2609.1	4246.6	6507.6	9419.7	18347.2	29226.6	39672.5	68760.0	108838.0	214377.0
2	2651.3	4390.3	6428.0	10033.5	18573.9	29313.1	43801.3	72395.3	114016.0	254907.0
3	2869.8	4537.9	6473.8	10580.0	19631.4	28202.9	46057.2	77867.1	106746.0	234180.0
4	2912.4	4673.7	6642.8	11787.0	21134.1	28776.9	46887.6	81397.0	133074.0	306970.0
5	3323.7	4905.6	6974.0	11963.1	21556.6	30089.8	50073.4	95683.0	142089.0	285671.0
6	3278.1	5128.6	7094.6	12760.8	24845.2	31812.4	49438.7	89359.9	153979.0	314250.0
7	3368.4	5638.8	7988.8	14232.3	24772.0	34079.1	53932.5	96525.7	180133.0	332926.0
8	3663.0	5773.9	8360.5	14971.8	26239.8	36400.0	57731.1	100718.9	199076.0	332926.0
9	3731.0	6014.5	8754.0	16235.9	26469.7	39128.0	59570.0	106690.4	205485.0	
10	3725.4	6159.2	8264.7	16786.2	26488.6	39352.8	61914.0	107831.3	203794.0	
11	4057.3	6134.5	8527.9	17175.3	26390.4	38676.1	66104.2	111163.1	205131.0	
12	4660.8	8268.2	9340.9	18641.5	29014.2	42529.2	81493.0	132307.8	200546.0	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)

**Şekil: 5**  
**M1 in Zaman İçinde Gelişimi**



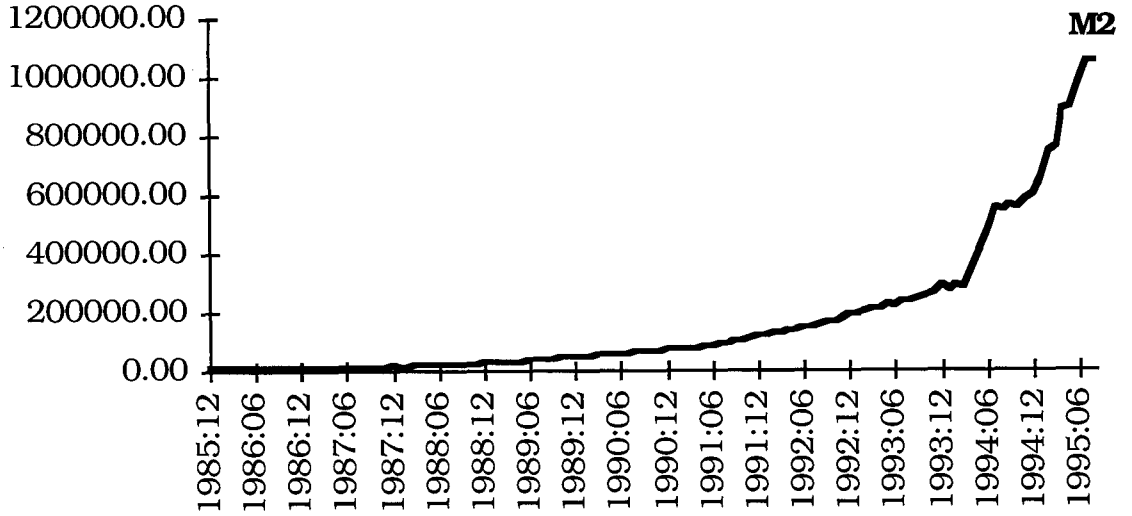
<sup>31</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1988, S: 20-21.

**Tablo: 7**  
**M2 nin Zaman İçinde Aylık Gelişimi**

AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	7776.0	11029.1	14973.7	27011.9	48797.4	71414.2	117627.8	192439.4	277059.0	651530.0
2	8025.2	11258.4	15403.6	28967.6	49840.7	73890.9	125980.3	201810.5	291567.0	745092.0
3	8466.3	11564.0	15633.6	30340.2	51877.0	75090.0	131231.1	210377.2	279891.0	765592.0
4	8558.1	11761.0	16016.7	32212.4	53998.1	76703.8	134896.8	215142.5	350933.0	894422.0
5	9116.2	12096.3	16437.7	32808.7	55467.9	80433.8	141859.6	228619.2	413959.0	903611.0
6	9127.4	12339.0	16780.3	34065.1	59441.1	84988.8	143015.0	223717.1	475983.0	979810.0
7	9217.7	13023.6	18077.6	35995.9	60517.0	88974.7	150093.1	234217.9	559959.0	1055544.0
8	9598.3	13460.5	18886.9	37491.2	62643.5	95214.9	157899.8	241398.7	550965.0	1055544.0
9	9820.1	13970.1	19665.5	39976.0	64044.5	100696.5	162495.7	247984.8	563013.0	
10	10109.9	14219.4	21087.0	42933.2	66130.7	104275.6	168282.7	254000.3	558950.0	
11	10566.8	14299.8	22546.8	44792.2	67442.1	108219.6	176883.2	260810.3	586785.0	
12	11252.9	16559.0	25615.7	47999.6	70763.6	115739.8	196503.1	291974.7	601628.0	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)

**Şekil: 6**  
**M2 nin Zaman İçinde Gelişimi**

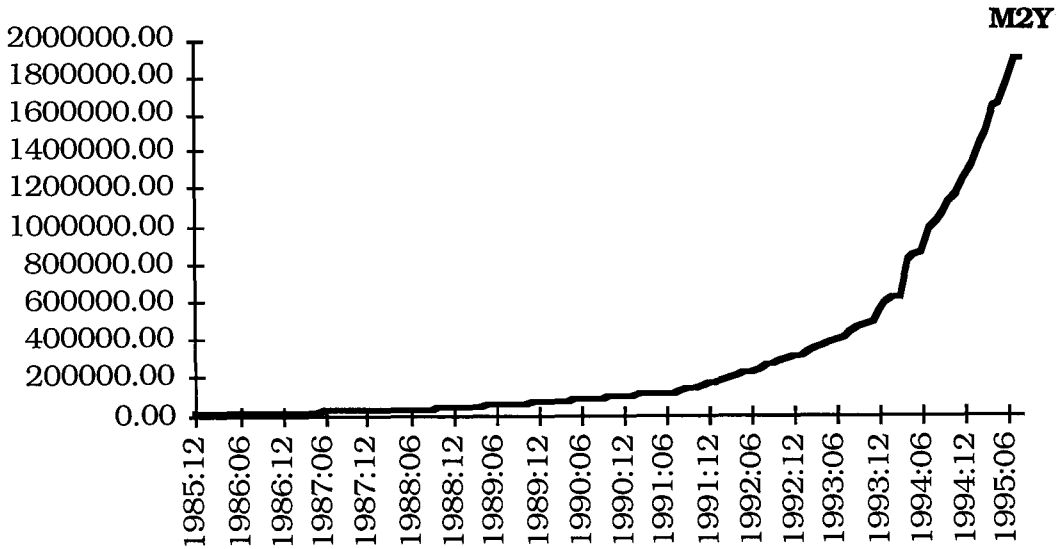


**Tablo: 8**  
**M2Y nin Zaman İçinde Aylık Gelişimi**

AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	8589.0	12882.6	19413.7	34715.9	60654.0	89401.6	170095.9	310513.3	582579.0	1329717.0
2	8892.7	13235.9	19917.6	36665.6	61731.1	94898.1	184794.8	333337.5	608939.0	1442897.0
3	9495.3	13626.0	20231.6	38462.9	64309.6	98092.0	193922.3	351369.5	612636.0	1499007.0
4	9635.6	13982.5	20757.2	40363.5	66953.7	101195.7	201738.7	362937.3	809347.0	1643462.0
5	10269.2	14447.8	21239.2	40902.4	68506.1	106537.8	217475.6	378399.6	835735.0	1656821.0
6	10311.4	14821.0	21652.3	42418.7	73163.2	112842.1	223613.7	388297.6	869619.0	1755311.0
7	10478.7	15635.1	23169.6	44827.4	74374.4	119494.6	236839.9	404311.5	985026.0	1885620.0
8	10952.8	16334.5	24538.9	46381.6	77358.3	128460.5	253528.4	428703.2	1039412.0	1885620.0
9	11213.1	17015.6	25864.0	49492.2	79809.8	137714.7	262952.5	451320.4	1068118.0	
10	11567.4	17573.4	27839.0	53254.3	82942.7	144261.3	271375.4	473182.1	1133471.0	
11	12041.8	17921.8	29846.3	55457.0	85629.0	152502.6	282249.5	494576.2	1165069.0	
12	12932.9	20680.5	33168.2	59543.6	89270.1	165458.2	306634.1	544931.9	1254932.0	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)

**Şekil: 7**  
**M2Y nin Zaman İçinde Gelişimi**

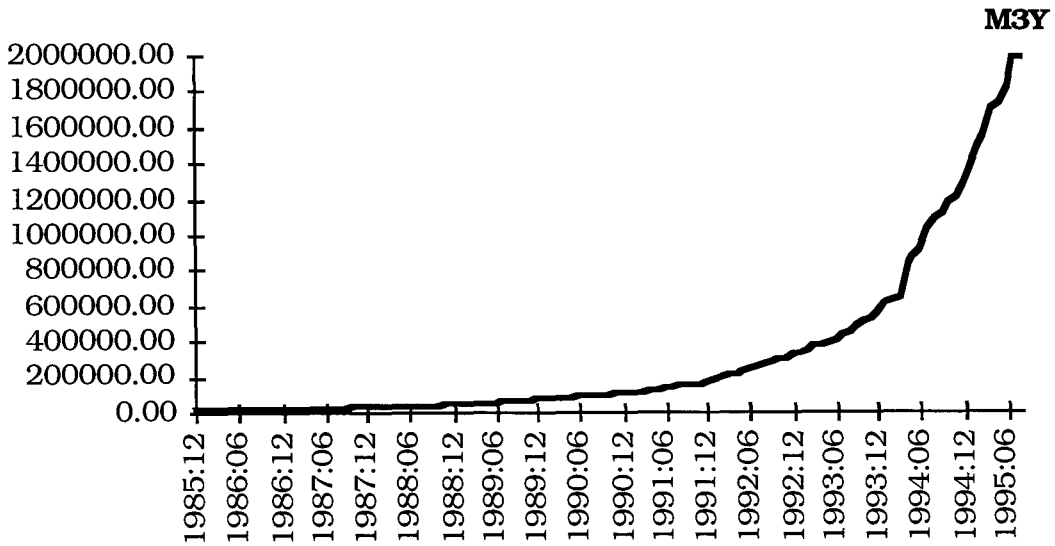


**Tablo: 9**  
**M3Y nin Zaman İçinde Aylık Gelişimi**

AY	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1	9660.8	14175.1	21824.0	37129.0	64320.9	93696.6	176524.2	322148.9	610395.0	1381395.0
2	9974.1	14526.5	22535.5	39234.8	65348.4	98678.4	191489.8	347463.6	631268.0	1489405.0
3	10646.8	15043.5	22861.8	40912.5	68071.6	102391.0	203408.0	368980.0	637194.0	1557746.0
4	10923.9	15713.0	23679.4	42615.5	70692.3	106286.2	210774.1	380240.8	826776.0	1698778.0
5	11477.1	15928.6	24824.4	43461.0	72727.2	111462.9	227526.0	394953.4	862647.0	1737024.0
6	11655.3	16443.6	25330.1	45897.8	76599.0	117698.3	234167.8	407794.7	895957.0	1823667.0
7	12065.0	17411.7	26747.2	47573.5	78410.2	124682.6	247085.7	427139.9	1028444.0	1992670.0
8	12410.0	18099.0	28168.0	49081.6	81447.7	133923.4	265296.2	449624.5	1081286.0	1992670.0
9	12642.3	18810.1	29808.5	51667.8	83834.2	142849.4	273366.6	470482.0	1107980.0	
10	13012.8	19537.9	31660.3	56403.7	87293.9	151524.6	284425.6	495165.0	1176796.0	
11	13301.0	20077.8	33681.3	59257.5	90892.7	158387.2	294604.0	517631.4	1212875.0	
12	14077.6	23000.5	35702.7	62148.9	93634.0	170732.9	319393.9	561881.1	1293370.0	

\* Kaynak: TCMB Aylık Bültenlerden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (Milyar TL)

**Şekil: 8**  
**M3Y nin Zaman İçinde Gelişimi**



1989 yılında parasal büyüklüklerdeki artış hızları M1 için %81,1, M2 için %80,7, M2Y için %74,4 ve M3Y için %69,4 olmuştur. Parasal büyüklüklerin artış hızlarındaki bu farklılık, mevduatın bileşimindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede ortaya çıkan belirgin

değişiklik, Türk lirası mevduatlarının payının artmasıdır. Bu, döviz kurlarındaki istikrar nedeniyle, 1988'in ikinci yarısında ortaya çıkan "tersine para ikâmesi" (dövizden TL'ye geçiş) olgusunun devam etmekte olduğunu göstermektedir.

Merkez Bankası, 1990 yılında yapmış olduğu parasal programla, dar tanımlı parasal büyüklükleri denetlemeyi hedeflemiştir. Ancak bu uygulamanın, daha çok geniş tanımlı parasal büyüklüklerin denetimine katkısı olduğu söylenebilir. Nitekim Tablo 1' den tüm parasal büyüklüklerin 1990 yılında büyüme hızında yavaşlama olduğu görülmektedir.

1991 yılında ise, belirsizlikler ve şartların elverişli olmaması nedeniyle parasal program yapılamadığından; geniş tanımlı parasal büyüklüklerin artış hızında 1990 yılına göre bir yükselme gözlenmektedir. Dar anlamdaki parasal büyüklük olan M1'in büyüme hızı %43,6 oranında kalmış, M2 ise %60,6 oranında büyümüştür. M2'deki artış 1990 yılındaki artıştan büyük olmakla beraber 1989 yılı artışlarından daha düşük gerçekleşmiştir. M1 emisyonunun etkisiyle Ocak'ta artmış Şubat ve Mart'ta ise düşmüştür. M1'in yıllık artış hızı, Körfez Savaşı nedeniyle vadesiz mevduatların bankalardan çekilmesi nedeniyle yavaşlamış; buna karşılık vadeli mevduatın artması, M2'nin artışını hızlandırmıştır. Bu büyüklüklere döviz tevdiat hesabı dahil edildiğinde ise M2Y'nin %79,3 ve M3Y'nin %78,6 oranında arttığı görülmektedir.

1992 yılında, M1 %67,4 oranında artarken, M2 %61,1 oranında, M2Y %80,5 ve M3Y ise %80,1 oranında artmıştır. M2Y'nin M1 ve M2'ye göre daha hızlı artmasının en büyük nedeni; döviz tevdiat hesaplarındaki artıştır. Bu hesapların büyük bir bölümünü Alman Markı mevduatları oluşturmaktadır. Bu da piyasadaki likidite bolluğunun dövize kaydığını göstermektedir.<sup>32</sup>

1993 yılında, ekonomide görülen hızlı reel büyüme, nakit talebini artırmıştır. Bu da dolaşımdaki paranın yüksek oranda artmasına neden

<sup>32</sup> Sadi UZUNOĞLU, "Merkez Bankası'nın Para Programı Olacak mı?", İktisat, Şubat 1994, S: 19.

olmuştur. 1993 yılında, vadeli Türk lirası mevduatına alternatif yatırım araçlarının, vadeli Türk lirası mevduatına göre gerek getirilerinin yüksek olması, gerekse bankalara maliyeti açısından avantajlı olması, Türk lirası mevduattan bu tür araçlara kayışı hızlandırmıştır.<sup>33</sup>

Sonuç olarak vadeli mevduat artışı, yıl içinde düşük oranda gerçekleşirken M2'nin de reel olarak azalmasına neden olmuştur. Diğer yandan bankaların döviz mevduatlarında son yıllarda görülen hızlı artış 1993 yılında da devam etmiştir. Kısaca, 1993 yılında döviz talebi artarak devam etmiştir. Bu durum M2Y ve M3Y cinsi geniş para arzı tanımlarındaki artışın temel nedeni olarak gösterilebilir.

1994 yılında ise tüm geniş tanımlı parasal büyüklükler reel olarak enflasyonun altında bir gelişme göstermiştir. Özellikle dar tanımlı para arzı olan M1'de reel olarak çok fazla daralma gözlenmektedir. Bunun nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz. Öncelikle mevduat bankalarının kullandığı kredilerdeki artış, toplam mevduattaki artışın oldukça altında kalmış ve bu kredilerde reel olarak önemli bir daralma yaratmıştır. Bir taraftan yükselen faiz oranları ve ekonomideki belirsizlik yatırım kararlarını olumsuz etkilemiş ve dolayısıyla kredi talebini düşürmüştür. Diğer taraftan da böyle bir ortamda bankalar kredi vermeyi durdurup, fonlarını yüksek getirili Hazine Bonosu'na kaydırmışlardır. Daha da önemlisi 5 Nisan Kararları'yla ekonominin düşük bir gelişme temposu içinde daha alt düzeylerdeki yeni dengelere kavuşturulması politikaların böyle bir gelişmeye neden olduğu söylenebilir. Bu politikalar sonucunda da ekonomideki daralma nakit talebini olumsuz yönde etkilemiş, bu da dolaşımdaki paranın yıl sonu itibarıyla reel olarak azalmasına neden olmuştur.

---

<sup>33</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1993, S: 46.

## **İkinci Bölüm**

### **TCMB'NİN GÖSTERGE VE HEDEF SEÇİMİ VE TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK POLİTİKALARI**

#### **1. TCMB'NİN PARA POLİTİKASINDA GÖSTERGE VE HEDEF SEÇİMİ**

Para politikasında gösterge ve hedef seçimi konusu, TCMB'nin uyguladığı para politikasının temellerini oluşturmaktadır.

TCMB 1980'lerden 1995'lere nasıl bir yol izlemiş, para politikasında hangi parametreleri gösterge olarak seçmiş ve uygulamaya koyduğu para politikası hedeflerini nasıl ve neye göre belirlemiş, şimdi de bu konuları tartışalım.

##### **1.1. Para Politikasında Gösterge Seçimi**

1980'den sonra para politikasının yürütülmesine ilişkin alternatif yöntemler geniş ölçüde tartışma konusu olmuştur. Bu tartışmaların büyük bir bölümü, Merkez Bankası'nın para politikasını yürütürken araç ve amaç değişken olarak hangi göstergelerin kullanılacağı konusunda yoğunlaştığı görülmektedir.



Para politikası uygulamalarında seçilecek göstergede bazı özelliklerin bulunması gerekir.<sup>34</sup> Bunlar;

a) Çok az gecikmeyle veya hiçbir gecikme olmaksızın kolayca gözlenebilmelidir.

b) Uygulanan politika tarafından çabucak etkilenmelidir.

c) Amaç ve hedef değişkenlerle ilişkili olmalıdır.

Para politikası göstergesi, politika uygulamasının yakın geçmişteki etkilerini ölçecektir.<sup>35</sup> Bu göstergeden etkilenerek, para otoriteleri gelecekteki uygulamaları düzenleyecektir. Bu nedenlerle Merkez Bankaları para politikası uygulamalarında gösterge seçimi yaparken, dikkatli ve titiz davranmak zorundadırlar. Bu göstergelerin niceliksel (rakamsal) açıdan olmasa bile, niteliksel açıdan (yön gösterici olarak) doğru olması gerekir. Eğer, gösterge olarak kullanılan istatistik veya gözlenen diğer veriler gerçeğin tam tersini gösterirse, buna bakarak alınan politika tedbirleri, amaç değişkendeki konjonktürel dalgalanmaları daha da şiddetlendirebilmektedir.

### 1.1.1. Amaç ve Araç Değişkenler

Araç değişken, Merkez Bankası'nın süreklilik temelinde kontrol ettiği bir değişkendir. Merkez Bankası araç değişkenleri kontrol ederek ekonominin nihai amaçlarını temsil eden şartları ya da süreci ölçen amaç değişkenleri etkiler.

Merkez Bankası'nın makroekonomik hedefleri, fiyat istikrarı, yüksek istihdam, yeterli ekonomik büyüme ve uluslararası dış dengeyi içermektedir. }

<sup>34</sup> İlker PARASIZ, "Para Politikası", Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, Nisan 1993, S: 37.

<sup>35</sup> J.A. CACY, "The Choice of a Monetary Policy Instrument", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, May 1978, S: 30.

Araç değişkenlerin iki özelliğe sahip olması gerekir;<sup>36</sup>

- i- Araç değişkenler kontrol edilebilmeli ve gözlemlenebilmelidir. Bir başka deyişle, bu değişkenler Merkez Bankası'nın faaliyetleri ile yakından ilişkilidirler ve sürekli olarak gözlemlenebilen değişkenlerdir. Bu yüzden araç değişkenlerdeki herhangi bir sapma Merkez Bankası'nın alacağı önlemlerle derhal telafi edilebilir.
- ii- Araç değişkenler amaç değişkenlerle dolaysız ya da bir başka değişken aracılığı ile dolaylı olarak yakından ilişkilidir.

Bir dizi değişken, yapıları gereği araç değişken durumunda olduklarından, kontrol etmek amacıyla Merkez Bankası bunlardan birini ya da daha fazlasını seçmek durumundadır. Böylece bir seçim sorunu ve tartışması ortaya çıkmaktadır.

Bu tartışmaların büyük bir bölümü, Merkez Bankası'nın para politikasını yürütürken araç değişken olarak faiz oranlarını mı yoksa para arzını mı kullanması gerektiği konusunda yoğunlaşmaktadır.

### **1.1.2. En Uygun Gösterge Seçimi**

Göstergenin amacı, para politikasının hedef değişken üzerindeki etkisini ölçmektir. İyi bir para politikası göstergesi, para otoritelerine, para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin değerlendirilmesine olanak veren bir değişkendir.

Para politikasında uygun gösterge olarak; para arzı, parasal taban, faiz oranı ve aşırı rezervler üzerinde durulmaktadır. Buradaki en büyük sorun, saydığımız dört büyüklükten hangisinin en uygun gösterge olacağının belirlenmesidir.

<sup>36</sup> CACY, S: 30-31.

Herşeyden önce parasal gösterge bir dışsal değişken olmalıdır.<sup>37</sup> Çünkü bir içsel değişkenin para politikası göstergesi olarak kullanılması durumunda, politika dışı uyarılmış değişmeler daha baskın çıkabilir. Şimdiye kadar para politikası göstergesi olabilecek dört parametreden üçü; faiz oranı, serbest rezervler ve para arzı içsel olarak belirlenmektedir. Gösterge olarak kullanılacak tek dışsal değişken parasal tabandır.

En uygun para politikası aracının seçimi, önemli ölçüde ekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin nispi istikrarına bağlıdır. Para talebi fonksiyonu istikrarlı, yatırım talebi ve tasarruf fonksiyonları istikrarsız iken; para arzı, faiz oranından daha etkin bir parasal araç olmaktadır. Eğer bunun tam tersi olursa, yani para talebi fonksiyonu istikrarsız, yatırım talebi ve tasarruf fonksiyonları istikrarlı ise faiz oranı para arzından daha etkin bir para politikası aracı olmaktadır.

Para politikası aracının seçiminde diğer bir etken ise para talebinin ve yatırım talebinin faiz oranındaki değişmeler karşısında gösterdikleri tepkilerdir. Faiz oranındaki değişmeler karşısında para talebi esnek, yatırım talebi esnek değilse, para arzı daha etkin bir araç olacaktır. Faiz oranındaki değişmeler karşısında para talebi esnek değil iken yatırım talebi esnek ise, faiz oranı daha etkin bir araç durumunda olacaktır.

Son bir etken ise; her iki değişkenin birlikte araç değişken olarak kullanılması şeklindeki bir kombinasyon politikasıdır. Bu politika araçların ayrı ayrı kullanılmasından daha etkin olabilir. Bu ise ekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin istikrarlı olmasına bağlıdır.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> PARASIZ, S: 45.

<sup>38</sup> CACY, S: 31.

## 1.2. Para Politikasında Hedef Seçimi

Günlük para politikası uygulamasında, Merkez Bankası finansal piyasalara tahvil alım-satım işlemlerini gerçekleştirmek amacıyla direkt olarak girmektedir. Merkez Bankası'nın gerçekleştirdiği tahvil alım-satım işlemleri, faiz oranları, banka rezervleri ve para arzı üzerinde etkili olmaktadır. Konuya daha uzun dönemde bakıldığında, Merkez Bankası'nın finansal piyasalarda gerçekleştirdiği bu faaliyetler önemsiz olarak düşünülebilmektedir. Ancak söz konusu faaliyetler para politikasının tam istihdam üretim düzeyinin gerçekleştirilmesi ve fiyat istikrarının sağlanması gibi uzun dönem hedefleri üzerinde yarattıkları etkiler nedeniyle oldukça önemlidir.<sup>39</sup>

Burada incelenen söz konusu kısa süreli hedefler Merkez Bankası'nın finansal piyasalardaki faaliyetleri ile para politikasının nihai amaçları arasındaki bağlantıyı sağlamaktadır. Bir başka deyişle para otoriteleri kısa süreli hedef olarak seçilen değişkenleri kontrol ederek toplam üretimi ve fiyatlar genel düzeyini etkilemeyi amaçlamaktadırlar.

Dünyada daha geniş, daha çok kabul gören yaklaşım; Merkez Bankası'nın geniş parasal büyüklükler üzerinde hedefler belirlemesidir. Bu geniş parasal büyüklükler üzerindeki hedefler; M1, M2, M3 gibi çeşitli parasal büyüklüklerdeki gelişmeleri tespit etmek bunlara hedefler koymak, hatta bankacılık sektörünün bilançosunun aktif yapısı üzerinde de hedefler koymaktır. Ancak bu parasal büyüklükler de sonuçta Merkez Bankası bilançosundan uzaklaşmış büyüklüklerdir.

<sup>39</sup> Gordon H. SELLOM-Ronald L. TEIGEN, "The Choice of Short Run Targets for Monetary Policy Part I: Theoretical Analysis", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, April 1981, S: 27.

### **1.2.1. Para Politikasında Hedeflerin Rolü**

Merkez Bankası, para ve kredi piyasalarını direkt olarak etkilemek için kullandığı para politikası araçları (açık piyasa işlemleri ve reeskont oranları gibi) ile uzun dönemli amaç değişkenleri de etkilemektedir. Merkez Bankası faaliyetlerinin para ve kredi piyasalarında yarattığı etkiler piyasa faiz oranlarındaki değişmelerin toplam talep üzerinde yarattığı etkiler aracılığıyla amaç değişkenlere aktarılmaktadır.<sup>40</sup> Örneğin, Merkez Bankası'nın enflasyonist baskıları hafifletmeyi amaçladığını varsayalım. Kamu kesimi tahvillerinin satılması ile bankaların rezervlerini düşürerek, Merkez Bankası parasal genişlemeyi yavaşlatır ve faiz oranlarının yükselmesini sağlar. Yüksek faiz oranları da mal ve hizmet talebinde bir düşmeye neden olur; bu da reel hasılayı azaltırken fiyatların da düşmesi yönünde bir baskı yapar.

Merkez Bankası önlemlerinin ekonomik faaliyetler üzerinde, önemli etkileri varken, ekonomideki diğer faktörlerin nihai hedeflerin gerçekleştirilmesine engel olabileceği unutulmamalıdır. Tüketicilerin, işletmelerin ve kamu kesiminin harcamalarındaki beklenmeyen bir değişme veya para talebinde öngörülmeleyen bir kayma toplam talebin arzulanandan daha yüksek ya da düşük düzeyde gerçekleşmesine neden olabilmektedir.

Benzer şekilde, üretim maliyetlerindeki veya işgücü ve sermayenin verimliliğindeki değişmeler toplam arzda değişikliğe neden olmaktadır. Ekonomide, bu dengesizliğe neden olan faktörlerin belirlenmesine olanak sağlayacak uygun para politikası önlemlerinin alınması için çok geç olabilir ve bu yüzden ekonomik sorunların daha da büyümesine yol açabilir.

Bu nedenlerle Merkez Bankası faaliyetleri uzun dönemli nihai amaçlara bağlı olarak değil, kısa süre içinde etkilenebilecek ve

<sup>40</sup> SELLOM-TEIGEN, S: 28.

gözlemlenebilecek faiz oranı, banka rezervleri ve para stoku gibi hedeflere bağı olarak belirlenmektedir.

### **1.2.2. Ara ve Faaliyet Hedeflerinin Seçimi**

Merkez Bankası'nın yukarıda açıklanan kısa süreli para politikası hedeflerine ilişkin seçimi iki şekilde incelenebilir.

Birinci olarak, para otoriteleri kısa süreli bir "ara" hedef değışken seçerler. Bu değışken reel hasıla ve enflasyonla yakından ilişkilidir, ancak kısa sürede tam olarak kontrol edilememektedir. Örneğın Merkez Bankası bir parasal büyüklüğü ara hedef olarak seçebilir ve bu büyüklük için üç aylık bir büyüme oranını belirleyebilir.

İkinci olarak, Merkez Bankası ara hedefe, yakından bağı olarak kısa süreli bir "faaliyet" hedefi seçebilir ve bu büyüklük üzerinde oldukça yüksek derecede kontrol kurabilir. Örneğın, Merkez Bankası kısa vadeli bir faiz oranı ya da parasal büyüklük için haftalık veya aylık hedefler belirleyebilir.<sup>41</sup>

Merkez Bankası'nın izleyeceği politikanın amacı, ara hedefe ilişkin değışkenin kontrol edilebilmesi için faaliyet hedefi olarak seçilen değışkeni mümkün olduğunca hedeflenen değıer düzeyinde tutmaktır. Ara hedef olarak seçilen değışkenin kontrol edilmesiyle de hasıla ve fiyatlara ilişkin nihai hedeflerin arzulanan düzeyde gerçekleştirilmesi sağlanacaktır.

Para politikasında kısa süreli hedeflerin seçimi konusunda anlaşmazlıklar söz konusudur. Tartışılan konu para otoritelerinin ara ve faaliyet hedefi olarak faiz oranı gibi bir fiyat değışkeni mi yoksa para veya rezervler gibi bir miktar değışkeni mi kullanmaları gerektiğidir.

Bilindiğı gibi ekonomideki harcama ve yatırım kararları toplam

---

<sup>41</sup> SELLON- TEİGEN, S: 29.

talepte beklenmeyen değişikliklere ve dengesizliklere neden olabilecektir. Bu türden dengesizlikler de amaç değişkenlerin arzulanen düzeylerden sapmasına neden olabilir.

Bu nedenle Merkez Bankası'nın para politikasını oluştururken kısa dönemli hedefleri seçmesine ilişkin analizi anlayabilmek için, enflasyon ve işsizliğe neden olan dengesizlik çeşitlerini ve bunların finansal piyasalar üzerinde yarattığı etkilerin çok iyi bilinmesi gerekmektedir.

**Tablo: 10**  
**Kısa Dönem Hedeflerinin Seçimi\***

Dengesizliğin Türü	Uygun Ara Hedefler	Uygun Faaliyet Hedefi
Harcama	Parasal Büyüklük	Rezerv Büyüklüğü
Portföy	Faiz Oranı	Faiz Oranı
Para Arzı	Faiz Oranı ve Parasal Büyüklük	Faiz Oranı
Arz Yönlü	a)Enflasyon İçin Parasal Büyüklük b)Reel Hasıla İçin Faiz Oranı	a)Enflasyon İçin Rezerv Büyüklüğü b)Reel Hasıla İçin Faiz Oranı

\*Kaynak: J.A. CACY, "The Choice of a Monetary Policy Instrument", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, May 1978, S: 30.

Tablo 10'da görüldüğü gibi, harcama dengesizliği durumunda hem ara hem de faaliyet hedefi olarak parasal büyüklüklerin seçilmesi, faiz oranına göre daha üstündür. Portföy dengesizliği durumunda ise faiz oranı hedefleri tercih edilmektedir. Para arzı dengesizliği durumunda ise ara hedef olarak hem faiz oranı hem de parasal büyüklük kullanılabilirken, faaliyet hedefi olarak faiz oranı daha üstündür.

Arz yönlü dengesizlik durumunda analiz daha karmaşık hale gelmektedir. Para otoriteleri daha çok reel gelirden istikrarın sağlanmasına önem veriyorlarsa faiz oranı hedefleri parasal büyüklük

hedeflerine göre daha üstündür. Aksine, para otoritelerinin üzerinde önemle durdukları konu fiyat istikrarı ise, parasal büyüklük hedefleri hem ara hem faaliyet hedefi olarak tercih edilmektedir.

### 1.3. TCMB'nin Gösterge ve Hedef Seçimi

Bir önceki kısımda teorik analizleri yapılan para politikasında gösterge ve hedef seçimi konusu, TCMB'nin uyguladığı para politikasının temellerini oluşturmaktadır.

Türkiye 1980 yılından itibaren ekonominin ve finans kesiminin yapısını değiştiren bir dizi reform kararı almıştır. Temmuz bankacılığında banker olayına, döviz konusundaki serbestleştirmelerden sermaye piyasasının kurulmasına kadar birçok olay TCMB'nin para politikası kararlarında etkili olmuştur.

1980 ile 1990 yılları arasında TCMB; diğer ülkelerin merkez bankalarınınca da kabul görmüş olan bir yaklaşımla hareket ederek, geniş parasal büyüklükler üzerinde hedefler koymuş ve bu büyüklükleri kontrol etmeye çalışmıştır.<sup>42</sup>

Bu geniş parasal büyüklükler üzerindeki hedefler; M1, M2, M2Y, M3 gibi çeşitli parasal büyüklüklerdeki gelişmeleri tespit etmek, bunlara hedefler koymak, hatta bankacılık sektörünün bilançosunun aktif yapısı üzerinde de hedefler belirlemektir.<sup>43</sup>

TCMB'nin hedeflediği M1, M2, M2Y ve M3 gibi parasal büyüklükler, neticede Merkez Bankası bilançosundan uzak, yani bankanın kendi bilançosunun dışında kalan büyüklüklerdir. Herşeyden önce şu konu çok iyi bilinmelidir ki, Merkez Bankaları parasal büyüklükleri kontrol etmeden önce kendi bilançolarını kontrol

<sup>42</sup> Deniz GÖKÇE, "Merkez Bankası Bilançosu ve Para Programı", İşletme ve Finans, Mart 1991, Sayı: 60, S: 39.

<sup>43</sup> SARAÇOĞLU, S: 5.



edebilmelidirler. Bunun sonucunda da kendi bilançosunu kontrol edemeyen, bilançosundaki işlemleri denetleyemeyen bir Merkez Bankası'nın, ekonomideki geniş parasal büyüklükler üzerinde hedefler koyması mümkün değildir.

Bu noktaları gözönünde bulunduran TCMB'de 1989 yılı başlarından itibaren kendi bilançosunun dışındaki çok büyük hedefleri kontrol etmeye çalışmak yerine, kendi bilançosuna yakın, son derece uygun hedefler koyarak, hedefleri gerçekleştirmeyi amaçlamış ve para politikasını bu şekilde uygulamaya koymuştur.

1990 yılından itibaren de bu hedefler "Parasal Program" başlığı altında tüm kamuoyuna açıklanmış ve ekonomik birimler bu konuda bilgilendirilmiştir.

## **2. TCMB'NİN TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK POLİTİKALARI**

Ekonomide sık sık görülen konjonktürel dalgalanmaları önlemek amacıyla, otoriteler temel makroekonomik büyüklüklere yönelik istikrar politikalarını uygulamaya koymaktadırlar. Bu politikalarla amaçlanan, gelişen bir ekonomide enflasyonsuz tam istihdam düzeyini sağlayacak toplam talep düzeyinin oluşturulması ve korunmasıdır. Bu amaca ulaşmada otoritelerin elinde bulunan başlıca iki araç vardır. Bunlar para ve maliye politikasıdır.

TCMB ülkemizde para politikasını uygulayan önemli para otoritelerinden biridir. 1980 sonrasında TCMB temel makroekonomik büyüklüklere yönelik birtakım politikalar uygulamıştır. Şimdi bu politikaları sırasıyla ele alalım.

## 2.1. Enflasyona Yönelik Politikalar

Ülkemizde son yıllarda yaşanan en önemli ekonomik sorun enflasyon olmuştur. 1980'den sonra yaşanan yüksek oranda enflasyonun birçok olumsuz sonucu ülkemizde görülmüştür.

Yüksek ve sürekli enflasyon gelir dağılımında adaletsizliklere yol açarak, toplumdaki tüm kesimlerin orta ve uzun vadeli hesap yapabilmelerini imkânsız hale getirmiştir.<sup>44</sup> Yüksek enflasyon süreçlerinde görülen dalgalanma sonucunda, ileriye dönük plan ve programlarda belirsizliklere neden olmaktadır. Diğer yandan da yüksek enflasyon mali sistemin işleyişi ve kaynak dağılımını da olumsuz yönde etkilemektedir.

Enflasyon olgusu sadece finansal piyasaları değil, ülkemizdeki genel ekonomik devamlılığı ve ekonomik gelişme sürecini de olumsuz yönde etkilemektedir. Türkiye'de ekonomik gelişmenin sürebilmesi için enflasyonu makul bir düzeyde tutan makroekonomik politikaların izlenmesi gerekir.

Yüksek oranlı enflasyon, iktisadi karar birimlerinin verimliliği ve etkinliği artırıcı önlemleri almalarını engeller. Bu ise ekonominin potansiyel büyüme performansına ulaşmasını engeller.

Merkez Bankası'nın önemli görevlerinden biri de ihracı ile yükümlü olduğu milli paranın yurtiçi ve yurtdışı piyasalardaki değerini korumaktır. Ülkemizde, enflasyon aşağı çekilemediği sürece, istihdam ve büyümede istikrarlı gelişme görülemez. Kalıcı, uzun dönemli, istikrarlı bir büyüme, istikrarlı bir istihdam artışı ile istikrar içinde bir kalkınma, enflasyonun düşük olduğu bir ortamda çok daha kolay olmaktadır. Bunun sonucunda oluşan ekonomik büyüme ve istihdamın artışı daha

---

<sup>44</sup> Rüştü SARAÇOĞLU, "Finansal Piyasalarda Güven ve İstikrar", İşletme ve Finans, Nisan 1994, Sayı: 97, S: 17-18.

geniş kitlelere ve daha adil bir şekilde dağılacaktır.

Türkiye'de hüküm süren istikrarsız fiyatlar ve yüksek enflasyon, sadece "talep fazlası" ile açıklanamaz. Bu sorunda arz yetersizliği de önemli bir etkidir. Piyasaların çoğunlukla aksak rekabete dayalı olan yapısı ve buna bağlı olarak ortaya çıkan fiyatlama kuralları, üretimin önemli ölçüde ithalata bağımlı olduğu ekonomide TL'nin dış değer kaybındaki süreklilik vb. nedenlerine de dayanmaktadır.<sup>45</sup> Bu nedenle; TCMB'nin uyguladığı, "toplam talebi kontrole yönelik politikalar", fiyat artışlarını yavaşlatmaya yetmeyeceği gibi, bu tür politikaların neden olduğu muhtemel üretim (arz) daralmaları fiyatları daha da artıracaktır. Bu nedenle Türkiye'de fiyat istikrarı ve yüksek enflasyon gibi sorunların kısa vadeli birer istikrar sorunu olmanın ötesinde, yapısal bir sorun olduğu söylenebilir. O halde TCMB'nin yapısal değişim öngören ve arz yönlü politikalara ağırlık vermesi gerekmektedir.

Enflasyona yönelik para politikalarını, enflasyonun türüne göre ayrı ayrı incelemekte yarar vardır. Aşağıda, talep, maliyet, ve arz-talep şoklarında uygulanan para politikalarını sırasıyla inceleyelim.

### **2.1.1. Talep Enflasyonu ve Para Politikası**

Talep enflasyonu, arz edilen mal ve hizmetlere karşı oluşan aşırı talep sonucu ortaya çıkar. Aşırı talep enflasyonu, tam istihdama ulaşmış ekonomilerde, talep fazlalığını üretim artışı ile karşılayacak verimliliğin olmayışından doğar.

Bütçe açıkları, kısıtlar, tüketicilerin ve işletmelerin hızlanan satın alım planları, para arzının veya satın alma gücünün, milli üretimden daha hızlı artması, talep enflasyonunun nedenlerindedir. Talep enflasyonunun oluşabilmesi için aynı bu talep artışını karşılaması gerekir. Tam istihdamdaki ekonomiler yanında, bu durum, genellikle sermaye kaynağı yetersiz olan ve bundan dolayı tam

<sup>45</sup> BÜYÜKDENİZ, S: 149.

istihdama ulaşamayan az gelişmiş ülkelerde de yapısal bir karakter olarak görülür.

Eğer enflasyonun nedeni, öncelikle ekonominin talep yönünden kaynaklanıyorsa, para arzındaki bir daralma veya istikrarın sağlanması, harcamalarda meydana gelecek artışlara son verecek ve böylece fiyatlardaki artışı önleyecek veya artış hızını düşürecektir.<sup>46</sup> Talep enflasyonunda, talep edilen mal ve hizmetleri elde etmek için verim artırılabilirse, ekonominin üzerindeki enflasyonist baskı bir süre sonra kaldırılabilir. Mal ve hizmetlere olan talebi, para arzını veya harcanabilir geliri kısarak da azaltmak mümkündür.

### **2.1.2. Maliyet Enflasyonu ve Para Politikası**

Maliyet enflasyonu, tam istihdama ulaşan gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi, tam istihdama ulaşmamış az gelişmiş ya da gelişmekte olan ekonomilerde de görülebilir.

Eğer ücretler veya üretimde kullanılan faktör maliyetleri, bazı nedenlerle artarsa, üreticiler hiç şüphesiz kendi kâr marjlarını korumak için bu artışı ürettikleri mal ve hizmetlerin fiyatlarına ekleyeceklerdir. Artan mal ve hizmet fiyatları, bu artışlara yol açan ücret zamlarını alan emek sahiplerinin satın alma gücünü azaltacak ve bunun üzerine ücret sahipleri, sendikaları ve diğer baskı güçleri ile birlikte ücretlerine tekrar zam almak için baskıya başlayacaklardır. Bu şekilde faktör fiyatlarına yapılacak yeni zamlar, yeni fiyat artışlarına yol açacak ve bu devamlı fiyat artışları olarak sürüp gidecektir.

Bu kısır döngüden kurtulmanın tek yolu, ücret artışları ile verim artışlarını aynı oranda tutmaktır. Eğer enflasyon hızı maliyet artışlarından kaynaklanıyorsa, para arzı artış hızının azalması veya istikrarı er veya geç maliyet artışlarının oluşmasını güçleştirecektir.<sup>47</sup>

---

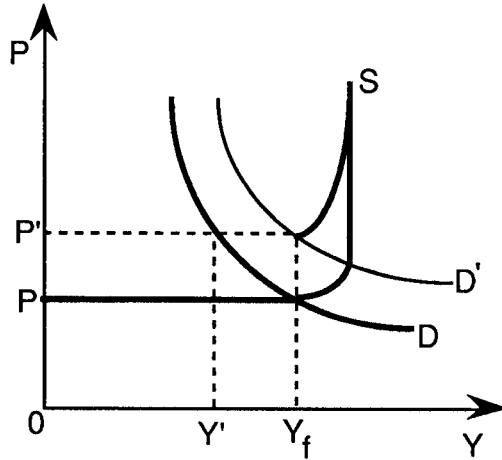
<sup>46</sup> PARASIZ, S: 148.

<sup>47</sup> PARASIZ, S: 148.

### 2.1.3. Arz-Talep Şokları ve Para Politikası

Son yıllarda yaşanan enflasyon süreci ise hem arz hem de talepten kaynaklanan bir enflasyon türüdür. 1970'li yılların ikinci yarısında başlayarak hemen tüm ülkelerde, önemli eksik istihdamla birlikte enflasyonun yaşandığı görülmüştür. Bu enflasyon, toplam arz eğrisindeki kaymalar sonucu oluşmuş ve uygulanan para politikası nedeniyle devam etmiştir.

Şekil: 9  
Arz-Talep Enflasyonu



Şekil-9 incelendiğinde toplam arz eğrisi  $PS$  den  $P^1S$  ye kaymıştır. Bu sırada eğer toplam talep  $D$  sabit kalırsa, milli gelir  $Y$  den  $Y^1$  ne düşecektir. Ancak Merkez Bankası para arzını fiyatlardaki artış hızı kadar genişlettiğinden, toplam arz eğrisi  $P^1S$  ye ulaştığında toplam talep de  $D^1$  ne ulaşacaktır. Bu durumda toplam arz eğrisindeki kaymadan önceki  $Y^1Y_f$  kadar olan istihdam açığı (tam istihdam arz düzeyi ile gerçekleşen  $Y_f$  istihdam düzeyi arasındaki fark) sürmekle birlikte, fiyat düzeyi  $P$  den  $P^1$  ne kayarak enflasyon sürecini başlatmış olmaktadır. Burada toplam arz eğrisinin kaymasının nedeni kısmen ithal edilmiş maliyet enflasyonu, kısmen de beklentisel etmenler ve enflasyonun

sürmesini sağlayan güçlerdir.<sup>48</sup>

Bu enflasyonu önlemede Merkez Bankası'nın yapacağı tek şey } \*  
para arzını sınırlamak olmalıdır. Çünkü para politikası her yıl toplam  
talep eğrisinin sağa kaymasına izin verirse fiili olarak bir enflasyona  
neden olmaktadır. Sonuçta maliyetleri yükseltici güçler toplam arz  
eğrisini her yıl yukarıya kaydırmaya bile, yükselen toplam talep eğrisi  
çok geçmeden bir enflasyonist açık yaratacak, dolayısıyla fiyatlar genel  
düzeyini yukarıya itici bir güç ortaya çıkacaktır.

TCMB'nin uygulayacağı doğru ve yerinde politikalarla, parasal  
programlarla enflasyonu aşağıya çekmek için çaba harcaması  
gerekmektedir. Bunu gerçekleştirirken de, negatif bir büyümeye ve çok  
büyük işsizlik oranına karşıda önlemler almalıdır.

## 2.2. Döviz Kurlarına Yönelik Politikalar

Döviz kuru, iki milli para birimi arasındaki değişim oranıdır.  
Döviz kuru politikası ise, hükümetlerin uluslararası ödemelerini belli  
bir düzen içinde gerçekleştirmek amacıyla dış ödeme dengesini etkilemek  
için döviz kuru ile ilgili olarak aldıkları bütün tedbirlerdir.<sup>49</sup>

Döviz kurları, ekonominin hedeflerine ulaşmada etkinliği olan ve  
ulusal devletlerin bir ekonomik ve mali bir güç oluşturmalarına katkıda  
bulunan bir ekonomi politikası aracıdır.<sup>50</sup> Kur politikalarının içeriği,  
herşeyden önce mevcut uluslararası para sisteminin ve döviz kuru  
rejimlerinin niteliğine uygun olarak belirlenir. Bunun yanında kur  
politikalarının etkileri ve sonuçları, aynı zamanda para otoritelerinin  
piyasayı yönlendirmekte kullandıkları araçlara da bağlıdır.

TCMB'nin uyguladığı döviz kuru politikasının temel amacı; } \*

<sup>48</sup> PARASIZ, S: 149-150.

<sup>49</sup> Rıdvan KARLUK, Uluslararası Ekonomi, İstanbul 1991, S:367

<sup>50</sup> Dominique PLIHON, "Döviz Kurları", 1994, S: 63.

gerçekçi bir kur belirlemek ve dövizin nispi fiyatını zaman içinde korumaktır. Gerçekçi döviz kuru, uzun dönemde cari işlemler dengesini sağlayan kurdur.<sup>51</sup>

Döviz kuru politikası Türkiye’de para politikasından bağımsız olarak düşünülemez. Çünkü kur politikası ithalat ve ihracatı doğrudan etkiler. Bunun yanında, hem ithalatın, hem de ihracatın para arzı üzerinde etkileri bulunmaktadır. Bu yönüyle döviz kurunun, para arzı üzerinde dolaylı bir etkisi vardır. Kur aynı zamanda, para talebini de doğrudan etkileyen bir değişkendir. Bundan dolayı, döviz kuru politikasına sadece ihracat ya da ithalat açısından değil, genel para politikasının bir parçası olarak bakmakta yarar vardır.<sup>52</sup>

### **2.2.1. Piyasa Ekonomisinde Döviz Kurunun Yeri**

Dışa açık bir piyasa ekonomisinde döviz kuru, döviz arz ve talebini dengeye getiren bir mekanizmadır. Döviz kurları, bir piyasa ekonomisi için fiyat mekanizması kadar önemlidir ve dış ekonomik ilişkilerde fiyatla aynı işleve sahiptir.<sup>53</sup>

Piyasa ekonomisinde, iç fiyatlara yapılan bir müdahale ekonominin tümünü etkileyebilir. Yapılan müdahale aşırı hatalı ise ekonomide büyük zararlara neden olmaktadır. Döviz kuru politikasında yapılan hatalar da, ekonomide bütün döviz üretim ve tüketim sistemine yansıyan, dış ekonomik ilişkileri, dolayısıyla ekonominin iç işleyişini etkileyen olumsuz sonuçlar doğurabilir.

Bilindiği gibi döviz kuru, döviz piyasasında döviz arz ve talebi

<sup>51</sup> BULMUŞ, S: 14.

<sup>52</sup> Rüştü SARAÇOĞLU, “Merkez Bankası Politikaları (1987-1993)”, İşletme ve Finans, Ağustos 1993, Sayı: 89, S: 31.

<sup>53</sup> Kemal KURDAŞ, “Ekonomik Politika Üzerine, İncelemeler-Yorumlar”, İstanbul 1994, S: 179-197.

tarafından belirlenir. Bunun yanında döviz kuru hükümet müdahalesiyle de belirlenmektedir.

Dışa açık bir ekonomide, döviz kurunda düşme, bir birim yabancı para sağlamak için daha az milli para vermek anlamına gelir ve bunun sonucunda milli paranın dış değeri artar. Dış ticarete uygulanan bu politikaya “fazla değerlenmiş kur politikası” adı verilir. Eğer bu durum uzun süre devam ettirilirse, o ekonomide ihracat, turizm ve diğer döviz kazandırıcı sektörler gerileyecektir. Çünkü döviz kuru, dışa satılan mal ve hizmetlerin fiyatını belirleyen temel unsurdur. Fazla değerlenmiş bir kur politikası ile döviz kazandırıcı sektörler dışa sattıkları mal ve hizmetlerin gerçek fiyatını alamazlar. Fazla değerlenmiş kur, (ucuza satılan döviz politikası), ekonominin normal şartları içinde arz ve talebe göre bulunacak fiyata kıyasla, dövizin daha aşağıda bir fiyatla satın alınması demektir. Bu durum döviz tüketimini teşvik eder, ekonomiyi ve sanayileşmeyi ithalata yöneltir.

Dışa açık bir ekonomide döviz kurunda yükselme ise, bir birim yabancı para sağlamak için daha çok milli para vermek anlamına gelir ve bunun sonucunda milli paranın dış değeri azalır. Dış ticarete uygulanan bu politikaya “az değerlenmiş kur politikası” adı verilir. Az değerlenmiş kur (pahalya satılan döviz politikası), ekonominin normal şartları altında arz ve talebe göre bulunacak fiyata kıyasla dövizin daha yukarıda bir fiyatla satın alınması demektir. Az değerlenmiş kur politikası, istikrara dönük bir ekonomik politika ile birlikte kullanıldığında ekonomi dışa açılır, döviz kazancı ve ihracata yönelik sanayileşme artar. Dış ödemeler dengesi fazlalık verir ve döviz pozisyonu artar. Böyle bir ekonomi dışa borçlanma yerine, dışa borç verecek bir pozisyona girer. Dış ödemelerinde herhangi bir kontrol ve sınırlama söz konusu olmaz.

Aşırı değerlenmiş bir döviz kuru politikasının sonucu devalüasyon iken, az değerlenmiş bir döviz kuru politikasının sonucu revalüasyona yol açmaktadır. Eğer hızla kalkınmak, kalkınmada döviz



darboğazlarının gecikme ve kayıplarından kaçınmak, tarım ve sanayii genel olarak bütün ekonomik sektörlerini optimum ve sağlıklı bir düzeyde geliştirmek isteyen bir ülke için, en uygun döviz kuru politikası, az değerlenmiş bir döviz kuru politikası olmaktadır. Bir ülke fazla değerlenmiş bir döviz kuru politikası izliyorsa, ekonomik politikada yukarıda saydığımız birtakım istikrarsızlıklarla karşılaşacağı söylenebilir.

### **2.2.2. Döviz Kurlarına Merkez Bankası'nın Müdahalesi**

1980 sonrasında Türkiye'de döviz kurları, tamamen serbest piyasada arz ve talep güçleri tarafından belirlenmektedir. Bu kurlara serbest, esnek ya da dalgalı kurlar denilmektedir. Uygulamada ise, döviz kurlarının merkez bankalarının müdahalesinin tamamen dışında olması az rastlanan bir durumdur.

Ülkemizde 1980'den sonra hükümetler, Merkez Bankası aracılığıyla zaman zaman döviz kurlarında istikrar sağlamak amacıyla döviz kurlarına müdahale etmekte, ani ve keskin değişimleri önlemektedir.

TCMB'nin Döviz İşlemleri Müdürlüğü'nde kurlara müdahale etmek için Döviz ve Efektif Müdürlüğü aracılığıyla piyasaya girmektedir. TCMB, esas olarak müdahale kararını döviz piyasasındaki kurların kendi beklenti kurundan önemli ölçüde sapması halinde almaktadır. Bu beklenti kuru ise, dış piyasalardaki pariteyi ve enflasyon farkını hesaba katan değişik ağırlıklardaki yabancı paralar sepetine göre hesaplanmakta ve her parite değişiminde otomatik olarak değişmektedir. TCMB bu kur etrafında, o günkü piyasa şartlarına bağlı olarak her gün bir marj belirlemekte ve döviz piyasasındaki kurlar bu marjı geçtiğinde müdahale etmektedir.

Merkez Bankası kur belirleme seansı ile kendi satış kurunu

belirlediği için, bu piyasada yol gösterici bir kotasyon vermesi (döviz kurunun alt ve üst limitlerini belirleyen bir tünel oluşturulması ve tünelin altında veya üzerinde Merkez Bankası'nın müdahalede bulunması) ve arbitraj kârı (iki ayrı döviz piyasasında iki farklı kur oluşması sonucu ortaya çıkan fark) doğduğu zaman müdahale etmesi mümkündür. Aynı şekilde, bankalararası döviz piyasasında da, kurun beklenenden çok farklı gerçekleşmesi halinde, spekülâtif davranışları durdurmak ve kura belirli bir denge kazandırmak için müdahale etmesi de dünyadaki tüm merkez bankalarınca yapılan bir uygulamadır.

Merkez Bankası'nın zaman zaman kurlara müdahale etmesi, kurların serbest piyasa koşullarına göre oluşmadığını göstermemektedir. Ayrıca Merkez Bankası bünyesinde iki değişik kur belirlenmekle beraber, kur belirleme seansında belirlenen kurdan resmi döviz satışları yapılmakta, bankalararası döviz piyasasında ise katılan ajanların pozisyonları ve ihtiyaçlarına göre belirlenen kurlardan kendi aralarında alış-veriş yapılmaktadır. Dolayısıyla bu iki değişik kur, farklı piyasalara hitap etmektedir. Esas olarak, kur belirlemede oluşan kurun bankaların gişe kurlarını belirlemekte bir referans noktası oluşturmasıdır.<sup>54</sup>

Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın kur hareketlerine ilişkin en önemli katkısı, döviz kurlarındaki dalgalanmaların mümkün olduğunca azaltılması ve döviz piyasasında istikrarın sağlanması şeklinde olduğu söylenebilir. \*

### **2.3. Faiz Oranlarına Yönelik Politikalar**

Türkiye'de 1980 yılından bu yana uygulanan "yapısal uyum" ve "istikrar" politikalarının temel unsurlarından biri de bazı fiyatların enflasyon oranına endekslenmesi olmuştur. Bu fiyatlardan biri döviz kurları, diğeri ise nominal mevduat faiz oranlarıdır.

<sup>54</sup> ALTINKEMER, S: 182.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde uygulanan faiz politikalarını genelde iki başlık altında toplayabiliriz. Bu politikalardan birincisi yüksek faiz politikası, ikincisi ise düşük faiz politikasıdır.

Yüksek faiz politikasının ekonomideki muhtemel etkisi tasarruf/gelir oranını artırmaktan öte, tasarrufların kompozisyonunu finansal tasarruflar lehine değiştirmek biçimindedir. Tasarruf oranındaki artış daha çok gelir artışı, gelir dağılımı, parasal ve finansal sistemin yaygınlaşması vb. faktörlere bağlı bulunmaktadır.<sup>55</sup>

Düşük faiz oranları ise ekonomide özellikle yüksek enflasyon ortamında, gelir dağılımını düşük gelirli kesim aleyhine çevirmektedir. Bu durumda, küçük tasarruflu büyük kredi müşterilerine bir gelir transferi söz konusudur. Gerek gelişmekte olan ve gerekse sanayileşmiş ülkelerde bu politikalar aynı sonucu verir. Düşük gelirli kesimlerin (küçük çiftçiler, küçük ölçekli imalat firmaları ve konut sahibi olmak isteyen dar gelirliler) düşük faizli krediler yerine, dolaysız kamu yardımları (alt yapı yatırımları ve kamu harcamaları) ile desteklenmesi gerekmektedir.<sup>56</sup>

1980 sonrasında Türkiye’de pozitif reel faiz politikaları (yüksek faiz politikaları) uygulamaya konmuştur. Uygulanan pozitif reel faiz politikalarıyla; bir yandan tasarrufları artırmak suretiyle ekonomik büyümenin hızlandırılması, diğer yandan kısa vadede toplam efektif talep düzeyinin kontrolü ve yurtiçi mali araçlara olan talebin artırılması yoluyla, ödemeler dengesinin iyileştirilmesi ve enflasyon hızının aşağı çekilmesi amaçlanmıştır.

Ancak; yüksek faiz politikalarını içeren istikrar programlarını uygulayan bazı ülkeler gibi Türkiye’de de, öngörülen sonuçların büyük ölçüde elde edilemediği gözlenmektedir. Ödemeler dengesinde sağlanan nispi iyileşmeye karşın; fiyat istikrarı ve enflasyon hızının aşağı

<sup>55</sup> R. DORNBUSCH-A. REYNASO, “Financial Factors in Economic Development”, May 1989, vol: 79, N: 2.

<sup>56</sup> Antony LONYI-Rüştü SARAÇOĞLU, “Interest Rate Policies in Developing Countries”, IMF Occasional Paper, October 1983, N:22, S: 10-11.

çekilmesi gibi kısa vadeli amaçların ve sermaye birikiminin hızlandırılması, gelir dağılımının iyileştirilmesi gibi uzun vadeli amaçların büyük ölçüde gerçekleşmediği görülmektedir.<sup>57</sup>

### 2.3.1. Faiz Oranları ve Vade Yapısı

1980'lerin başında faiz oranlarının yükseltilmesiyle başlayan ve adım adım uygulanan pozitif reel faiz uygulaması 1980'lerin sonuna kadar faiz oranlarına istikrar getirememiştir.

1981 ve öncesinde negatif olan vadeli mevduatın reel faiz oranları, 1982'de pozitive dönüşmüştür. 1982'de patlak veren bankerler krizi sonrasında para politikasında yumuşama görülmüş ve TCMB kontrolündeki faiz politikası, 1986'ya kadar reel mevduat faiz oranlarının ılımlı ölçülerde pozitif veya negatif olmasını sağlamıştır. 1986'da finans kesimi ciddi sıkıntılar yaşamış, reel mevduat faizleri yeniden tırmanmaya başlamıştır. Bir referandum ve seçim yılı olan 1987'deki gevşek para politikası bu sıkıntıları gidermiş ve ılımlı ölçüde negatif mevduat faizlerine geri dönülmüştür.<sup>58</sup>

1987 seçimi sonrası uygulanan stabilizasyon denemesi, sıkı para politikası ile faiz oranlarını yükseltmiş, 1988 yılı sonunda bankaların faiz yarışı TCMB tarafından frenlenmiştir. Sonuçta vadeli mevduatın reel faiz oranları yeniden pozitif olmuş ve bu gelişme 1989-1990 yıllarında şirketler kesimine çok yüksek kredi faizleri ile yansımıştır. 1990 yılı sonrasında ise bankaların vadeli mevduat faiz oranlarını az çok enflasyona endeksleme ve yeni bir faiz yarışından uzak durma konusunda dikkatli davrandıkları söylenebilir.

Bilindiği gibi faiz oranlarının, enflasyonist beklentileri etkilemede bir araç olarak kullanılması mümkündür. Ancak 1980 sonrası mevduat faiz oranlarının vade yapısı, hemen tümüyle enflasyon beklentileri

<sup>57</sup> BÜYÜKDENİZ, S: 17.

<sup>58</sup> ÖNDER-TÜREL, S: 128-131.

azaltıcı değil, artırıcı bir özellik göstermiştir.<sup>59</sup> 1983 ve 1984 dışındaki yıllarda, daha uzun vadelere daha yüksek faiz ödenmesi, enflasyonun hızlanacağına dair beklentileri destekler nitelikte olduğu söylenebilir.

Enflasyon hızının düşürüleceği beklentisi ve döviz ikâmesini sınırlı tutma arzusuyla, 1983 sonunda başlayan stabilizasyon denemesinde, kısa vadeli mevduata oldukça yüksek (hatta 6 ay vadeli mevduatta olduğu gibi, 1 yılıktan daha yüksek) faiz verilmiştir. Ancak 1983-1987 yıllarındaki stabilizasyon denemelerinin başarısız kalması, mevduat vadelerini kısaltma yönünde baskılar getirmiştir. Bunun sonucunda 1991'de TL olarak mevduatın yaklaşık yarısı 3 aylık mevduattan oluştuğu görülmektedir. İç borçlanma vadesinin kısalması sonucunda kamu iç borçlarının faiz oranı ve genel olarak faizler ekonomide, geleceğe ilişkin iktisadi hesapların dayandırıldığı temel bir görece fiyat olma özelliğini kaybetmiştir. Burada ekonomide kronikleşen "kısa vadeciliğin" hem nedeni hem de sonucudur.

Zaten mevduat vadelerindeki kısalma göz önüne alındığında ticari bankaların uzun vadeli krediler ve finansal aktiflere yönelmelerini beklemek gerçekçi değildir. Adı geçen dönemde 3 ve 6 aylık mevduatın toplam vadeli mevduatın yarısını aştığı ve yine 3 ve 6 aylık mevduat faizinin yıllık mevduat faizini aştığı yıllar çoktur.

Bununla birlikte, finansal kesimin karar ufku giderek kısa vade ile sınırlanmaya başlamış, bu yaklaşım doğal olarak üretim ve yatırım kararlarına olumsuz etkiler yapmıştır. Bu koşullar altında, ticari bankalar kesiminin uzun vadeli krediler ve diğer finansal aktiflere yönelmelerini beklemek gerçekçi olmamaktadır. Genel olarak iktisat politikasının, özel olarak da para politikasının sorunu da bu duruma son vermek, ekonomide vadeleri uzatmak, yani ileriye yönelik uzun vadeli düşünme ortamını oluşturmaktır.

---

<sup>59</sup> BÜYÜKDENİZ, S: 141-143.

### 2.3.2. Ödemeler Bilançosu ve Faiz Oranları

Ekonominin dışa açılması ile ülkenin, diğer ülkelerle olan ekonomik ilişkilerini, ödemeler bilançosu yardımıyla izleyebiliriz. Sistemik kurallara uygun olarak tutulan ödemeler bilançosundaki hesaplar; ülkenin uluslararası durumu hakkında hükümet yetkililerine bilgi vermekte, uygulanacak para ve maliye politikalarının yönlendirilmesinde bir etken olmaktadır.<sup>60</sup> Ödemeler bilançosundaki dengesizlik ülkenin istihdam, gelir seviyesi, fiyatlar genel seviyesi, faiz oranları, döviz kuru, yatırımlar vb. gibi ekonomik büyüklükleri (kısaca ekonominin refah düzeyi) üzerinde önemli etkiler yaratır. Şimdi faiz oranlarının ödemeler bilançosu üzerindeki etkilerini inceleyelim.

Faiz oranlarının ödemeler bilançosu üzerindeki etkileri, dış ticaret dengesi ve sermaye hesabı üzerindeki etkileri olmak üzere iki açıdan ele alınabilir.<sup>61</sup>

İlk olarak, yüksek yurtiçi faiz oranlarının uygun döviz kuru politikaları eşliğinde dış ticaret dengesi üzerindeki etkileri, daha çok dolaylı yoldan ve toplam yurtiçi talep düzeyindeki değişmeler yoluyla gerçekleşecektir. Faiz oranlarının yüksek olması, yatırım için gerekli finansman maliyetlerini artıracak ve iş beklentilerini olumsuz yönde etkileyecektir. Bunun sonucunda yatırım talebi azaldığı ölçüde, yatırım malı ithalatı azalacaktır. Aynı şekilde; yüksek faiz oranları diğer talep daraltıcı politikalar ile birlikte cari tüketim talebini daralttığı ölçüde tüketim malı ithalatı da azalacaktır.

1980 sonrası dönemde, yüksek faiz oranları ve günlük kur politikası uygulamaları sonucunda, hammadde, aramalı ve nihai mal ithalatını büyük ölçüde azaltmıştır. Bu yönüyle yüksek faiz politikası, dış ticaret dengesinde adı geçen dönemde önemli bir iyileşme sağlamıştır.

<sup>60</sup> Charles, P. ,KINDLEBERGER, "Uluslararası İktisat", Ankara 1970, S:241

<sup>61</sup> BÜYÜKDENİZ, S: 84-85.

İkinci olarak ise, yüksek yurtiçi faiz oranları, yurtiçi ve uluslararası faiz farkları milli paranın dış değerindeki düşüş oranından daha fazla ise, yurtiçine sermaye girişini teşvik edecektir.

1980 öncesinde, yüksek enflasyon, negatif reel faiz oranları ve milli paranın dış değerinin, düşük olması Türkiye'den yurt dışına çeşitli yollarla sermaye çıkışına yol açmıştır. 1980 sonrasında uygulanan yüksek faiz politikaları sonucu yurt dışındaki faiz farkları, dışarıya sermaye çıkışını önlediği görülmüştür. 1980 öncesi dönemde yurt dışına çıkmış olan sermayenin ise çeşitli yollarla (hayali ihracat-ihracatta yüksek faturalama) Türkiye'ye kısmen geri döndüğünü söyleyebiliriz. Bununla birlikte, 1984 yılında Türkiye'de borçlanma araçlarına yatırım yapma serbestisi tanınması, dış borçlanma ve yüksek yurtiçi ve yurtdışı faiz farkları, döviz tevdiat hesaplarındaki artış yolu ile sermaye girişine imkân vermiştir.

Türkiye'de uygulanan yüksek faiz politikası net sermaye girişini teşvik etmiş, sermaye girişi daha çok dış borçlanmada önemli artışlar şeklinde gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda da özellikle kısa vadeli borçlardaki artışın, yavaş büyüyen döviz girdileri karşısında kısa sürede bir ödemeler dengesi krizi yarattığı görülmüştür.<sup>62</sup>

Sonuç olarak, üretim için hammadde ve aramalı ithalatına bağımlı, belli bir büyüme hızı gerçekleştirmek için yatırımlara devam zorunluluğu içinde olan ve tüketim malları ithalatının düşük bir pay aldığı Türkiye'de, faiz politikasının dış ticaret dengesi üzerindeki etkilerinin sınırlı ve dolaylı yollardan gerçekleştiği söylenebilir.

---

<sup>62</sup> Tansu ÇİLLER-Hüsnü KIZILYALLI, "Dış Borçlar: Tahmin ve Analiz", İstanbul 1991, S: 74-76.

## 2.4. Ekonomik İstikrara Yönelik Politikalar

Ekonomide sık sık görülen dalgalanmaları azaltmak, istikrar sağlamak ve istenilen ekonomik hedeflere ulaşmak için ülkeler, ekonomik yapılarına uygun politikaları uygulamaya koyarlar. Genelde istikrar politikalarıyla hedeflenen; gelişen bir ekonomide, enflasyonsuz tam istihdamı sağlayacak, toplam talep düzeyine ulaşılması ve korunmasıdır.<sup>63</sup>

Bu amaca ulaşmada yararlanılan başlıca iki araç; para ve maliye politikasıdır. İstikrar sağlamada yardımcı olacak diğer araçlar, sadece ekonominin belirli sektörlerinde etkili oldukları halde, para ve maliye politikalarının etki alanları, bunlara göre çok daha geniş ve etkinlikleri daha fazladır.

Ülke parasının değerinde istikrar sağlanması, ülkedeki ödeme sisteminin aksamadan sürdürülmesi ve mali sistemin güvenilir olmasıyla mümkündür. Bu politikalar genellikle makroekonomik düzeyde, para politikası çerçevesinde ele alınmaktadır. Bununla birlikte para politikası uygulamasının başarılı olması, merkez bankalarının, mali piyasaların istikrarlı çalışmasının sağlanması ile mümkündür. Liberalizasyon programlarının yürürlüğe konulmasının etkisiyle, mali piyasalarda meydana gelen gelişmeler ve son yıllarda giderek önem kazanan mali yenilikler, merkez bankalarının bu fonksiyonunun giderek daha da zorlaşmasına yol açmaktadır.

Buna paralel olarak, gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikalarının etkinliğini ve ekonomik istikrarı sağlamak bakımından, merkez bankalarını bağımsız bir yapıya kavuşturulması gerektiği konusunda iktisatçılar arasında yaygın bir fikir birliği bulunmaktadır.<sup>64</sup>

<sup>63</sup> Kemal YILDIRIM, “Talep Yönlü Makroekonomik Politikaların Etkinliği”, Eskişehir 1992, S: 1-2.

<sup>64</sup> Kadir ESER, “Merkez Bankası'nın Bağımsızlığının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, Uzman Gözüyle Bankacılık, Eylül 1994, S: 58.



### **2.4.1. Merkez Bankası-Hazine İlişkisi ve Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı**

Merkez Bankası ile Hazine'nin ilişkileri, öncelikle para piyasaları ve ekonominin geneli için büyük önem taşımaktadır. Bu ilişkiler, hükümetlerin uyguladıkları para politikalarının ve merkez bankası yaklaşımlarının bir göstergesi sayılmaktadır.

Merkez bankaları, Hükümet adına parasal önlemlerin belirlenmesi, uygulanması ve denetlenmesinden sorumludur. Yani, hükümet adına para politikasının oluşturulması ve uygulanması görevini üstlenmektedir.

Ülkemizde de 1211 sayılı TCMB Kanunu'nun 50. maddesi, Hazine'ye kısa vadeli avans açmayı öngörmektedir. Buna göre hazinenin kullanacağı maksimum miktar kanunla, "o yılın Genel Bütçe ödeneğinin %15'i" olarak belirlenmiştir.<sup>65</sup> Hazine, ucuz ve kolay bir kaynak olduğundan bu imkânı sonuna kadar kullanmak eğilimindedir. Yıllarca bu böyle süre gelmiştir. Kısaca, TCMB'nin dolaylı ve dolaysız olarak hazineyi finanse etme zorunda kalması etkin para politikası uygulaması açısından temel bir sorun oluşturmaktadır.

TCMB'nin, 25 Nisan 1994 tarihinde Hazine ile varılan görüş birliği sonucu imzalanan bir protokol ile bu durumdan kurtulma yoluna gitmiştir. 1211 sayılı TCMB yasasında yapılan değişiklik ile bankanın bağımsızlığı için önemli bir adım atılmış, bu değişiklik ile birlikte, Hazine TCMB'den bütçe ödeneklerinin %15'ini alırken, 1994 ve 1995 için %12, 1996 için %10, 1997 için %6 ve 1998'den sonra %3 oranında avans çekebilecektir.<sup>66</sup> Dolayısıyla açık finansman olgusunun yavaş

<sup>65</sup> Ertan OKTAY, "Para Politikası ve Merkez Bankası", Ekonomik Yaklaşım, Cilt:4, Sayı: 11, 1994, S: 72-73.

<sup>66</sup> Ömer Faruk ÇOLAK, "5 Nisan ve Merkez Bankası", Ekonomik Forum, Ağustos (?) →

yavaş ortadan kaldırılması hedeflenmiştir. TCMB ile Hazine arasındaki bu parasal ilişkinin kalkması ve Merkez Bankası'nın bağımsız hareket edebilmesi için bunun bir zorunluluk olduğu söylenebilir.

Bununla birlikte merkez bankasının bağımsızlığı, merkez bankasının devletin dışında özerk bir kurum olması anlamında değildir. Burada önemli olan, merkez bankasının günlük operasyonlarının, devletin gelir ve giderlerinden bağımsız, oluşacak açıklardan ya da fazlalardan etkilenmeyecek hale getirilmesidir.<sup>67</sup>

"Merkez Bankası'nın gücü ancak bağımsız olursa artar."<sup>68</sup> Bağımsızlık, merkez bankasının siyasi baskıların daha az etkisinde kalmasını ve yürüteceği para politikasının daha az enflasyonist olmasını sağlayacaktır. Bağımsızlık, merkez bankasının portföyünün derinleşmesine de imkân verdiği ölçüde sermaye ve para piyasasının şekillenmesine yardımcı olacaktır. Uzun vadede de kamu yararına olan kararları almada merkez bankasının daha etkin olmasını sağlayacaktır.

Sonuç olarak, sağlam para, istikrarlı ekonominin ve ekonomik yönetimin en etkin göstergesi olacaktır. Ekonomik dengelere ulaşmada, politik tercihler ön planda tutulmadığı sürece istikrar devam edecektir. Merkez Bankası bir para basma matbaası olma niteliği yerine gerçek işlevlerini yerine getiren bir kurum olmalıdır.

#### **2.4.2. Ekonomik İstikrar ve Bağımsız Para Politikası**

Ülkeler ekonomik istikrarı ve makroekonomik dengeleri sağlamak için dört ana hedef üzerinde yoğunlaşırlar. Bunlar, yüksek bir istihdam düzeyi, fiyat istikrarı, sürekli ve dengeli bir ekonomik büyüme ve

1994, S: 30-32.

<sup>67</sup> Ercan KUMCU, "Parasal Programın Politik Desteği Var", Finans Dünyası, 3 Mart 1990, S: 23.

<sup>68</sup> Gül TURAN, "Değişen Merkez Bankacılığı ve Türkiye", Finans Dünyası, Haziran 1993, Sayı:42, S: 54.

ödemeler dengesinin denkleştirilmesidir. Ülkeler, olanakları ve kaynakları ölçüsünde hedeflerini gerçekleştirebilmeleri için yoğun çaba harcarlar. Ekonomilerini dengede tutmaya çalışırlar.

Merkez Bankası da ülke ekonomisinin, parasal ihtiyaçlarını, sağlam kaynaklardan sağlamak; ekonomik politikalara ve gelişmelere uygun şekilde fiyat istikrarını sağlayıcı yönde parasal dengeleri kurmak ve korumak için çaba gösterir. Ekonomik ve mali politikalar çerçevesinde para ve kredi politikalarını yürütür.<sup>69</sup>

Merkez Bankası yukarıdaki amaçlara ulaşmak için gerekli araçları kullanmak durumundadır. Burada önemli olan para politikasının etkinliğinin sağlanmasıdır. Bu da ancak merkez bankalarının bağımsız para politikası uygulamaları ile mümkün olacaktır. Bağımsız ve etkin para politikası uygulanması ise merkez bankasının bağımsız bir yapıya sahip olmasıyla mümkündür.

1980 sonrasında, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede merkez bankalarının siyasi iktidarların müdahale alanlarının dışında kalmaları ve bağımsız kuruluşlar olmaları konusu, giderek daha fazla destek bulmaktadır. Bu bağlamda da para yönetiminde ve üretiminde genellikle sorumsuz davranan siyasi iktidarların etkisinden kurtulmuş merkez bankalarının, ulusal paranın değerinin korunmasında ve uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamasında etkili oldukları ortaya çıkmıştır.<sup>70</sup>

Bununla birlikte bağımsız para politikası uygulamaları ve merkez bankasının bağımsızlığı, hükümetin fiyat istikrarı konusundaki kararlılığını ortaya koyarken, öte yandan da enflasyonun ekonomiye getireceği maliyetleri azaltmaktadır. Ayrıca fiyat istikrarının sağlanması,

<sup>69</sup> Kadir MERCÜL, İstanbul Sanayi Odası Bülteni, Mart 1994, S: 19.

<sup>70</sup> Asaf Savaş AKAT, “**Sıkı Para Politikası ve Enflasyonla Mücadele**”, Finans Dünyası, Aralık 1990, S: 28.

hükümetin ve şirketlerin borç sağlayabilecekleri bir yerel sermaye piyasasının oluşumu ve uluslararası piyasalardan finansman sağlamada da önemli rol oynayacaktır.

Bir diğer nokta da, Merkez Bankası'nın bağımsızlığının ve buna paralel olarak sağlanan parasal disiplinin genel olarak enflasyon oranını düşürücü yönde etki yaptığı; ancak büyüme ve işsizlik gibi reel performans göstergeleri ve reel faiz oranları üzerinde beklenen olumlu etkileri göstermediği görülmektedir.<sup>71</sup>

Ülkemizde de, son yıllarda Merkez Bankası'nın bağımsız olmasına yönelik eğilimler söz konusu olmaktadır. Bununla birlikte hükümetlerin, belirlenen hedefler doğrultusunda program uygulayan Merkez Bankası'nın uygulamalarını, sürekli olarak kendi tercihleri doğrultusunda değiştirmesini istememelidirler. Hükümetlerin, para otoritesi olarak Merkez Bankası'nın uygulamalarına müdahale etmeleri ve önceden belirlenen hedefleri dikkate almayan davranışları, makroekonomik dengeleri bozarak, piyasada belirsizlik yaratması ve güveni sarsması mümkün olabilir.

Bu nedenle devletin, DPT'nin hazırladığı ekonomik denge programı ve Maliye Bakanlığı tarafından hazırlanan bütçe çerçevesinde yıllık hedeflere uygun olarak ekonominin parasal ihtiyaçlarını devletin olağan gelirleriyle karşılaması gerekmektedir. Bunun yanında TCMB'nin para programının desteklenmesi istikrar sağlayıcı diğer bir unsur olacaktır.

---

<sup>71</sup> ESER, S: 60.

## **Üçüncü Bölüm**

### **TCMB'NİN 1980 SONRASI PARA POLİTİKASI VE TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK UYGULAMALARI**

#### **1. TCMB'NİN 1980 SONRASI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI**

Para, modern piyasa ekonomilerinin işleyişinde en önemli unsurdur. Bir ekonominin verimli çalışabilmesi için, paranın değerinin istikrarlı olması gerekir. Bu nedenle para politikası en önemli makroekonomik politika aracıdır.

Para politikasının amacı, piyasadaki para miktarının ekonominin gereksinimine uygun bir düzeyde tutulması ve genel ekonomik hedefler çerçevesinde durgunluğa meydan vermeyen, enflasyona yol açmayan ve üretimi artıran bir para kredi piyasasının oluşturulmasıdır.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> TC Maliye ve Gümrük Bakanlığı, 1989 Yıllık Ekonomik Rapor, S: 119.

TCMB'nin 1980 sonrasında uygulamaya çalıştığı para politikasının amacı ise, yaşanan parasal istikrarsızlığın finansal piyasalara yansımalarını önlemek, böylece reel sektördeki belirsizlikleri bir ölçüde azaltmak ve parasal istikrarsızlığın genel bir ekonomik

istikrarsızlığa dönüşmesini önlemek olmuştur.<sup>73</sup> Parasal istikrarsızlık sorunu, kamu finansman biçiminin değiştirilmesi konularında gereken kalıcı önlemlerin geciktirilmeden uygulamaya konulmasıyla önlenabilir.

Ülkemizde Merkez Bankası'nın para politikası, hükümetin konjonktürüne göre sık sık değişime uğraması nedeniyle, istikrarsız bir görünüm arz etmektedir.

\*  
Liberalleşme  
gerekliği

### 1.1. Parasal Programlama ve TCMB Para Programları

Batı Avrupa ülkelerinde parasal programlama 1973'teki petrol şoku ile başlamıştır. O zamanki uygulama, birçok sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkede petrol şokunun arkasından yaşanan enflasyon sonucu ortaya çıkmıştır. İlk uygulayan ülke ise 1974 yılında Almanya olmuştur.<sup>74</sup>

Merkez Bankalarının, orta vadede oluşturup uygulamak istedikleri politikaları kamuoyuna ve karar vericilere önceden açıklamaları halinde, bu politikaları doğrultusunda bir para programı oluşturulabilir. Böyle bir program gerek Merkez Bankası'nın orta vadeli amaçlarını göstermesi, gerekse enflasyonla mücadelede orta vadeli beklentilerin doğru oluşmasını sağlamak bakımından faydalı olacaktır.

Para programları, merkez bankalarının kısa ve orta dönemlerde ulaşmak istedikleri hedefleri göstermesi ve ekonomik birimlerdeki karar vericileri bu konularda bilgilendirmesi açısından önemlidir. Merkez

\*

<sup>73</sup> SARAÇOĞLU, "Merkez Bankası Yıpratılmamalı", Uzman Gözüyle Bankacılık, Mart 1994, S: 13-14.

<sup>74</sup> SARAÇOĞLU, "TCMB 1990 ...", S: 4.

Bankası'nın en önemli amacı, piyasaya çıkardığı paranın yurtiçi ve yurtdışı değerinin istikrarını sağlamak ve korumaktır. Bu amaçla, ekonominin diğer kesimlerindeki gelişmeleri ve beklentileri de dikkate alarak Merkez Bankaları tarafından parasal hedefler saptanmaktadır.<sup>75</sup>

Para programı ile seçilecek hedef değişkenler, ekonomik faaliyetler ile ilişkili olmalı ve aynı zamanda merkez bankalarının para politikasında kullanabileceği tüm etkin araçları kapsamalıdır. Yani hedef değişkenlerin seçimi, temel bazı makroekonomik göstergelerle söz konusu parasal büyüklükler arasındaki ilişkilerin önemine ve kontrol edilebilirlik derecelerine dayandırılmaktadır.

Bu noktadan hareketle, TCMB ilk para programını 1990, ikinci para programını ise 1992 yılında kamuoyuna duyurmuş ve parasal hedeflerini açıklamıştır.

Açıklanan tüm parasal hedefler, TCMB'nin kendi bilançosundaki bazı kalemleri içermekte, geniş anlamdaki diğer parasal büyüklükler üzerinde herhangi bir öngöründe bulunmamaktadır. Para programı uygulamasında parasal hedeflerin yalnız merkez bankası bilançosuna dayandırılması, bu uygulamanın en çok eleştiri alan yönünü oluşturmaktadır. Özellikle izlenmesi gereken büyüklüklerin para arzı rakamları olduğu, dolayısıyla sistemin bu büyüklükleri esas alabilecek şekilde düzenlenmesi yönünde tavsiyeler yapılmaktadır.<sup>76</sup>

Her ne kadar esas amaç, nominal gayri safi milli hasılayı hedeflemek, GSMH'daki gelişmeleri öngörmek ise de, bu Merkez Bankası'nın kendi bilançosundan çok uzak bir hedefdir. Merkez Bankaları, parasal büyüklükleri kontrol etmeden önce kendi bilançolarını kontrol edebilmelidirler. Kendi bilançosunu kontrol

<sup>75</sup> Ercan KUMCU, "TCMB'nin 1990 Yılı Parasal Programı", İşletme ve Finans, Mart 1990, Sayı: 48, S: 20.

<sup>76</sup> İstanbul Ticaret Odası, Ekonomik Rapor, Yayın No:1991-26, S:119

edemeyen bir Merkez Bankası'nın ekonomideki geniş parasal büyüklükleri kontrol etmeyi hedeflemesi düşünülemez. Dolayısıyla, ilk amaç; Merkez Bankası'nın kendi bilançosunu kontrol edebilmesi, bilançodaki işlemleri denetleyebilmesi ve kendi bilançosu ile ilgili hedefleri saptayabilmesidir.

Aynı şekilde, yüksek düzeyde seyreden enflasyon ve enflasyon bekleyişleri karşısında da, Merkez Bankası'nın öncelikle kendi bilançosu üzerindeki kontrollerini artırması gerekmektedir. Yüksek enflasyon olduğu dönemlerde, Merkez Bankaları bilançoları ile geniş anlamdaki parasal büyüklükler arasındaki ilişkilerin pek fazla güvenilir olmaması gerçeği de, TCMB'yi kendi bütçesini kontrole yöneltmiştir.

Merkez Bankası, kontrol amacı ile kendi bilançosundaki dört önemli büyüklüğü belirlemiştir. Kısaca bu büyüklükleri açıklayalım.

**Bilanço büyüklüğü;** Merkez Bankası bilanço toplamıdır.

**Toplam iç yükümlülükler;** bankanın yurtiçindeki gerçek ve tüzel kişilere olan döviz ve TL cinsinden toplam borçlarıdır.

**Net iç varlıklar;** Merkez Bankası'nın yurtiçinde kullandığı kredi ve avansların toplamı ile diğer alacaklarıdır.

**Merkez Bankası Parası;** piyasadaki likiditeyi gösteren büyüklüktür.

TCMB, yukarıda saymış olduğumuz bu temel görüşlerden hareketle, para programını şu temel ilkelere dayandırmıştır.<sup>77</sup>

**i)** TCMB'nin orta dönemde hedeflediği değişken TCMB'nin Toplam İç Yükümlülükleri'dir. Amaç, 1989 yılında olduğu gibi Toplam İç Yükümlülükler'in denetlenmesi ve göreceli olarak küçültülmesidir.

**ii)** TCMB, bu orta vadeli amacına varabilmek için, Merkez Bankası Parası ile Toplam İç Yükümlülükler arasındaki farkı oluşturan

<sup>77</sup> "TCMB'nin Para Politikası Hedefi Olarak Merkez Bankası Parası", Ocak 1990,

S: 10-11.



yükümlülüklerini, giderek tasfiye etmeye çalışacaktır. Bu süreç, söz konusu kalemler ile Merkez Bankası Parası arasında bir ikame olgusunu gündeme getirdiği için, TCMB ayrıca bu büyüklüğün nasıl hareket edeceğini de ikinci bir hedef olarak alacaktır.

**iii)** TCMB, anti-enflasyonist para politikasının gereği olarak, bilançosundaki Net İç Varlıkları denetleyerek, Merkez Bankası Parası'ndaki büyümenin kaynağının net dış aktiflerle sınırlı olmasına çalışacaktır. Net İç Varlıklar'ın temel ve önemli değişkenin toplam iç krediler olması, önümüzdeki dönemde de TCMB'nin 1989'da olduğu gibi, hem kamuya hem de bankacılık kesimine açtığı kredilerdeki gelişmeleri dikkatle denetlemesi gerektiğini göstermektedir.

Sonuç olarak, birçok ülkede, para politikası artık bir sonraki yıl ve çoğu kez onu izleyen yıllar için parasal genişleme oranına ilişkin hedefler belirlenmesi ve kamuoyuna duyurulması şeklinde olmaktadır. Burada önemli olan nokta, kamu otoritesinin insiyatifine bağlı olarak ekonomiye müdahalelerin yerini, uzun dönem hedeflere göre kuralların belirlenmesi almıştır. Günümüzde, artık hükümetlerin insiyatifine bağlı para politikası uygulamaları, yerini para programına bırakmıştır.

### **1.1.1. TCMB 1990 Yılı Para Programı**

TCMB ilk para programını 16 Ocak 1990 tarihinde kamuoyuna açıkladı. Bankanın böyle bir para programı yapmaktaki amacı, kendi bilançosuna ait bazı gelişmeler hakkındaki beklentilerini, kamuoyuna önceden duyurmak ve Merkez Bankası'nın bu beklentilerinin kamuoyu davranışlarını belli bir şekilde değiştirmesini sağlamaktır.<sup>78</sup> Böylece kamuoyunun beklentileri etkilenecek, ekonomide ve mali piyasalarda belirsizlik ortadan kalkacak, beklentiler parasal istikrarı sağlayacak şekilde yönlendirilmiş olacaktır.

<sup>78</sup> SARAÇOĞLU, "TCMB 1992 Para Programı Hakkında Brifing Metni", 28 Ocak 1992, S: 1.

Merkez Bankası para programı, hedefleri ve araçları itibarıyla, daha önce uygulanan geleneksel para politikalarına benzememektedir. Bu program, paranın fiyatı ya da herhangi bir parasal büyüklüğe ilişkin bir hedef içermemekte, sadece Merkez Bankası'nın orta vadeli hedeflerini açıklamaktadır. Programın amacı, Merkez Bankası'nın ekonomideki etkinliğinin artırılmasıdır.<sup>79</sup>

Bilindiği gibi Merkez Bankası'nın temel işlevi çıkardığı paranın (TL) yurtiçi ve yurtdışı değerinin ve istikrarının korunmasıdır. Para programı da, bankanın bu işlevini yerine getirmesinin bir aracı olarak ortaya çıkmıştır. Program, Türk parasının değerinin istikrarının sağlanmasının yanısıra, enflasyonla mücadeleye yönelik olarak, nominal gelirdeki artışın kontrol edilmesi ve ödemeler dengesinin iyileştirilmesini hedeflemiştir. \*

TCMB'nin para programı, 1985'ten sonra, finansal kesimde gerçekleştirilen yapısal değişikliklerin de bir devamıdır.<sup>80</sup> Merkez Bankası kendi bilançosunu yeniden düzenlemek yoluyla, doğrudan ilişkili olduğu finansal kurumlarla olan ilişkilerini yeniden yapılandırmayı hedeflemiştir. Bu nedenle para programı, Merkez Bankası bilançosundan seçilen yukarıda açıkladığımız dört kaleme ilişkin nicel hedefler üzerine kurulmuştur. Hedefler ve 1990 yılı gerçekleştirmeleri Tablo 11'de gösterilmiştir.

---

<sup>79</sup> N. Kadri EKİNCİ, "Para Politikası, Faiz ve Döviz Kuru", İşletme ve Finans, Ocak 1991, Sayı: 58, S: 55.

<sup>80</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1990, S: 29-30.

**Tablo:11**  
**TCMB 1990 Yılı Parasal Hedefleri ve Gerçekleşmeleri \***

Yıllar	Bilanço Büyüklüğü		Toplam İç Yükümlülükler		Toplam İç Varlıklar		MBP	
	try.	%değ.	try.	%değ.	try.	%değ.	try.	%değ.
1988	38	71	20	83.5	27	60	11.6	82
1989	49	27.7	28.3	39.3	31	16	18.5	56.3
1990 Prog.	50-60	12-22	32-35	15-25	33-36	6-16	25-27	35-48
1990 Gerç.	60.8	24.1	34.4	21.6	34.7	11.9	23.5	26.6

\*Kaynak: TCMB Yıllık Rapor'larından yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tablo 11'den görüleceği gibi TCMB 1990 yılı sonunda, 1989 yılı sonuna göre toplam bilanço büyüklüğünü %12 ile %22 arasında büyütme amacındadır. Aynı program içerisinde, toplam iç yükümlülüklerin %15-25 arasında, toplam iç varlıkların %6-16 arasında büyümesi programlanmıştır. İçinde emisyonunda bulunduğu MBP'nin ise 1990 yılında %35-48 arasında büyümesi hedeflenmiştir.

1990 yılı parasal program gerçekleştirmelerine bakıldığında (Bkz. Tablo 11 dördüncü satır) ilk aşamada Merkez Bankası bilanço büyüklüğü, hedeflerin üzerinde büyümüştür. Bunun nedeni dış varlıkların öngörülenden hızlı artmış olması ve değerlendirme hesabındaki beklenenin üstündeki büyümedir. Bunun yanında toplam iç yükümlülükler ve toplam iç varlıklar hedefi tutturulmuş olmakla birlikte, Merkez Bankası Parası'ndaki artışın hedeflerin altında kaldığı görülmektedir. Söz konusu gelişmenin temel nedeni, Merkez Bankası'nın yurtiçine olan döviz borçlarını programlanan oranda azaltmayı gerçekleştirilememesidir. Bu yükümlülüklerin azaltılması, Merkez Bankası'nın yurtiçi piyasalara döviz satması ile mümkün olmaktadır.

Merkez Bankası, bu hedefleri tutturmaya çalışırken, finansal piyasalarda istikrarın korunmasına dikkat etmiştir. Para programı, döviz kurlarında ve faiz oranlarındaki hareketin istikrarını bozmaksızın, piyasanın likidite gereksinimini karşılamayı hedeflemiştir.

Burada sözü edilen hedeflerin tutturulması, doğal olarak TCMB'nin bundan böyle alacağı kararların bu hedeflerle tutarlı olması yanında, 1990 yılı içinde ve daha sonraki yıllarda meydana gelebilecek makroekonomik gelişmelerle de yakından ilgilidir.<sup>81</sup>

TCMB'nin hazırladığı parasal programda sözü edilen kısa ve orta dönemli hedeflere ulaşılmasını kolaylaştıracak makroekonomik gelişmeler içerisinde; kamu finansman açığını giderek azaltmak, ekonomik büyümeyi ekonominin uzun dönemdeki büyüme kapasitesi düzeyinde tutabilmek, ödemeler dengesinin cari işlemler kaleminin istenilen ölçülerde fazla vermesini sağlamak sayılabilir.

Böyle bir program çerçevesinde, TCMB'nin Türk ekonomisi içindeki işlevlerinin daha farklı olacağı görülecektir. Öncelikle TCMB, ekonomideki teşvik mekanizmasının bir parçası olmayacak ve uygulayacağı para politikasıyla ekonomik birimler üzerinde yönlendirici olacaktır. Bunun doğal sonucu olarak, para politikası, sektörler arasında bir ayrıcalık yaratmayacak, TCMB'nin kamu sektörünün bir finansman kaynağı haline gelmesi önlenecektir.

1991 yılı ise; Körfez Krizi, politik gelişmeler ve erken seçim kararının yarattığı belirsizlikler nedeniyle, para politikasını uygulama açısından zor bir yıl olmuştur. Bu zor şartlar karşısında TCMB, 1991 yılında, 1990 yılındakine benzer bir para programı ilan etmek yerine, Türk Lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı hedeflemiştir.

1992 yılında ise TCMB'nin orta vadeli hedefleri çerçevesinde yeni

<sup>81</sup> Ercan KUMCU, "TCMB'nin..." ,s:22

bir para programı ilan edilmiştir.

### 1.1.2. TCMB 1992 Yılı Para Programı

TCMB bilanço hedeflerini 1990 yılında olduğu gibi 1992 yılında da bir para programıyla kamuoyuna açıklamıştır. Programın amacı, ilk para programında olduğu gibi kamuoyunun beklentilerini etkileyerek, finansal piyasalardaki ve ekonomideki belirsizlikleri ortadan kaldırmaktır. \*

1990 yılı para programında olduğu gibi 1992 yılı para programında da TCMB, hedeflerini kendi bilançosu üzerinde tespit etmiştir. Aynı zamanda Merkez Bankası orta vadeli hedeflerine bağlı kalarak, enflasyon ve bütçe açığı varsayımlarına dayalı para programı ilan etmiştir.

Merkez Bankası'nın 1992 yılı para programı uygulamalarının amacı, döviz rezervlerindeki sürekli azalmayı biran önce önleyip, döviz rezervlerini artırmak, döviz piyasalarında ve döviz kurlarındaki istikrarı sağlamak ve faiz oranlarını istikrarlı bir şekilde düşürmektir.<sup>82</sup>

TCMB, 1992 yılı uygulamalarında döviz rezervini artırmada ve “enflasyon oranında kur değişimi” temelinde döviz kurlarında istikrarı sağlamada başarılı olmuş, ancak aynı yıl bilanço hedefleri ile ilgili beklentileri önemli ölçüde sapma göstermiştir.<sup>83</sup> Tablo 12’de TCMB’nin 1992 yılı hedefleri ve gerçekleştirmeleri görülmektedir.

<sup>82</sup> SARAÇOĞLU, “TCMB 1992 ...”, S: 41.

<sup>83</sup> Sadi UZUNOĞLU, “Merkez Bankası'nın Para Programı Olacak mı?”, İktisat, Şubat 1994, S: 20.

**Tablo: 12**  
**TCMB 1992 Yılı Parasal Hedefleri ve Gerçekleşmeleri \***

Yıllar	Bilanço Büyüklüğü		Toplam İç Yükümlülükler		Toplam İç Varlıklar		MBP	
	try.	%değ.	try.	%değ.	try.	%değ.	try.	%değ.
1990	60.8	24.1	34.4	21.6	34.7	11.9	23.5	26.6
1991	96.6	58.9	57.4	66.6	57.0	64.3	42.8	82.6
1992 Prog.	132-142	37-47	80-86	38-48	73-80	27-39	61-66	40-50
1992 Gerç.	178.9	85	117.5	101	101.8	75	88	100

\*Kaynak: TCMB Yıllık Rapor'larından yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tabloya göre, TCMB 1992 yılı sonunda, 1991 yılı sonuna göre toplam bilanço büyüklüğünü %37 ile %47 arasında büyütme amacındadır. Yine toplam iç yükümlülüklerin %38-48 arasında, toplam iç varlıkların %27-39 arasında büyümesi planlanırken, Merkez Bankası Parası'nın ise %40-50 arasında büyümesi hedeflenmiştir.

1992 yılı para programı gerçekleşmeleri incelendiğinde, yapılan program, 1990 yılındaki başarıyı tekrarlayamamıştır. 1992 yılında Merkez Bankası, para politikası ve nicel hedeflerine ulaşmayı başaramamış, hedeflerin dışına çıkmıştır.

1990 yılı para programında başarı sağlanmasına rağmen, 1992 yılında başarısız olunmasının en önemli nedeni, kamu açıklarının kontrol edilememesi ve Hazine'nin yılın ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınırına gelmesidir. Kamu sektörüne verilen kredilerin hızla artması sonucunda, Merkez Bankası'nın parasal hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiştir.<sup>84</sup>

TCMB'nin bilançosu, 1992 yılında %85 büyüyerek 178.9 trilyona

<sup>84</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1993, S: 39-40.

ulaşmıştır. Bu, enflasyonun üzerinde bir artıştır. Enflasyonun üzerinde artış gösteren Merkez Bankası bilançosunun ekonomiye yansımaları; piyasada likiditeyi, dolayısıyla mal ve hizmetlere ve dövize olan talebi artırmak olmuştur.

TCMB, aşırı kredi genişlemesinin yarattığı likidite artışının, dövize kaymasını ve döviz piyasalarında baskı yaratmasını engellemek için; bir yandan açık piyasa işlemlerine başvurarak aşırı likiditeyi çekme yoluna giderken, diğer yandan da özellikle yılın ilk aylarında, döviz satarak döviz piyasasına müdahale de bulunmuştur.

TCMB'nin fazla likiditeyi çekmek için açık piyasa işlemleri yoluyla borçlanması sonucunda 1992 yılı boyunca açık piyasa işlemlerindeki yükümlülükleri sürekli artış göstermiştir.<sup>85</sup> Bu nedenle, para programının hedef değişkenleri arasında yer alan MBP, program hedefinin çok üzerinde büyümüştür.

Sonuç olarak, her iki para programında da tüm bu yaklaşımların uygulanabilmesi ve enflasyonla mücadelede başarılı sonuçlar vermesi, TCMB'nin kendisi için geliştirdiği çalışma programına sıkı sıkıya bağlı kalması yanında, TCMB üzerinde hiç bir sektörden bu programın uygulanmasını engelleyici yönde talepler yapılmamasına ve kamuoyunun tümüyle böyle bir programı ve yaklaşımı benimsemesine bağlıdır. Diğer yandan Merkez Bankası'nın tek başına bilanço kalemleriyle oynayarak ekonomik ve parasal istikrarı sağlaması da mümkün değildir.

## **1.2. TCMB'nin Para Politikası Uygulamaları**

1980'li yıllar Türkiye ekonomisinde yeni bir dönemin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. 24 Ocak 1980 kararlarıyla uygulamaya konulan istikrar ve yapısal uyum programları ile öngörülen hedeflerin

---

<sup>85</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1992, S: 39.

en önemlileri, enflasyonu kontrol altına almak, ekonominin dışa açılması çerçevesinde dış dengeyi sağlamak ve serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmaktır. Bu hedeflere ulaşmak için de maliye politikalarıyla birlikte, TCMB bünyesinde para politikaları uygulanmıştır.<sup>86</sup>

1980'li yılların ortalarına kadar Merkez Bankası'nın işlevi, bütçeyi ve KİT açıklarını finanse etmek ve dış ödemeler dengesinin finansmanını sağlamaktı. Merkez Bankası bu görevleri yerine getirmeye çalışırken, etkili bir para politikası izlemesine olanak tanımayan bir bilançoya sahipti.<sup>87</sup> 1988-89'da Merkez Bankası, gerek kamu sektörüne verilen kredi hacmindeki genişlemeyi sınırlamak, gerekse döviz borçlarını azaltmak yoluyla, bilançosunu aktif bir para politikası izlemeye uygun duruma getirmeye yönelik, orta vadeli hedeflerini açıklamış ve 1990 yılında da uygulamaya koymuştur.

TCMB 1990 ve 1992 yıllarında uygulamaya koyduğu para programlarıyla, para politikasını daha etkin hale getirmeye çalışmıştır. Uygulanan bu politikalar sonucunda, Türkiye'de enflasyon oranının aşağıya çekilebilmesi için, kamu sektörü açığının azaltılması zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Mali açığı kapatmaya yönelik önlemler daha önceden yürürlüğe konmuş fakat beklenen sonucu sağlayamamıştır. Ancak, kısıtlayıcı bir para politikası daha verimli sonuçlar sağlamıştır. Para politikasını yönlendirmek için hedef değişken, ister parasal bir büyüklük, ister döviz kuru politikası olsun; para programının başarısı, Merkez Bankası'nın politikalarını uygulamaya koymasıyla mümkün olmuştur.

Sonuçta, para politikasının gücünü yükselten ve enflasyonist beklentilerin azalmasına yardımcı olan, para programı, finansal açıkların emisyon yoluyla finansmanına kesin sınırlar getirmektedir. Bu

<sup>86</sup> YILDIRIM, S: 155.

<sup>87</sup> Rui COUNTINHO, "Para Politikasının Bağımsızlığı", Görüş, Kasım 1992, S: 43.



nedenle para politikası konusunda TCMB'yi bağımsız kılmak zorunludur.

### 1.2.1. Liberalleşme ve Para Politikası

Türkiye 1980'li yıllara, yeni bir iktisat politikası anlayışıyla girmiştir. Bu anlayış, esas itibarıyla kaynak dağılımında hükümetlerin doğrudan müdahalelerini azaltarak özel sektör öncülüğünde dışa açık bir sanayileşme sağlanmasına dayanmaktadır. 24 Ocak istikrar tedbirleri ile birlikte ilk olarak fiyat kontrolleri terk edilmiş, daha sonra zaman içinde dış ticaret ve kambiyo rejimiyle para kredi sisteminde önemli ölçüde serbestleşmeye gidilmiştir. Yeni uygulamada, planlamadan vazgeçilirken, doğrudan müdahale araçları (kontrollü dış ticaret ve kambiyo rejimi, kontrollü para ve kredi sistemi, fiyat kontrolleri) terk edilmiştir.<sup>88</sup>

24 Ocak 1980 kararlarıyla beraber TCMB para konularına ağırlık vermiştir. O dönemde görülen yüksek enflasyonun ana kaynağının tedavüle aşırı oranlarda para çıkarmak olduğu anlaşılmış ve bunun üzerine önceden belirlenen bir plan dahilinde, disiplinli bir para ve kredi politikası izlenmeye başlanmıştır.

Bu çerçevede uygulamaya konulan para politikası sonucunda, emisyon artış oranı 1981 yılının ilk yedi ayında %45 ile %50 arasında seyretmiş, yıl sonunda ise %30 oranında gerçekleşmiştir. Emisyonun sınırlı şekilde tutulmasının ana nedeni, bankaların mevduat karşılıklarının ve resmi mevduatın yüksek artış hızı göstermesi, buna karşılık Merkez Bankası kredilerinin sınırlı artış göstermesidir. 1980-1982 döneminde kamu kesimi finansman ihtiyacının, istikrar programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak, rezerv para artışı hedeflenen düzeylerde tutulabilmiştir.<sup>89</sup> 1981 ve 1982 yıllarında reel faiz oranlarının yüksek pozitif değerlere ulaşması ve buna ek olarak

<sup>88</sup> ÖNDER-TÜREL, S: 188-192.

<sup>89</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1985, S: 26-27.

Türk Lirasının, yabancı paralar karşısında reel olarak hızlı değer kaybı, para talebinin önemli ölçüde artmasına yol açmıştır. Bu nedenle 1981 yılında, reel bir parasal genişleme görülmektedir. Emisyon, resmi enflasyon ve büyüme hızının üstünde artmış, banka kredileri de nominal ve reel olarak, Cumhuriyet döneminin en büyük gelişmesini göstermiştir. Parasal genişlemenin kontrol edilmesi ve para talebinin artırılması şeklinde uygulanan para politikası, 1981 ve 1982 yıllarında fiyat artışlarının yavaşlamasına büyük katkıda bulunmuştur.

1983 yılında ise, maliye ve para politikalarının büyük ölçüde gevşetilmesine bağlı olarak, enflasyon hızının gerileme eğilimi tersine dönmüştür. Reel faiz oranlarının tekrar negatif değerlere düşmesi de para talebini azaltarak enflasyonun hızlanmasına neden olmuştur. 1984 yılında ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyon hızını yavaşlatmak amacıyla yürürlüğe konulan ekonomik program uyarınca, sıkı para politikası uygulanmaya çalışılmış ve nominal faiz oranları önemli ölçüde yükseltilmiştir. Ancak yüksek enflasyon nedeniyle, reel faiz oranları çok düşük düzeylerde kalmış, ayrıca reel kur değer kazanmıştır. Reel faiz ve reel kurdaki bu gelişmeler nedeniyle para talebi düşmüş, yıl sonunda ekonomide likidite fazlası oluşmuş, enflasyon üzerindeki baskılar devam etmiştir.

1985 yılında hızlı parasal genişlemeye karşılık, para talebi reel olarak yıl boyunca önemli ölçüde artmıştır. Reel faiz oranlarının pozitif ve yüksek düzeylerde tutulması ve Türk Lirasının yabancı paralar karşısında devalüe edilmesi nedeniyle artan para talebi, hızlı parasal genişlemenin, fiyat artışları üzerindeki etkisini hafifletmiştir. 1986 yılı ise, para politikası uygulaması yönünden, bir geçiş döneminin başlangıç yılı olmuştur. Söz konusu geçiş döneminin özelliği, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahaleyle şekillenen para politikası yerine, toplam rezervlerin kontrolüne dayalı para ve kredi politikasının uygulanmaya başlanmasıdır.<sup>90</sup> Benimsenen yeni sistemde

<sup>90</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1986, S: 44.

TCMB ticari bankaların TL cinsinden ellerinde tuttıkları toplam rezervleri kontrol ederek, hem faiz politikasının etkinliğini artıracak, hem de bankaların pasiflerinin kontrolü ile eş anlamlı olan para arzı kontrolü politikası uygulamasına imkân bulacaktır.

1987 yılı için, Hükümet tarafından belirlenen makroekonomik hedefler doğrultusunda, bir parasal program hazırlanmış, fakat yıl sonunda öngörülen hedefler tutturulamamıştır. Bunun sonucunda da kamu açıklarının ve enflasyonun artmaya başlaması, yılın sonlarına doğru mali piyasalardaki dengesizliklerin artmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, Türk parasından kaçma eğilimi güçlenmeye başlamıştır. Yine bu dönemde, mevduat artış hızındaki yükselmeleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, TCMB 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren “açık piyasa işlemleri” ni uygulamaya koymuştur. Ayrıca 1987 yılı ortalarında hızla genişleyen emisyon hacmini kontrol etmek amacıyla yeni düzenlemeler yapılmıştır.<sup>91</sup>

1988 yılına, likidite fazlasının finansal piyasalarda yarattığı bazı dengesizliklerle girilmiş, bunların düzeltilmesi için köklü önlemler alınmak zorunda kalınmış ve para politikası da bu önlemlere paralel olarak uygulanmıştır. Ayrıca para arzını denetlemeye yönelik ve Türk lirasını değerli kılacak bir politika izlenirken, özellikle piyasaların işleyiş biçimleri ve aralarındaki karşılıklı etkileşim gözönünde bulundurulur hareket edilmiştir. Nitekim para politikası açısından köklü bir müdahale niteliği taşıyan, Şubat ayı içinde alınan kararlarda kendisini aşırı döviz talebi şeklinde gösteren dengesizliğin giderilmesi için TL'ye olan talebin artırılması gerekmiştir.

Para politikasının 1988 yılındaki önemli özelliği, TCMB'nin para ve döviz piyasaları arasındaki karşılıklı bağımlılığı hesaba katarak, para arz ve talebini etkileyerek sonuca ulaşmaya çalışması olmuştur. Fakat

<sup>91</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1987, S: 43-44.

uygulanan iktisat politikaları yaz aylarında, belirsizlikleri artırıcı ve enflasyonist beklentileri körükleyici yönde etki yapmıştır. Para talebini olumsuz yönde etkileyen bu gelişmeler, para arzının denetimi yoluyla enflasyon ile mücadele edilebilmesini güçleştirmiştir.<sup>92</sup>

Geçmiş yıllardaki parasal gelişmelerin incelenmesi, TCMB bilançosunun büyümesinin denetim altına alınmasının önemini ortaya koymuştur. Yapılan çalışmalar, mali sektördeki yapısal değişikliklerin ışığında M1, M2 gibi geniş parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin anlamlı olmadığını göstermiştir. Bu nedenle 1989 yılında para politikası, Merkez Bankası bilanço büyüklüğünün denetim altında tutulması hedefine yönelmiştir. Bu uygulamanın sonucunda da bilanço büyüklüğünün artış hızı 1989'da son dört yılın en düşük değerine ulaşmış ve ilk defa Merkez Bankası bilançosu daralmıştır. Böylelikle Merkez Bankası'nın finansal sistem aleyhine gereğinden fazla büyümesi olgusu ters çevrilebilmiş ve finansal sistemin sağlıklı gelişmesi yönünde olumlu bir adım atılmıştır. Merkez Bankası bilançosunda görülen bu hareketler, iç kredilerin denetim altına alınması noktasında yoğunlaşan politika kararlarının, tutarlı bir biçimde uygulanması sonucunda ortaya çıkmıştır.

1989 yılında izlenen politikaların bir özelliği de Merkez Bankası'nın aktif artışının finansman şeklinin değişmesidir.<sup>93</sup> 1986-1988 yılları arasında Merkez Bankası, aktif artışını giderek daha yüksek oranlarda yurtiçine döviz cinsinden borçlanarak karşılamıştır. 1989 yılında ise yurtiçine olan döviz yükümlülüklerinin bir kısmı MBP'ye dönüşmüştür. Böylece Merkez Bankası yükümlülükleri daha likit ve denetlenebilir hale gelmiş ve Merkez Bankası para politikasını uygulamada, bir miktar esneklik kazanmıştır.

---

<sup>92</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1988, S: 46.

<sup>93</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1989, S: 26-28.

### 1.2.2. Para Programları ve Para Politikası

Para politikası açısından 1990 yılındaki en önemli gelişme, Merkez Bankası'nın yıl başında para programını kamuoyuna açıklayarak uygulamaya başlamasıdır.

1990 yılındaki parasal gelişmeler incelendiğinde, para programı hedeflerinin büyük ölçüde tutturulduğu, buna bağlı olarak para piyasalarında istikrarın arttığı söylenebilir. Ayrıca faiz oranları ve döviz kurları da 1990 yılında aşırı dalgalanmalar göstermemiş, faiz oranları yıl sonunda hemen hemen yıl başındaki değerine ulaşmış, döviz kurları ise 1989 yılındaki gibi hareket etmiştir.

1990 yılında, para programının uygulanabilmesi ve beklenen yönde olumlu sonuçlar alınması, büyük ölçüde, Merkez Bankası'nın iç varlık genişlemesini denetleyebilmesinden kaynaklanmıştır. Bunun temel nedeni de, yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasaların içinde bulunduğu konjonktürün uygun olması nedeniyle, kamu açıklarının piyasadan sağlanan kaynaklarla finanse edilebilmesidir.<sup>94</sup>

1991 yılı ise, para politikasını uygulama açısından zor bir yıl olmuştur. 1991 yılında Körfez krizi, Hükümet değişikliği ve daha sonra yapılan erken seçim ortamının yarattığı belirsizlikler nedeniyle, orta vadeli hedeflerde bazı sapmalar olmuş, ayrıca kamu finansman açığının denetim altına alınamayışı da parasal büyüklüklerin denetimini zorlaştırmış ve parasal program açıklanamamıştır. Genel olarak, Merkez Bankası'nın 1991 yılındaki para politikası, rezervlerde büyük kayba yol açmadan kurlar üzerinde anormal bir baskı yaratılmasını önlemeye çalışmak olmuştur.

Merkez Bankası, ekonomideki belirsizliklerin yanısıra, kamu açığı finansmanı sonucu oluşan aşırı likiditenin, para piyasalarına

<sup>94</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1990, S: 29.

yansımalarını engellemek için geniş ölçüde açık piyasa işlemlerini kullanmıştır. Belirsizlikler ve parasal genişleme; enflasyonist beklentilerin beraberinde faiz artışını gündeme getirmiş, 1991 yılında faiz oranları ve döviz kurlarında aşırı dalgalanmalar oluşturmuştur. Bu nedenle 1991 yılı, para piyasaları için 1990 yılına göre daha istikrarsız olmuştur.<sup>95</sup>

1992 yılında ise TCMB 'nin orta vadeli hedefleri çerçevesinde yeni bir para programı ilan edilmiştir. Merkez Bankası 1992 yılı para programı ile bilançosunu kontrol altına almayı amaçlamış ve bu nedenle de bilançodan seçilmiş dört parasal büyüklük üzerine hedefler koymuştur. Bu büyüklükler, sırasıyla bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, net iç varlıklar ve Merkez Bankası Parası'dır.

Ancak yılın ilk aylarında, kamu sektörüne verilen kredilerdeki hızlı artış karşısında, Merkez Bankası'nın para programı hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiş, bunun yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır. Bunun sonucunda Merkez Bankası 1992 yılı uygulamalarında döviz rezervini artırmada ve "enflasyon oranında kur değişimi" temelinde döviz kurlarında istikrarı sağlamada başarılı olmuş, ancak aynı yıl bilanço hedefleri ile ilgili beklentileri önemli ölçüde sapma göstermiş ve yapılan program 1990 yılı para programı gibi başarı sağlayamamıştır.<sup>96</sup>

Daha önce de belirtildiği gibi parasal programlama, kısa vadeli } \*  
olmayıp orta ve uzun vadeli olmalıdır. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın  
para programları da 1990-1994 dönemini kapsamaktadır. 1993 yılında  
ise, kamu finansman açıklarının denetim altına alınamamasının  
parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeni ile Merkez  
Bankası bir para programı, açıklayamamıştır. Merkez Bankası finansal  
piyasalarda istikrarın korunmasını ön planda tutmuş, kur ve faizlerin

<sup>95</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1991, S: 28.

<sup>96</sup> UZUNOĞLU, S: 18-19.

istikrarlı hareketini amaçlamıştır. Bu çerçevede artan likiditenin kurlar üzerindeki baskısı, rezerv kaybına yol açmadan kontrol edilmeye çalışılmıştır.

Sonuç olarak, her iki para programından da anlaşıldığı gibi, tüm bu yaklaşımların geçerliliği ve enflasyonla mücadelede kesin sonuçlar vermesi, Merkez Bankası'nın bağımsızlığına ve kamuoyunun da böyle bir programı benimsemesine bağlı olduğu söylenebilir. \*

### 1.2.3. Beş Nisan Kararları ve Para Politikası

Türkiye ondört yıllık bir aradan sonra, 5 Nisan 1994 tarihinde yeniden büyük bir iktisadi krizle karşı karşıya kalmıştır. Her iki krizin de oluş şekilleri aynıdır; ekonominin dış finansman olanakları yok olma derecesinde daralmış ve dış borç servisi yapılamaz hale gelmiştir. Ancak gerek krizi yaratan nedenler, gerek krizin doruk noktasında ulaşılan koşullar ve gerekse dünyanın ekonomik ve siyasi konjonktürleri açısından, günümüzdeki durum 1980 koşullarından çok farklıdır. Dolayısıyla krizin aşılmasında kullanılabilecek politikalar ile bunların iktisadi ve sosyal etkileri de çok farklı olacaktır.<sup>97</sup>

1993 yılının son aylarında, finansal piyasalarda istikrarsızlığın artması ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar, ekonomide geleceğe ilişkin kötümser beklentileri artırırken, belirsizlik ortamını da beraberinde getirmiştir. Bununla birlikte, giderek artan bütçe açıkları ve yükselen fiyatların yol açtığı iç dengesizlikler, ithalat artışı ve ağır dış borç ödeme koşullarının sonucu bozulan dış denge, 1994 yılındaki ekonomik gelişmeleri etkileyen önemli faktörler arasında yer almıştır.

1994 yılı başlarına gelindiğinde ise, yüksek kamu açıklarına rağmen faizlerin düşük tutulması sonucu, devlet tahvillerine olan talep düşmüş ve piyasadaki fazla likidite, döviz piyasasına yönelerek kurlarda \*

<sup>97</sup> Nazım EKİNCİ, "Kriz ve Para Politikası Üzerine", Görüş, Haziran 1994, S: 36.

aşırı baskıya neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda TCMB'nin döviz rezervleri azalmıştır. Ekonomik koşulların dış borçlanmaya elverişli olmaması nedeniyle, Hazine açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması sonucunda kamuya kullandırılan kredilerde büyük bir artış olmuştur. Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yoluyla, gerek döviz, gerek Türk lirası piyasalarına yaptığı müdahalelerin, kur ve faiz hareketlerini istikrara kavuşturmakta, tek başına yeterli olmaması ve aynı zamanda döviz rezerv kayıplarının giderek büyümesi; 1994 yılının ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisini bir krizin eşiğine getirmiştir. Bu durum kalıcı tedbirler içeren ve bozulan dengeleri kısa sürede yerine getirecek bir istikrar politikasının acilen uygulanmasını gerekli kılmıştır.<sup>98</sup>

Bu amaçla hazırlanan "5 Nisan İstikrar Paketi", kısa vadede enflasyonu düşürüp, finansal piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek, uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı amaçlamıştır.

Dolayısıyla, 5 Nisan Kararları serbest piyasa ekonomisine geçmekte olan Türkiye ekonomisinde para, döviz, sermaye, mal ve emek piyasası arasında ve özellikle de ilk üç piyasa arasında baş gösteren dengesizlikleri gidermek amacıyla alınmıştır. Dengesizlikler, daha çok para, döviz ve bono piyasasında olduğu için bir finansal kriz niteliğindedir.<sup>99</sup>

5 Nisan Kararları ile birlikte, para politikasının etkin şekilde yürütülebilmesi için finansal piyasalar ile ilgili birçok yeni düzenleme yürürlüğe konmuştur. Parasal büyüklükler incelendiğinde, TCMB'nin

<sup>98</sup> TCMB Yıllık Rapor, 1994, S: 48-49.

<sup>99</sup> İlker PARASIZ, "**Kriz Ekonomisi ve 5 Nisan Kararları**", Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 1995, S: 218.



yılın önemli bir bölümünde sıkı para politikası izlediği söylenebilir. Ayrıca döviz kurlarının belirlenmesi yönteminde yeni bir uygulamaya gidilmiş ve Merkez Bankası günlük kur belirlenmesinde doğrudan rol almaktan vazgeçmiştir.

5 Nisan Kararları'nın uygulanması sonucunda, kısa vadedeki amaçların tamamına ulaşılmış, orta vadeli hedefler için de önemli adımlar atılmıştır. Bankacılık sektöründe güven ortamının sağlanması, finansal piyasalarda istikrarı sağlamış, ödemeler dengesi açığı fazlaya dönüştürmüş, bunun sonucunda döviz rezervleri rekor düzeyde artmıştır. Kamu açıkları bir önceki yıla göre önemli oranda azaltılmış ve yıl sonunda Merkez Bankası parasal hedeflerinin tamamı tutturulmuştur.<sup>100</sup>

Sonuç olarak, iktisat politikalarının uygulanışında birinci görevi yüklenen merkez bankaları, bunu yaparken, tek başına hareket edememekte, diğer kuruluşlar ile uyumlu olmak zorunda bulunmaktadır. İktisat politikaları, karar birimleri ile uyumlu olması halinde başarılı olabilir. Türkiye'de alınan iktisadi kararların hedeflenen sonuçlara ulaşamamasının ardında yatan gerçeğinde bu olduğu söylenebilir.

## **2. TCMB'NİN 1980 SONRASI TEMEL MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLERE YÖNELİK UYGULAMALARI**

Türkiye'de 1980 sonrası dönemde, "istikrar" ve "yapısal değişim" gibi amaçlar büyük ölçüde talep ağırlıklı makroekonomik politikalar ve faiz oranı, döviz kuru gibi bazı nispi fiyatların düzenlenmesi yoluyla gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Ancak, uygulamanın sonuçları ile ilgili değerlendirmeler, öngörülen istikrar ve yapısal değişim amaçlarının büyük ölçüde gerçekleştirilmediğini ve özellikle yüksek enflasyonun ekonominin kalıcı bir sorunu olmaya devam ettiğini göstermektedir.

<sup>100</sup>TCMB Yıllık Rapor, 1994, S: 50.

## 2.1. Enflasyon Politikası Uygulamaları

Türkiye ekonomisi, 1980'li yılların başlarından itibaren enflasyonun giderek kalıcı hale geldiği bir süreç içine girmiştir. \*

Tablo: 13  
Fiyat Endeksleri\*(1981=100)

Yıllar	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
TFE	34.6	38.9	73.7	63.3	60.3	66.0	70.1	66.1	125.5	79.2
TEFE	29.6	32.0	70.5	63.9	52.3	55.3	62.1	58.4	149.6	91.3

\*Kaynak:TCMB Aylık Bülten'lerinden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır. 1995 yılındaki değerler Eylül ayı itibariyle geçerlidir.

Tüketici fiyatları ile ölçülen yıllık ortalama enflasyon oranı, 1981-1983 yılları arasında %30 dolaylarında gerçekleşmiştir. 1984 yılının ilk aylarından itibaren yükselmeye başlayan enflasyon hızı, yıl sonu itibarıyla %48'e ulaşmış ve 1985 yılından itibaren tekrar azalmaya başlayarak, 1986 yılında %30'lar dolayına düşmüş ve 1987 yılında da bu düzeyde kalmıştır.

Türkiye ekonomisi, hızlı fiyat artışları sürecine 1988 yılı başında girmiş olup, bu artışta en önemli rolü 1987 yılının Aralık ayında kamu kesimi fiyatlarında meydana gelen büyük artışlar oynamıştır. 1987 yılının son üç ayında %36 düzeyinde olan yıllık enflasyon hızı, bu şok sonucunda hızla yükselmiş, altı aylık bir süre içerisinde %80 dolaylarına çıkmıştır.<sup>101</sup>

Enflasyon oranlarından da anlaşılacağı gibi, burada gözlenen en önemli nokta enflasyon hızının büyük bir şok sonrası düşük bir düzeyden daha yukarıya çok kısa bir sürede geçebilmesidir. 1989-1993 döneminde ise enflasyon hızı %65 dolaylarında dalgalanmıştır. Halkın artık bu yüksek enflasyon düzeylerinde yaşamaya alışmış olması ve beklentilerin enflasyonun süreceği doğrultusunda oluşması nedeniyle,

<sup>101</sup>TCMB Yıllık Rapor, 1993, S: 49-50.

enflasyon hızının düşürülmesi önemli ölçüde zorlaşmıştır.

Bununla birlikte sürekli ve yüksek oranlı enflasyon döneminde; (yani 1980'lerin tamamında ve 1990-95 arasındaki dönemde) ekonomide milli gelirden yapılan tasarrufların oransal hacmi giderek düşmüştür. Dış borçlanmalardan sağlanan kaynakların, önemli bir kısmı, dış tüketime yönlendiğinden, iç tasarruflardaki düşüşü yeterince karşılayamamış; dolayısıyla ekonomide reel anlamda yatırım hacmi oransal olarak küçülmüştür. Ekonomi hızla bir tüketim ekonomisi olma yoluna girmiştir.

Enflasyon oranının son yıllarda böylesine yüksek düzeylerde seyretmesinin nedeni, kamu açıklarının istenilen düzeylere indirilememesi olgusu yatmaktadır.<sup>102</sup> Kamu açıkları ve açıkların finansman biçimleri, piyasalardaki talep düzeyini, maliyet unsurlarını ve beklentileri etkileyerek, enflasyonun zaman içindeki hareketinin ana belirleyicisi olmaktadır.

Son yıllarda Türkiye ekonomisindeki kamu açıklarının TCMB kaynakları ile finanse edilmesi, yani bireylerin talep ettiklerinin ötesinde bir parasal genişleme ile karşılanmaya çalışılması, fiyatlar üzerinde bir talep baskısı oluşturmuştur.

Genişleyen para arzı ile birlikte halkın dövize olan talebi artmış, Türk lirası da aşırı değer kaybına uğramıştır. Bunun sonucunda, maliyet artışları yoluyla enflasyonun yukarı doğru çıkış eğilimi hızlanmıştır. Diğer taraftan, parasal genişleme enflasyon beklentilerini de olumsuz etkilemiş, ekonomik birimler gelecekte daha yüksek bir enflasyon beklentisine göre karar almaya başlamışlardır.

Bu arada görevdeki hükümetler ise, sürekli ve yükselen kamu açıklarını karşılamak için iç borçlanmaya gitmişler, bunun sonucunda

<sup>102</sup>TCMB Yıllık Rapor, 1992, S: 47-48.

da mali piyasalarda bir sıkışıklık yaşanmıştır. Faiz oranları da buna bağlı olarak hızla yükselmeye başlamıştır. Faiz oranlarının bu aşırı yükselmesi, fiyat artış hızlarını olumsuz etkilemiştir. Bunun sonucunda ise para politikalarının sağlıklı bir şekilde uygulanması güçleşmiştir.

1994 yılına gelindiğinde ise, yukarıdaki olayların değişik bileşimleri yaşanmıştır. Yılın ilk üç ayında, kamu açıkları parasal genişleme yoluyla finanse edilmiş, iç borçlanma faizi düşürülmeye çalışılmıştır. Parasal genişlemenin talep yönlü fiyat baskısının yanısıra, artan döviz talebi nedeniyle Türk lirasının önemli ölçüde değer kaybetmesi, maliyet yönünden de fiyatları artırıcı etki yapmıştır. 5 Nisan Kararları ile kamu mallarının fiyatları büyük oranda artmıştır. Bu artışlardan sonra, yıl sonuna kadar fiyat ayarlaması yapılmayacağı yönünde verilen güvence ile fiyatların artacağı yönündeki beklentiler ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Bu şekilde yıl sonuna kadar daralan yurtiçi talebin etkisiyle de, fiyat artışları sınırlı düzeyde kalsa bile, 1994 yılı sonunda Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) %149.6, Tüketici Fiyat Endeksi (TFE) ise %125.5 oranında artış göstermiştir. Diğer yandan, Nisan ayında döviz kurlarında meydana gelen artış ve yurtiçi faiz oranlarının yüksek düzeyde seyretmesi, firmaların finansman maliyetinin artmasında ve maliyet yönlü enflasyonun da yükselmesinde etkili olmuştur.<sup>103</sup>

Sonuç olarak Merkez Bankası, para politikasını tutarlı bir şekilde uyguladığı ve bu politikaların zaman içinde inandırıcılık kazandığı ölçüde; enflasyonist beklentiler duracaktır. Bununla birlikte, maliye politikaları, genel ekonomik politikalar ve para politikası mutlaka uyumlu bir şekilde yürütülmelidir. Bu politikalarla birlikte, gelirler politikasının da uygulanmaya konulması zorunludur.<sup>104</sup>

---

<sup>103</sup>TCMB Yıllık Rapor, 1994, S: 61-62.

<sup>104</sup>SARAÇOĞLU, "TCMB 1990 ...", 16 Ocak 1990, S: 46-47.

## 2.2. Döviz Kuru Politikası Uygulamaları

Türkiye’de 1980 yılı öncesinde ithalat yasakları, gümrük vergileri ve katlı kur uygulamalarına dayalı dış ticaret politikasının yanısıra, sıkı kambiyo kontrol rejimi çerçevesinde, Türk lirasını aşırı değerlendiren sabit kur politikası benimsenmiştir.<sup>105</sup> Ancak 1970’li yılların sonunda ekonomide gözlenen olumsuz gelişmeler, sözkonusu alanlarda temel politika değişikliklerinin gerekliliğini gündeme getirmiştir. 24 Ocak 1980 Kararları ile başlayan ve günümüze kadar bu kararların devamı ve tamamlayıcısı özelliği gösteren, bir dizi tedbir uygulanmaya başlanmıştır.

Dünya ekonomisiyle bütünleşme yolunda önemli adımlar atılmış, dışa dönük bir sanayi stratejisi benimsenerek, dış ticaret liberalleştirilmeye başlanmıştır. Bu politikanın Türk lirasını aşırı değerlendiren bir kur politikası ile yürütülmesi mümkün görülmediğinden, ülke ekonomisinde gerçekleşen enflasyon oranının diğer ülkelere oranla yüksek olması nedeniyle, sürekli olarak döviz kurlarının ayarlanması yoluna gidilmiştir.

İç talep yerine dış talebin ikame edilmesini amaçlayan yeni ekonomi politikası ile birlikte uygulanan, esnek ve gerçekçi kur politikası sonucu, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değeri 1984 yılı ortalarına kadar reel olarak önemli ölçüde düşürülmüştür.<sup>106</sup>

1984 yılının ikinci yarısı ile 1985 yılı başlarında fiyat artışlarının hızlanması, reel faiz politikasını etkisizleştirirken, enflasyonun daha da hızlanmaması için Türk lirasının reel olarak değer kazanmasına izin verilmiştir. 1985 yılının ilk üç ayından sonra ve 1986 yılı boyunca enflasyon hızının yavaşlaması sonucu, reel faiz oranları tekrar yüksek pozitif düzeylere ulaşmış, Türk lirasının reel değer kaybı da hızlanmıştır.

<sup>105</sup>TCMB Yıllık Rapor, 1985, S: 35.

<sup>106</sup>TCMB Yıllık Rapor, 1986, S: 31-32.

Bununla birlikte 1980 yılından başlayarak uygulanan kur politikası, ihracatın teşviki ve ithalatın caydırılması yoluyla dış dengenin; pozitif reel faiz politikası ise fiyat istikrarının sağlanmasında etkin rol oynamıştır. Ancak 1984 yılından itibaren kambiyo rejiminin serbestleştirilmesiyle birlikte, Türkiye’de yerleşik kişilerin döviz tevdiat hesabı açma ve döviz tutma olanaklarına sahip olmaları, faiz ve döviz kuru politikalarının etkinliğini sınırlamaya başlamıştır. Bunun temel nedeni, Türk lirasının reel değer kaybının hızlandığı koşullarda, elde döviz tutmanın getirisinin, Türk lirası mevduatın getirisine oranla daha yükselmesidir.

Bu olgu, para arzının denetimini güçleştiren bir etmen olmuştur. Bu şartlarda, Türk lirası yerine yabancı para ikâmesini önleyebilmek için, reel faiz oranı ve döviz kurunun reel değer kaybı arasında hassas bir dengenin gözetilmesi zorunlu olmaktadır. Özellikle 1987 yılında bu hassas dengenin tutturulmasında zorluklarla karşılaşmıştır.<sup>107</sup>

1988 yılında finansal piyasalarda yapılan bir değişiklikle, döviz kurları piyasa koşullarında belirlenmeye başlanmış ve bu amaçla TCMB bünyesinde döviz ve efektif piyasaları açılmıştır. Yılın ilk aylarında, serbest döviz piyasasındaki kurlar ile resmi kurlar arasındaki farkın büyümesi biçiminde kendisini gösteren dengesizlik, yıl sonuna doğru Merkez Bankası’nın piyasaya müdahaleleri sonucu giderilmiştir. Bu denge 1989 ve 1990 yıllarında da sürmüştür. Bu ise TL’nin reel olarak değer kazanmasına neden olmuştur.

Bu yıllarda Türk lirasının reel olarak değer kazanmasının nedeni, 1989 ve 1990 yıllarında yurtiçi ve yurtdışı faiz farkı ve kur beklentisi yabancı sermaye girişini özendirecek yönde olmasıdır. Bu sermaye girişi de Türk lirasının reel olarak değer kazanmasına yol açmıştır. Ayrıca 1990 yılında, büyüme hızının yüksek olmasına rağmen, Türk lirasının

<sup>107</sup>TCMB Yıllık Rapor, 1987, S: 35.

## SONUÇ

Tam istihdam, fiyat istikrarı, ekonomik büyüme vb. gibi belli ekonomik amaçları gerçekleştirebilmek için para arzının siyasi otoriteler tarafından bilerek ve isteyerek kontrol edilmesine, para politikası denir. Parasal göstergelerdeki değişimler, milli gelir seviyesini, faiz oranlarını, döviz kurlarını, fiyatlar genel seviyesini ve finansal piyasaları etkileyebilir.

Türkiye'de var olan finansal yapı ve 1211 sayılı TCMB Yasası'nın gereği olarak Merkez Bankası, büyüme ve istihdam artırıcı, ödemeler bilançosu dengesini ve fiyat istikrarını sağlayıcı para politikaları uygulamak ile görevlendirilmiştir. Dolayısıyla TCMB'nin uyguladığı politikalar, ülke ekonomisinin genel gelişimini de belirleyecektir. Merkez Bankası, Türkiye'de bu görevlerin yanında, hükümetler tarafından verilen bazı işleri de (teşvik politikasını yürütmek vb. gibi) yapmaya uzun süre devam etmiş; ancak 1980 sonrasında ekonomideki finansal liberalizasyon ile birlikte bunların bir kısmından kurtulabilmiştir. 1980-1995 yılları arasındaki zaman dilimi içinde TCMB'nin uyguladığı para politikası, hükümetin konjonktürüne göre sık sık değişime uğramış ve istikrarsız bir görünüm arz etmiştir. Bunun nedeni de, TCMB'nin adı geçen dönemde ekonomide etkinliğini artıracak para politikaları uygulayamayışıdır. Bir ekonomide uygulanacak olan parasal

politikanın, makroekonomik dengeyi sağlayacak şekilde biçimlenmesi ve mümkün olduğunca yüksek büyüme, fakat düşük enflasyon amacına dönük olması, Merkez Bankası'nın ekonomide etkinliğini artıracak ve önemli bir güç odağı haline gelmesini sağlayacaktır.

TCMB para politikasını uygularken, önemli makroekonomik değişkenleri etkilediği bilinen parasal büyüklükleri, gösterge olarak izlemektedir. Genel olarak bu parasal büyüklükler, emisyon, rezerv para, parasal taban, MBP ve "M serisi" (M1, M2, M2Y ve M3Y) olarak bilinen parasal tanımlardan oluşmaktadır. Döviz kuru ve faiz oranlarındaki değişimler de para politikası göstergesi olarak izlenmektedir. Para politikası için önemli olan dövizin veya faizin fiyatı değil, bu fiyatların zaman içinde nasıl bir değişim gösterdiği'dir. 1980 sonrası istikrar politikalarının bir uzantısı olarak finansal piyasalarda liberalizasyonun gerçekleştirilmesiyle birlikte, döviz kuru ve faiz oranları piyasa koşullarına göre belirlenmeye başlanmıştır. Döviz kuru ve faiz oranları konusundaki düzenlemeleri, finansal sistemin yapısından bağımsız düşünmek mümkün değildir. Bu nedenle, finansal sistemin kurum ve araçları, serbest rekabetin oluşmasını sağlayacak şekilde gelişmedikçe, serbest döviz kuru ve faiz oranları politikası Türk finansal sisteminde etkili olamayacaktır. Parasal büyüklüklerin 1980 sonrası gelişimi incelendiğinde, bütün parasal büyüklüklerin birbirine paralel gelişim gösterdiği gözlenmektedir. Genel olarak, parasal büyüklükler 1985-1990 yılları arasında yavaş yavaş artarken, 1990 yılından sonra artış oranı iyice hızlanmış, 1994 yılı sonunda ise 5 Nisan krizinin bir sonucu olarak keskin bir çıkış gözlenmiştir.

TCMB'nin para politikasını oluştururken üzerinde önemle durulan diğer bir konu ise, para politikasında gösterge ve hedeflerin seçimidir. TCMB, 1980 sonrası dönemde geniş parasal büyüklüklere (M1, M2, M2Y gibi) bağlı hedefler koymuş ve bu büyüklükleri kontrol etmeye çalışmıştır. Fakat seçilen parasal büyüklüklerin tamamının, bankanın kendi bilançosunun dışında kalan büyüklükler olması, para



politikasının etkisini azaltmıştır. Merkez Bankası'nın etkin bir para politikası uygulayabilmesi, öncelikle kendi bilançosunu denetim altına almasıyla mümkündür. TCMB tarafından 1989 yılından itibaren bu yönde politikalar uygulamaya konmuş ve 1990 yılında ilk parasal program açıklanmıştır.

Türkiye ekonomisinde görülen konjonktürel dalgalanmaları önlemek amacıyla, TCMB temel makroekonomik büyüklüklere (enflasyon, döviz kuru, faiz oranları vb.) yönelik istikrar politikaları uygulamaktadır. Bu politikalarla amaçlanan, gelişmekte olan bir ekonomide, tam istihdam düzeyini enflasyonsuz olarak sağlayacak, toplam talep düzeyinin oluşturulması ve korunmasıdır. Türkiye 1980'li yıllar boyunca kronik bir enflasyon yaşamış, 1990'lı yıllara da bu kronik enflasyonla girmiştir. TCMB'nin bu dönemde uyguladığı, toplam talebi kontrole yönelik politikalar, fiyat artışlarını yavaşlatmaya yetmemiştir. Ayrıca, bu politikaların uygulanması sonucunda ortaya çıkan üretim daralmaları, fiyatları daha da artırmıştır. Türkiye'de fiyat istikrarı ve yüksek enflasyon gibi sorunlar, kısa vadeli değil, uzun vadeli yapısal bir sorundur. Bu durumda TCMB'nin yapısal değişim öngören ve üretim artışı sağlayacak politikalara ağırlık vermesi gerekmektedir.

24 Ocak 1980 kararları sonrasında; döviz kurları, ihracatın rekabet gücünü koruyacak, serbest döviz piyasasındaki eğilimleri yansıtacak ve çapraz kur değişmelerini dikkate alacak biçimde belirlenmeye başlanmıştır. Bu dönemde TCMB'nin uyguladığı döviz kuru politikasının amacı, gerçekçi bir kur belirlemek ve dövizin nispi fiyatını zaman içinde korumaktır. Bu amaçla, TCMB zaman zaman döviz kurlarında istikrar sağlamak amacıyla, kurlara müdahale etmekte, ani ve keskin değişmeleri önlemektedir. Faiz oranları da 1 Temmuz 1980'de alınan kararlar sonrasında, arz ve talebe göre serbest olarak belirlenmeye başlanmıştır. Bu dönemde uygulamaya konulan pozitif reel faiz politikalarıyla, tasarrufların artırılması, büyümenin hızlandırılması, ödemeler bilançosunun iyileştirilmesi ve enflasyon hızının aşağı çekilmesi amaçlanmıştır. Fakat Türk finansal sisteminin kurum ve

araçları, serbest rekabetin oluşmasını sağlayacak şekilde gelişmediği için uzun vadeli amaçların büyük ölçüde gerçekleşmediği görülmektedir. +

Merkez bankaları, ekonomik istikrara yönelik para politikalarını bazı ülkelerde hükümetin iradesine bağımlı, bazı ülkelerde ise bağımsız olarak uygulamaktadırlar. Bağımsızlık, merkez bankasının siyasi baskıların daha az etkisinde kalmasını ve yürüteceği para politikasının daha az enflasyonist olmasını sağlayacaktır. Ülkemizde de hükümet adına para politikasını uygulamakla yükümlü olan TCMB'nin zaman zaman dolaylı ve dolaysız olarak Hazine'yi finanse etme zorunda kalması, etkin para politikasını uygulaması açısından önemli bir sorun oluşturmaktadır. Bu nedenle TCMB ile Hazine arasındaki bu parasal ilişkinin kalkması, bankanın bağımsız bir yapıya kavuşturulması için bir zorunluluktur. Ekonomik dengelere ulaşmada politik tercihler ön planda tutulmadığı sürece ekonomideki istikrar devam edecektir. Bu nedenle de TCMB, bir para basma matbaası olma niteliği yerine, gerçek işlevi olan, orta vadede paranın yurtiçi ve yurtdışı değerindeki istikrarın sağlanması görevini yerine getiren bir kurum olmalıdır. Bunu ise ancak para programları ile sağlayabilir. \* \*

Para programları, Merkez Bankası'nın kısa ve orta dönemlerde ulaşmak istedikleri hedefleri göstermesi ve ekonomik birimlerdeki karar vericileri bu konularda bilgilendirmesi açısından önemlidir. TCMB, ilk para programını 1990, ikinci para programını ise 1992 yılında kamuoyuna açıklamıştır. İlk para programı başarılı olmasına rağmen, ikinci para programı aynı başarıyı gösterememiştir. \*

Günümüzde artık, hükümetlerin insiyatifine bağlı para politikası uygulamaları, yerini para programına bırakmıştır. Ülkemizde de bundan sonra uygulanacak para programlarının başarılı olması ve enflasyonla mücadelede iyi sonuçlar alınması, TCMB'nin kendi çalışma programına sıkı sıkıya bağlı kalması yanında, TCMB üzerinde hiç bir sektörden aksi yönde talepler yapılmamasına ve kamuoyunun tümüyle böyle bir \*

programını ve yaklaşımını benimsemesine bağlıdır. Yoksa, Merkez Bankası'nın tek başına bilanço kalemleriyle oynayarak ekonomik ve parasal istikrarı sağlaması mümkün değildir.

Uzun bir süreden beri uygulanan yanlış politikalar sonucu, 5 Nisan 1994 tarihinde Türkiye ekonomisi büyük bir iktisadi krizle karşı karşıya kalmıştır. Krizi önlemek için hazırlanan "5 Nisan İstikrar Paketi" kısa vadede enflasyonu düşürüp, finansal piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise finansal piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek, uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı amaçlamaktadır. Kısa vadede bu amaçlara ulaşılmasına rağmen, aynı başarı orta vadede sağlanamamıştır. Bilindiği gibi, TCMB para politikasını tutarlı bir şekilde uyguladığı ve zaman içinde inandırıcılık kazandığı ölçüde; enflasyonist beklentiler duracaktır. Bununla birlikte maliye politikaları, genel ekonomik politikalar ve para politikası mutlaka uyumlu bir şekilde yürütülmelidir. Bu politikalarla birlikte, bir gelirler politikasının uygulanmaya konulması da zorunludur.

Sonuç olarak, Türkiye'de enflasyonun düşürülmesi ve ekonomik istikrarın sağlanabilmesi için öncelikle kamu kesimi açığının azaltılması zorunludur. Bunun yanısıra aynı hedefe ulaşabilmek için, TCMB'yi Hazine'nin kasası olmaktan çıkaracak ve kamu otoritesinin etki alanı dışında tutacak yasal ve kurumsal düzenlemelerin de kısa zamanda yapılması ve TCMB'nin gerçekten özerk bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir. Enflasyonla mücadele programının inanılabilirliği ve makroekonomik istikrarın sağlanması konusundaki Hükümet politikalarına duyulan güvenin artması, ancak bu şekilde mümkün olacaktır.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKAT, A. Savaş : “Sıkı Para Politikası ve Enflasyonla Mücadele”, Finans Dünyası, Aralık, 1990.
- AKYÜZ, Yılmaz : “Faiz ve Enflasyon Üzerine”, Yapıt Dergisi, Ağustos-Eylül 1984.
- ALTINKEMER, Melike : “TCMB Bünyesindeki Döviz Piyasaları ve Döviz Kurlarının Belirlenmesi”, TCMB Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları, Ankara, 21 Şubat 1994.
- ALTINKEMER, Melike - ERSEL, Hasan : “TCMB Bilançosu, Parasal Büyüklükler ve Aralarındaki İlişkiler”, TCMB Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları, Ankara, 21 Şubat 1994.
- AREN, Sadun : “**İstihdam, Para ve İktisat Politikası**”, Ankara, 1994.
- BULMUŞ, İsmail : “Dövizin Fiyatı Nasıl Belirlenmeli?”, Ekonomik Forum, Haziran 1994.
- BÜYÜKDENİZ, Adnan : “**Türkiye’de Faiz Politikaları**”, İstanbul, 1991.
- BÜYÜKERŞEN, Yılmaz - ÖZER, Mustafa : “**İktisada Giriş**”, Eskişehir, 1995.

- CACY, J.A. : "The Choice of a Monetary Policy Instrument Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review", May 1978.
- CANDEMİR, H. Baturalp : "Parasal Durum, Parasal Büyüklükler ve Karşılık Kalemleri", TCMB Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları, Ankara, 21 Şubat 1994.
- COUNTİNHO, Rui : "Para Politikasının Bağımsızlığı", Görüş, Kasım 1992.
- ÇİLLER, Tansu - KIZILYALLI, Hüsnü : "**Dış Borçlar: Tahmin ve Analiz**", İstanbul, 1992.
- ÇOLAK, Ö. Faruk : "5 Nisan ve Merkez Bankası", Ekonomik Forum, Ağustos 1994.
- DORNBUSCH, R. - REYNASO, A. : "Financial Factors in Economic Development", May 1989.
- EKİNCİ, N. Kadri : "Para Politikası, Faiz ve Döviz Kuru", İşletme ve Finans, Sayı: 58, Ocak 1991.
- ERSEL, Hasan - ÖZTÜRK, Emin : "Para Politikası Uygulamaları ve Para Miktarı", İşletme ve Finans, Sayı: 78, Eylül 1992.
- ERTÜRK, Emin : "**Döviz Ekonomisi**", Der Yayınları, 1994.
- \_\_\_\_\_ : "**Para İkamesi**", Uludağ Yayınları, Bursa, 1991.

- ESER, Kadir : “Merkez Bankası’nın Bağımsızlığının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, Uzman Gözüyle Bankacılık, Eylül 1994.
- GALBRAITH, John K. : “**Ekonomi Kimden Yana**”, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1988.
- \_\_\_\_\_ : “**Para**”, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1990.
- GÖKÇE, Deniz : “Merkez Bankası Bilançosu ve Para Programı”, İşletme ve Finans, Sayı: 60, Mart 1991.
- HİÇ, Mükerrerem : “**Para Teorisi ve Politikası**”, İstanbul, 1992.
- KARLUK, Rıdvan : “**Uluslararası Ekonomi**”, Eskişehir, 1994.
- KAYLA, Ziya : “**Merkez Bankası İşlemleri**”, Ankara, 1981.
- KEYDER, Nur : “**Para, Teori-Politika**”, Ankara, 1991.
- KINDLEBERGER, Charles P. : “**Uluslararası İktisat**”, Doğan Yayınevi, Ankara, 1970.
- KOYUN, Ali : “Para Arzı Büyüklükleri Hakkında Bazı Görüşler”, TCMB Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları, Ankara, 21 Şubat

1994.

- \_\_\_\_\_ : "Türk Mali Sisteminde Toplam Parasal Yükümlülüklerin Tanımı Üzerine Bir Deneme", TCMB Ekonomiyi İzleme ve İstatistik Çalışmaları, Ankara, 21 Şubat 1994.
- KUMCU, Ercan : "Parasal Programın Politik Desteği Var", Finans Dünyası, 3 Mart 1990.
- \_\_\_\_\_ : "TCMB'nin 1990 Yılı Parasal Programı", İşletme ve Finans, Sayı: 48, Mart 1990.
- KUNTER, Kürşat : "Türkiye'deki Parasal Büyüklükler İçin Endeks ve Bileşim Teorisinin Bir Uygulaması: Divisa ve Fisher İdeal Endeksi", TCMB Ekonomik Araştırmalar Dergisi 2 (Toplu Sayı), 1993.
- KURDAŞ, Kemal : "**Ekonomik Politika Üzerine, İncelemeler-Yorumlar**", İstanbul, 1994.
- LONYI, Antony - SARAÇOĞLU, Rüşdü : "Interest Rate Policies in Developing Countries", IMF Occasional Paper, N: 22, October, 1983.
- MERCÜL, Kadir : "Parasal Gelişimlerin Düşündürdükleri", İstanbul Sanayi Odası Bülteni, Mart 1994.
- OKTAY, Ertan : "Para Politikası ve Merkez Bankası", Ekonomik Yaklaşım, Cilt: 4, Sayı: 11, 1994.

- ÖÇAL, Tezer - : **"Para Banka"**, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, Mart, 1988.
- ÇOLAK, Ö. Faruk
- ÖNDER, İzzettin - : **"Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar"**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, Ekim, 1993.
- TÜREL, Oktar ve diğerleri
- ÖZTÜRK, Emin : "Kur Hareketleri, Dış Ticaret Açığı ve Merkez Bankası Politikaları", İşletme ve Finans, S: 91, Ekim 1993.
- PARASIZ, İlker : **"5 Nisan Kararları, Nedenleri ve Olası Etkileri"**, Busiad, Bursa, Mayıs 1994.
- \_\_\_\_\_ : **"Friedmancı Monetarizm"**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1991.
- \_\_\_\_\_ : **"Kriz Ekonomisi ve 5 Nisan 1994 Kararları"**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, Ocak 1995.
- \_\_\_\_\_ : **"Makro Ekonomi"**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1992.
- \_\_\_\_\_ : **"Para Banka ve Finansal Piyasalar"**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, Ekim, 1994.
- \_\_\_\_\_ : **"Para Politikası"**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, Nisan 1993.



- PARASIZ, İlker - YILDIRIM, Kemal : “**Uluslararası Finansman**”, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, Mart 1994.
- PİRİMOĞLU, A. Baki : “**Para Politikası**”, Eskişehir, 1991.
- PLIHON, Dominique : “**Döviz Kurları**”, Yenyüzyıl Yayınları, İstanbul, 1995.
- SARAÇOĞLU, Rüşdü : “Finansal Piyasalarda Güven ve İstikrar”, İşletme ve Finans, Sayı: 97, Nisan 1994.
- \_\_\_\_\_ : “Merkez Bankası Politikaları”, İşletme ve Finans, Sayı: 89, Ağustos 1993.
- \_\_\_\_\_ : “Merkez Bankası Yıpratılmamalı”, Uzman Gözüyle Bankacılık, Mart 1994.
- \_\_\_\_\_ : “TCMB 1990 Yılı Parasal Programı Hakkında Brifing Metni”, Ankara, 16 Ocak 1990.
- \_\_\_\_\_ : “TCMB 1992 Yılı Parasal Programı Hakkında Brifing Metni”, Ankara, 28 Ocak 1992.
- SELLON, H. Gordan - TEIGEN, L. Ronald : “**The Choice of Short Run Targets for Monetary Policy Part I: Theoretical Analysis**”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, April, 1981.
- SERİN, Vildan : “**Para Politikası**”, Marmara Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1987.

- TC. Maliye ve Gümrük Bakanlığı : Yıllık Ekonomik Rapor, 1989.
- TCMB Bülteni : **“TCMB'nin Para Politikası Hedefi Olarak Merkez Bankası Parası”**, Ankara, Ocak 1990.
- TCMB : Aylık Bültenler ve Yıllık Raporlar (1980-1995).
- TURAN, Gl : “Değişen Merkez Bankacılığı ve Türkiye”, Finans Dünyası, Sayı: 42, Haziran 1993.
- ULUDAĞ, İlhan : “Merkez Bankası'nın zerkliği”, Finans Dünyası, Haziran 1993.
- UZUNOĞLU, Sadi : “Merkez Bankası'nın Para Programı Olacak Mı?”, İktisat, Şubat 1994.
- YILDIRIM, Kemal : **“Talep Yönlü Makroekonomik Politikaların Etkinliği”**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 1992.