

18958

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ  
BANKACILIK ANABİLİM DALI

PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN DENETİMİ  
VE  
T.C. MERKEZ BANKASI PARASI

(DOKTORA TEZİ)

T. C.  
Fakülte Kurulu  
Dokümantasyon Merkezi

Erişah ABDURRAHİMOĞLU

İstanbul - 1991

## ÖNSÖZ

Petrol şokları sonrası fiyat artışlarının önemli boyutlara ulaşması üzerine para politikaları tekrar öncelik kazanmıştır. Dolayısıyla, artan enflasyon olgusu karşısında özellikle, sıkı para politikası uygulamasına başvurulmuştur. Böylece para arzının kontrol altına alınarak enflasyonun önlenmesi önemli koşullardan biri olmuştur. Bu nedenle, Merkez Bankası'nın, para arzının denetiminde aktif rol almasına ilişkin yaklaşımlar üzerinde son yıllarda yoğunlaşmaktadır.

Bu konuda yapılan çalışmaların Türkiye için uygulamaları mevcut olup, fiyat artışlarının ülke ekonomisinde yarattığı sorunlar her geçen gün biraz daha artmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada, para arzı ve parasal kontrol yaklaşımlarının teorik çerçevesinden sonra, Merkez Bankası aracılığıyla parasal büyüklüklerin istikrarlılıkları ve para arzında arttırıcı rol oynayan unsurların belirlenmesine çalışılmıştır.

Bu çalışmanın yönlendirilmesinde ve hazırlanmasında büyük katkısı olan ve beni sürekli olarak teşvik eden, her türlü kolaylığı ve imkânı sağlayan Sayın Hocam Prof.Dr. İlhan ULUDAĞ'a şükranlarım sonsuzdur.

**Erişah ABDURRAHİMOĞLU**

## KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
bkz.	: Bakınız
C	: Dolaşımdaki Para
CBM	: Merkez Bankası Parası
CCB	: Mevduat bankalarına verilen krediler
CR	: Kullanılabilir karşılıklar
D	: Dergi
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
ER	: Atıl rezervler
G.S.M.H.	: Gayri Safi Milli Hasıla
H	: Parasal taban
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
İÜİF	: İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi
NFA	: Net dış varlıklar
NCG	: Net kamudan alacaklar
NM	: Nominal para arzı ( $M_1$ -dar tanım, $M_2$ -geniş tanım, $M_3$ -daha geniş tanım)
NOI	: Net diğer kalemler
ODTÜ	: Orta Doğu Teknik Üniversitesi
P	: Fiyat düzeyi (enflasyon oranı)
R	: Karşılıklar
RM	: Reel para arzı
RR	: Zorunlu karşılıklar
r	: Kısa vadeli kredi faiz oranları
S	: Sayı
s	: Sayfa
SBF	: Siyasal Bilgiler Fakültesi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
Y	: Nominal gayrisafi milli hasıla
y	: Reel gayrisafi milli hasıla
Δ	: Değişim

## İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ .....	II
KISALTMALAR .....	III
İÇİNDEKİLER .....	IV
TABLolar ve GRAFİKLER LİSTESİ .....	VII
GİRİŞ .....	1
<b>BİRİNCİ BÖLÜM</b>	
<b>PARA ARZI ve PARASAL KONTROL YAKLAŞIMLARI</b>	
1. KEYNESYEN YAKLAŞIM .....	6
1.1. KEYNESYEN YAKLAŞIMIN DOĞUŞU .....	6
1.2. KEYNES'İN PARA POLİTİKASINA YAKLAŞIMI .....	8
1.2.1. Keynes'in Para Politikasına Katkıları ....	8
1.2.2. Para Talebi ve Para Arzınının Faiz Aracılı- ğıyla Eşitlenmesi .....	10
1.2.3. Para Arzı Değişmeleri İle Gelir Etkisi ...	12
1.2.4. Para, Gelir ve Faiz İlişkisinde Keynesyen Yaklaşım .....	15
2. POST-KEYNESYEN YAKLAŞIM .....	17
2.1. GURLEY ve SHAW YAKLAŞIMI .....	21
2.2. BRYANT ve WALLACE GÖRÜŞÜ .....	22
2.3. HARTLEY'İN GÖRÜŞÜ .....	23
2.4. KING ve PLOSSER GÖRÜŞÜ .....	24
3. MONETARİST YAKLAŞIM .....	26
3.1. MONETARİST YAKLAŞIMIN DOĞUŞU .....	26
3.2. FRIEDMAN'IN PARA POLİTİKASINA YAKLAŞIMI .....	28
3.2.1. Friedman'ın Para Kavramına Katkıları ....	28

	Sayfa No
3.2.2. Parasal büyümenin Kontrolü .....	30
3.2.3. Friedman'ın Para Politikasına Katkıları ...	34
3.3. P.CAGAN'IN PARA STOKUNA İLİŞKİN GÖRÜŞLERİ .....	36

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARASAL PROGRAMLAMA SÜRECİ ve MERKEZ BANKASI PARASI KAVRAMINA GEÇİŞ

(BUNDESBANK ve T.C. MERKEZ BANKASI UYGULAMALARI) 38

1. BUNDESBANK UYGULAMASI	38
1.1. MERKEZ BANKASI PARASI KAVRAMINA GEÇİŞ .....	40
1.2. BUNDESBANK'IN UYGULADIĞI POLİTİKALARIN GENEL DEĞERLENDİRİLMESİ (1975-1988) .....	48
2. TÜRKİYE'DE REZERV PARA, PARASAL TABAN, MERKEZ BANKASI PARASI KAVRAMLARININ GELİŞİMİ ve PARASAL PROGRAMLAMAYA GEÇİŞ .....	56
2.1. REZERV PARA, PARASAL TABAN ve MERKEZ BANKASI PARASI .....	60
2.2. MERKEZ BANKASI PARASI KAVRAMINA GEÇİŞ NEDENLERİ	72
2.3. MERKEZ BANKASI PARASAL PROGRAMININ TEMEL İLKELERİ	74
2.3.1. 1990 Parasal Programlamanın Hedefleri ....	75
2.3.1.1. Merkez Bankası Bilançosundan Pasif Kalemleri .....	81
2.3.1.2. Merkez Bankası Bilançosunda Aktif Kalemleri .....	83
2.3.2. 1990 Parasal Programlamadaki Gerçekleş- meler .....	84
2.4. PARASAL TABAN ÜNİTLERİNİN AÇIKLANMASI ve PARASAL TABANDAKİ DEĞİŞMEYE KATKILARI .....	87
2.4.1. Parasal Taban Unsurlarının Açıklanması ...	87
2.4.1.1. Net Dış Varlıklar .....	87
2.4.1.2. Kamudan Net Alacaklar .....	87
2.4.1.3. Mevduat Bankalarına Kredi	89
2.4.1.4. Net Diğer Kalemler .....	89

2.4.2. Parasal Taban Unsurlarının Parasal Taban- daki Değişmeye Katkıları .....	90
2.4.2.1. Kaynak Esasına Göre .....	90
2.4.2.2. Kullanım Esasına Göre .....	96
3. GENEL DEĞERLENDİRME .....	103

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### PARA POLİTİKASI ETKİNLİĞİNİN SAĞLANMASINDA REEL ve PARASAL DEĞİŞKENLERİN ROLÜ; EKONOMETRİK BİR YAKLAŞIM 116

1. ALTERNATİF PARASAL BÜYÜKLÜKLER İLE İLGİLİ MODEL DENE- MELERİ .....	116
1.1. 1970-1979 DÖNEMİ .....	117
1.1.1. Varsayımlar-Hipotez-Değişkenler .....	117
1.1.2. Hesaplama Metodları .....	124
1.1.3. Uygulama Sonuçları .....	124
1.1.3.1. Reel Denklemler .....	124
1.1.3.2. Reel Değişkenlerdeki Değişim Oranları İle Yapılan Denklemler ..	130
1.1.3.3. Nominal Denklemler .....	132
1.1.3.4. Para Arzı İle Enflasyon İlişkisi .....	136
1.2. 1980-1990 DÖNEMİ .....	146
1.2.1. Varsayımlar-Hipotez-Değişkenler .....	146
1.2.2. Hesaplama Metodları .....	147
1.2.3. Uygulama Sonuçları .....	152
1.2.3.1. Reel Denklemler .....	152
1.2.3.2. Reel Değişkenlerdeki Değişim Oranları İle Yapılan Denklemler ..	156
1.2.3.3. Nominal Denklemler .....	160
1.2.3.4. Para Arzı İle Enflasyon İlişkisi .....	163
2. GENEL DEĞERLENDİRME .....	169
SONUÇ .....	174
BİBLİYOGRAFYA .....	180
SUMMARY .....	191

## TABLÖLAR ve GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No

### A. TABLÖLAR

TABLÖ 1 : A.B.D.'de Milli Gelir, Yatırım ve Tüketim İlişkisi .....	13
TABLÖ 2 : Bundesbank'ın Merkez Bankası Parasının Gelişiminin Yıllık Hedef ve Gerçekleşme Oranları ve Para Stoku ( $M_1$ 'in Büyüme Oranları (1975-1983)..	43
TABLÖ 3 : Rezerv Paranın kaynak ve Kullanım Yönünden Hesaplanması (1989 Öncesi Tanım) .....	63
TABLÖ 4 : TCMB'nın Toplam Varlık ve İç Yükümlülükleri (29 Aralık 1989) .....	64
TABLÖ 5 : Parasal Taban (Eski Tanım) .....	66
TABLÖ 6 : Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler ...	84
TABLÖ 7 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Açılımı .....	88
TABLÖ 8 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurlar .....	98
TABLÖ 9 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Parasal Taban İçindeki Payı (%) ....	99
TABLÖ 10 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Değişimleri (%) .....	100
TABLÖ 11 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Artış Hızları (%) .....	101

TABLO 12 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurlar .....	104
TABLO 13 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Parasal Taban İçindeki Payı (%) ....	105
TABLO 14 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Değişimleri (%) .....	106
TABLO 15 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Artış Hızları (%) .....	107
TABLO 16 : İçsel Değişkenler (1970-1979 Dönemi) .....	120
TABLO 17 : İçsel Değişkenlerin Değişimleri (%) (1970-1979 Dönemi) .....	122
TABLO 18 : Dışsal Değişkenler (1970-1979 Dönemi) .....	123
TABLO 19 : Reel Merkez Bankası Parası, $M_1$ , $M_2$ , $M_3$ , Kısa Vadeli Kredi Faiz Oranları ve Reel Gayri Safi Milli Hasıla Arasındaki Regresyon Sonuçları (1970-1979 Dönemi) .....	129
TABLO 20 : Reel Değişkenlerin Değişimlerinin Regresyon Sonuçları (1970-1979 Dönemi) .....	131
TABLO 21 : Nominal Değişkenlerin Regresyon Sonuçları (1970-1979 Dönemi) .....	137
TABLO 22 : Nominal Değişkenler ile Enflasyon Arasındaki Korelasyon Sonuçları (1970-1979 Dönemi) .....	141
TABLO 23 : Nominal Değişkenler, Enflasyon Oranı İle Reel GSMH Arasındaki Regresyon Sonuçları (1970-1979 Dönemi) .....	145
TABLO 24 : İçsel Değişkenler (1980-1990 Dönemi) .....	148



	Sayfa No
TABLO 25 : İçsel Değişkenlerin Değişimleri (%) (1980-1990 Dönemi) .....	150
TABLO 26 : Dışsal Değişkenler (1980-1990 Dönemi) .....	151
TABLO 27 : Reel Merkez Bankası Parası, $M_1$ , $M_2$ , $M_3$ , Kısa Vadeli Kredi Faiz Oranları ve Reel Gayri Safi Milli Hasıla Arasındaki Regresyon Sonuçları (1980-1990 Dönemi) .....	157
TABLO 28 : Reel Değişkenlerin Değişimlerinin Regresyon Sonuçları (1980-1990 Dönemi) .....	159
TABLO 29 : Nominal Değişkenlerin Regresyon Sonuçları (1980-1990 Dönemi) .....	164
TABLO 30 : Para Arzı Enflasyon Oranı Reel GSMH Arasındaki Regresyon Sonuçları (1980-1990 Dönemi) . . . . .	167
x TABLO 31 : Uygulanan Modelin Sonuçları .....	172

#### B- GRAFİKLER

GRAFİK 1 : Almanya'da $M_1$ ve $M_2$ 'nin Trendi .....	42
GRAFİK 2 : Almanya'da Merkez Bankası Parası Stoğu .....	44
GRAFİK 3 : Almanya'da Merkez Bankası Parası Stoğunun Büyüme Oranları .....	45
GRAFİK 4 : Almanya'da Merkez Bankası Parası Stoğu ve Yurtiçi Harcamalar .....	46

GRAFİK 5 : Almanya'da $M_3$ ve Merkez Bankası Parasının Trendi .....	48
GRAFİK 6 : Net Rezervler .....	72
GRAFİK 7 : Brüt Rezervler .....	72
GRAFİK 8 : Kısa Vadeli Borçlar .....	78
GRAFİK 9 : Orta Vadeli Krediler (Net) .....	79
GRAFİK 10 : Toplam İç Krediler .....	79
GRAFİK 11a: Kamu Sektörüne Açılan Krediler (Dolar) .....	79
GRAFİK 11b: Kamu Sektörüne Açılan Krediler (Milyar TL.) ...	79
GRAFİK 12 : Hazinesinin Borçları .....	79
GRAFİK 13 : Toplam Bilanço (TL.) .....	79
GRAFİK 14 : İç Varlıklar (TL.) .....	80
GRAFİK 15 : Merkez Bankası Parası (TL.) .....	80
GRAFİK 16 : TL. İşlemleri (TL.) .....	80
GRAFİK 17 : Pasif Dağılımı .....	82
GRAFİK 18 : Aktif Dağılımı .....	83
GRAFİK 19 : $M_1$ ve $M_2$ 'nin Trendi (1970-1979 Dönemi) .....	121
GRAFİK 20 : $M_3$ ve CBM'in Trendi (1970-1979 Dönemi) .....	121
GRAFİK 21 : $M_1$ ve $M_2$ 'nin Trendi (1980-1990 Dönemi) .....	149
GRAFİK 22 : $M_3$ ve CBM'in Trendi (1980-1990 Dönemi) .....	149

## GİRİŞ

Bilindiği gibi, petrol şokları sonrası hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde yaşanan enflasyon ve durgunluk, II.Dünya Savaşı sonrası önem kazanan açık bütçe politikalarının yerini para politikalarına bırakmasına neden olmuştur. Böylece, bu politikaların yürütülmesinde sorumluluğu yüklenen merkez bankalarının özerkliği de tartışılmaya başlanmıştır. Merkez Bankaları, zorunlu karşılıklar, açık piyasa işlemleri ve reeskont politikaları aracılığı ile ülkelerin para-kredi ihtiyaçlarını, fiyat istikrarını sağlayıcı bir şekilde karşılamaya çalışmaktadırlar.

Türkiye'de özellikle, 1980 sonrası dünyadaki değişmelere paralel olarak para politikası sahasında yenilikler yapılmaya çalışılmıştır. Bu dönemde alınan kararlardan bazıları, faiz politikasına getirilen serbestlik, Merkez Bankası etkinliklerinin geliştirilmesi, iç borçlanma uygulamaları, kambiyo rejiminin liberalleştirilmesi ve Türk parasının gerçekçi bir şekilde değerlendirilmesi olarak sayılabilir. Bu kararların temel amacı, üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonun kontrol altına alınması iken, 1981-1983 yılları arası sıkı para politikasının uygulandığı dönem hariç, bütçe açıkları giderek yükselmiş ve fiyatlar hızla artmaya devam etmiştir.

Para arzı ile fiyat düzeyi arasında karşılıklı bir sebep-sonuç ilişkisi bulunmaktadır. Bu nedenle, anti-enflasyonist politikaların uygulanmasında reel ekonomik büyüme düzeyi dikkate alınarak para arzının kontrol edilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu amaçla, Merkez Bankası

1990 yılında kamuoyuna orta vadeli bir perspektif içinde açıkladığı parasal programlama ile parasal büyüklüklere ilişkin hedefleri belirlemeye çalışırken, döviz kurlarında ve faiz oranlarındaki hareketin istikrarını bozmadan piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı hedeflemektedir. Bu nedenle, Merkez Bankası önce kendi bilançosunu denetlemeyi amaçlamakta ve bunun için kendi bilançosundan bir büyüklük olan Merkez Bankası Parası kavramı oluşturarak likidite göstergesi ilan etmiştir. 1990 yılında uygulamaya konulan parasal programlama ile gelecek 5 yıl içinde parasal göstergelerin istenilen bir düzeye getirilmesi amaçlanmaktadır. Ancak, bu göstergelerde olumlu gelişmelerin sağlanması için ekonominin diğer makro politikalarından doğan belirsizliklerin, para politikası üzerinde ortaya çıkabilecek etkilerinin en az düzeye indirilmesi gerekmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Merkez Bankası'nın uyguladığı politikalar aracılığıyla, parasal büyüklüklerin kontrol edilebilmesini sağlamak ve para arzının artışında rol oynayarak parasal tabanı etkileyen unsurları belirlemeye çalışmaktır. Ayrıca, 1970 yılından 1990 yılına kadar iki ayrı dönem halinde ele alınan ekonometrik modellerle, para stoğu, reel ekonomik büyüme düzeyi, faiz oranları ile fiyat düzeyi arasındaki ilişki incelenerek, hangi parasal büyüklüğün anlamlı değişken olabileceği ortaya konmaktadır.

Türkiye'de para arzı-enflasyon ilişkisi üzerinde çok sayıda ampirik çalışma yapılmış ancak, para arzının gelişmesine neden olan faktörler genellikle istatistiksel çalışmalara daha az konu edilmiştir. Bu konuda yapılan çalışmalar şu şekilde sıralanabilir : Akyüz (1973), 1950-dönemi için özellikle para arzı ile enflasyon ilişkisini

ekonometrik yöntemlerle incelemektedir (1). Çiller ve Kaytaç (1989), bu çalışmada, enflasyonu arttıran temel neden olarak kamu açıklarını göstermişlerdir (2). Ertuğrul (1982), para arzı içsel değişken olarak ele alınan ilk çalışmalardandır (3). Fry (1978), para arzını arttıran faktörler ile enflasyon ilişkisini incelemektedir (4). Güneş (1990), 1970'ten itibaren para arzını etkileyen faktörler çeşitli modellerle incelenmektedir (5). Gürsel (1977), monetarist görüşle, parasal gelir, para arzı ve rezerv parası arasındaki yakın ilişkiyi açıklamaktadır (6). Keyder (1990), para arzındaki değişmeyi yaratan belirleyiciler üzerinde durmaktadır (7). Olgun (1982), bu çalışmada, para arzı ile fiyat düzeyi arasında çift yönlü bir ilişki ortaya çıkmıştır (8). Öniş ve Özmucur (1987), para arzının, enflasyon ve döviz kurundan döngüsel etkilendiğini ekonometrik modellerle açıklamaktadır (9). Özselçuk (1988), bu çalışmada, para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemektedir (10).

- 
- (1) Yılmaz Akyüz, Money and Inflation in Turkey; 1950-1968, Ankara, SBF Yayınları No: 361, 1973.
  - (2) Tansu Çiller ve Mehmet Kaytaç, Kamu Kesimi Açıkları ve Enflasyon, İTO Yayın No: 1989-11, İstanbul, 1989.
  - (3) Ahmet Ertuğrul, "Kamu Açıkları, Para Stoku ve Enflasyon", Yapı Kredi Bankası Yayınları, Ankara, 1982.
  - (4) Maxwell J.Fry, "The Money Supply in Turkey", ODTÜ Gelişme Dergisi 1978 (21), Ankara.
  - (5) Hürşit Güneş, "Türkiye'de Para Arzını Arttıran Nedenler", İTO Yayın No: 1990-8, İstanbul, 1990.
  - (6) Haluk F.Gürsel, Türkiye İçin Para Bazı Analizi ve Parasal Dene-tim Model Denemesi, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayın No: 1977-181, Ankara, 1977.
  - (7) Nur Keyder, "Para (Teori-Politika)", Ankara, 1990.
  - (8) Hasan Olgun, Türkiye'de Ödemeler Dengesi, Para ve Enflasyon 1963-1976, ODTÜ İdari Bilimler Fakültesi Yayın No:38, Ankara, 1982.
  - (9) Z.Öniş ve S.Özmucur, Türkiye'de Enflasyon, İTO Yayın No: 1987-5, İstanbul, 1987.
  - (10) Erdinç Özselçuk, Enflasyonun Kaynakları ve Kısa Dönemli Enflasyon Modeli, TSKB, İstanbul, 1988.

Bu çalışma için seçilen zaman dilimi, 1970 yılı ile mevcut yeni verilerin bulunduğu 1990 yılı olmak üzere toplam 21 yılı kapsamaktadır. Para arzının istikrarlılık testleri 21 yıllık dönem içinde 1970-1979 ve 1980-1990 dönemi olmak üzere ikiye ayrılarak incelenmiştir. Bu çalışmada, çoklu tam logaritmik regresyon modeli kullanılmıştır. Modellerde, değişkenlere ait üçer aylık veriler yeterli derecede bulunmadığından yıllık veriler dikkate alınmıştır. Parasal büyüklükler ile diğer makro ekonomik değişkenler (reel GSMH, faiz oranları, fiyat düzeyi) arasındaki ilişkinin istikrarlılığını incelemek amacıyla olduğumuz için makro değişkenlerden hareket edilmiştir.

Araştırmada kullanılan veriler, T.C.Merkez Bankası bültenlerinden ve DİE istatistiklerinden elde edilmiştir. Ayrıca, T.C.Merkez Bankası'nın 3 aylık bültenleri ve yıllık raporları özellikle, ikinci bölümün başlıca kaynakları olmuştur.

Bu çalışma, üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, 1930 yılı dönüm noktası alınarak, bu tarihten itibaren geçerli olan para arzı ve parasal kontrol yaklaşımları teorik çerçevede ele alınacaktır. İkinci bölümde, dünyada özerkliğin en iyi örneğini veren Bundesbank'ın parasal programlama ve "Merkez bankası Parası" kavramına geçiş uygulaması ve T.C.Merkez Bankası'nın uygulaması ile parasal tabanı dolayısıyla para arzını arttırıcı faktörler üzerinde durulacaktır. Üçüncü bölümde ise, parasal büyüklükler, faiz oranları, reel ve nominal GSMH ve enflasyon oranı arasındaki ilişkinin istikrarlılığı ekonometrik modellerle test edilecektir.



**BİRİNCİ BÖLÜM**

**PARA ARZI ve PARASAL KONTROL YAKLAŞIMLARI**

Para arzı ve parasal kontrol yaklaşımlarını ele alan para politikası, belirli ekonomik amaçları gerçekleştirmek üzere, para arzı ve kredi koşullarının Merkez Bankası tarafından kontrol edilmesi için isteyerek yapılan faaliyetler olarak tanımlanabilir (1).

Para politikasının sorumluluğunu üstlenen politika belirleyiciler, para politikasının kısa dönemde reel ekonomi üzerinde kendiliğinden etkilemelerde bulunduğu inanmaktadırlar. Buna bağlı olarak, bazı iktisatçılar parasal faaliyetlerin makro ekonomi üzerinde reel etkisi olabileceğini savunmaktadır (2). Buna karşılık, bir kısım iktisatçılar ise, parayı bir örtü ve üretim ile değişimi kolaylaştıran araç olarak ele almaktadır (3). Sonuç olarak, paranın ekonomide oynadığı rol ve paranın niçin bu kadar önem taşıdığı konusunda görüşler arasında anlaşmazlıklar bulunmaktadır. Bu çalışmada, 1930 yılı dönüm noktası alınarak bu tarihten itibaren araştırmamızla ilgili olan görüşlerden Keynesyen, Post-Keynesyen ve Monetarist yaklaşımlar incelenmeye çalışılacaktır.

-----

- (1) Dwayne Wrihtsman, An Introduction to Monetary Theory and Policy, The Free Press, New York, 1971, s.173.
- (2) Carl E. Walsh and Peter R. Hartley, Financial Intermedition Monetary Policy and Equilibrium Business Cycle, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Review, 1988 (4), s.19.
- (3) Gülten Kazgan, İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi, İstanbul, 1984, s.101.



## 1. KEYNESYEN YAKLAŞIM

### 1.1. KEYNESYEN YAKLAŞIMIN DOĞUŞU

Birinci Dünya Savaşı sonrası dönemde İngiltere dış ülkelerdeki yatırımlarının büyük bir kısmını savaş borçlarını ödemek için satmış ve Amerika'dan fazlasıyla borç almıştır. Dolayısıyla fiyatlar hızla artmış ve enflasyon savaş ve savaş sonrası dönemlerde bütün Avrupa ülkelerinde etkili olmuştur. Ancak 1920'li yıllar boyunca İngiltere'de meydana gelen işsizlikle beraber, Avrupa ülkelerinde de ekonomik duraklama baskısı görülmüştür (4). Bu yıllarda alınan tüm tedbirlere rağmen, likidite sıkıntısı, yüksek faiz oranları, iflaslar ve işsizlik önlenememiştir.

1920'li yıllarda Amerika, kalkınması için büyük ölçüde, kısa vadeli banka fonlarını ve kredilerini uzun vadeli yatırımlarda kullanmış ve özellikle New York borsasında spekülatif amaçlarla yalnız muhtemel zarar farkının ödenmesi gayesiyle karşılanan vadeli tahvil ve hisse senetlerine dayanmıştır. Bu durumda para şişkinliği ortaya çıkmıştır. Ancak A.B.D. Merkez Bankası'nın (Federal Reserv) reeskont oranlarını yükseltmesi bile tehlikeli gidişi önlemekte yeterli derecede etkin olamamıştır (5). Bununla beraber, Ekim 1929 tarihinde, İngiltere Bankası'nın reeskont oranlarını yükseltmesi neticesinde, kısa vadeli spekülatif sermayelerinden bir kısmının tekrar Avrupa'ya dönmesine neden olmuştur. Böylece, kredilerin daralmaya başlaması ile yüksek fiyatlarla hisse senedi

(4) George Soule, Ekonominin ABC'si, (Çev: Nejat Muallimoğlu), İstanbul, 1978, ss.156-157.

(5) M.Friedman and R.Friedman, Free to Choose, Harcourted Brace Jovanovich, New York, 1980, ss.70-90.

alıcıları borçlarını ödeyememişlerdir. Buna bağlı olarak, endişelenen bankaların karşılık istemesi ve kredileri daraltması üzerine Ekim ayında New York borsasında panik ortaya çıkmıştır (6). A.B.D.'de başlayan panik bütün Avrupa ülkelerine yayılmıştır. Sonuçta, meydana gelen depresyon ekonomik gerilemelere yol açmıştır (7).

1929 yılında meydana gelen "Büyük Depresyon" ile ekonomi politikalarının hedeflerinde değişiklik ortaya çıkmıştır. Böylece, ekonominin otomatik olarak tam istihdamda olacağını savunan ve devletin ekonomiye müdahalesini kabul etmeyen klâsik yaklaşım, yerini devletin ekonomik hayata müdahalesinin gerekli olduğunu öne süren ve maliye politikasının önemini ortaya koyan Keynesci gelir ve mali politikalara bırakmıştır (8). Bununla beraber, Keynesyen görüşün ortaya çıkışını hazırlayan bir diğer olay ise, 1930'lardaki istatistiksel göstergelerin paranın dolaşım hızının sabit olduğu varsayımının geçersiz olduğunu ortaya koymasıdır (9). Klâsiklerin miktar teorisinin temelini oluşturan bu varsayımın yerine, Keynes paranın dolaşım hızının değişken olduğunu öne sürmüştür (10).

- (6) Harold L.Reed, Money, Currency and Banking, McGraw Hill Book Company, New York, 1942, ss.321-334 ve John Kenneth Galbraith, The Great Crash 1929, Houghton Mifflin Company, Boston, 1955, ss.28-112.
- (7) Ayrıntılı bilgi için bkz : Michael A.Bernstein, The Great Depression, 'Delayed Recovery and Economic Change in America 1929-1939, Cambridge University Press, Cambridge, 1988, ss.1-20.
- (8) Vildan Serin, Para Politikası, M.Ü. Hukuk Fakültesi Yayın No:4, İstanbul, 1987, s.112 ve Kazgan, a.g.e., s.266.
- (9) M.Friedman and A.Schwartz, A Monetary History of United States: 1867-1960, Princeton University, National Bureau of Economic Research, 1971, ss.301-305.
- (10) M.Friedman, "A Theoretical Framework for monetary Analysis," Journal of Political Economy, 78 (2), March-April 1970, ss.206-207.

Keynes 1930 yılında "Treatise on Money" (Para Üzerinde Bir Araştırma) isimli eserini yayınlamıştır. Bu incelemede, henüz paracı görüşten ayrılmamış bulunmakta ve yatırım-tasarruf arasındaki ayırım dikkat çekmektedir. Bu ayırım Wicksell'in çalışmalarında da yer almıştır. (11) Bununla beraber Keynes bu incelemede, mal enflasyonları, gelir enflasyonları ve kâr enflasyonları olarak enflasyon türleri arasında ayırımın gerekliliğini ifade etmiştir (12). Ancak bu çalışma, Keynes'in para politikası hakkında düşüncelerini tam yansıtmamıştır. Büyük depresyondan sonra Keynes, başlıca eseri "The General Theory of Employment, Interest and Money"i (İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi) yayınlamıştır. Keynes devrimi olarak nitelendirilen "Genel Teori" ile para miktarındaki artışların doğrudan doğruya fiyatlar genel düzeyini etkilemediği ve para miktarı ile faiz arasındaki ilişkileri belirterek maliye politikasının önemli bir araç olduğunu savunmuştur (13).

## 1.2. KEYNES'İN PARA POLİTİKASINA YAKLAŞIMI

### 1.2.1. Keynes'in Para Politikasına Katkıları

Keynes ekonomi politikası aracı olarak, para politikası yerine maliye politikası savunuculuğu yapmaktadır. Para politikasının, potansiyel olarak, daha zayıf ve gelir düzeyi üzerine etkilerinin daha güç olduğunu öne sürmüştür. Aynı zamanda Keynes, talep genişlemesinin mali

-----  
(11) D.E.Moggridge, Keynes, (Çev: Umur Talu-Yavuz Güney) Afa Yayınları, İstanbul, 1985, ss.76-77.

(12) J.M.Keynes, Treatise on Money, New York, 1930, Vol.I, ss.155-156.

(13) Soule, a.g.e., ss.174-179.

piyasalardaki sonuçlarıyla, bu genişlemenin finansmanının ekonomi için vazgeçilmez olduğuna inanmıştır (14).

Keynes, klâsik iki başlılık'ı eleştirerek, faiz oranlarının parasal kesimle, reel kesim arasında aracı olduğunu ortaya koymuştur. Böylece, "Likidite Tercihi Teorisi"nde tahvillerle, para arasındaki ikame olanaklarını ifade etmiştir. Bu görüş, paranın gelir hızının faiz oranlarına bağlı olduğunu ve dolayısıyla likidite tuzağının olduğunu ortaya koymuştur (15).

Keynesyen Devrimi, parasal ekonomiyle takas ekonomisi arasındaki temel farkı ortaya koymuştur. Böylece klâsik sisteme mübadele aracı olarak kabul edilen para, değer saklama aracı olarak ele alınmıştır. Para, geniş bir alternatif finansal aktifler ve kredi olanakları ikame fonksiyonuna sahip olmakla beraber bu ikameyi sağlayıcı esas unsur faiz oranlarıdır (16). Böylece, parasal teoriden, faiz teorisine geçilmiştir.

Keynesyen para politikasının amacı, resmi ve toplumsal ihtiyaçların karşılanması yönündedir. Kısa vadeli amacı ise, yetkililerin istenir bir faiz yapısına karar vermek ve halkın ödünç verilebilir fonları kredi taleplerine uygun biçimde tutmak, uzun vade için, uygun beklentiler yaratmaktır (17).

-----  
(14) Moggridge, a.g.e., s.116.

(15) J.R.Hicks, Mr.Keynes and the Classics Reading in the Theory of Income Distribution, Richard Irwin Inc, Homewood,1951,s.469.

(16) Chiaki Nishiyama, "Japonya ve Enflasyon, Değer Ölçüsü Değil, Bir Üretim Faktörü Olarak Para", Yeni Enflasyon ve Para Politikası (Çev: M.Ümit Şenesen), Yapı Kredi Bankası A.Ş., İstanbul 1974, s.80.

(17) Moggridge, a.g.e., s.118.

### 1.2.2. Para Talebi ve Arzının Faiz Aracılığıyla Eşitlenmesi

Keynes'e göre, faiz haddi, likidite tercihinden vazgeçmenin bedeli, başka bir ifade ile servetlerini para yerine diğer şekillerde tutmaya teşvik için para sahiplerine ödenmesi gereken prim olarak tanımlanmaktadır (18). Keynes'in likidite tercihi ise, para talebi ile ilgili olarak para arzı arasında ikame ilişkisini ifade etmektedir (19). Buna göre, tahvil faizleri tutulmak istenen para miktarını etkileyerek fertlerin faiz haddi yüksek olduğu zaman tahvil satın almalarına, para balanslarının azalmasına, bununla beraber, faiz haddi düşük olduğu zaman ise, para talebinin artmasına neden olacaktır. Böylece para talebi faize göre elastiktir (20).

Keynes'e göre bireyler muamele (transaction), ihtiyat ve spekülasyon amacıyla para talebinde bulunmaktadır. Bu üç unsurun toplamı, Keynes'in likidite tercihi olarak toplam para talebini meydana getirmektedir. Muamele ve ihtiyat amacıyla para talebi klâsiklerde olduğu gibi, gelirin artan fonksiyonudur. Muamele ve ihtiyat amacıyla para talebi ( $M_1$ ), spekülasyon amacıyla para talebi ( $M_2$ ) ile gösterilmektedir. Dolayısıyla likidite tercihi ise, gelir ve faiz oranlarının fonksiyonu olmaktadır (21).

- 
- (18) J.M.Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, Mac Millan and Co.Limited, London, 1951, ss.226-227.
- (19) Lawrance S.Ritter, The Role of Money in Keynesian Theory, Macroeconomics Readings, The Free Press, New York, 1968, s.119.
- (20) George G.Kaufman, Money, The Financial System, and the Economy, Boston, 1981, s.319.
- (21) Philip Arestis and Thanas Skouras, " Post-Keynesian Economic Theory " New York, 1985, ss.81-82 ve Keynes a.g.e., ss.199-202.

$$M = M_1 + M_2$$

$$M = f(y, r)$$

$$y = \text{Milli gelir}$$

$$r = \text{Faiz oranı}$$

Klasiklere göre, muamele ve ihtiyat amacıyla para talebinin gelirin artan fonksiyonu olma durumu gelişmiş, gelişmekte ve geri kalmış ülkelerde görülmektedir. Gelirin harcanması ile kazanılması arasındaki zaman ne kadar kısa ise, muamele amacıyla elde tutulan para miktarı azalacak, buna karşılık, zaman uzadıkça para talebi artacaktır (22). Keynes, bu iki para talebine spekülasyon amaçlı para talebini eklemiştir. Keynes'e göre, spekülasyon amaçlı para talebi, çeşitli plasmanların kurlarına takib ederek muhtemel kâr veya zarara göre servetin birinden diğerine aktarma imkanını gösterdiği için faiz oranıyla ters yönlü ilişki içinde bulunmaktadır. Faiz oranları yükseldiği zaman, elinde yatırım portföyü bulunan birey, spekülasyon amaçlı para (tahvil talebi) talep etmeyerek nakit para bulunduracaktır. Tersine bir durum söz konusu olduğu zaman, para talep edecektir. Bu durum daha ziyade gelişmiş ülkelerde görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise, sermaye piyasası gelişmediği için spekülasyon amaçlı para talebi, altın ve gayrimenkul arasında değişmektedir (23).

Keynes'e göre, faiz haddi, para talebi ile para arzı eğrilerinin birbirlerini kestikleri noktada oluşmakta ve bu noktada para arzı ile para talebi eşitlenmektedir (24).

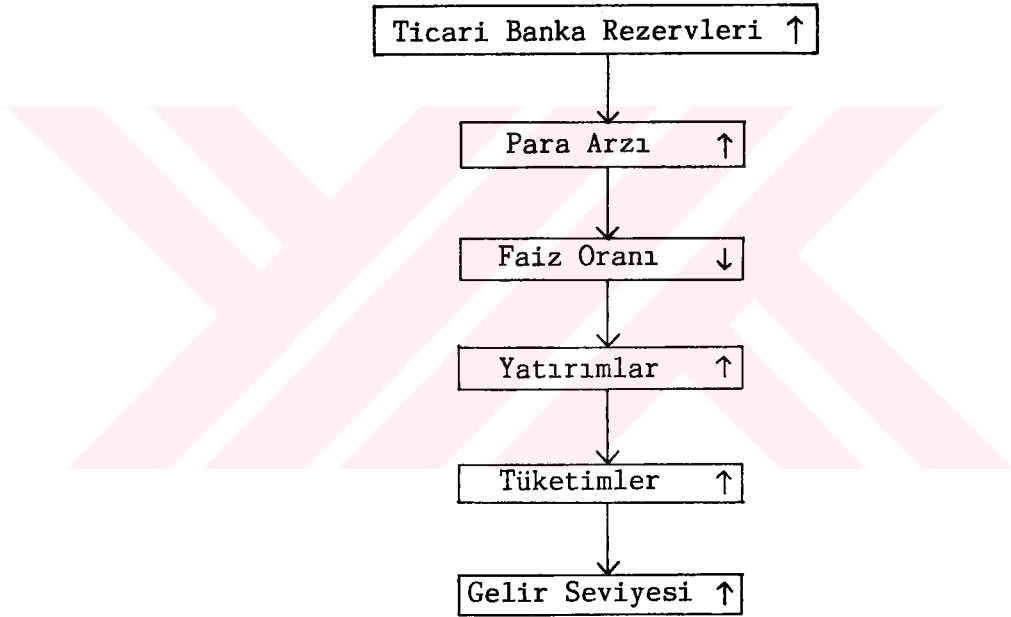
(22) Gardner Ackley, Macroeconomics Theory Collier, Macmillian Company, New York 1969, s.113.

(23) Kaufman, a.g.e., s.318-319.

(24) Keynes, a.g.e., s.198-199.

### 1.2.3. Para Arzındaki Değişmeler İle Gelir Etkisi

Keynes'ci bir modelde, para ile GSMH arasında dolaylı ve çok az güvenilir bir ilişki söz konusudur. Burada, para arzı artışı, direkt gelir seviyesini etkilemektedir. Çünkü, para politikası, yatırımları istenen seviyeye getirmek amacıyla kullanan faiz politikalarında yoğunlaşmaktadır (25). Keynes'de likidite tuzakı olmadığı zamanda para arzı artışının gelire etkisi aşağıda şematik olarak gösterilmiştir.



**ŞEKİL 1** : Likidite Tuzakı Olmadığı Durumda Para Arzı Artışının GSMH Üzerine Etkisi.

Keynes'e göre kalkınan bir ekonomide yatırımlardaki her artış, çarpan katsayısı kadar milli gelirden artışa yol açacaktır. Dolayısıyla, Keynesyen yaklaşımda para

(25) Keynes, a.g.e., s.64-65.

arzı artışları çarpan mekanizması aracılığıyla gelir seviyesini yükseltmektedir. Buna karşılık, yatırım hacmindeki daralmalar ise, tam tersine azalan yatırım miktarının çarpan aracılığıyla gelir kadar düşme yaratarak milli gelirin, tasarrufların ve yatırımların azalmasına neden olmaktadır. Nitekim 1929-1933 yılları arasında A.B.D.'de milli gelir, yatırım ve tüketimlerinin aşağı doğru düşüşünü gösteren aşağıdaki tablo Keynes'in teorisini destekleyici olarak görülmektedir.

**TABLO 1 : A.B.D.'de Milli Gelir, Yatırım ve Tüketim İlişkisi.**

Yıllar	G.S.M.H.	Özel Tüketim	Kamu Harcaması	İhracat	G.S. Özel Yatırımlar
1929	104.4	79.0	8.5	0.8	16.2
1930	91.1	71.0	9.2	0.7	10.3
1931	76.3	61.3	9.2	0.2	5.5
1932	58.5	49.3	8.1	0.2	-0.9
1933	56.0	46.4	8.0	0.2	1.4
1934	65.0	51.9	9.8	0.4	2.9
1935	72.5	56.3	10.0	-0.1	6.3

**Kaynak :** B.Uluatan, İktisadi Doktrinler Tarihi, s.480.

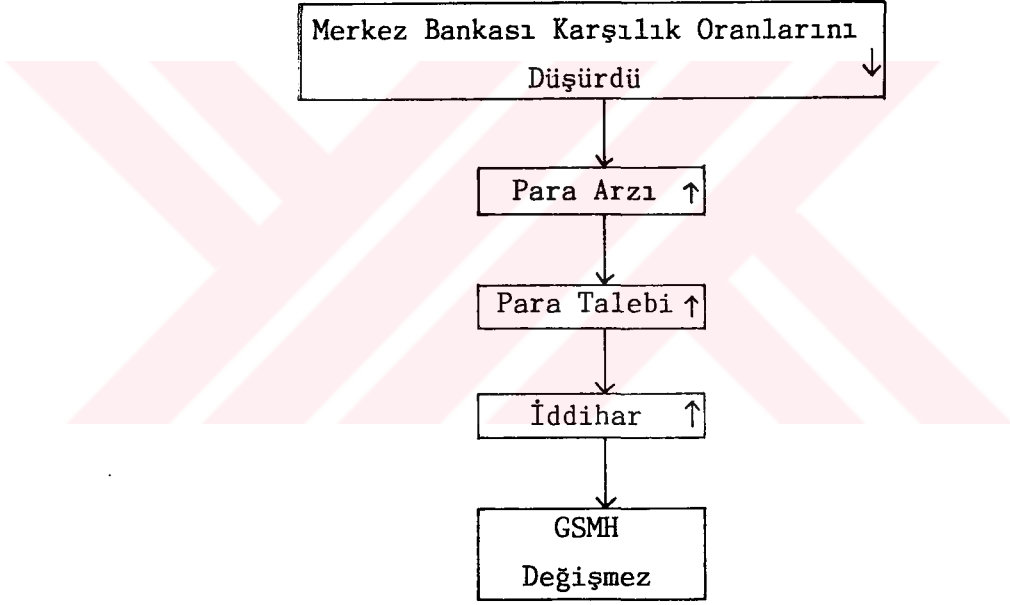
Depresyon yıllarında yaşayan Keynes, Tablo 1'de görüldüğü gibi, 1929 yılında A.B.D.halkının gelirlerinden 3.7 milyar dolar tasarruf ederken, 1932 ve 1933 yıllarında hiç tasarruf edemez olmuşlardır (26). Keynes, bu gelişmeleri değerlendirerek, toplam talep arttırılmadıkça ekonominin düşük seviyede kısır döngü içinde kalacağını ifade etmiştir (27).

(26) Burhan Uluatan, İktisadi Doktrinler Tarihi, İstanbul, 1977, ss.479-480.

(27) John Fred Bell, "A History of Economic Thought", Ronald Press Company, New York, 1953, ss.598-622.



Keynes'e göre, likidite tuzağı var olduğu durumlarda, para arzı artışı GSMH'yı etkilemeyecektir. Dolayısıyla, Keynes'in likidite tuzağı, devletin para arzını arttırarak faiz haddini düşüremediği durumda meydana gelmektedir (28). Böylece yatırımların düzeyini dolaylı olarak, milli geliri faiz haddini etkilemeyecek hale gelmektedir. Bu durumda, Merkez Bankası, karşılık oranlarını düşürerek para arzını arttırdığı varsayıldığında, kişilerin para talebi artacaktır. Ancak, kişiler bu eldeki likiditeyi iddihar ederse, sonuçta GSMH değişmeyecektir. Bu durum, likidite tuzağının varlığıyla ilgilidir (29).



ŞEKİL 2 : Likidite Tuzağı Durumu.

(28) Kaufman, a.g.e., s.322.

(29) Keynes, a.g.e., s.197-198.

#### 1.2.4. Para, Gelir ve Faiz İlişkisinde Keynesyen Yaklaşım

Keynes, paranın altın paradan ibaret olduğunu varsaymaktadır. Dolayısıyla, altın herhangi bir kimsenin gelirine ilave edildiği zaman, paradaki değişimler gelirdeki değişime doğrudan ortak hale gelmektedir. Bu durum, spekülatif amaçlı para talebini ( $M_2$ ) ve geliri etkilemektedir. Sonuç olarak, muamele ve ihtiyat amacıyla para talebi değişeceğinden yeni denge kurulacaktır. Böylece, yeni denge durumunda,  $M_1$  ile  $M_2$  arasındaki ek paranın bölüşümü yatırımın faiz oranı karşısında düşmesine sebep olmaktadır. Ancak bu durum, gelirin yatırım artışına karşı tepkilerine bağlıdır (30).

Klâsik sistemde, faiz haddi reel unsurlara bağlı olmasına karşılık, Keynes'de ise, parasal bir olaydır. Keynes'e göre, faiz klâsiklerde olduğu tasarrufun bedeli değildir. Faiz parayı likit şekilde muhafaza etmek arzusu ile para arzına bağlı bir olaydır, diğer bir deyişle faiz likiditeden vazgeçmenin bedelidir. Keynes'de tasarrufu yatırıma eşitleyen faiz haddi değil, milli gelir düzeyindeki dalgalanmalardır. Böylece tasarruf gelirin ve tüketim eğiliminin, yatırım ise, yatırımın marjinal etkinliğine bağlıdır (31).

Keynes'e göre, para makroekonomik dengenin gerçekleşmesinde önemli rol oynamaktadır. Denge faiz haddi, para arzı ve para talebi tarafından meydana gelmektedir. Ancak denge faiz haddi, milli gelirin sabit olması şartına dayalıdır. Milli gelir arttığında, muamele ve ihtiyat

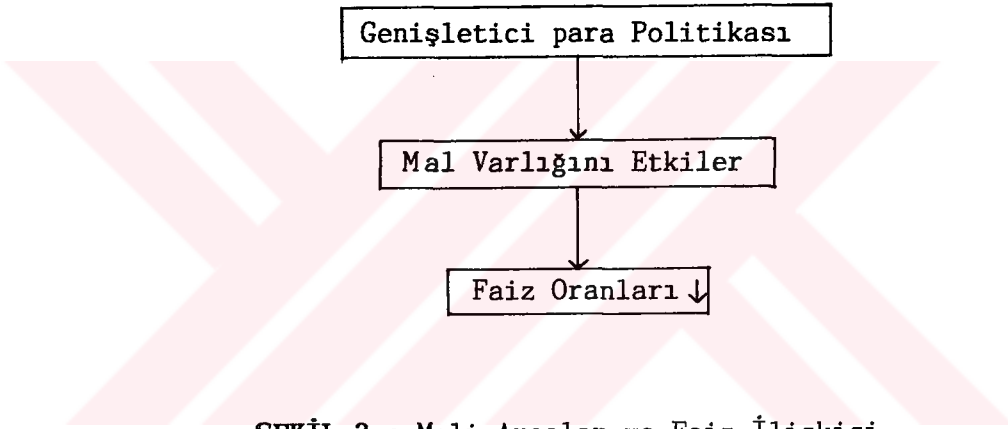
-----  
(30) Keynes, a.g.e., s.199.

(31) Keynes, a.g.e., s.187.

amacıyla para talebi artacağından, faiz haddi yükselecektir. Ancak para arzı ile para talebi aynı oranda artarsa denge faiz haddi değişmeyecektir (32).

Keynes'e göre faiz haddinin milli gelire olan etkisi, yatırımların faiz haddi karşısındaki elastikiyetine ve tasarruf fonksiyonunun eğimine, yani yatırım çarpanının değerine bağlıdır (33).

Keynes'e göre, mali araçlar üzerindeki para politikasının etkinliği faiz oranına bağlıdır.



ŞEKİL 3 : Mali Araçlar ve Faiz İlişkisi.

Keynes'in para politikasına ilişkin görüşlerini şu şekilde özetleyebiliriz :

- Keynesyen sistemde, para sadece muamele ve ihtiyat amacıyla değil, aynı zamanda spekülasyon amacıyla da talep edilmektedir. Keynes'e göre, para arzındaki artış, toplam nominal talep üzerinde dolaysız bir etki yapmamakta, ilave para, faiz hadlerini etkileyerek atıl para

(32) Keynes, a.g.e., ss.196-197.

(33) Kaufman, a.g.e., ss.322-323.

balanslarına yönelecektir. Dolayısıyla para, faiz hadlerini düşürerek, yatırımları uyarmakta ve gelir üzerinde dolaylı bir etkilemede bulunmaktadır. Bunun sonucu olarak, para talebi faize göre elâstiktir.

- Keynesyen görüşte dichotomy yoktur. Parasal değişkenler, reel değişkenler üzerinde etkili olmaktadır. Bu görüşe göre, paranın dolaşım hızı değişkendir. dolayısıyla homonöjite yoktur. Buna bağlı olarak, dolaşım hızını tahmin etmesiyle rasyonel bir bekleyiş içinde bulunmamaktadır. Bu durumda, nominal gelir artışları, para yanılıgısına yol açmaktadır.

- Keynesyen sistemde, para stoku artışlarının bir kısmı fiyatı yükseltir, bir kısmı da yatırım ve üretim tarafından massedilmektedir.

- Keynesyen sistemde, eksik istihdam durumu mümkündür. Bu nedenle, para stokundaki artışlar, üretimi ve istihdamı arttırıcı etkide bulunabilmektedir.

## 2. POST-KEYNESYEN YAKLAŞIM

1950 ve 1960'lı yıllarda nisbi olarak oldukça küçük bir grubu oluşturan post-Keynesyen iktisatçılar parasal teori yaklaşımlarından ayrı bir çerçeve çizmektedirler. Öncelikle James Tobin, Gurley ve Shaw tarafından geliştirilen post-Keynesyen yaklaşım likidite tercihi teorisinin tabii ve mantıklı bir uzantısıdır. Post-Keynesyen görüşte denge analizi, yatırım davranışının finansmanı, fiyat belirleme sürecinde emek piyasasının eşsiz rolü, parasal ücretlerin büyüme oranının belirlenmesi, Merkez Bankası'nın endojen para stokları gibi konular üzerinde durulmaktadır. Para stoku hem ekonomik süreçten

ve hem de bu süreçleri etkilemesinden ortaya çıkmaktadır (34).

Aynı zamanda bu yaklaşımda, farklı tür aktifler arasında seçimlerin nasıl yapıldığı ve para politikasının faiz oranlarındaki yapı değişikliği ile seçenekleri nasıl etkilediği incelenmektedir (35).

Post-Keynesyen görüşte, para teorisi için faiz gelirleri, finansal varlıklar veya hizmet sağlayan fiziki mallardan ziyade bireylerin niçin para talep ettiği önemlidir. Bu görüşte, yıllık enflasyon oranı üç basamaklı rakamlara ulaştığı ülkelerde bile para talep edilmeye devam edilmektedir. Bu görüşe göre, parasal ücretler, kısa dönemde sadece piyasa arz ve talep güçleri tarafından değil, işçi ve işveren arasında idarece belirlenen fiyat sürecinin bir sonucudur. Bunun yanında Post-Keynesyen dünyada para, nominal ve reel değişkenleri hem kısa hem de uzun dönemde etkilemektedir (36).

Post-Keynesyen görüşte, para arzı endojen bir faktördür. Merkez Bankası yasal tabanı veya güçlendirilmiş parasal tabanı belirlemektedir. Kamu kesimi, bankacılık sisteminin ve banka benzeri finansal kurumların mevduatlarının yasal miktarını belirlerken, bankalar, nakit rezervleri ve bireylerin tuttukları varlıkların kazançlarının miktarına karar vermektedir. Bu görüşte, Merkez bankası'nın destekleyici sorumlulukları, onların kontrol

-----  
(34) Basil J. Moore, Monetary Factors, A Guide Post-Keynesian Economics (Ed. Alfred S. Eichner), New York, 1979, s.120.

(35) Sheila C. Dow and Peter E. Earl, Money Matters, U.S.A., 1982, s.67.

(36) Moore, a.g.e., ss.122-125.

görevlerinin üstünde bulunmaktadır. Post-Keynesyen görüşte, ekonomik faaliyet dalgalanmaları (business-cycle), ekonomik büyüme, gelirin faktörel dağılımı, anahtar faktör olan yatırım aracılığıyla belirlenmektedir. Klâsiklerde, yatırımlar tasarrufları belirlerken, Post-Keynesyen görüşte, kârlar ve yatırım üzerinde durulmuştur (37). Bu görüşteki yatırım teorisi, Keynes'in kâr oranı ve sermaye ile yatırım ve kâr oranı arasındaki sermaye teorisi tartışmaları kritiğine dayanmaktadır (38).

Bu görüşe göre, enflasyon oranı, emek verimliliği üstündeki nominal parasal ücret artış oranı tarafından belirlenmektedir. Bu görüşte enflasyon oranı aşağıdaki şekilde belirlenmektedir (39) :

$$P = W - Z$$

P = Fiyat seviyesi

W = Ortalama nominal parasal ücretler seviyesi

Z = Ortalama emek verimliliğinin büyüme oranı

Bu yaklaşımda, tahvil, hisse senedi ve diğer para benzeri araçlar arasında ikame gücünün farklı olabileceği tezinden hareket edilerek, tek bir faiz oranının bütün getiri oranlarını temsil edemeyeceği, fonksiyonel ilişki içinde birden fazla faiz oranının yer alması gerektiği savunulmaktadır. Burada değişik değerlerin nisbi faiz oranları bu değerlerin nisbi arzını etkilemektedir. Bu nedenle bu yaklaşım bir "değer seçimi teorisi"dir (40).

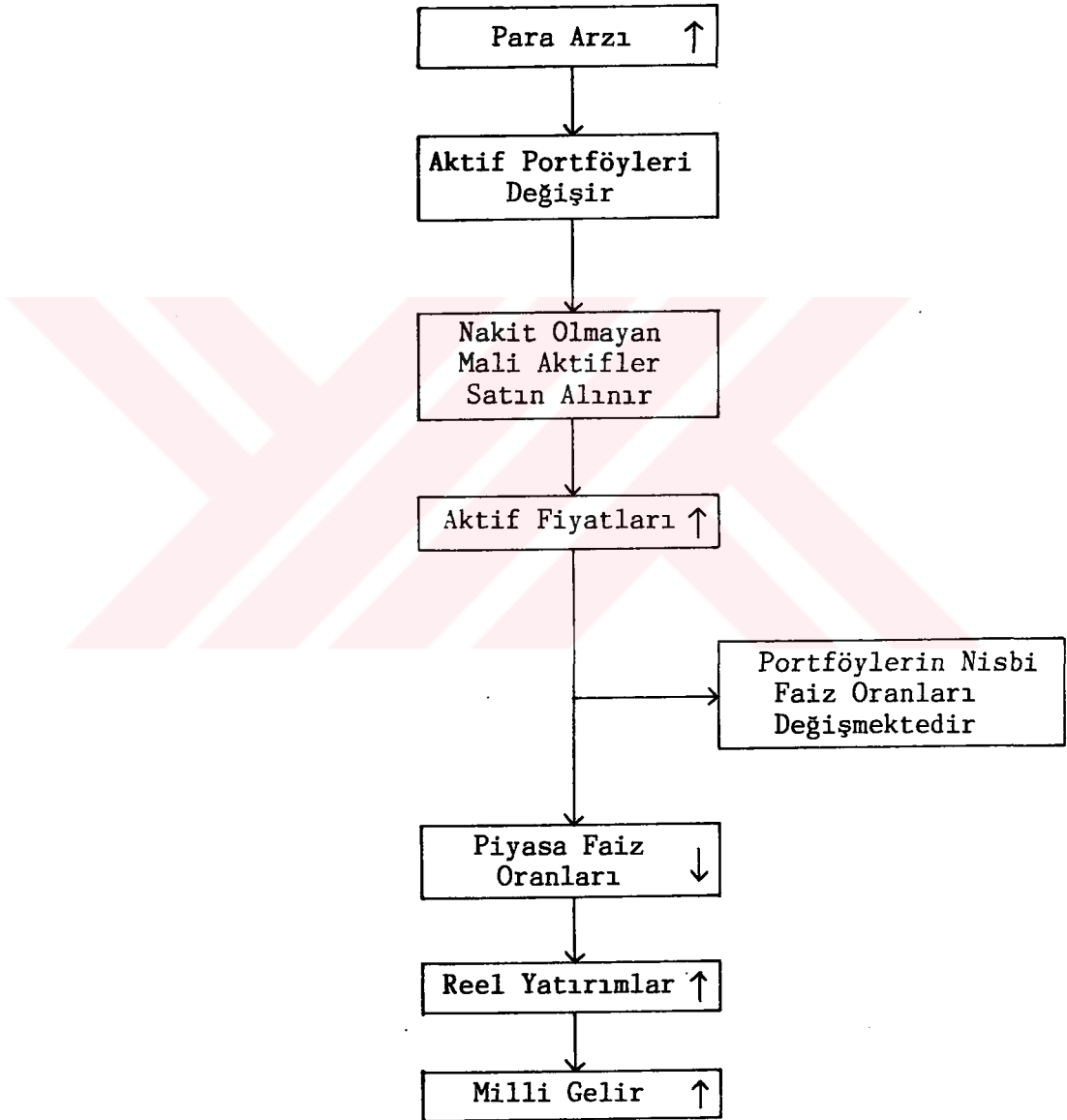
-----  
(37) Moore, a.g.e., ss.125-127.

(38) Arestis and Skouras, a.g.e., ss.130-140.

(39) Moore, a.g.e., ss.130-133.

(40) Wrightsman, a.g.e., s.142.

Bu görüşü savunanlara göre, para arzındaki değişimler sonucu, servet sahipleri aktif portföylerini değiştirmektedir. Aşağıda, Post-Keynesyen yaklaşımının işleyiş mekanizması verilmiştir. Ayrıca, bu kısım içinde bu yaklaşıma ilişkin olarak son yıllarda yapılan çalışmalardan örnekler verilecektir.



ŞEKİL 4 : Post-Keynesyen Yaklaşımın İşleyişi.

## 2.1. GURLEY ve SHAW YAKLAŞIMI (\*)

Gurley ve Shaw yaklaşımında, para tanımına halk tarafından kabul edilebilecek bütün likit aktiflerin dahil edilmesi savunulmaktadır. Bu yaklaşımda, ödemenin, finansal aktiflerin, finansal kurum ve finansal politikaların nasıl biçimlendiğini, dolayısıyla bu biçimlenmenin sonucu olarak fiyatlar ve gayrisafi milli hasıla genel düzeylerinin nasıl oluştuğunu incelemektedir. Aynı zamanda bu yaklaşımda, finansal varlıklar ve paraya olduğu kadar, finansal kurum, parasal sistem, mali politika ve parasal kontrol konularına da yer verilmiştir. Bir başka deyişle, para teorisini ve bankacılık teorisini, finansal kurumlar teorisini kapsayan bir finans teorisi geliştirilmeye çalışılmıştır.

Bu görüşe göre para, piyasalarda ücretlerin ödemesi, nominal GSMH ve birincil menkul kıymetler olarak piyasada kabul edilen ödeme araçları, diğer bir deyişle, herhangi bir para sisteminin ödeme aracıdır. Bu yüzden, A.B.D.'deki nominal para stoğu, harcama birimleri ve çekili tasarruf mevduatı miktarının oluşturduğu tutar olarak ele alınmaktadır.

Bu görüşte, dış para ve dış menkul kıymetler yoktur. Ancak iç para ve özel iç birincil menkul kıymetler (finansman bonoları) bulunmaktadır. Böyle bir durumda, harcama biriminin reel para talebi yine kendisinin sahip olduğu reel finansal aktiflerin varlığına bağlıdır. Bu yapı, para ve finansman bonolarına, reel gelir düzeyine, tahvil faiz oranına, reel kira oranına (real rental rate) ve yatırımcıların öncelikli ödemelerinde maddi varlık ile olan ilişkilerine (borç yüküne) bölünmüştür.

(\*) John G.Gurley and Edward S.Shaw, Money In a Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington D.C., 1960.



Bu görüşte, ekonomideki para stoku, sadece para otoritelerince belirlenmemekte, aynı zamanda halkın nakit olarak tutacakları para ankes oranını etkileyen faiz oranları gelir düzeyi ve diğer etmenler tarafından da belirlenmektedir.

Gurley ve Shaw yaklaşımında, parasal kontrolün sağlanabilmesi için Merkez Bankası'nın belli bir güce sahip olması gerekmektedir. Nominal rezerv stoğunun yaratılmasında Merkez Bankası'nın gücü, kendisi tarafından yaratılan mevduat şeklindedir. Nominal rezerv stoğu (R), Merkez bankası'nca tutulan nominal tahvil miktarına eşit olup, yine Merkez bankası tarafından tesbit edilmektedir. Reel rezerv stokları ise, satın alım gücü şartlarını etkileyen nominal stoklardır.

Reel Rezerv Stokları =  $\frac{R}{P}$  şeklinde ifade edilmektedir.

R = Nominal rezerv stokları

P = Satın alım gücü

Bununla beraber bu yaklaşımda bankalar, birer özel firma şeklinde kabul edilmekte ve böylece bankaların portföylerini mevcut aktiflerden elde edecekleri getirilerini maksimize edecek şekilde ayarladıkları savunulmaktadır.

## 2.2. BRYANT ve WALLACE GÖRÜŞÜ (41)

Bu görüşte, nakit ve faiz getirili tahvillerin (yasal sınırlamaları olmayan) birlikte oluştuğunu açıklamak için özel aracılık konusunda yasal sınırlamalara başvurulduğu ifade edilmektedir.

-----  
(41) John Bryant and Neil Wallace "A Price Discrimination Analysis of Monetary Policy", Review Economic Studies 1984, ss.279-288.

Tahvillerin büyük birimli olması nedeniyle faiz getirili olan serbest tahviller, çok sayıda işlemleri finanse edebilmek için uygun değildir. Küçük birimli olan faiz getirili serbest tahvillerin ihracıyla daha iyi bir tedavül aracı yaratılmasına yasal sınırlamalar, aracı kurumları engellemektedir. Bu görüş bu tür yasal sınırlamalar ve para politikası arasındaki karşılıklı etkileri ifade etmektedir. Aslında yasal sınırlamalar, nakit ve tahvillerin işlemlerini konsolide etmek için kullanılması hükümete doğrusal olmayan enflasyon vergisi tahakkuk ettirmeye izin vermektedir. Bu görüşteki reel denge, para politikasından nakit ve aracı yükümlülüğü için gerekli olan talebi açıklayan kurumsal faktörlerden bağımsız değildir. Ancak bu etkiler, yalnızca aracılardan davranışları üzerindeki yasal sınırlamaların yapısına bağlı olabilmekte ve bu durum tüm ekonomiler için geçerli olmamaktadır. Buna rağmen, bu ekonomilerde, dahili parayı piyasaya çıkaranlar finansal araçlardır.

### 2.3. HARTLEY'İN GÖRÜŞÜ (42)

Hartley'in görüşüne göre, tüketiciler paraya ilave olarak, faiz getirisi olan mevduat taşıyabilmektedir. Tüketiciler, elde nakit veya faiz getirisi olan devlet tahvilleri elde bulundurmakta ancak buna karşılık bazı malların alımı için sadece nakite ihtiyaç duymaktadır. Nakit ve mevduatlar menkul kıymetlerden daha likit olup, satın alım işlemi yapıldığı zaman mevduat ve nakit hemen kullanılabilir. Buna karşılık nakit para da mevduattan daha likit olmakta ve daha yüksek likidite getirisine sahip olmaktadır. Ancak, net faiz ödemesi, menkul

(42) Peter R.Hartley, "The Liquidity Services of Money", International Economic Review, February 1988, ss.1-24.

kıymetler için nakit paradan daha yüksektir. Bu görüşte faiz getirisi ve likidite arasındaki ters ilişki, mevduat veya menkul kıymetlerdeki nominal faiz ödemelerindeki değişiklik bu üç varlık için talebi değiştirerek etkileyeceği ifade edilmektedir.

Sonuç olarak bu görüşe göre, para politikası beklenen para tabanının büyüme oranını değiştirerek, farklı kategorilerdeki finansal varlıklar için talebi değiştirecek reel etkilere sahip olacaktır.

#### 2.4. KING ve PLOSSER GÖRÜŞÜ (43)

King ve Plosser, reel ekonomik faaliyet dalgalanmaları (business cycle) teorisi içinde para ve bankacılığı bütünleştirmiştir. Görüşlerinde ele alınan ekonomik faaliyetlerin kaynakları tamamıyla parasal değildir. Ancak bu görüşte, reel gayri safi milli hasıla ve  $M_1$  gibi parasal büyüklükler arasında hem dış para (Merkez Bankası pasifi) ve hem de dahili parayı (bankacılık sektörü pasifi) birleştirerek pozitif bir korelasyon kurmuşlardır.

Bu görüşte, mali sektör, firmalar ve tüketiciler tarafından üretim sürecinde mal ve hizmet alımında kullanılan işlem hizmetlerinin bir üreticisi olarak dikkate alınmıştır. Toplam mal ve hizmet üretimindeki değişimler işlem hizmetlerinin talebiyle pozitif olarak karşılıklı bir bağıntı meydana getirmektedir. Çünkü talepteki bu değişiklikler, ekonomik faaliyet dalgalanmaları boyunca mevcut işlem hizmetleri arzında benzer hareketlere neden olmaktadır. Bu durum ise, reel GSMH ve işlem hizmetlerinin

(43) Robert G.King ve Charles I.Plosser, "Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle", American Economic Review, 74(3) June 1984, ss.363-380.

boyutları arasında karşılıklı pozitif bir bağıntı yaratmaktadır.

King ve Plosser, işlem hizmetlerinin direkt olarak bankalar tarafından tutulan mevduat birikimine bağlı olduğunu varsaymışlardır. Bu durumda GSMH ve işlem hizmetleri arasındaki pozitif bir hareket, GSMH ve banka mevduatları arasında da pozitif bir hareket ortaya koymaktadır. Bu görüşe göre, parasal etkiler ekonomik faaliyetlerde nedensel bir rol oynamamalarına rağmen, dahili para ve GSMH birlikte hareket etmektedirler.

Bu görüşe göre, hem şahıslar (özel kişiler) ve hem de bankalar yalnızca sahip oldukları varlıkların reel değerleri yanında ödemeler sistemi tarafından üretilen işlem hizmetlerinin reel değerleriyle de ilgilenmektedir. King ve Plossere göre, para illüzyonu (para yanılgısı) yoktur. Çünkü, fertler nominal değerlerle ilgilenmemektedir. Bu durumda, dışardaki paranın nominal miktarındaki değişmeler, basit olarak bütün reel değişkenleri sabit bırakmakta ve genel fiyat düzeyinde orantılı değişmeler ortaya çıkarmaktadır. Dışardaki paranın yönünü değiştiren para politikasının yalnızca fiyat düzeyi için önemi bulunmaktadır. Böylece dışardaki paranın miktarındaki değişme bankanın aktif ve pasiflerinin reel değerini etkilememektedir.

Bu görüşe göre, para etkisiz olup, nominal oran ayarlamaları faiz getirisi olan bütün araçların reel getiri oranını sabit bırakmaktadır. Dışardaki para, faiz getirisine sahip olmadığı için beklenen enflasyon oranındaki artış reel getiriye azaltmaktadır. Dışardaki paranın talebinde ortaya çıkan düşme, dışardaki paranın reel arzını azaltmasıyla fiyat düzeyinde geçici bir artışla elimine edilmektedir.

Ayrıca King ve Plosser, enflasyonun neden olduğu portföy ikamesinin etkisini ele alarak, para ve sermaye arasında mantıklı bir tahminde bulunmuştur.

Bundan başka, King ve Plosser, parasal değişkenlerin reel ekonomi faaliyeti üzerinde etkisi olabileceği bir kanala önem vermemeyi tercih etmişlerdir.

King ve Plosser, parasal taban -içerdeki para stoğu, içerdeki para stoğu fiyat düzeyi- arasındaki kesin ilişkinin rezerv yükümlülüklerinin varlığına veya yokluğuna ve Merkez Bankası tarafından hedeflenmiş özel bir "kavrama" bağlı olacağını ortaya çıkarmıştır.

### 3. MONETARİST YAKLAŞIM

#### 3.1. MONETARİST YAKLAŞIMIN DOĞUŞU

İkinci Dünya Savaşı sonrasında Avrupa ülkelerinin sermaye ve üretim kapasiteleri büyük ölçüde azalırken, A.B.D.'de ise, artış görülmüştür. Savaş sonrası döneme hakim olan doların üstünlüğü 1960'lı yıllardan itibaren gerilemeye başlamıştır. Buna bağlı olarak Amerikan dış ödeme açıkları, dolar arzının talebini aşmasına neden olmuştur (44). 1960'lı yıllardan sonra ise, talep fazlalığı problemleri ile karşılaşmıştır. Özellikle, bu yıllarda Keynesyen ekonomi politikası uygulamaları sonucunda dünya ekonomisi büyük boyutlara ulaşan enflasyon olgusu ile yüzyüze gelmiştir. Bunun neticesinde, 1970'li yıllarda, monetarizm çok sayıda taraftar kazanmaya başlamıştır.

-----  
(44) Feridun Ergin, Para ve Faiz Teorileri, İstanbul, 1983, s.31.

Ancak 1960'lı yıllarda, artan enflasyon oranı ile beraber 1970'li yıllarda işsizlikte de artış görülmüştür. Avrupa, Kuzey Amerika ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerde görülen bu durum karşısında bütün dünya ülkeleri enflasyon sorunu için çözüm yolları ararken teorilerde değişimler ortaya çıkmıştır. Bundan böyle, Keynes'in genişleyici para politikası işlemeyerek, enflasyon çarpan mekanizmasına bağlı değil, parasal bir olay olduğunu öne süren görüşler hakim olmaya başlamıştır (45).

1965 yılından itibaren enflasyon hızında görülen artışları, anti-enflasyonist politikaların uygulamaları sonucu oluşan durgunluk dönemleri izlemiştir. İlk olarak, Vietnam Savaşı ile oluşan enflasyon yükselmesi, Başkan Johnson'un iktisatçıların önerilerinin aksine artan savaş harcamalarını vergileri arttırmadan tam istihdamda bulunan ekonomiye yüklemesinde Merkez Bankası önemli rol oynamıştır. İkinci olarak, meydana gelen enflasyon artışı 1970'lerde, olağanüstü artan arz ve fiyat şoklarıyla oluşmuştur. Bu dönemde, meydana gelen enflasyonlardan ilki, 1973-74 döneminde yiyecek kıtlığı ve OPEC'in petrolün dolar fiyatında yaptığı dört misli artıştan, ikincisi ise, 1978-80 döneminde İran Devrimi, Ortadoğu'da petrol arzında oluşan kısıtlama OPEC'in fiyatı üç misli arttırmamasından kaynaklanmıştır (46).

Bütün bu gelişmeler karşısında iktisatçılar yetersiz kalmış, eski politikaların keşfedilmiş ekonomik gerçekleri, formülleri, enflasyon ve stagflasyon dalgaları

-----  
(45) K.Brunner, "Enflasyon Para ve Mali Tedbirlerin Rolü Analitik Bir Gözlem İçinde Enflasyon Sorunu", Yeni Enflasyon ve Para Politikası (Çev: Haluk Gürsel), İstanbul, 1974, s.157.

(46) James Tobin, "Monetary Policy : Rules, Targets and Shocks", Journal Money, Credit and Banking, 15(4), 1983, s.512.

altında arayışlara girişmişlerdir (47). Bu şartlarda, 1960'lı yıllarda M.Friedman ve Anna Schwartz birlikte 1963'te yayınladığı A.B.D.'deki Parasal Tarih adlı kitapla, para politikasında reform yapmışlardır.

Monetarist görüşün öncüleri olarak Friedman, Meiselman, K.Brunner, A.Meltzer, Hamburger, Kaufman ve Cagan'ı sayabiliriz. Aşağıda öncelikle monetarizmin öncüsü olan M.Friedman'ın para politikasına ilişkin görüşlerine yer verilecektir.

### 3.2. FRIEDMAN'IN PARA POLİTİKASINA YAKLAŞIMI

#### 3.2.1. Friedman'ın Para Kavramına Katkıları

Friedman Keynesci politikalarla unutilan para politikasını tekrar ön plana çıkarmıştır. Bu konuda, M. Friedman ve A.Schwartz, 1877'den itibaren yoğun bir şekilde, A.B.D. için para arzı istatistikleri aracılığıyla, para stoğundaki değişmelerin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu çalışma ile Büyük Depresyonda Federal Rezerv'in etkin para politikası izlemesinden kaynaklandığı ispatlanmıştır (48). Dolayısıyla Büyük Depresyon Keynes ve taraflarının inandığı gibi, para politikasının etkisinin değil, aksine gücünün trajik bir kanıtıdır" (49).

-----  
(47) John Burton, Keynes's General Theory : Fifty Years on The Institute of Economic Affairs, London, 1986, s.79-80.

(48) Friedman and Schwartz, a.g.e., s.16.

(49) John Burton, Positively Milton Friedman, Twelve Contemporary Economists, A.Haisted Press Book, New York, 1987, ss.53-72 ve M.Friedman, "The Role of Monetary Policy", American Economic Review, 1968, s.3.

Friedman ve Meiselman, 1963'te yaptığı çalışmada, 1897-1959 yılları arasındaki verileri kullanarak Keynes-yen çarpan modeli ile para stoğunu belirleme hipotezini karşılaştırmışlardır. Sonuçta, 1930'lu yıllar hariç, para stoğunun otonom harcamalar değişkeninden daha etkili olduğu ortaya konmuştur (50).

Daha sonra, Ando ve Modigliani 1965'te bu tarz çalışmalar yapmışlardır. Bu araştırmaların sonucuna göre, sebep sonuç ilişkisi paradan-gelire doğru gitmektedir. Böylece Keynes'ci modellerde kullanılan endojen para arzı yerine para arzının eksojen olduğu ortaya çıkmıştır (51).

Friedman'a göre, bireyler ve girişimciler tarafından elde tutulan reel ankes miktarını yine bu gruplar belirlemektedir. Yine bu görüşe göre, para tutmanın alternatif maliyeti tahvil, hisse senedi ve mallardan beklenen getiri oranına bağlı olmaktadır (52).

Friedman ve Schwartz para arzı hesaplamalarında geliştirilen yenilikleri de gözönüne almaktadır. Friedman para tanımına tüm nakitleri ve bankalardaki tüm mevduatları dahil etmektedir. Araştırmalarında  $M_2$  para tanımı kullanılmaktadır. Friedman'a göre  $M_2$  para arzı; dolaşımdaki nakit parayı ve vadeli-vadesiz tüm banka mevduatlarını kapsamaktadır. Ancak, Friedman kullanılan para tanımının önemli olmadığına dikkat çekerken, farklı tanımların, bazı para türlerinin dolaşım hızlarının diğerlerinden farklı olmasına neden olduğunu ifade etmektedir.

(50) Ayrıntılı bilgi için bkz; M.Friedman and D.Meiselman, The Relatively Stability of Monetary Velocity and Investment Multiplier in the United States : 1897-1958, Research Study Two In Stabilization Policies, Prentice Hall, 1963.

(51) A.Ando and F.Modigliani, Velocity and Investment Multiplier, American Economic Review, September 1965, ss.693-728.

(52) Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis," ss. 194-195.



Friedman 1876-1960 yılları arasında A.B.D.'de tüm küçük dalgalanmalar süresince uzun vadeli para miktarındaki yükseliş eğilimi olduğunu ortaya koymuştur.  $M_2$ , para stoğunun büyüme oranı, ekonominin hem genişleme hem de daralma aşamasında arttığı görülmüştür (53). Aynı zamanda Friedman, yaptığı çok sayıda ekonometrik testlerin açıklamasında paranın bağımsız (eksojen) değişken olduğunu ifade etmektedir (54).

### 3.2.2. Parasal Büyümenin Kontrolü

Friedman'a göre, para arzı artışının A.B.D. için % 3-5 civarında olması gerekmektedir. Para arzı artışlarının yavaş yavaş azaltılması, sert ve ani ayarlamalardan kaçınılması gerektiği üzerinde durmuştur. Bu duruma örnek olarak A.B.D.'de 1969-1971'de para artışlarının kesilmesini vermektedir. Bu durum, önce ekonomik daralmaya, işsizliğe, yatırım kısıtlamalarına yol açmakta, ardından politik baskılar ve seçim yeniden enflasyonist şişkinliklere ve açık finansmanlara dönüşerek yürü-dur-yürü kısır döngüsüne sokmaktadır (55).

Friedman'a göre, para stoku veriyken, ister nominal ister reel düzeyde olsun yatırımlarla, gelir ve tüketim arasında istikrarlı bir ilişki bulunmamakta ve çarpan eksik istihdamda anlamlı değildir (Keynesgil durum). Çünkü çarpanın, tüm otonom harcamalardaki değişmelerden sonra istikrarlı olması gerekmektedir. Bu durum, 1929-

(53) Friedman and Schwartz, a.g.e., ss.620-638.

(54) M.Friedman, "Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, 1975, ss.446-451 ve Friedman, A Theoretical Frame Work for Monetary Analysis, s.219.

(55) M.Friedman, "The Role of Monetary Policy", ss.13-17.

33 yılları arasında doğrulanmamıştır. Bu dönem, para sto-  
kundaki çok önemli bir düşüşe (1/3) bağlı olarak gelirde  
de çok önemli düşüşün olduğu dönemdir (56).

Friedman tarafından yeni formüle edilen miktar  
teorisine göre, genel ekonomik istikrarsızlığın temel  
nedeni parasal faktörlerdir. Ekonomik istikrarın sağlan-  
ması için gerekli koşul bizzat para istikrarınının gerçek-  
leştirilmiş olması gerekmektedir. Bunun için Devlet Mer-  
kez Bankası'na görevini yerine getirmesine olanak verme-  
lidir (57).

Friedman, para otoritelerine çok sınırlı ve uygu-  
lama koşulları kesin yetkilerin verilmesine taraftardır.  
Ancak bu şekilde ekonomik durumda iyileşme olabileceğine  
inanmaktadır. Bunun için iki kurumsal yapılanma öngörülmektedir.  
Buna göre ilk olarak, Merkez Bankası'nın doğrudan yasama gücünün kontrolüne bırakılması gerekmekte,  
ikinci olarak ise, Merkez bankası ile Hazine birleştirilmelidir (58).

Friedman'a göre, fiyat istikrarı para otoriteleri için yalnızca gelecekte özel bir amaç olabilmektedir.  
Buna göre, Merkez Bankası'nın kararlarını değerlendirme-  
lerine izin veren tam bir gösterge bulunmamakta ve sadece kısa vadeli parasal bir gösterge olan reel para ön planda tutulmaktadır (59). Dolayısıyla bu görüşe göre  $M_2$  para tanımı gelire ve temel ekonomik değişkenlere bağlıdır (60).

(56) Friedman, "The Role of Monetary Policy", s.3 ve Friedman A Theoretical Framework for Monetary Analysis, ss.206-217.

(57) M.Friedman, Studies in Quantity Theory of Money, The University of Chicago Press, U.S.A., 1956; ss.3-21, Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis, s.195.

(58) M.Friedman, "Monetary Policy", Journal of Money, Credit and Banking 14(1), February 1987, s.118.

(59) Friedman, "Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy", ss.443-470.

(60) Friedman and Schwartz, a.g.e., ss.596-601.

Friedman, monetaristlerin parasal hedeflerle ilgili görüşlerini beş noktada toplamaktadır (61) :

- Hedef bazı parasal büyüklüklerde büyüme olmalıdır.

- Parasal otoriteler, uzun dönemde enflasyona yol açmayacak hedefleri kabul etmelidir.

- Geçerli parasal büyüklüklerin büyüme oranları aşamalı, sistematik ve önceden açıklanmış bir şekilde uzun vadede başarılı olmak için değiştirilebilir olmalıdır.

- Parasal otoriteler, "ince-ayarlama"(fine-tuning) dan kaçmalıdır.

- Parasal otoriteler, hem faiz oranlarını ve hem de kambiyo kurlarının her ikisiyle oynamaktan kaçınmalıdır.

Friedman'ın enflasyon hakkındaki fikirleri Keynesyen fikirlerle tam bir zıtlık içerisindedir. Friedman enflasyon sürecinin kısa vadeli dinamiği ile ilgili bir analiz yapmıştır. Bunun sonucunda "doğal işsizlik oranı" hipotezini ileri sürerek Philips eğrisine meydan okumuştur (62). Friedman'ın bu konudaki görüşü, devamlı olarak ivmelenen enflasyon para kuramlarınca kontrol altına alınmadığı takdirde, işsizliği devamlı olarak doğal denge düzeyinin altına indirgemek için para politikası kullanılmayacaktır. Bu görüşün bir sonucu olarak, Phillips eğrisi uzun vadede dik olacaktır (63).

-----  
(61) Friedman, "Monetary Policy", s.101.

(62) Friedman, "The Role of Monetary Policy", s.9.

(63) Friedman, "The Role of Monetary Policy", ss.8-9.

Friedman'ın fiyat tahminlerine enflasyon analizini tekrar uyarlamasının en büyük amacı bu alanda daha sonra yapılacak ampirik çalışmaların yönünü etkilemektir. Bu çalışmalar sonucunda, fiyat hareketlerinin faiz oranları üzerinde çok az bir iz bırakacağı teorik bekleyişi doğrulamaktadır (64).

Friedman'a göre, fiyat artışlarının başlıca kaynağı, dolaşımda çok büyük bir miktar paranın olmasıdır. Bu nedenle, enflasyon daima ve her yerde parasal bir olgudur ve ekonomik birimlere gizli olarak kamu otoritelerinin ödettiği bir vergidir. Para miktarındaki artış doğrudan doğruya fiyat yükselişine sebep olması nedeniyle faiz oranlarında da ayarlama gerekmektedir (65).

Friedman'a göre, enflasyonla savaşta, enflasyon oranının yüksekliğine göre, para politikasının dikkatli bir biçimde yürütülmesine, para arzı artışlarının yavaş düşürülerek gerekli düzeye yeterli bir zaman dilimi içinde gelinmesi önerilmektedir. Burada alınan tedbirler 9-12 ay gibi gecikme döneminden sonra etkili olmaktadır.

Sonuç olarak, Friedman'ın para politikasına ilişkin görüşlerini maddeler halinde şu şekilde sıralayabiliriz :

- Para arzının artış oranında meydana gelen değişiklikler nominal milli gelirin artış hızı üzerinde en birinci belirleyicidir.

(64) M.Friedman, "Government Revenue From Inflation", Journal of Political Economy, 79 (4), July/August 1971, ss.846-854.

(65) Friedman, "Government Revenue From Inflation", ss.854-855.

- Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olaydır.

- Enflasyonu esas olarak belirleyen unsur, reel toplam hasıla artışına oranla daha fazla etkili olan para arzı artışıdır.

- Sürekli gelir kavramı ile enflasyonun tanımlamasındaki önemi üzerinde durmuştur.

- Friedman'ın çalışmalarındaki odak noktası geçmişteki tecrübenin gelecekte beklenenler üzerindeki sistematik etkisini ve gelecek üzerine yapılan tahminlerin şimdiki durumu ne şekilde etkileyeceğini formüle etmektedir.

### 3.2.3. Friedman'ın Para Politikasına Katkıları:

Friedman'ın para politikasına getirdiği katkıları maddeler halinde şu şekilde sıralayabiliriz :

- Friedman, teorik ve ampirik araştırma yapacak iktisatçılara uygulayabilecekleri gerçekçi bir strateji sağlamıştır.

- Makro ekonomik dalgalanmaları ve enflasyonu meydana getirmede parasal kurumların yeniden fark edilmesini sağlamıştır.

- Kompleks olan konuları basite indirgeyerek analiz edilmesine yardımcı olmuştur.

- Ekonomik felsefede klasik liberalizmi tekrar canlı ve etkili bir hale getirmiştir.

- Keynes'in depresyona ilişkin parasal olmayan yorumlarına karşılık, Friedman unutulmuş para politikasını tekrar ön plana çıkarmıştır.

- Friedman, özgür teşebbüs ve özgür toplum sistemini savunarak özgürlükcü ekonomi felsefesini getirmiştir.

- Sürekli gelir kavramı enflasyonun tanımlanmasındaki önemi üzerinde durmuştur.

- Friedmanın çalışmalarındaki odak noktası, geçmişteki tecrübenin gelecekte beklenenler üzerine sistematik etkisi ve gelecek üzerine yapılan tahminlerin şimdiki durumu ne şekilde etkileyeceğini formüle etmiştir.

- Fisher'in sermaye teorisini temel alan Friedman Keynes'in tüketim fonksiyonunu, cari tüketim harcamasının cari gelir tarafından belirlenmediğini iddia eden Friedman'a göre, cari tüketim sürekli gelirle ilişkilidir. Makroekonomiye yaptığı bu katkı, daha sonra yapılan araştırmaları yönlendirmiştir.

- Friedman'ın, ekonomi metodolojisine yaptığı en önemli katkı herhangi bir teorinin verimli olup olmadığı hakkındaki uygun kriteri varsayımların gerçekçiliğine değil, tahminlerle ulaşılabilecek deneysel doğrulanma derecesine bağlıdır. Böylece, gereksiz şeylerden soyutlanan basit modellerin kurulmasını sağlamıştır. Friedman, büyük boyutlu genel denge ve ekonometrik modelleri reddederek nispeten basit fakat tahmin ediciliği güçlü ampirik modelleri tercih etmiştir.

- Friedman, çalışmaları sadece ekonomik analiz ve ekonomik politikaya ait değildir. İstatistik teorisi ve uygulamalarına ve iktisat tarihi çalışmalarını ekonomi

bilim metodolojisi tartışmalarına ve özgür bir toplumun politik felsefesine katkıda bulunmuştur.

- Friedman'a göre, uzun dönemde istikrar sağlamaya yönelik iktisat politikası uzun ve kısa dönemli amaçların aynı anda gerçekleştirilmesine olanak verecektir. Böylece, fiyat istikrarı, hızlı büyüme ve tam istihdama paralel olarak kısa dönemde ekonomik istikrar da sağlanmış olacaktır.

### 3.3. P.CAGAN'IN PARA STOKUNA İLİŞKİN GÖRÜŞLERİ(\*\*)

P.Cagan'a göre, para stokunu belirleyen üç determinant bulunmaktadır. Bunlar;

- Güçlü Para
- Nakit Rasyosu
- Rezerv Rasyosu'dur.

Bu üç rasyo, mekanik olarak birbiriyle ilişkili olmayıp, determinantlar arasındaki direk ilişki veya determinantları etkileyen faktörlere paralel davranışları yansıtmaktadır. Bu determinantların para stoku üzerindeki etkileri aynı değildir. Bunlar para stokundaki farklılıkların ana kaynaklarını birbirinden ayırmaya yardım eder ve her bir determinantın davranışının amaca uygunluğuna bakmaktadır. Bu üç determinantın her birinin değişmeye etkisi aşağıdaki formül ile gösterilmektedir :

$$(1) \text{Log}_e M = \text{Log}_e H - \text{Log}_e \left( \frac{C}{M} + \frac{R}{D} - \frac{C}{M} \frac{R}{D} \right)$$

(\*\*) Ayrıntılı bilgi için bkz.: P.Cagan, Determinants and Effects on Changes in the Stock Money, 1875-1960, NBER, New York, 1965.

$$(2) \frac{d \log_e M}{dt} = \frac{d \log_e M}{dt} + \frac{M}{H} \left(1 - \frac{R}{D}\right) \frac{d\left(-\frac{C}{M}\right)}{dt} + \frac{M}{M} \left(1 - \frac{C}{M}\right) \left(\frac{-R}{D} \frac{d}{dt}\right)$$

M = Para stoku

H = Güçlü para (Parasal Taban)

C = Nakit para

R = Karşılıklar

D = Mevduatlar

Eşitliğin sol tarafı, para stokundaki değişme oranını, sağ tarafı ise, üç determinantı göstermektedir. İkinci formül, ortalama oranlarla ifade edilmiştir. Verilen periyodun başındaki ve sonundaki değerlerin ortalaması alınarak hesaplanmış, hata terimi ilave edildiğinde şu formül ortaya çıkmıştır :

$$m = h + c + r + e, \quad e = \text{hata terimi olup, küçük ve ihmal edilebilir.}$$

Cagan'a göre, güçlü para, kamunun elinde tuttuğu para ve bankaların ayırdıkları karşılıkların toplamından oluşmaktadır. Para stoku üzerinde nakit para ve karşılık mevduat oranı aynı etkiyi yaratmaktadır. Dolayısıyla, toplam para stoku, güçlü para miktarı, nakit para rasyosu ve karşılık- mevduat rasyosundan oluşmaktadır. para stoğunun diğer iki belirleyicisinden ayrı olarak güçlü para miktarı, nominal para birimi ile ölçülmekte ve belirlenen nominal miktarın reel değeri fiyatlarla ters orantılıdır. Bu görüşte, fiyattaki değişmeler ekonomideki diğer reel değişkenlerle dengeyi reel miktarla korumaktadır. Buna göre, Merkez bankaları dolaşımdaki para miktarını reeskont ve açık piyasa işlemleri ile kontrol etmektedir.



**İKİNCİ BÖLÜM**  
**PARASAL PROGRAMLAMA SÜRECİ ve**  
**MERKEZ BANKASI PARASIKAVRAMINA GEÇİŞ**  
**(BUNDESBANK ve T.C. MERKEZ BANKASI UYGULAMALARI)**

## 1. BUNDESBANK UYGULAMASI

Almanya Merkez Bankası (Bundesbank), 1957 tarihli Bundesbank Kanunu'na göre, öncelikle paranın istikrarını sağlama fonksiyonunu üstlenmiştir. Buna göre, Alman markının iç ve dış değerini sağlamak Bundesbank'ın görevidir (66). Kanun, Merkez Bankası'nın para ve kredi sağlamaya, fiyat düzeyini dengelemeye dikkat ederek genişletmesini istemektedir. Böylece, Bundesbank Kanunu ekonomi teorisinin klâsik görüşüne dayanmakta olup, para politikasının ana amacı ise enflasyonu önlemektir. Kanunun, öncelikle fiyat istikrarı üzerinde yoğunlaşması, 1920'lerden beri Almanların enflasyonla mücadele tecrübesinden kaynaklanmaktadır (67).

Bununla beraber Kanun, Merkez Bankası'nın önemli ölçüde özerk olmasına izin vermektedir. Böylece, Bundesbanktan, hükümetin genel ekonomi politikasını desteklemesi istenmekte, ancak paranın istikrarında bir bozulma söz konusu ise Bundesbank gereken desteği vermemektedir (68). Bu durumda Kanun, bankayı politik bir baskıya karşı iki özel hüküm ile koruma altına almaktadır. Bu hükümlere göre (69); hükümet politikasına verilen destek, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı hedefini tehlikeye sokuyorsa

(66) Bharat Trehan, "The Practice of Monetary Targeting : A Case Study of the West German Experience", Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, Spring 1988 (2) s.31.

(67) Manfred Willms, "The Monetary Policy Decision Process in the Federal Republic of Germany", The Political Economy of Monetary Policy : National and International Aspects, Donald R.Hoolgman s.36.

(68) Trehan, a.g.m., s.31.

(69) Willms, a.g.m., s.36.

kaldırılabilen ve Merkez Bankası kararlarının bağımsız olarak verilmesi sağlanmaktadır.

Bundesbank'ın işleyişinin daha genel politik-ekonomik bir yaklaşım içinde, para politikalarının seçimini ve hükümet etkisiyle yakın bir işbirliğini kapsayan modelini, Frey ve Schneider analiz etmeye çalışmışlardır. Bu çalışmada, Bundesbank'ın politik baskılardan bağımsız olduğu varsayılmıştır. Bundesbank hükümetin mali politikalarını desteklemek istemediğinde, hükümetle ters düştüğünü ortaya çıkarmıştır. Böyle bir durumda, hükümet yeniden seçilebilmek için para/mali politikalarla ekonomiyi harekete geçirmeye çalışmaktadır. Buna karşılık, Bundesbank'ın, bunların uzun dönemde ortaya çıkan enflasyonist etkilerinin korkusuyla bu politikaya karşı koyduğu görülmektedir (70).

1970'lerde, hızla artan enflasyon neticesinde, sanayileşmiş ülkelerde para politikalarına rehber olarak parasal hedefler belirlenmeye başlanmıştır (71). Parasal büyüme için hedefleri ilan eden ilk Merkez Bankası Bundesbank olmuştur. Bundesbank, parasal hedeflerini 1974 sonlarından itibaren ilan etmeye başlamış ve parasal istikrarı tehdit eden tehlikeler ışığında, ekonomideki fiyat beklentilerini koruyabilmek için kantitatif hedeflerini kamuya açıklamayı önemli bir araç olarak benimsemiştir (72). Ayrıca, Bundesbank, parasal hedeflemeye yönelik

-----  
(70) Willms, a.g.m., s.

(71) Leroy O.Lancey, "An International Comparison of Experiences With Monetary Targeting: A Reaction, Function Approach", Contemporary Policy Issues, 3(5), Fall, 1985, ss.99-112.

(72) Helmut Schlesinger, "The Setting of Monetary Objectives in Germany", BIS Publications, s.6.

yükümlülüğünü yerine getirirken, diğer taraftan da Avrupa para Sistemi ve Amerikan dolarıyla ilgili olarak kur yönetimi politikalarıyla da ilgilenmektedir (73). Ancak, para arzı büyüklüğü için belirlenen hedefler öncelikle esas alınmaya başlanmıştır. Buna bağlı olarak, Bundesbank, 1970'li yılların ortalarından itibaren ara hedef değişkeni olarak, "Merkez Bankası Parası" kavramının hedef düzeyini belirlemiş ve bu kavramı kullanmaya başlamıştır.

### 1.1. "MERKEZ BANKASI PARASI" KAVRAMINA GEÇİŞ

1970'li yılların ortalarından itibaren Bundesbank, ara hedef değişkeni olarak kullandığı "Merkez Bankası Parası" kavramı, geniş parasal büyüklük olan "M<sub>3</sub>"ü oluşturan unsurların ağırlıklı ortalamasıdır. Merkez Bankası Parası, yalnız yerleşik kişilere ait hesapları kapsadığından ve aşırı rezervleri (bazı parasal hesap kalemlerini) tutmadığından parasal tabandan farklı bir yapıya sahip bulunmaktadır.

1973'ten önce, Bundesbank "serbest likit rezervleri" kavramını önermiştir. Bu kavram, ticari bankaların aşırı rezervleri, kısa vadeli yabancı varlıkları ve kullanılmamış iskonto kotalarından oluşmaktadır. Ancak, bu kavram ve bankanın ödünç verme işlemi arasındaki ilişki 1970'li yılların başında zayıflamaya başlamıştır. Özellikle, bankanın ödünç verme işlemi, serbest likit rezervi sifıra yakın olduğu zaman bile büyümeye başlamıştır. Bu durum nedeniyle, Bundesbank alternatif bir kavram bulmaya zorlanmıştır (74).

(73) Von Hagen Jurgen, "Monetary Targeting With Exchange Rate Constraints: The Bundesbank in the 1980's," Federal Reserv Bank of St.Louis, 71(5), Sep/Oct 1989, ss.53-69.

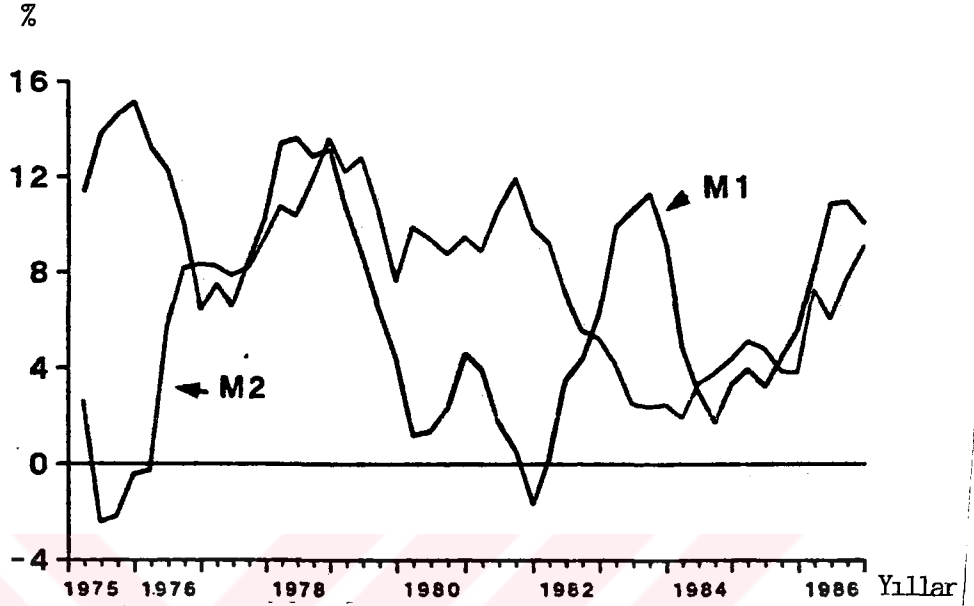
(74) Willms, a.g.m., s.4 ve Trehan, a.g.m., s.32.

1960'lardaki tecrübelerle göre, politikada meydana gelen değişimlerin  $M_1$  üzerindeki etkileri tahmin edilemediğinden özellikle,  $M_1$  büyüklüğünün uygun bir hedef olmadığı anlaşılmıştır. Buna ilaveten, 1965-67 döneminde, faiz oranlarının kontrol edilememesi sonucu, vadesiz mevduat ile kısa vadeli mevduat arasındaki ikamenin düzeyinde bir artış meydana gelmiştir. Sonuç olarak, Bundesbank, 6 aydan daha az vadeli mevduat ile  $M_1$ 'in toplamını içeren para stoğunun biraz daha geniş kavramını incelemeye başlamıştır. Burada önemli olan nokta, faiz oranlarının kontrol edilememesi nedeniyle, vadesiz mevduat ile kısa vadeli mevduat arasında yakın bir ikame ilişkisinin ortaya çıkmasıdır. Bu kavram, sonradan yalnız üç aya kadar vadeye sahip vadeli mevduatları kapsamış ve " $M_{1a}$ " diye adlandırılmıştır. Ancak, 1970'li yıllarda faiz oranlarındaki dalgalanmalar,  $M_{1a}$ 'nın istikrarsız bir gösterge olduğunu ortaya koymuştur. Bunun neticesinde, daha geniş bir kavram, " $M_2$ " hedeflenmeye başlamıştır.  $M_2$ ;  $M_1$  ile dört yıla kadar vadeye sahip vadeli mevduatın toplamından oluşmaktadır (75). Grafik 1'de görüleceği gibi,  $M_1$  ve  $M_2$  arasında güçlü bir ikame bulunmaktadır.

Bununla beraber, 1970'li yıllarda faiz oranlarındaki dalgalanmalar neticesinde, tasarruflar ve vadeli mevduatlar arasında da güçlü bir ikame ilişkisi ortaya çıkmıştır. Sonuçta, parasal otoriteler, " $M_3$ " diye adlandırılan yeni bir büyüklük tanımlamışlardır. Bu büyüklük,  $M_2$  ile tasarruf mevduatının toplamından oluşmaktadır.  $M_3$ ;  $M_1$  ve  $M_2$ 'yi kapsayan mevduatların toplamı olarak algılanmasına rağmen, butarihlerde bu büyüklüğü hedef olarak seçmemiştir. Çünkü, vadesiz, vadeli ve tasarruf

-----  
(75) Trehan, a.g.m., s.32.

GRAFİK 1 : Almanya'da  $M_1$  ve  $M_2$ 'nin Trendi.



mevduatları eşit ağırlıklara sahip bulunmakta ve son iki kavramda (tasarruf ve vadeli hesap) "paranın birikimi" (Moneyness) gibi bir aşırılığa yolaçmakta idi (76). Bu nedenle, Bundesbank, mevcut parasal büyüklüklerden hiç birinin hedef değişken olarak ele alınamayacağına inanarak Merkez Bankası Parası büyüklüğünü benimsemiştir. Daha dar büyüklükler olan  $M_1$  ve  $M_2$  kendi portföylerindeki unsurlararası ikame hareketlerinden etkilenmekte olduklarından, bu büyüklüklerin hareketlerini tahmin etmek oldukça güçtür. Dolayısıyla, daha geniş kavram olan  $M_3$  işlem dengelerinin ölçümünde daha belirsizleşmektedir. Bu nedenle, uygun ağırlığa sahip bir geniş kavram, çözüm olarak görülmüştür. Bu kavramın  $M_3$ 'ün bir kısım özelliklerine sahip olması ve aynı zamanda  $M_3$ 'ten daha geniş

(76) Deutsche Bundesbank; It's Monetary Policy Instruments and Functions, Deutsche Bundesbank Special Series, No: 7, 1984, ss.71-82.

boyutlu işlem kavramlarındaki hareketleri yansıtması amaçlanmıştır (77).

Böylece, Bundesbank 1973 baharında kendi parasının direkt kontrolüne başlamıştır. Buna bağlı olarak, Merkez Bankası Parası, Almanya'da para politikasının ana hedef değişkeni haline gelmiştir. 1974 Aralık ayında, Bundesbank ilk kez olarak, 1975 yılı için Merkez Bankası Parası'nın hedef büyüme oranını açıklamıştır. Bu tarihten itibaren Bundesbank, yıllık hedef oranını açıklamaktadır. 1979 yılından itibaren ise, Merkez Bankası Parası büyümesinin, planlanan yıllık oranının hedef dağılımı açıklanmaktadır. Burada 4 kriterin bileşimi görülmektedir (78).

- Üretim kapasitesinde beklenen büyüme oranı,
- Kapasite kullanımında beklenen değişme oranı,
- Fiyat seviyesinin kaçınılmaz yükselişi,
- Paranın dolaşım hızında beklenen değişme.

TABLO 2 : Merkez Bankası Parasının Gelişiminin Yıllık Hedef ve Gerçekleşme Oranları ve Para Stoku ( $M_1$ )'in Büyüme Oranları (1975-1983).

Yıl	Merkez Bankası Parasının Hedef Oranları (%)	M.B.Parasının Gerçekleşen Oranları (%)	$M_1$ 'in Büyüme Oranı (%)
1975	8 <sup>a</sup>	7.8	13.7
1976	8 <sup>b</sup>	9.2	10.4
1977	8 <sup>b</sup>	9.0	8.2
1978	8 <sup>b</sup>	11.4	13.3
1979	6-9 <sup>a</sup>	9.1	7.5
1980	5-8 <sup>a</sup>	4.8	2.3
1981	4-7 <sup>a</sup>	4.4	1.1
1982	4-7 <sup>a</sup>	4.9	3.1
1983	4-7 <sup>a</sup>	-	-

<sup>a</sup> Yılın sonundaki hedef

<sup>b</sup> Ortalama Yıllık gelişim oranları

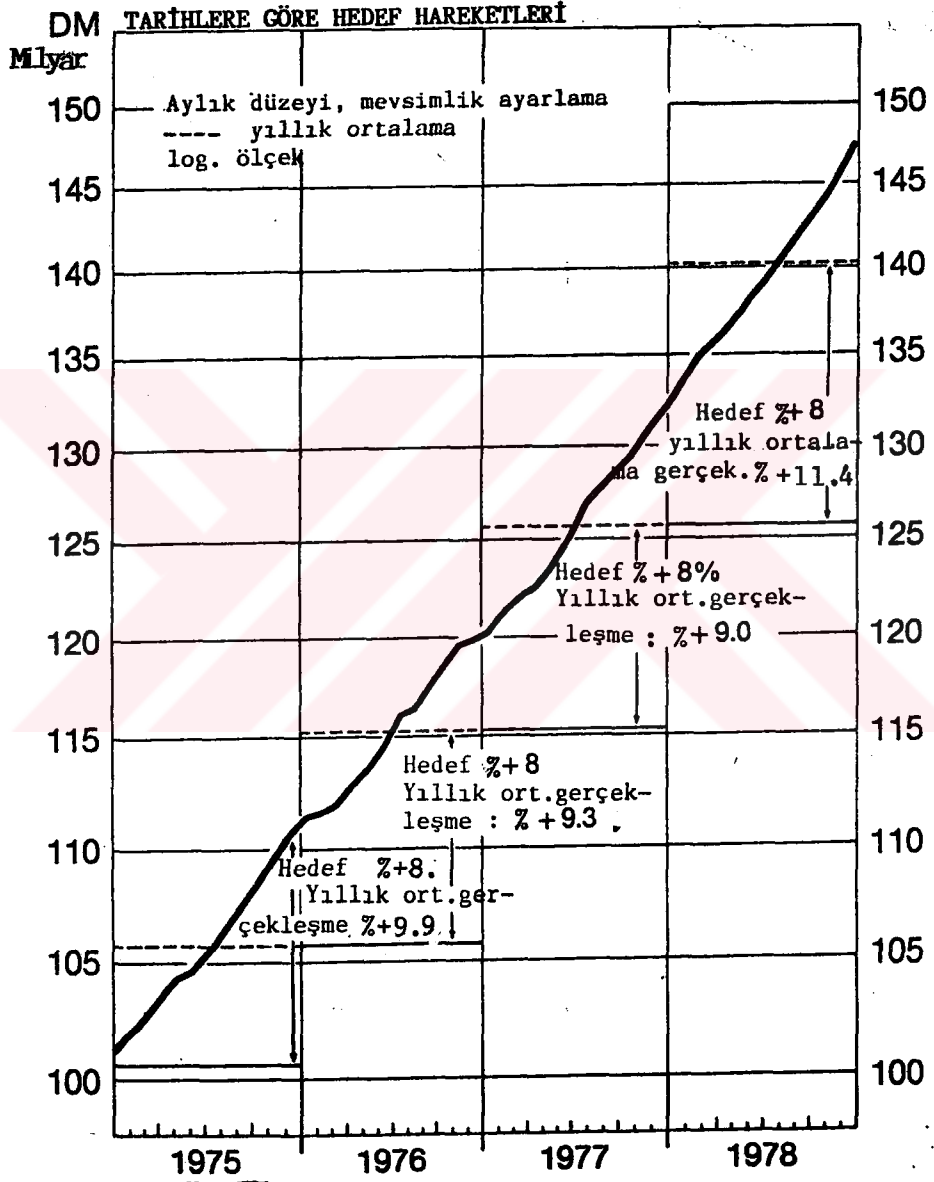
Kaynak : Willms, a.g.m., s.5.

(77) Trehan, a.g.m., s.33.

(78) Willms, a.g.m., s.5.

Tablodan görüldüğü gibi (1978 istisnası hariç), gerçekleştirmeler ile hedefler arası pek fazla sapma yoktur (Ayrıca bkz: Grafik 2-3).

GRAFİK 2 : Merkez Bankası Parası Stoğu\*.

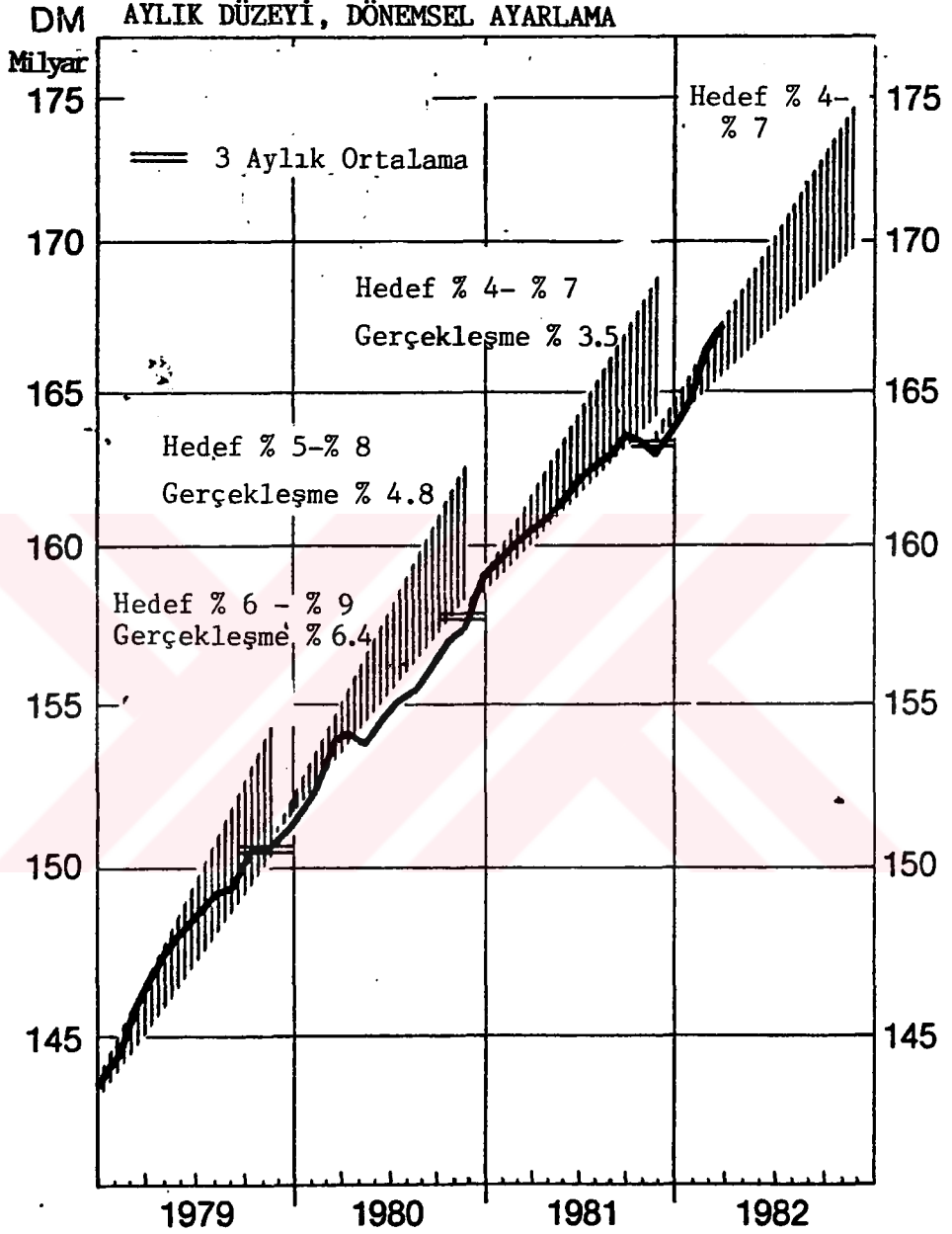


\* Dolaşımdaki para (yurtiçi bankaların kasalarını kapsamakta)+yurt içi yükümlülüklerindeki rezerv yükümlülükleri (Ocak 1974 temel alınarak) sabit rezerv rasyoları ile hesaplanmıştır.

Kaynak : Schlesinger, a.g.m., s.15.



GRAFİK 3 : Merkez Bankası Para Stoğunun Büyüme Oranları\*.

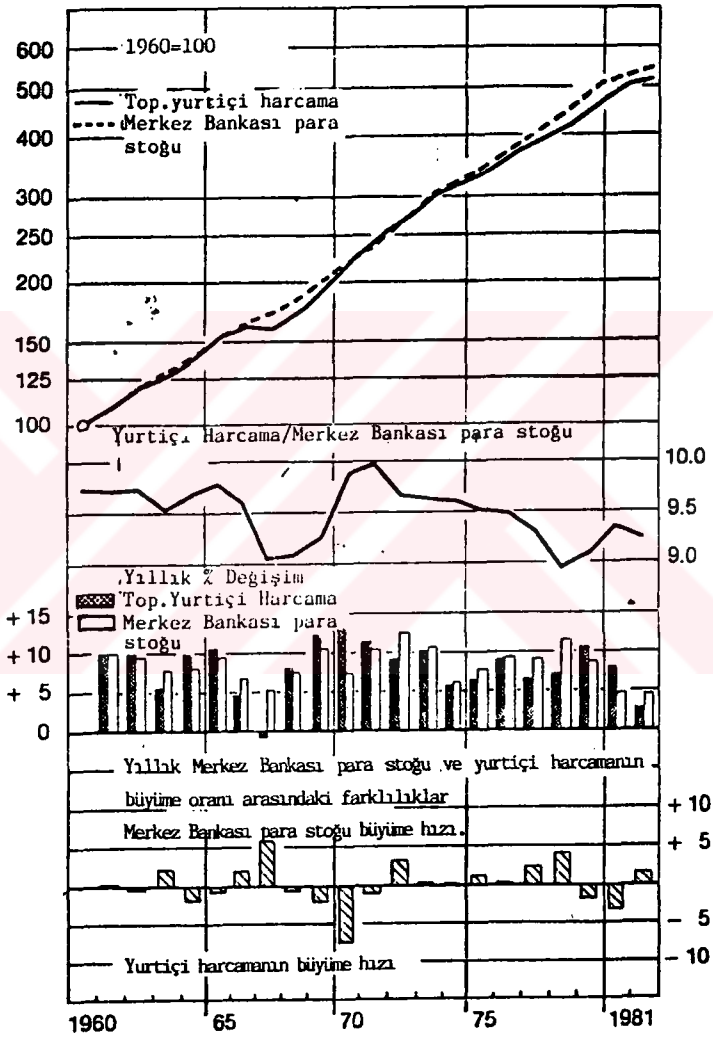


\* Dolaşımdaki para (minimum rezervlerden Mart 1978'den itibaren ufaklık paraların düşülebilir olduğu bankaların kasa bakiyeleri hariç) + Yurtiçi yükümlülüklerdeki rezerv yükümlülükleri (Ocak 1974 temel alınarak sabit rezerv rasyoları ile hesaplanmıştır. 1 izleyen yılın son üç aylığı ve cari yılın son üç aylığı arası.

Kaynak : Schlesinger, a.g.m., s.14.

Merkez Bankası Parası büyüklüğünün araç değişken olarak kabul edilmesinin esas nedeni, bu büyüklüğünün gayri safi milli hasıla veya daha açık olarak, yurtiçi harcamalarla ilişkisinin uzun dönemde istikrarlı olmasından ileri gelmektedir (79)(Bkz: Grafik 4).

GRAFİK 4 : Merkez Bankası Para Stoğu ve Yurtiçi Harcamalar\*.



(\*) Cari fiyatlarla toplam yurtiçi harcamalar: Merkez Bankası Para Stoğu sabit rezerv rasyoları ile hesaplanmıştır (temel, Ocak 1974). (1) Toplam Yurtiçi harcama, Merkez bankası para stoğuna bölünmüştür.

Kaynak : Schlesinger, a.g.m., s.12.

(79) Schlesinger, a.g.m., s.7.

Bundesbank, seçilen Merkez Bankası Parasını rasyonel olarak şu şekilde ifade etmektedir : Buna göre, Merkez Bankası Parası .stoğunun minimum rezerv unsurlarıyla farklı mevduat türleri (bunlar tasarruf, vadeli ve vadesiz mevduatlardır) arasında 4:3:2'lik bir ilişki bulunmaktadır (80). Buna farklı para birikimi düzeyleri olarak veya likiditenin farklı mevduat kategorileri olarak yaklaşılmıştır. Dolayısıyla, Merkez Bankası Parası; dolaşımdaki para + dahilde yerleşik kişilerin vadesiz mevduatının % 16.6'sı + dahilde yerleşik kişilerin vadeli mevduatının % 12.4 + dahilde yerleşik kişilerin Alman bankalarındaki tasarruf mevduatının % 8.1'i olarak hesaplanmaktadır (81).

Böylece,  $M_3$  ve Merkez bankası Parası'nın büyüme oranlarının birbirine yakın olduğu ve gerçekten birbirine benzer özelliklere sahip olduğu Grafik 5'de görülmektedir.

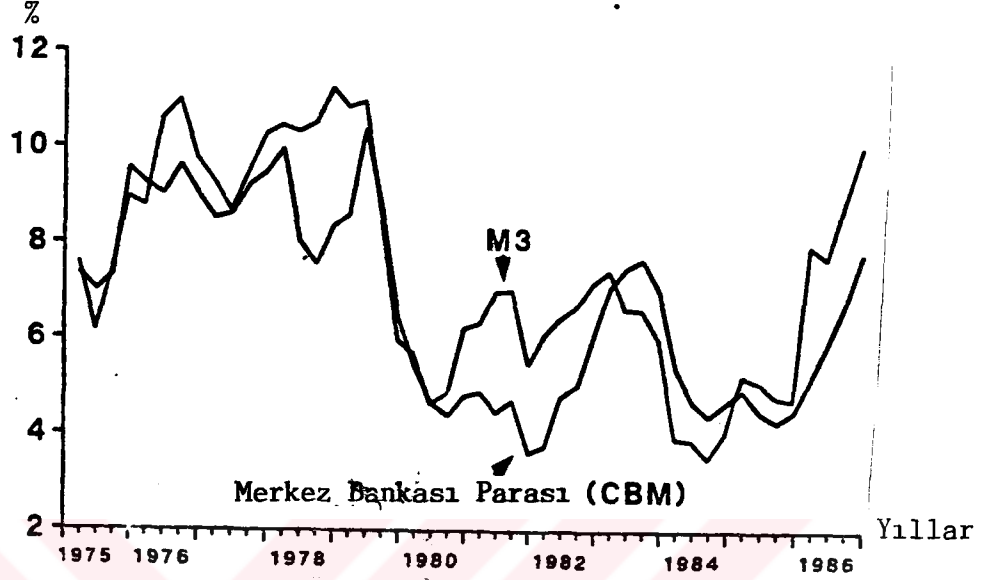
Ancak, Bundesbank 1988 yılına kadar Merkez Bankası Para Stoku denilen ve kendi bilançosundan oluşan büyüklüğü hedeflemiş, ancak 1988 yılından itibaren  $M_3$  hedeflemesine geçmiştir (82).

-----  
(80) Deutsche Bundesbank Special Series, No: 7, s.78.

(81) Öztin Akgüç, Batı Avrupa Ülkelerinde Bankacılığın Denetim ve Gözetimi, ISO Yayını, İstanbul, 1982, s.18.

(82) Trehan, a.g.m., s.43.

GRAFİK 5 : M<sub>3</sub> ve Merkez Bankası Parasının Trendi  
(1975-1986).



Kaynak : Trehan, a.g.m., s.32.

### 1.2. BUNDESBANK'IN UYGULADIĞI POLİTİKALARIN GENEL DEĞERLENDİRİLMESİ (1975-1988)(\*)

Bu kısımda, Bundesbank'ın 1975'te Merkez Bankası parasını hedeflemeye başladığı tarihten itibaren Almanya para politikası incelenecektir. Bundesbank'ın yıllık hedef düzeyleri nasıl belirlediği ve farklı yıllarda merkez bankası parası hedefinin nasıl gerçekleştiği incelenerek bunu etkileyen faktörlertanımlanmaya çalışılacaktır. Sonuç olarak, merkez bankası parasının yerini saptamada rol oynayan faktörlere ve bu düzeylere ulaşmakta nasıl başarılı olduğu dikkate alınacaktır.

(\*) Trehan, a.g.m., ss.38-43 (Bu kısım, adı geçen makalenin Appendix kısmından alınmıştır).

### Aralık 1974 - Aralık 1975

Almanya para politikası, 1975 tarihinde yumuşamış olup, ilk defa hedefini bu yılda ilan etmiştir. Reel gayrisafi milli hasıla 1974 yılı ortalarında daralmaya başlamış ve 1975 yılı ortalarına kadar % 5 civarına düşmüştür. Bundesbank'ın yavaşlama eğilimi yıl içinde doların düşmesiyle güçlenmiştir. Bu yılın Mart ayında Mark savaş sonrası düşük olan 2.28 kurundan daha düşük bir düzeye inmiştir. 1975 ortalarında ekonomik aktivitede gelişmeye ilişkin bir işaret görülmediği için, Bundesbank'ın ileriye dönük politikasında bir gevşeme olmuştur. Eylül'de ise iskonto oranı % 3.5 olarak kalmıştır (bu oran Eylül 1974'teki düzeyinin yarısıdır).

Merkez Bankası parasının büyümesi üzerinde parasal genişlemenin etki oluşturacağı beklenmiştir. Merkez Bankası parasının Aralık 1975'teki düzeyi Aralık 1974'teki düzeyinin % 10 kadar üzerinde olması, bu oranın hedefi % 2 oranında aşması anlamına gelmekteydi. Hedefin aşılmasına tepki olarak, Bundesbank o yılın hedefini yeniden tanımlayarak cevap vermiştir. Merkez Bankası Parasının hedef büyüme oranı yıldan yıla temel alınması yerine Aralıktan Aralığa esas alınarak ölçülecek ve Merkez Bankası parasının hedeflenen büyüme oranı 1976 için % 8 olarak açıklanmıştır.

### 1976 - 1977 Yılı

Enflasyon oranı azalmakta iken, gelecek iki yılda ekonomi tekrar gelişmeye başlamıştır. 1976 yılında yurtiçi talepte güçlü bir artış olmuş ve reel GSMH % 5.5 civarında artmıştır. Enflasyon oranı her yıl başına % 4 oranında azalma göstermiştir. Reel GSMH, işsizlik azalmamasına rağmen, yıl boyunca % 2.5 oranında artmıştır.

1977 yılı için geçinme indeksi 1976 yılındaki düzeyinin % 3.9 oranında üzerinde olmasına rağmen enflasyon bu yılda açık bir şekilde yavaşlama eğilimine girmiştir.

Doların 1975 yılı ortalarından itibaren yeniden önem kazanmaya başlaması ve 1976 yılının ilk yarısında nispi olarak istikrar kazandıktan sonra ikinci yarısında, Mark karşısında tekrar değer kaybetmeye başlamıştır. Doların, Ekimden sonra önemli ölçüde değer kaybetmesi 1977 yılı boyunca sürmüştür. Mart 1978 sonrası dolar ilk 14 ayda % 19 oranında düştükten sonra 1.99 Mark kurunda kalmıştır. Bundesbank, Merkez Bankası Parasının hızla büyümesi nedeniyle, 1977 yılında önemli ölçüde rahatlamıştır. Merkez bankası'nın bu yılda bir yıllık büyüme oranı % 9 iken, yılın ikinci yarısında bu oran yıllık olarak % 12 civarında artış göstermiştir. Dolayısıyla bu durum, yıllık büyüme hedefinin % 1 puan üzerinde idi.

#### 1978 Yılı

Doların değer kaybetmesi, Bundesbank'ın 1978'de gevşeyen politikasını sürdürmesinin arkasındaki en önemli neden olmuştur. Reel GSMH bu yılda % 3.5 oranında artmış, ancak işsizlik oranı % 3.7'ye düşmüştür. Bu yüzden, yurtiçi faaliyetlerin daha fazla geliştirilmesine ihtiyaç duyulmadığı ileri sürülmüştür. Bununla beraber mark-dolar karşısında Ekim 1978'e kadar önemli oranda değer kazanmış ancak dolar 1.78 mark kurunda kalmıştır. Markın istikrarlı kalma teşebbüsü, bu yılda iskonto oranının % 3'te kalması ile uzlaştırıcı bir düzey oluşmuştur. Bu durum, enflasyon oranının düşüş göstermesine olanak sağlamıştır. Tüketici fiyatları, 1978 yılında % 2.6 oranında artış göstermiş ancak bu artış 1960 yılı sonlarından itibaren görülen en düşük oran idi. 1978 yılı Merkez Bankası Parası hedef oranı % 8 iken, bu yılda % 11 oranında büyüdüğü

görülmekte ve Merkez bankası Parasının büyümesindeki bu artış gevşeme politikasına yol açmıştır.

Hedeflenen ile gerçekleşen Merkez bankası büyümesi arasındaki bu farklılık, Bundesbank'ın o yıl için önceden hedef belirlenmiş iken, bir kez daha hedef belirlemesinden kaynaklanmıştır. Bu nedenle, o yıldan sonra gelecek yıl için Bundesbank, 4 ayrı 3 aylık dönemler için Merkez Bankası Parası büyümeyi hedefleyen temele karar vermiştir.

### 1979 Yılı

Dolar-Mark döviz kuru 1979 yılında nisbi olarak istikrarlıdır. Buna göre, Bundesbank, yurtiçi ekonomik faaliyetlerde yoğunlaşmıştır. 1979 yılındaki geçinme indeksi, 1978 yılının % 4.1 oranında üzerinde idi. Enflasyon ise, Aralık 1979'da bir yıl önceki düzeyinin yaklaşık % 5.5 oranında üstünde olup, bu durum kademeli bir yükseliş idi. Buna karşılık, reel GSMH % 4.5 oranında artmış ve işsizlik ortalama oranının % 3.3 olması ile ekonomik faaliyetleri güçlendirmiştir.

Bu nedenle, Bundesbank para politikasını sıkılaştırmış İskonto oranı Martta % 4'e ve Temmuz ayında % 5'e yükselmiştir. Merkez Bankası Parası ise, Mayıs gelinceye kadar hedefin üstünde kalmıştır. Yıl ortasında Banka Merkez Bankası Parasının hedef düzeyinin yarım puan düşmesine müsaade etmeyi kararlaştırmıştır. Böylece, para politikası, 1979'un ikinci yarısından itibaren sıkılmaya başlamıştır.

### 1980 Yılı

Markın değer kaybetmesi ve enflasyonun yükselmesi, sıkı para politikasının 1980 yılı başlarında uygulanmasına neden olmuştur. Mark dolar karşısında % 13 oranında değer kaybetmiş iken, tüketici fiyatları 1979'daki düzeyinin % 5.5 oranında üzerinde bulunmakta idi. Bu yılda, reel GSMH % 2 oranında büyümesine rağmen, bu büyüme yılın ilk çeyreğinde olmuş ve yılın ikinci yarısında gerçek olarak GSMH azalmıştır. Şubatta, Bundesbank, Merkez Bankası Parasının hedef düzeyini belirlenen oranın ortasında veya ortanın altında koruduğunu açıklamıştır. Yaz döneminde, markın değer kaybetmeye başlamasıyla Merkez Bankası Parasının büyümesindeki canlanma sonucu, reel aktivitenin de arttığı görülmüştür. Bundesbank, gelecek yıl için hedef düzeyini % 1 oranında azalttığını ilan ederek sıkı para politikasının devam ettiğinin işaretlerini vermiştir.

### 1981 Yılı

1981 yılı GSMH ve enflasyon artışının birbirine zıt düştüğü bir yıldır. Geçinme indeksi yaklaşık olarak % 6 oranında artmış iken, reel GSMH bu yılda % 0.3 oranında azalmıştır.

Mark, dolar karşısında bu yılın başlarında kesin bir şekilde azalma göstermiştir. Şubat ortalarına kadar 1980 yılında olduğu gibi mark yine değer kaybetmiştir.

Bundesbank, bu durum karşısında politikasını aşırı sıkarak tepki göstermiştir. Mark yılın ikinci yarısında dolar karşısında değer kazanmaya başlamış ve eski düzeye yeniden ulaşmıştır. Sonuç olarak, faiz oranları 1981'in sonunda düşmeye başlamıştır. Merkez Bankası Parası yıl



ortasına kadar hedeflenmiş düzeyini korurken, sonra yavaşlamaya başlamış ve yıl sonuna doğru azalma görülmüştür.

### 1982 Yılı

1982 yılında dünya çapında oluşan resesyon, Almanya'nın ihracatındaki azalmaların, işsizliğin % 5'ten % 6.5'a yükselmesi, yurtiçi talepteki durgunluğun reel GSMH'nin % 1.5 oranında azalmasına neden olmasıyla sonuçlanmıştır. Tüketici fiyatları, 1982'de % 5.3 oranında artmış olmasına rağmen, enflasyon hızında bu yılda açıkça bir yavaşlama görülmüştür. Mark, 1982'nin başında istikrarlı kaldığından, Banka, Merkez Bankası Parası büyümesinin belirlenen hedef düzeyinin ortasınının biraz üstünde veya ortasında olabileceğini açıklamıştır.

Parasal gevşeme, markın dolar karşısında değer kaybetmesiyle yıl ortasında durmuştur. Bununla beraber yıl sonuna doğru faiz oranlarında dünya çapında azalma nedeniyle, Alman parasal otoriteleri, yurtiçi oranlarının indirilmesine müsaade etmiştir. İskonto oranı ise, Aralık ayında % 5 oranında kalmıştır.

### 1983 Yılı

Mark nisbi olarak 1983 yılı başlarında istikrarlı olup, enflasyon oranında bu yılda azalma görülmüştür. Bu nedenle, Bundesbank, politika belirleyicilerin GSMH büyümesi üzerinde yoğunlaşmalarına izin vermiştir. Bundesbank, bu koşullar altında yıl içinde Merkez Bankası parası büyümesi hedef düzeyinin % 4-7 oranında veya yarım puan üstünde olabilmesini kabul etmiştir. Buna bağlı olarak, politika başlangıçta gevşek kalmış, ancak markın sonradan yıl içinde değer kaybetmesiyle politika sıkılmıştır. İşsizlik oranı 1983'te yükselmesine rağmen, GSMH

büyüme oranı da yıl boyunca artış göstermiştir. Reel GSMH yıl içinde % 1.5 oranında artmıştır (bu artış oranı, 1980 yılından beri görülen ilk artıştır).

#### 1984 Yılı

Grevler nedeniyle, önemli ölçüde üretim kayıplarına rağmen, reel GSMH 1984 yılında % 2.5 oranında artış göstermiştir. Güçlü dış talep (ihracat) bu artışa önemli katkıda bulunmuştur. Bununla beraber, işsizlik oranı toplam emek gücünün % 8.1'i olarak kalmıştır. Geçim indeksi 1983'teki % 3.3 oranı ile karşılaştırıldığında, bu oranın üstünde % 2.4 oranında yükselmiş ancak enflasyon trendi de aşağı inmeye devam etmiştir. Bununla beraber, 1984 yılında mark, dolar karşısında yaklaşık olarak % 13.5 oranında düşmüş ve bu düşüşte faiz oranlarındaki sapmaların büyük ölçüde sorumlu olduğu görülmüştür.

#### 1985 Yılı

Faiz oranları gerçek olarak, bu dönemde artış göstermiştir (Dolar Şubat 1985'te en yüksek noktaya ulaşmıştır). Buna karşılık, A.B.D.'deki faiz oranları azalmıştır. Bu durum Alman faiz oranlarında azalmaya (ki aynı oranda azalma) yol açmıştır. GSMH'nin % 2.5 oranında artışıyla reel aktivite yükselmiştir. Yıl boyunca, tüketici fiyatlarındaki % 2.5 oranındaki artış yanında enflasyon aşağı doğru bir gelişme göstermiştir.

1984 yılında Merkez Bankası Parasının hedef düzeyinin daha önceki % 6'dan düşük sınırını aşmasının oluşturduğu belirsizlik ekonomik çevrede olumsuz bir gelişme yaratmıştır. 1985 yılında Bundesbank, hedef düzeyinin % 1 alt ve üst sınırdan tutarak düşük enflasyon seviyesini korumayı başarmıştır.

## 1986 Yılı

1986 yılı için hedef düzeyi, potansiyel reel GSMH oranı arttığı için yüzde yarım oranında artmıştır. Fiyatlar, bazı indekslerdeki azalma nedeniyle bu yılda istikrarlı kalmıştır. Para politikası, döviz kuru sayesinde tekrar hakim bir politika haline gelmiştir. Mark, dolar karşısında değer kazanmaya devam etmiş ve buna Bundesbank, genişletici politika ile cevap vermiştir. İskonto oranı ise, Mart ayında % 3.5 oranında kalmıştır.

Bu koşullara uygun politika, Merkez Bankası Parası hedefinin yıl ortasındaki sınırını aştığı konusunda açık sinyal alındığı zaman bile devam etmiştir. Bu yüzden, Merkez Bankası Parası, 1986 hedef yılı için % 7.7 oranında gerçekleşmiş, ancak bu oran hedef düzeyinin üst noktasının % 2 oranında üzerinde bulunmakta idi.

Döviz kurlarının gelecek boyunca belirsiz olması (ki buna Bundesbank dilinde "özel belirsizlikler" denir) 1987 yılında hedef düzeyinin % 1 oranında genişlemesine yol açmıştır.

Reel GSMH, tüketimdeki artışlar nedeniyle 1986 yılında % 2.5 oranında artış göstermiştir. Bununla beraber, 1986'nın son çeyreğinde üretimde meydana gelen durgunluk ve 1987'nin ilk aylarındaki azalma nedeni ile 1986 yılı ortalarından itibaren büyüme yavaşlamaya başlamıştır. Bu hızlı kötülüşme, ihracattaki ağırlaşma ve kesin olarak artan ithalatın sonucu olarak sürpriz bir gelişme olmuştur. Bu durum, savaş sonrası dönemde ihracat hacminde görülen 3.düşmedir.

## 1987 Yılı

Mevcut data, para politikasının 1987 yılında döviz kuru üzerinde yoğunlaşmaya devam etmektedir.

Merkez Bankası Parası, 1987'nin son çeyreğinde 1986'nın son çeyreğine nazaran % 8.1 oranında artmış olup, hedef düzeyi ise, % 3.0-6.0 arasında % 2.1 olarak gerçekleşmiştir. Ocak 1988'de Bundesbank,  $M_3$  için hedef düzeyini % 3-6 olarak açıklamıştır. Aynı zamanda,  $M_3$ 'teki düşme sebebi olarak, Merkez Bankası Parası üzerindeki hareketlerinin oldukça büyük önemi olduğunu işaret etmiştir.

## 2. TÜRKİYE'DE REZERV PARA, PARASAL TABAN, MERKEZ BANKASI PARASI KAVRAMLARININ GELİŞİMİ ve PARASAL PROGRAMLAMAYA GEÇİŞ

Kağıt para kullanımı ve para sistemlerinin banknota dayanmaya başlaması ile Merkez bankacılığı fikrinde gelişme olmuştur. Dolayısıyla Merkez bankalarının başlıca görevleri arasında genelde para piyasalarını düzenlemek gelmiştir. Hatta, bazı ülkelerde, merkez bankalarının görevleri, sadece kredi düzenleme ve denetimi ile sona ermemekte, aynı zamanda, ekonominin gelişmesini de teşvik etmekte ve onun finansmanını yüklenmektedir (83). Bu nedenle, Merkez bankası'nın ekonomide önemli bir aşamayı ifade ettiği ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, Will Rogers'in şu sözü bu görüşü destekler niteliktedir : "Tarihin üç büyük keşfi; ateş, tekerlek ve merkez bankacılığı"dır. Böylece bu görüşle, para-kredi politikasının

-----  
(83) Nevzat Alptürk, Merkez Bankacılığı, Türkiye Bankalar birliği Yayın No: 49, Ankara, 1972, s.69.

önemi vurgulanmış ve her merkez bankasının ana fonksiyonunun ekonomideki para ve kredi arzını kontrol etmesi gerektiği ifade edilmiştir (84).

Türkiye'de 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı Kanunla Anonim Şirket şeklinde kurulan T.C. Merkez Bankası özel hukuk hükümlerine tabidir. Bankanın, anonim şirket şeklinde ve özel hukuk hükümlerine tabi kurulmasındaki amaç, Merkez Bankası'nın, para-kredi politikasının düzenlenmesinde ve diğer fonksiyonların yürütülmesinde günün siyasi otoritelerinden bağımsız kılınmasıdır (85). Bu nedenle, 1715 sayılı Kanunla Hazinesin payı % 25 olarak belirlenmiştir. Ancak bu konunun II. Dünya Savaşından sonra merkez bankacılığı alanında meydana gelen gelişmeleri karşılayamaması nedeniyle, 26 Ocak 1970'te 1211 sayılı Kanun yürürlüğe girmiştir (86). Bu kanunla, 1999 yılı sonuna kadar, Merkez Bankası banknot çıkarmaya ilişkin imtiyazı elinde bulundurmaktadır. Aynı zamanda bu kanunla, Hazinesin payı % 51'e çıkarılmıştır. Bu uygulama ile T.C. Merkez Bankası'nın devletin finansman kaynağı durumuna geldiği söylenebilir.

1211 sayılı Kanunla T.C. Merkez Bankası'nın temel görev ve yetkilerini şu şekilde sıralamak mümkündür (1211 sayılı Kanun, 3291 sayılı Kanunla değiştirilen şekli Mad: 4) :

- 
- (84) Cafer Tayyar Sadıklar, Türk Mali Sistemi İçinde Bankalar, Ankara, 1981, s.93.
- (85) İlhan Uludağ, "Türkiye'de Ekonomi Politikalarının Etkinliği Açısından Merkez Bankası'nın Özerklik Sorunu", Frederich Ebert Vakfı, İstanbul, 1990, s.20.
- (86) Avni Zarakoğlu, Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi, Ankara, 1984, s.81.

a) Para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlar gözönünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir şekilde yürütmek,

b) Hükümetle müştereken milli paranın iç ve dış değerini korumak amaçlarıyla gerekli tedbirleri almak,

c) Milli paranın hacim ve tedavülünü, bu kanun gereğince düzenlemek,

d) Bankalara kredi verme işlerini bu kanunda belirtilen esas ve sınırlar içinde yürütmek,

e) Para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemleri yapmak,

f) Mevduat vade ve türleri ile mevduatta vade müddetlerini ve bunların yürürlük zamanlarını tayin etmek,

g) Milli para ile altın ve yabancı paralar arasındaki ilişkiyi Hükümetçe belirlenecek esaslar dairesinde tayin etmek,

h) İlgili mevzuat ve hükümetçe alınacak kararlar çerçevesinde altın ve döviz rezervlerini, ülke ekonomik menfaatlerine uygun şekilde yönetmek,

ı) Hükümetçe alınacak kararlar çerçevesinde borsada döviz ve kıymetli madenler üzerinde işlem yapmak,

j) Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunu idare ve temsil etmektir.

Dolayısıyla Banka, bu kanunla hükümetin, mali ve ekonomik müşavirlik, mali ajanlık ve haznedarlık görevini yerine getirmektedir.

Ancak, Merkez Bankası'nın ekonomide istikrarın sağlanabilmesi ve para-kredi politikasının uygun bir şekilde yürütülmesi başka bir ifade ile, para arzı ve ekonominin likiditesini istenilen düzeye getirebilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, likidite göstergesi olarak, Merkez Bankası bir parasal gösterge seçmek durumundadır. Bu gösterge yabancı ülkelerde parasal taban olurken, Türkiye'de ise, "Rezerv Para" olmuştur (87). Ancak 1989'dan itibaren, gösterge olarak Merkez Bankası "Merkez Bankası Parası"nı izlemeye başlamıştır. Bundan böyle, Parasal Taban ve Rezerv Para Merkez Bankası Parasının alt kalemi olarak görülmüştür. Ancak, Türkiye'de Parasal Taban ve Rezerv Para tanımları 1989 tarihinden itibaren değişikliğe uğramıştır. Bu çalışmada Rezerv Paranın eski tanımı (Tablo: 3), 1989 sonrası yeni tanımı (Tablo: 4)'de verilmiştir. Ancak M.B.tarafından Parasal Tabana ilişkin yeni tablolar yayınlanmadığından eski tablolara yer verilecektir (Tablo 5).

Bununla beraber, Merkez Bankası Parası'nın 1990 yılı itibariyle yeni para arzı tanımları şu şekildedir :

$$M_1 = \text{Dolaşımdaki para} + \text{Vadesiz Mevduat (Resmi Kuruluşlar Mevduatı Hariç)},$$

$$M_2 = M_1 + \text{Vadeli Mevduat (Resmi Kuruluşlar Mevduatı Hariç, Mevduat Sertifikaları Dahil)},$$

$$M_{2y} = M_2 + \text{Döviz Tevdiat Hesapları},$$

$$M_3 = M_2 + \text{Resmi Kuruluşlar Mevduatı} + \text{Merkez Bankasındaki Diğer Mevduat.}$$

$$M_{3y} = M_3 + \text{Döviz Tevdiat Hesapları.}$$

-----  
(87) Nur Keyder, Para (Teori-Politika), Ankara, 1990, s.149.

Merkez Bankası ekonominin likiditesini, TL cinsinden açtıkları kredilerin miktarını (net iç varlıkları) ve piyasalardan döviz alıp satarak net dış varlıkları değiştirerek düzenlemektedir. Bu işlemlerin sonucu, Merkez Bankası bilançosunda görülmektedir (88). Dolayısıyla, Merkez Bankası bilançosunun büyüklüğünü orta vadede kontrol edebilmek ve kur riski oranını düzelterek, döviz pozisyonundan kaynaklanan zararı en aza indirmek için 1990 yılında parasal programını açıklamış bulunmaktadır. Bu kısım içerisinde bu konuya ayrıntılı olarak değinilecektir.

Bu kısmın büyük çoğunluğu, T.C.Merkez Bankası, 1989 III, 3 Aylık Bülten, ss.11-17, T.C.Merkez Bankası, 1990 I, 3 Aylık Bülten, ss.20-32, T.C.Merkez Bankası, 1990 Yıllık Rapor, ss.31-33, Sn.Rüşdü Saracoğlu'nun 1990 Parasal Programlamayı Takdim Konuşması ve T.C.Merkez Bankası'ndan elde edilen bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır.

## 2.1. REZERV PARA, PARASAL TABAN ve MERKEZ BANKASI PARASI

Merkez Bankası'nın temel işlevleri arasında, ulusal düzeyde ödeme mekanizmasının düzgün bir şekilde çalışmasını sağlamak, mali konularda devletin hazinesinin bankası ve hükümetin danışmanı olarak görev yapmak ile banknot çıkarma yetkisi olmakla beraber, ekonomik istikrarın sağlanmasında da önemli rolü bulunmaktadır. Dolayısıyla, Merkez Bankası öncelikle ekonomideki para-kredi miktarını düzenleyebilmek için ekonominin likiditesini ayarlayabilmek için ülke parası cinsinden açtıkları

-----  
(88) TCM 1989 II. 3 Aylık Bülten, s.11.



kredilerin miktarını değiştirmekte ve piyasalardan döviz alıp-satmaktadır. Merkez Bankası'nın yaptığı bu işlemler, bilançolarında iç ve dış varlıkları arttırıcı veya azaltıcı yönde etkilemektedir. Merkez Bankası'nın varlıklarında meydana gelen bir artış, yükümlülüklerinde de artışın olmasını gerektirmektedir. Bunun için, Merkez Bankası, meydana gelen varlık artışını finanse etmek için bir yükümlülük yaratmaktadır. Böylece bu yükümlülüğü ifade eden parasal gösterge rezerv para, parasal taban veya Merkez Bankası Parası olabilmektedir. Merkez Bankası varlık artışlarını iki şekilde finanse etmektedir (\*) :

i) Mevduat yaratarak varlık artışını finanse etmektedir. Merkez Bankası iki türlü mevduat kabul etmektedir. Bu mevduatlardan birincisi, ticari bankalarda olduğu gibi, ekonomideki diğer birimlerin mevduatlarını Merkez Bankası'na yatırmasıyla oluşmaktadır. Bu görevi genelde bankalar ve kamu kesimi yapmaktadır. İkinci tür mevduat ise, ticari bankaların topladıkları mevduatın bir miktarının Merkez Bankası'nda tutulması anlamında olan "zorunlu karşılık" uygulamasıdır. Bu uygulama bankacılık sisteminin olağanüstü durumlarda likidite sıkıntısına düşmemesi için getirilmiştir. Bununla beraber, zorunlu karşılık uygulaması, Merkez Bankası'nın varlık artışını finanse etmede kullandığı bir olanak olup, ekonomik koşullara göre, zorunlu karşılık oranları Merkez Bankası tarafından saptanmaktadır. Ancak, zorunlu karşılık oranlarındaki artışlar bankacılık sisteminin kullandığı kaynak miktarını azaltıcı etkide bulunacağından, kredi

-----

(\*) TCMB 1989 III. 3 Aylık Bülten, ss.11-12.

hacmini, kredi faiz oranlarını ve dolayısıyla ekonomik faaliyetleri etkilemektedir. Sonuç olarak, "zorunlu karşılık" uygulaması bankacılık kesiminden alınan bir vergi şeklinde düşünülebilir.

ii) Emisyon yaratarak varlık artışını finanse etmektedir. Merkez Bankası banknot basma yetkisine sahip olduğundan, varlık artışını banknot basarak da finanse edebilir. Ancak, bu durum, varlık artışının emisyon ile finanse edilmesi anlamına gelmektedir. Bunun neticesinde, Merkez Bankası varlık artışını finanse etmek için ister mevduat, ister emisyon yapmak şeklinde olsun, Merkez Bankası parası yükümlülüğünü yaratmak durumundadır. Merkez Bankası Parası toplamına Tablo 4'ün sağ kolunanda görüldüğü gibi, emisyon, çeşitli mevduatlar, parasal taban ve rezerv para da dahildir.

TCMB'nin bilançosu incelendiğinde emisyon ve mevduat başlığı altında toplanamayacak başka kalemler de bulunmaktadır. Tablo 4'ün sağ tarafında TCMB'nin yükümlülükleri, bu farklılıkları belirtecek şekilde sınıflandırılmış olarak verilmiştir.

TCMB bilançosundan çıkabilecek yükümlülükler üç ana başlık altında toplanabilir (Tablo 4'ün sağ kolunu) (89) :

- TCMB'nin yerleşiklere TL cinsinden yükümlülükleri (Merkez Bankası Parası),

- TCMB'nin yerleşiklere döviz cinsinden yükümlülükleri (Toplam İç Yükümlülükler - Merkez Bankası Parası)

- TCMB'nin dış yükümlülükleri.

-----

(89) Keyder, a.g.e., s.151.

TABLO 3 : Rezerv Paranın Kaynak ve Kullanım Yönünden Hesaplanması (1989 öncesi tanım).

Kullanım Yolu (Pasiften)	15 Eylül 1989: (milyar T.L.)
Dolaşıma çıkan banknotlar	8631.8
Mevduat zorunlu karşılıkları	5320.3
Bankalar Serbest Mevduatı	601.3
Banka dışı özel hesap mevduatı	350.1
<b>Rezerv Para</b>	<b>14903.7</b>
<b>Kaynak Yolu (Aktiften)</b>	<b>14903.7</b>
<b>REZERV PARA</b>	<b>14622.4</b>
(1) Dış varlıklar	14622.4
(1.1) Altın	3136.1
(1.2) Finansal değerler	11478.1
(1.2A) Döviz	7735.4
(1.2B) Verilen krediler	3630.3
(1.2BA) İRAK	2484.0
(1.2BB) Diğer Ülkeler	146.3
(1.2C) Diğer yabancı varlıklar	112.4
(1.3) ÖÇM	8.2
(2) Dış yükümlülükler	20294.8
(2.1) DÇM	1.6
(2.2) Dredner	13435.3
(2.3) Banker kredileri	364.8
(2.4) Depozito	75.1
(2.5) Akreditif (L/C)	184.2
(2.6) İMF	151.6
(2.7) Orta ve Uzun vadeli krediler	3476.1
(2.8) İMF'den alınan kredisi	0.0
(2.9) Diğer	2406.3
Net Dış Varlıklar (NFA) (1)-(2)	-5672.4
(3) Devalüasyon Hesabı	18291.6
Net Dış Varlıklar (sermaye kaybı dahil) (1)-(2)+(3)	(12619.2)
(4) Kamu Sektörüne Kredi (net)	(4181.8)
(4.1) Hazineye kısa vadeli avans	3105.1
(4.2) Diğer Hazine hesapları (net)	-2497.3
(4.2A) TL Hesapları	-302.5
(4.2AA) Hazine tahvilleri	41.4
(4.2AB) Diğer	-343.9
(4.2B) Döviz Mevduatı	-2195.0
(4.3) Konsolidasyon Hesabı	2417.1
(4.4) THO	893.1
(4.5) Diğer KİT kredileri	537.2
(4.6) Prim odemeleri için borçlanma	94.1
(4.7) Kamu Sektörü Mevduatı	-387.3
(4.7A) TL cinsinden	-190.9
(4.7AA) KİT'lerin	-1.5
(4.7AB) Kamu Ortaklığı Fonu	-9.3
(4.7AC) Toplu Konut Fonu	-97.3
(4.7AD) Teşvik ve Destekleme Fonu	-82.8
(4.7B) Döviz cinsinden	-196.4
(5) Banka Kesimine Kredi	(-1454.6)
(5.1) Tarım	660.8
(5.1A) Satış Koop.	0.0
(5.1B) Kredi Koop.	135.2
(5.1C) Diğer kooperatifler	525.6
(5.2) Ticari Sermayeler	1398.7
(5.2A) İhracat	748.9
(5.2B) Endüstri	0.0
(5.2C) Orta vadeli	774.2
(5.2D) Diğer	76.2
(5.3) Bankalara Özel destek	11.4
(5.4) Tasarruf fonuna avans	25.0
(5.5) DÇM	0.0
(5.6) Floot	0.0
(5.7) Döviz mevduatı	-3644.9
(5.7A) Döviz mevduatı (dış. olarak)	-2269.1
(5.7B) Diğer	-1375.8
(5.8) Açık Piyasa İşlemleri	-105.6
(5.8A) SWAP	-103.6
(5.8AA) EİMBANK	100.0
(5.8B) Menkul değerler	-2.0
(5.8C) Diğer araçlar	0.0
(6) Portföy menkul kıymetleri	(2.8)
(7) Akreditif (L/C) karş. mevduat	(-346.1)
(8) Diğer kalemler (net)	(-99.4)

Kaynak : Keyder, a.g.e., s.159.

Yukarıda belirtilen yükümlülükler dışında Merkez Bankası'nın iç yükümlülükleri de aşağıda sınıflandırılmış olarak verilmektedir.

**TABLO 4 : TCMB'nin Toplam Varlık ve İç Yükümlülükleri (29 Aralık 1989).**

		MİLYAR TL	
<b>I. NET DIŞ VARLIKLAR</b>	<b>- 2713</b>	<b>Emisyon</b>	<b>8365</b>
		+	
		<b>Bankalar Zorunlu Karşılıklar</b>	<b>6047</b>
<b>II. TOPLAM İÇ KREDİLER (I+2)</b>	<b>32098</b>	+	
<b>1. Kamu Kesimine Açılan Krediler (a+b+c)</b>	<b>29066</b>	<b>Bankalar Serbest İmkanı</b>	<b>1731</b>
<b>a. Nakit Olarak Açılan Krediler (*)</b>	<b>7125</b>	<b>(Serbest Mevduat + Kullanılabilir Kredi İmkanı)</b>	
<b>b. Kullanılabilir İmkan</b>	<b>735</b>	+	
<b>c. Değerleme Hesabı</b>	<b>21206</b>	<b>Fon Hesapları</b>	<b>444</b>
		+	
<b>2. Bankalar Açılan Krediler (d+e)</b>	<b>3032</b>	<b>Banka Dışı Kesimin Mevduatı</b>	<b>448</b>
<b>d. 1. Kullanılan</b>	<b>3032</b>	=	
<b>e. 2. Kullanılabilir İmkan</b>	<b>0</b>	<b>REZERV PARA</b>	<b>17035</b>
		+	
		<b>Açık Piyasa İşlemlerinden Borçlarımız</b>	<b>330</b>
		=	
		<b>PARASAL TABAN</b>	<b>17365</b>
		+	
<b>III. DİĞER KALEMLER (Net)</b>	<b>- 1058</b>	<b>Kamu Mevduatı</b>	<b>1163</b>
		<b>(Serbest Mevduat + Kullanılabilir Kredi İmkanı)</b>	
		=	
		<b>MERKEZ BANKASI PARASI</b>	<b>18528</b>
<b>IV. NET İÇ VARLIKLAR (II) + (III)</b>	<b>31040</b>	+	
		<b>Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat</b>	<b>4717</b>
		=	
		<b>TL YÜKÜMLÜLÜKLERİMİZ</b>	<b>23245</b>
		+	
		<b>Bankaların Döviz Mevduatları</b>	<b>5082</b>
		=	
<b>V. TOPLAM VARLIKLAR (I) + (IV)</b>	<b>28327</b>	<b>TOPLAM İÇ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>28327</b>

(\*) Kullanılabilir İmkan ve Değerleme Hesabı dışında Kamu Kesimine açılan tüm kredileri ifade etmektedir.

## 1. Rezerv Para

Merkez Bankası'nca 1989 yılına kadar likidite göstergesi olarak açıklanan "Rezerv Para" kavramının tanımı bu tarihten itibaren değişikliğe uğramıştır. Rezerv Para, emisyon ile büyük ölçüde TCMB'nin bankacılık kesimine olan Türk Lirası yükümlülüklerinin toplamından oluşmaktadır. TCMB'nin bankacılık kesimine olan Türk Lirası yükümlülükleri toplamı, bu toplama bankalar zorunlu karşılıkları, bankaların TCMB'daki serbest mevduatı, kullanılabilir kredi imkanı fon hesapları ve banka dışı kesimin mevduatı dahildir (Bkz: Tablo 4). Rezerv paranın 1989 öncesi eski tanımı ile yeni tanımı arasındaki en önemli farklılık, devalüasyon hesabının yeni tanımda kamu kredileri içinde gösterilmesi olup, bu hesap, eski tanımda ayrı bir kalem olarak ele alınmasıdır (Bkz: Tablo 3). Ayrıca yeni tanımda "kullanılabilir kredi imkanı", bankalar serbest imkanının içinde "Rezerv Para" kavramına dahil edilmiştir.

## 2. Parasal Taban

Parasal taban, Merkez Bankası ve Hazine'nin halka ve bankalara olan parasal yükümlülüğü olarak ifade edilebilir. Hükümetler, para miktarını düzenlemek yetkisine sahip olmakta, ancak çıkardıkları para miktarı üzerindeki denetim yetkisinin bir kısmını Merkez Bankasına devretmektedirler (90).

Bununla beraber, Friedman ve Schwartz'a göre, halkın elindeki nakit (C); bankaların kasa mevcutları ile Merkez Bankasındaki rezervlerin (R) toplamı parasal tabanı (high-powered money = yüksek güçlü para) vermektedir.

(90) Cagan, a.g.e., s.45. Burada parasal taban, high-powered money (yüksek güçlü para) olarak tanımlanmaktadır.



Bunun nedeni, parasal tabanının banka rezervi olarak tutularak bir doların bir kaç katı tutarında kaydi para (dolar mevduat) yaratma gücünün olmasıdır (91).

Parasal tabanı, Hazine ve Merkez Bankası bilançolarının konsolidasyonu yolu ile kaynak ve kullanım esasına göre hesaplamak mümkündür. Kaynak ve kullanım esasına göre parasal tabanı şu şekilde hesaplanabilir (92).

a) Kaynak Esası :

$$H = NFA + NCG + CCB - NOI$$

Parasal Taban = Net dış varlıklar + Net kamudan alacaklar + bankalardan alacaklar - net diğer kalemler

b) Kullanım Esası :

$$H = C + R$$

Parasal Taban = Emisyon + Merkez Bankasındaki ve diğer tüm bankalardaki karşılıklar

buradan,

$$H = C + RR + ER$$

Parasal Taban = Emisyon + Bankaların Merkez Bankasında tuttuğu zorunlu karşılıklar (RR)+ Merkez Bankası ve kasalarında disponibilite olarak bulunan rezervler ile atıl rezervler(ER)

-----  
(91) Friedman and Schwartz, a.g.e., s.506 ve Cagan, a.g.e.,s.11-13.

(92) İsmail Aslan, Parasal Analiz, Ankara, 1986, ss.14-15. Ancak bu çalışmada parasal tabanı oluşturan unsurların simgeleri değiştirilmiştir.

Parasal tabanının Türkiye için hesaplanmış tabloları kısım 2.4.2. içerisinde ayrıntılı olarak verilecektir.

Parasal taban, 1988 yılının ilk yarısına kadar T.C. Merkez Bankası'nın 3 aylık bültenlerindeki 2t tablolarında yayınlanmakta olup, bu tablolardan parasal tabanı kaynak ve kullanım esasına göre açıkça izlemek mümkündür (Bkz: Tablo 3). Ancak bu tarihten itibaren parasal tabana ilişkin tablolar yayınlanmamaktadır. Buna karşılık, parasal tabanın 1989 sonrası yeni tanımı Tablo 4 'de verilmiş olup, bu tanım kapsadığı kalemler açısından eski tanımdan oldukça farklıdır.

1989 yılında değiştirilen parasal taban tanımında "tahvil ve bonolar" kalemi dikkate alınmamış, ayrıca 1989 yılına kadar likidite göstergesi olarak kullanılan "Rezerv Para" kavramı da bu tanımın alt kalemi olarak görülmektedir (Bkz.: Tablo 4).

T.C. Merkez Bankası 1989 yılından itibaren likidite göstergesi olarak Merkez Bankası Parasını izleyeceğini açıklamıştır. Buna göre, parasal taban, rezerv para ile açık piyasa işlemleri nedeniyle bankacılık kesimine olan TCMB yükümlülüklerinin toplamı olarak ifade edilmektedir.

### 3. Merkez Bankası Parası (\*)

Merkez Bankası Parası, parasal tabana TCMB'nin kamuya olan yükümlülüklerinin ilâve edilmesi, diğer bir ifade ile kamu mevduatının parasal taban ile toplamından oluşmaktadır. Merkez Bankası parasına dahil edilen kamu mevduatı ise, serbest mevduat ve kullanılabilir kredi imkânını içermektedir (Bkz.: Tablo 4). Aynı zamanda Merkez Bankası Parası, TCMB'nin Türk Lirası cinsinden ekonomideki tüm diğer birimlere olan yükümlülüklerini

-----  
(\* ) TCMB, Central Bank Money, Ankara, January 1990, ss.4-5.



vermektedir. Dolayısıyla döviz cinsinden olan yükümlülükleri dikkate alınırca, Merkez Bankası Parası bilanço toplamını verecektir. Burada iki nokta önem taşımaktadır:

- Merkez Bankası Parasını TCMB'nin dövize ait işlemlerinden döviz alım ve satımı etkilemektedir.

- Merkez Bankası parasını oluşturan kalemlerin, mali sisteme giriş biçimi ve mekanizmalarının farklı olmasına rağmen likidite yaratma etkileri denk olmaktadır.

Dolayısıyla para politikası uygulamalarının likidite üzerindeki etkisinin izlenmesi için gereken parasal büyüklük Merkez Bankası Parası olmaktadır. Ancak, Türkiye'de likidite üzerindeki etkilerin incelenmesinde kullanılan emisyon, TCMB'nin likidite yaratma yeteneğinin bir kısmını yansıttığından likiditedeki gerçek değişmeyi doğru bir şekilde açıklamaya yeterli olmamaktadır.

#### 4. Toplam İç Yükümlülükler

Merkez Bankası Parasına, TCMB'nin içerdeki yerleşik kişilere olan tüm döviz cinsinden yükümlülüklerin eklenmesiyle toplam iç yükümlülüklere ulaşılmaktadır.

Toplam İç Yükümlülükler = Merkez Bankası Parası + Döviz Olarak Takip Edilen Mevduat + Bankaların Döviz Mevduatıdır.

Bu büyüklük, TCMB'nin, net iç ve dış varlıklarının toplamına eşittir.

TCMB'nin döviz cinsinden ifade edilen iç yükümlülükleri ikiye ayrılmaktadır :

- Kamu kesimine olan ve döviz cinsinden takip edilen yükümlülükler,

- TCMB'nin bankalara olan döviz yükümlülüğü olup, Türkiye'de yerleşik kişilerin döviz olarak mevduat hesabı açabilmelerine olanak tanınmasından sonra ortaya çıkan

bu mevduatın zorunlu karşılıklarının döviz olarak alınması uygulamasının sonucunda ortaya çıkmıştır.

Bu kalemler, TCMB'nin döviz cinsinden yükümlülüğünü ifade ettiğinden, dış borçlanmaya benzemekle beraber, aynı zamanda bu kalemler yurt içinde yerleşik kişilere karşı yükümlülük oluşturdıkları için de Merkez Bankası Parasını meydana getiren kalemlere de benzerlik göstermektedirler. Dolayısıyla, bu hesaplardan yapılan bir çekiliş TCMB'sı bilançosunun Merkez Bankası Parasına dönüşmesine olanak sağlamaktadır.

Buna bağlı olarak, TCMB'nin bilançosunda yer alan bazı kalemler, doğal olarak merkez bankalarının bilançolarında ya hiç bulunmazlar ya da toplam içinde ihmal edilebilecek şekilde pay taşımaktadırlar. Buna örnek olarak, A.B.D. ve Almanya gibi ülkelerin merkez bankalarının bilançolarında Merkez Bankası Parası ve Toplam İç Yükümlülüklerin aynı şeyi ifade etmesi verilebilir.

Tablo 4'ün sol tarafı ise, Merkez Bankası varlıklarını vermektedir. TCMB'nin varlıkları aşağıda sınıflandırılmış olarak verilmektedir.

1) Net Dış Varlıklar : Toplam dış varlıklardan yerleşik olmayanlara olan dış yükümlülüklerin çıkarılmasından sonra kalan büyüklüğünü ifade etmektedir. Tablo 4'de toplam varlıklar ile toplam iç yükümlülüklerin arasında eşitliğin nedeni, dış varlıkların net alınmış olmasıdır.

2) Açılan TL Kredileri : Yurt içine açılan Türk Lirası kredileridir.

a) **Kamu Kesimine Açılan Krediler :**

- Nakit Olarak Açılan Krediler

i) **Hazineye Açılan Krediler :** Bu kredilerin amacı, devlet gelirleri ile giderleri arasında kısa dönemde ortaya çıkabilecek farklılıklardan doğan finansman açığını karşılamaktır.

ii) **Toprak Mahsulleri Ofisi ile İktisadi Devlet Teşekküllerine Açılan Krediler :** Bu krediler, belirlenmiş bir iktisadi faaliyetin finansmanı için kullanılmaktadır.

- Kullanılabilir İmkan : TCMB'nin kamu kesimine açtığı kredi limiti ile fiilen kullanılan arasındaki farktan oluşmaktadır. TCMB kamu kesimine açtığı kredi nedeniyle varlıklarında bir artış meydana gelmekte ve bu artış kredinin fiilen kullanılan miktarı ile değil, her an kullanılabilir olan miktarı ile ölçülmektedir. Buna bağlı olarak, açılan kredinin kullanılmayan kısmı ise kredi alanın TCMB'deki mevduatında görülmektedir.

- Değerleme Hesabı : Bu hesapta, Türk Lirasının yabancı paralar karşısında değerinin değişmesi sonucunda TCMB'nin dış varlık ve yükümlülüklerinin yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, ortaya çıkan kur farkları bu hesapta yer almaktadır. Merkez Bankasının döviz yükümlülüklerinin döviz farklarından fazla olması ve Türk Lirası'nın değer kaybetmesi durumunda bu hesap ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla bu hesap, temelde TCMB'nin döviz işlemleri neticesinde oluşan zararı ifade etmektedir.

Değerleme hesabında, kur değişimleri temel belirleyici olduğundan bu hesabın büyümesi, TCMB'nin bilançosunun büyüklüğünü denetlemede güçlük yaratmaktadır.

**b) Bankalara Açılan Krediler :**

TCMB'nin bankalara açtığı krediler, ticari, sınai ve tarım kredileri şeklinde olmaktadır. Ancak Merkez Bankası, Bankacılık Sistemine, reeskonta kabul ettiği senetler karşılığında kredi açmaktadır. Merkez Bankası 1989 yılı sonunda alınan bir kararla reeskont aracılığıyla orta ve uzun vadeli kredi açma uygulamasına son vermiştir. Böylece, reeskont uygulaması aracılığıyla para politikasının yürütülmesi için kısa vadeli kredilerin açılmasına izin vermiştir.

3) Diğer Kalemler Hesabı : Yukarıdaki ana başlıklar altında toplanamayan ve Merkez Bankası'nın işlemleri sonucunda oluşan borç alacak ilişkilerini ve kâr zarar hesabını kapsamaktadır.

**2.2. MERKEZ BANKASI PARASI KAVRAMINA GEÇİŞ  
NEDENLERİ (\*)**

TCMB'nin para politikasını oluştururken toplam iç yükümlülükler de dahil olmak üzere hangi parasal büyüklüğü kontrol edeceği önemli bir sorunu teşkil etmektedir. Dolayısıyla, TCMB'sı için kontrol edeceği parasal büyüklüğün ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olması gerekmektedir. Bu nedenle Merkez Bankası, etkin likidite kontrolü sağlamak için hangi parasal büyüklüğü hedefleyeceği konusunda aşağıdaki görüşler savunulmaktadır :

a) Merkez Bankası Parası ile geniş anlamda para arzı olan  $M_2$  arasında istikrarlı bir ilişki mevcuttur. Dolayısıyla, Merkez Bankası Parasının denetimi aracılığıyla para arzının etkilenebileceği ifade edilmektedir.

-----  
(\* ) TCMB, Central Bank Money, January 1990, ss.8-9.

b) Merkez Bankası Parasının, Toplam İç Yükümlülüklerdeki değişmeyi büyük ölçüde açıklaması bu iki büyüklük arasındaki kalemlerin çok değişken olmadığını göstermektedir. Bunun için yapılan çalışmalarda Toplam İç Yükümlülükler ile ekonomideki toplam kredi arzı arasında anlamlı bir ilişkinin bulunması Merkez Bankası Parasının denetimi aracılığıyla toplam kredi hacminin etkilenebileceğini ortaya çıkarmaktadır.

c) TCMB'sının para politikasını yürütürken kullandığı para politikası araçlarının (emisyon, açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılık oranları) tümünü Merkez Bankası Parası içermektedir. TCMB'nin açık piyasa işlemlerini yapmağa başladığı tarihten itibaren ortaya çıkan bulgular, bu araçların Merkez Bankası Parasındaki değişmeyi büyük ölçüde açıkladığını ortaya koymuştur. Böylece, TCMB'sı bu araçları kullanarak Merkez Bankası Parası büyüklüğünü etkilemektedir.

d) TCMB'sının diğer bir amacı da, döviz olarak tanımlanmış yükümlülüklerini zaman içinde Türk Lirasına dönüştürmektir. Böylece, Merkez Bankası Parası ile Toplam İç Yükümlülükler arasındaki farkı ortadan kaldırmaya çalışmaktadır.

Bu nedenle, TCMB'sı Merkez Bankası Parası yaratabilmek için net dış varlıklarını veya toplam iç kredilerini arttırmak zorundadır. Ancak TCMB'sı net dış varlıklarını döviz varlıklarını arttırarak veya döviz yükümlülüklerini azaltarak sağlayabilmektedir. Böylece, Merkez Bankası'nın dövizle ilişkin işlemlerden sadece döviz satın almak veya satmak şeklinde olanlar Merkez Bankası Parası'nı etkileyebilmektedir. Bunların haricinde kalan döviz

işlemleri Toplam İç Yükümlülükleri üzerinde etkili olduğu halde, Merkez Bankası Parası'nda bir değişime yol açmaktadır. Dolayısıyla tanıma göre, TCMB'nin toplam iç kredilerini arttırabilmesi kamuya veya bankacılık kesimine daha çok kredi açması anlamına gelmektedir.

Bu açıklamalardan anlaşılacağı üzere, Merkez Bankası'nın etkin likidite kontrolü sağlamak için 1989 yılından itibaren Merkez Bankası Parasını hedeflemeye başladığı söylenebilir.

### 2.3. MERKEZ BANKASI PARASAL PROGRAMLAMANIN TEMEL İLKELERİ

TCMB 1990 yılında kamuya açıkladığı parasal programını şu temel ilkelere dayandırmıştır (\*):

a) TCMB'nin orta dönemde hedeflediği değişken Toplam İç Yükümlülüklerdir. Amaç, 1989 yılında olduğu gibi Toplam İç Yükümlülüklerin denetlenmesi ve göreceli küçültülmesidir.

b) TCMB, orta vadeli bu amacına varabilmek için Merkez bankası Parası ile Toplam İç Yükümlülükler arasındaki farkı oluşturan 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.

c) TCMB, anti-enflasyonist para politikasının gereği olarak, bilançosundaki Net İç Varlıkları denetleyerek Merkez Bankası Parası'ndaki büyümenin kaynağının net

-----  
(\* ) TCMB 1989, III. 3 Aylık Bülten, S.16.

dış aktiflerle sınırlı olmasına çalışacaktır. Net iç varlıkları belirleyen temel ve önemli değişkenin toplam iç krediler olması, önümüzdeki dönemde de, TCMB'nin 1989 yılında olduğu gibi, hem kamuya ve hem de bankacılık kesimine açtığı kredilerdeki gelişmeleri dikkatle denetlemesi gerektiğini göstermektedir.

Yukarıda kısaca belirtilen temel ilkelere dayanan 1990 yılı parasal programlama ile orta vadede bilançosunun aktifinde büyük ölçüde döviz varlıklarını arttırmak (Net Dış Varlıklar), buna karşılık krediler ve değerleme hesabını kontrol etmek ve hatta, azaltmayı pasifte ise, büyük ölçüde emisyonla dayalı bir pasif yapısı oluşturmak istemekte ve burada yer alan döviz yükümlülüklerini ortadan kaldırmayı, bankaların zorunlu karşılıklar hesabını küçültmeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla, parasal hedefler orta vadede gerçekleştirildiği takdirde, bilançonun aktifi büyük ölçüde dövizden, pasifi de büyük ölçüde emisyonla oluşacaktır. Bu yaklaşım, Merkez Bankası bilançosunun Alman Merkez Bankası bilançosuna benzemesi yaklaşımına dayanmaktadır (93).

### 2.3.1. 1990 Parasal Programlamanın Hedefleri\*

Parasal programlama, batıda 1973'teki petrol şoku neticesinde ortaya çıkmıştır. 1973'te ortaya çıkan petrol şokunun arkasından çoğu sanayileşmiş ülkede ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan enflasyon sonucu parasal programlama gerektiği ilkesi benimsenmiştir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın orta vadede uygulayacakları politikaları ve hedefleri önceden kamuoyuna açıklaması fikri, gerek enflasyonla mücadelede, orta vadeli beklentilerin

(93) Deniz Gökçe, "Saracoğlu Cephe" Finans Dünyası, İstanbul, 1990, s.27 ve Uludağ, a.g.m., ss.38-39.

(\*) Bu kısım, Sn.Rüşdü Saracoğlu'nun 1990 Parasal Programlamayı takdim konuşmasından alınmıştır.

doğru oluşmasını sağlamak, gerekse, orta vadeli amaçları ortaya koyması açısından önem taşımaktadır. Parasal programlamaya geçen ilk ülkelerden biri Almanya olup bu uygulamaya 1974 yılında başlamıştır. Bunun ardından 1979 yılında, parasal programlama uygulamasına Amerika Birleşik Devletleri geçmiştir. Bu uygulamaların ardındaki temel olgu, Merkez Bankası politikalarının enflasyonla mücadele için şekillendirilmesi amacıdır. Buna bağlı olarak, T.C. Merkez Bankası öncelikle kendi bilançosunu denetim altına almak ve orta vadede fiyat istikrarını sağlamak için 1990 yılında parasal programlama uygulamasına geçmiştir.

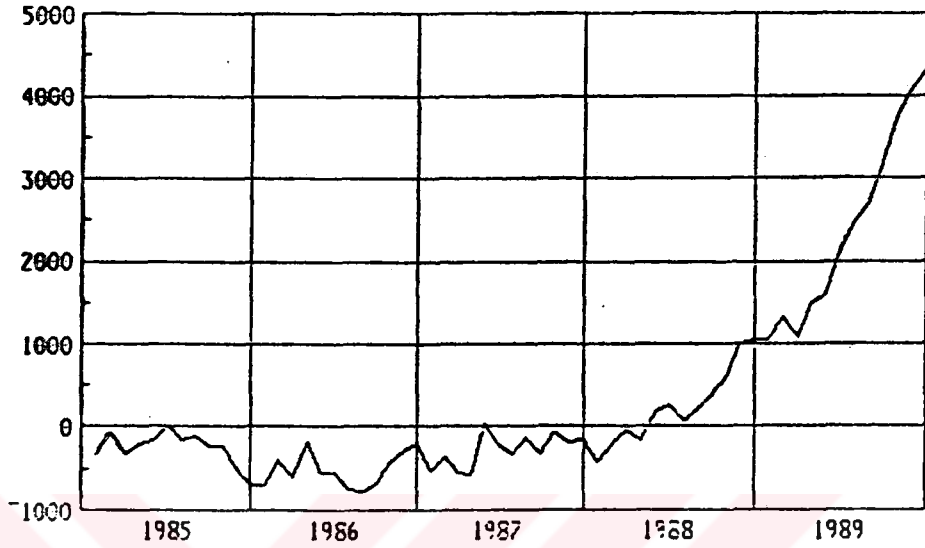
Merkez Bankasının parasal programlama uygulaması öncelikle net dış varlıklara dayanmaktadır. Merkez Bankasının 1985'ten 1988 yılı başına kadar 6 milyon dolar dış yükümlülüğü bulunmakta ve oldukça sabittir. Ancak, 1988 başından, 1989 yılı sonuna kadar Merkez Bankasının net dış yükümlülükleri bir milyar dolar düzeyine düşmüştür. Dolayısıyla, bu dönemde Merkez bankasının döviz rezervleri (net dış varlıkları) 5 milyar dolara yükseldiği görülmektedir. Bununla beraber, net rezervler (brüt rezervler - kısa vadeli borçlar), 1988 yılı başına eksi işaretli olup, bu dönemde borçları karşılayacak yeterli miktarda döviz rezervinin olmadığını göstermektedir. Merkez Bankasının brüt rezervleri ise 500-600 milyon dolar düzeyinde iken, 1989 yılında 45 milyar dolar düzeyinde bulunmaktadır (Bkz, Grafik 6-7).

Merkez Bankası'nın kısa vadeli borçları ise, 1988 yılı başlarındaki 1.4 milyar dolar seviyesinden 20 milyon dolar düzeyine düşmüştür. Borçların ödenmeye başladığı tarih 1988 yılı başlarıdır (Bkz. Grafik 8).



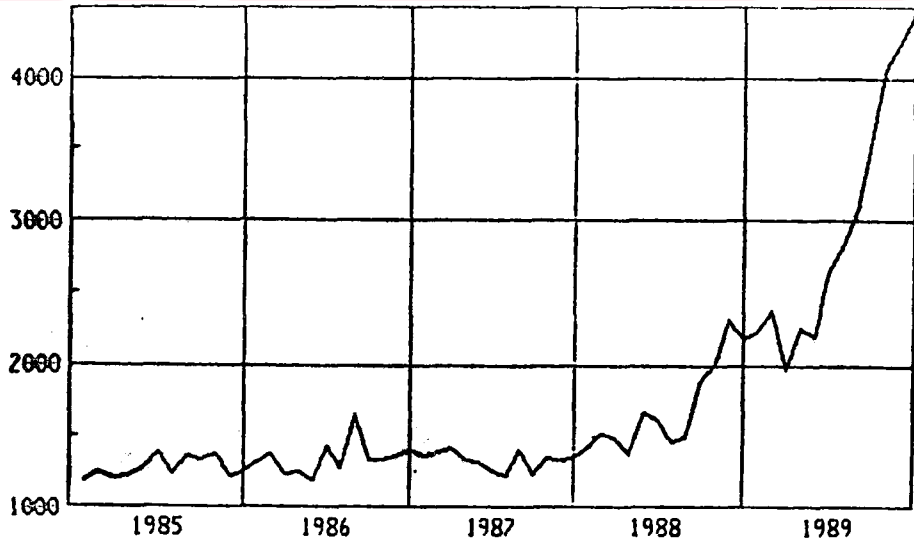
GRAFİK 6 : Net Rezervler

(Milyon Efektif Dolar)



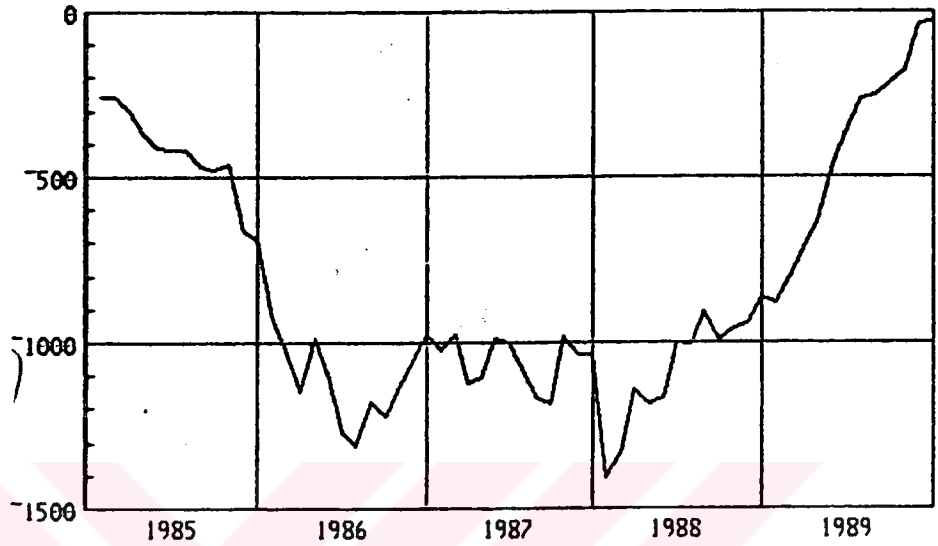
GRAFİK 7 : Brüt Rezervler.

(Milyon Efektif Dolar)



**GRAFİK 8 : Kısa Vadeli Borçlar.**

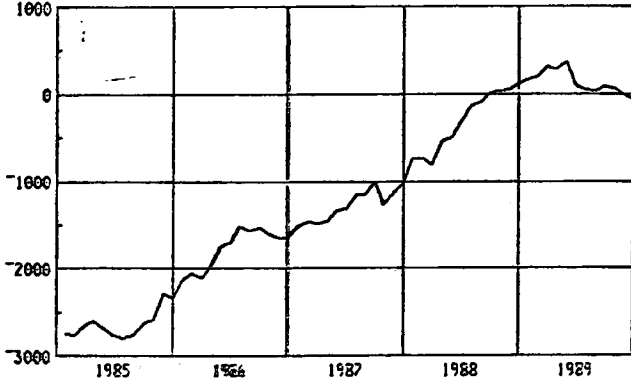
Milyon Efektif Dolar



Merkez Bankası'nın orta vadeli kredi borcu da önemli ölçüde 1985 yılından itibaren net olarak ödenmiştir (Bkz. Grafik 9). Bununla beraber, toplam iç kredilerde düşme görülürken kamu sektörüne açılan krediler artmıştır (Bkz: Grafik 10-11a-11b). Hazinesin Merkez Bankasına olan borçları ise son derece düşük düzeyde kalmıştır (Bkz. Grafik 12). Değerleme Hesabı ise, Hazinesin borçları içindeki bir kalem olup, esasen Hazine'nin kontrolünde olan bir kalem değildir. Ayrıca, Merkez bankası 1989 yılında, bir taraftan ekonomiye giren dövizini satın alarak bilançosunu kuvvetlendirmek, bir taraftan da reel olarak Türk lirasının daha fazla değerlemesini önleyebilmek için döviz piyasasının büyük bir alıcısı olmuştur. (Yapay destek) Böylece, Merkez Bankası 1989 yılında ilk defa bir miktar döviz girişleri nedeniyle kendi bilançosunu kontrol altına almaya başlamıştır. Buna bağlı olarak Merkez Bankası bilançosunun 1989 yılı sonundaki yüzde artışı % 25 civarında kalmıştır (Bkz. Grafik 13).

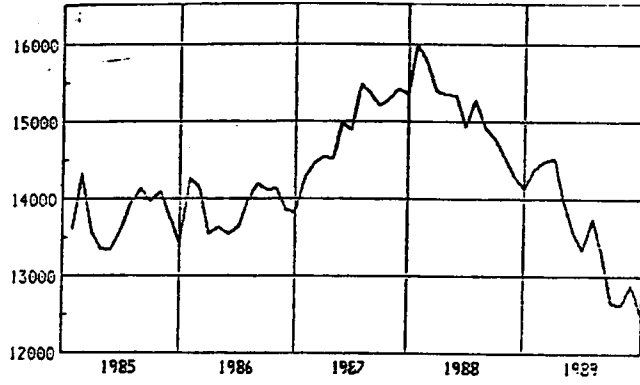
GRAFİK 9 : Orta Vadeli Krediler (Net).

Milyon Efektif Dolar



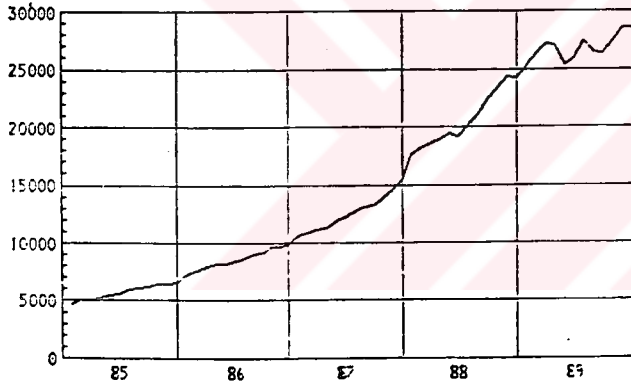
GRAFİK 10 : Toplam İç Krediler.

Milyon Efektif Dolar



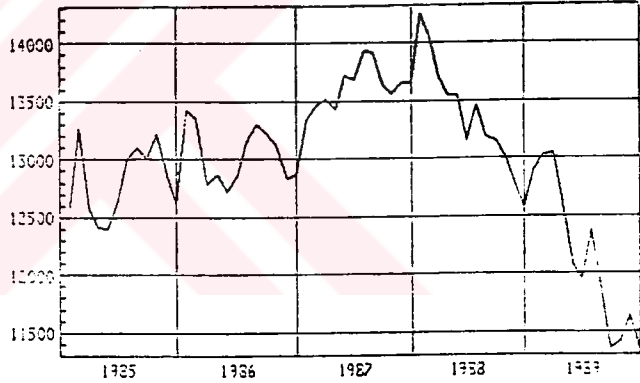
GRAFİK 11a: Kamu Sektörüne Açılan Krediler..

Milyon Efektif Dolar



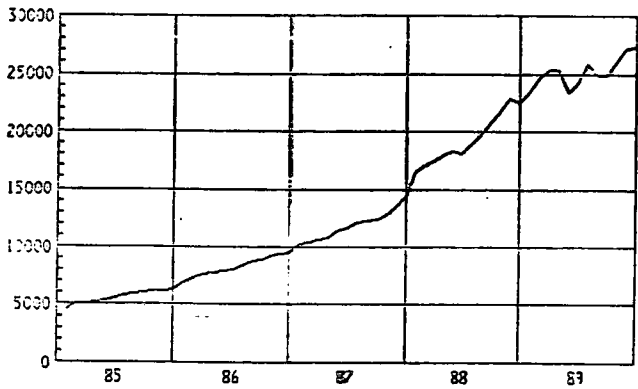
GRAFİK 11b: Kamu Sektörüne Açılan Krediler (Milyar TL.)

Milyar TL.

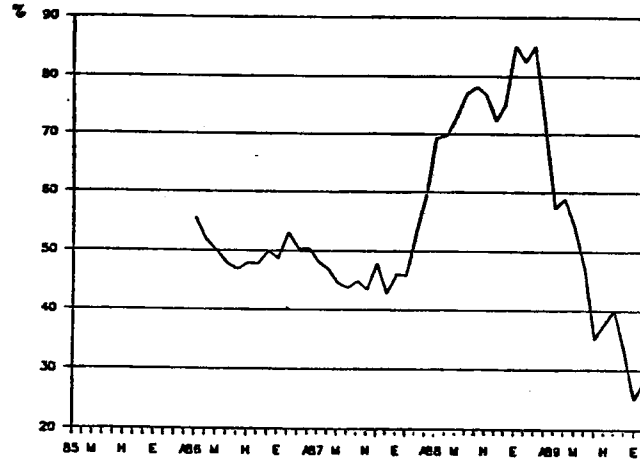


GRAFİK 12 : Hazinesinin borçları.

Milyar TL.



GRAFİK 13 : Toplam Bilanço (TL.).





etkilememekte, buna karşılık döviz işlemlerinin Merkez Bankası Parasını yaratabilmesi sadece döviz satın almakla olmaktadır. Döviz satmakla ise, Merkez Bankası Parası azalmaktadır. Dolayısıyla, Merkez Bankası Parasını 2'ye ayırmak mümkündür :

a) Döviz işlemlerinden kaynaklanan kısmı.

b) Türk Lirası işlemlerinden kaynaklanan kısmı.

Merkez Bankası Parasındaki artış dış varlıklardaki artış nedeniyle % 56-57 düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkez Bankası'nın Türk Lirası işlemlerinden olan kısmının büyümesi 1989 yılı sonunda sıfırda kalmıştır (1987 yılında % 72). Bunun nedeni ise, Hazine ile imzalanan protokoldür (Bkz. Grafik 16).

#### 2.3.1.1. Merkez Bankası Bilançosunda Pasif Kalemleri

a) Emisyon : Merkez Bankası'nın para politikasının bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Merkez Bankası'nın sonunda % 17'dir. Merkez Bankası döviz işlemleri ile veya kredi vererek emisyon yaratmaktadır. Emisyonun toplam bilanço içindeki payı 1994 yılına kadar % 40'larda olması hedeflenmektedir. Grafik 17'e bakıldığında emisyonun payı 1970'ten 1975'e kadar % 40 ve 50'lerde seyrederken bu pay giderek düşmekte ve 1988'de % 13, 1989'da % 17.1 düzeyine inmiştir. Dolayısıyla emisyonun beş yıl içinde hedef olarak % 40-45 gibi düzeylere çıkması gerekmektedir.

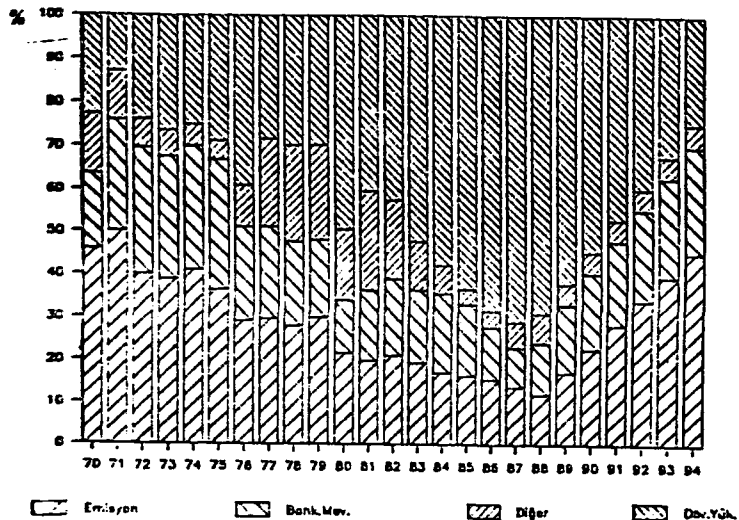
b) Bankalar Mevduatı : Bankalar zorunlu veya serbest mevduatında bazen genişleme, bazen de daralma görülmüş olmasına rağmen pek fazla bir değişiklik olmamıştır

(1987'de en düşük düzey hariç). Bankalar mevduatının 1994'e kadar % 25 düzeyine çıkarılması hedeflenmektedir (Bkz. Grafik 17).

c) Banka Dışı Kesimin Mevduatı : Bu kaleme, fonların, kamunun ve Hazinesinin mevduatı dahil olmakta ve bunlar TL.sı mevduatlarıdır. Bu kalemin payı, 1976'dan 1982'ye kadar oldukça yüksek olup, bu tarihten itibaren daralmaya başlamıştır. 1994'e kadar banka dışı kesimin mevduatının % 5'lerde tutulması hedeflenmektedir (Bkz. Grafik 17).

d) Döviz Yükümlülükleri : Merkez Bankası'nın döviz borcu, diğer bir deyişle, dövizle bilançosunu finanse etme oranı 1987'de % 68-69 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu oran ilk defa 1988 ve 1989 yılında düşme eğilimi göstermiştir. Bu oranın 1994'e kadar % 25'e indirilmesi hedeflenmektedir. Bunun anlamı Merkez Bankası'nın emisyon yapmadığı ancak bu şekilde finansman yaptığını göstermektedir. Merkez Bankası, ülkenin ihtiyacı olan döviz dışardan borçlanmakta, sonra bu döviz satmakta ve satın alınabilmesi için kredi vermektedir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın döviz borcu pasifinde, dahilde yerleşiklere açtığı krediler ise aktifinde kalmaktadır (Bkz. Grafik 17).

GRAFİK 17 :



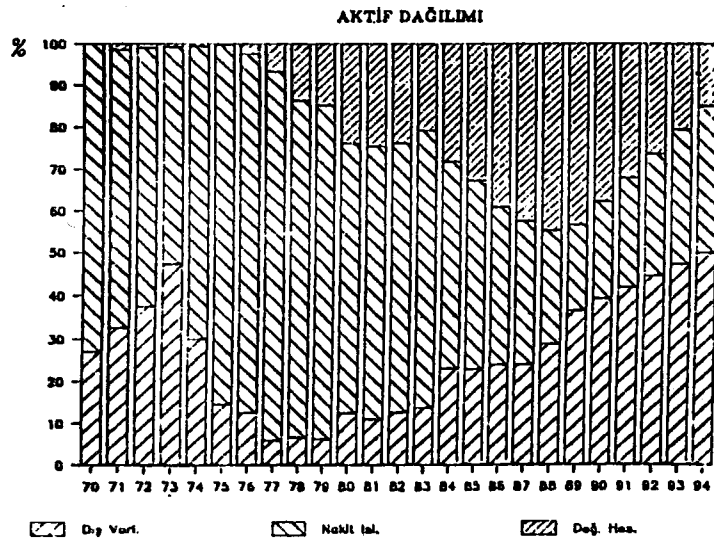
### 2.3.1.2. Merkez Bankası Bilançosunda Aktif Kalemleri

a) Dış Varlıklar : Bu kalemin payı, 1973 yılında % 47 düzeyindedir. Ancak, petrol şoku ve Kıbrıs olaylarının etkisi ile hızla azalmış, 1988 ve 1989 yılında yükselme göstermiştir. 1994'e kadar dış varlıkların Merkez Bankası bilançosunun % 50'sini oluşturması hedeflenmektedir (Bkz. Grafik 18).

b) Açılan TL.Kredileri : 1975 yılında dış varlık ve nakit iç kredilerin toplamı % 100 civarında gerçekleşirken, nakit krediler daralmaya başlamıştır. Dolayısıyla, Merkez Bankası kredi vermemiş, bunun nedeni ise değerlendirme hesabı olarak belirtilmiştir (Bkz. Grafik 18).

c) Değerleme Hesabı : Bu hesap, Merkez bankası'nın üstlendiği kur riski nedeniyle, üzerinde kalan zarardır. Bu zarar, finanse edilmesi gereken zarar olup, bu zararı, Merkez Bankası büyük ölçüde dış borçla finanse etmektedir. Değerleme hesabı, Merkez Bankası bilançosunun % 40'ını geçmiştir. Değerleme hesabının esasen sıfırlanması amaçlanırken, ancak en azından orta vadede % 15 düzeyine indirilmesi hedeflenmektedir. Çünkü, bu zarar, sıfır faizli 10 yıl ödemesiz, sonra 20 yıl ödemeli bir hazine borcu haline dönüşmektedir (Bkz. Grafik 18).

GRAFİK 18 :



2.3.2. 1990 Parasal Programlamadaki Gerçekleşmeler\* :

1990 yılında kamuya açıklanan parasal programının gerçekleştirmelerine bakıldığında (Bkz. Tablo 6) Merkez Bankasının toplam iç varlıkları ve toplam iç yükümlülüklerinin hedeflenen sınırlar içinde kaldığı, bilanço büyüklüğünün üst sınırı aştığı ve Merkez Bankası Parası'nın ise hedef düzeyinin altında kaldığı görülmektedir.

**TABLO 6 : Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler.**

	29.12.89	1990(Program)	28.12.1990
<b>BİLANÇO</b>			
(trilyon)	49	55-60	60,8
(yıllık yüzde değişme)	30	12-22	24,1
<b>TOPLAM İÇ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>			
(trilyon)	28,3	32,5-35,5	34,4
(yıllık yüzde değişme)	41,6	15-25	21,6
<b>TOPLAM İÇ VARLIKLAR</b>			
(trilyon)	31	33-36	34,7
(yıllık yüzde değişme)	16	6-16	11,9
<b>MERKEZ BANKASI PARASI</b>			
(trilyon)	18,5	25-27,5	23,5
(yıllık yüzde değişme)	59	35-48	26,6

**Kaynak : TCMB 1990 Yıllık rapor, s.32.**

(\*) TCMB 1990 Yıllık Rapor, ss.31-33'den alınmıştır.



Merkez Bankası'nın parasal program hedeflerinin gerçekleşmesini sağlayan önemli bir nokta, Bankanın iç kredilerini denetim altında tutabilmiş olmasıdır. 1990 yılında, Türkiye'nin uluslararası mali piyasalardan sağladığı kaynakları artmış olduğundan kamu kesiminin borçlanma ihtiyacına rağmen Hazine bu ihtiyacını piyasadan karşılayabilmiştir. Buna bağlı olarak, Merkez Bankası'nın toplam iç varlık artışı yıl sonunda % 12 düzeyinde gerçekleşmiştir. Nakit işlemlerindeki 269 milyar TL'lik azalma dikkate alındığında iç varlıklarındaki artışın, yıl sonunda % 23'lük bir artışla 26.2 trilyon TL'ya ulaşan değerlendirme hesabından kaynaklandığı ortaya çıkmıştır.

Ayrıca Merkez Bankası hem yurtiçine hem de dışarıya olan yükümlülüklerini istediği ölçüde azaltamamıştır. Böylece döviz yükümlülüklerinin azalmaması ile beraber çapraz kurlardaki gelişmelerin etkisi ile değerlendirme hesabı oldukça hızlı bir şekilde büyümüştür. Dolayısıyla değerlendirme hesabının bilanço içindeki payı 1990 yılında düşme görülmemiştir.

Merkez Bankası'nın 1990 yılında dış varlıkları % 45 oranında artmış, bunun neticesinde dış varlıkların toplam bilanço içindeki payı % 43'e ulaşmıştır. Rezervlerdeki artış ile beraber değerlendirme hesabının büyük ölçüde büyümesi neticesinde Merkez Bankası bilançosu hedeflerin üzerinde büyüme göstermiştir. Bunun yanında, Merkez Bankası'nın toplam döviz yükümlülükleri yıl sonunda % 23 oranında artarak dış varlıklardaki büyümeyi geriden izlemiştir.

Bilançonun pasif tarafında ise, Merkez Bankası Parasındaki artışın hedeflerin gerisinde kaldığı görülmektedir. Bunun nedeni ise, Merkez Bankası'nın yurt

içinde yerleşiklere olan döviz borçlarını hedeflenen düzeyde azaltamamasıdır. Bu yükümlülüklerde azalma görülmesi ise, Merkez Bankasının yurt içinde döviz satması ile mümkün olmaktadır. Ancak Merkez Bankasının bu yükümlülükleri azaltamamasının iki nedeni bulunmaktadır :

a) Merkez Bankası'nın döviz satışı işleminde enflasyon oranının altında seyreden TL.sının nominal değer kaybını düşürebileceği kaygısı ile çekingen davranmış olmasıdır.

b) Piyasada bulunan diğer karar birimlerinin davranışlarının bu politikayı destekler yönde olmasıdır.

Bununla beraber, Merkez Bankası Parası'nın ana bileşeni ve parasal programın en önemli hedef değişkeni olan emisyonun toplam bilanço içindeki payı, 1989 yılında % 17 iken, 1990 yılında % 24'e çıkmıştır. Dolayısıyla döviz pozisyonundaki düzelmeye beraber emisyonun döviz karşılığında artış görülmüştür. Ayrıca, zorunlu karşılıklarda indirimlerin aşamalı olarak uygulanması emisyonun bilanço içindeki payının artmasına neden olmuştur.

Sonuç olarak, 1990 yılında Merkez bankası, bilanço büyüme hızını denetim altında tutarken, pasifinde emisyonun payını arttırmaya çalıştığı görülmektedir.

## 2.4. PARASAL TABAN UNSURLARININ AÇIKLANMASI ve PARASAL TABANDAKİ DEĞİŞMEYE KATKILARI

### 2.4.1. Parasal Taban Unsurlarının Açıklanması

#### 2.4.1.1. Net Dış Varlıklar (NFA)

Merkez Bankasının dış varlıkları uluslararası ödemelerde kullanılacak rezervlerin toplamından oluşmaktadır. Dış varlıklarda meydana gelen artış, Merkez bankası'nın parasal yükümlülüğünün arttırılması yolu ile karşılanması neticesinde parasal taban ve buna bağlı olarak para arzının genişlemesine yol açacaktır. Buna karşılık, dış varlıklarda oluşan azalma, parasal tabanda ve para arzında daralma yaratacaktır. Dolayısıyla, ödemeler dengesi, para arzı arasındaki ilişkiyi Merkez Bankasının net dış varlıkları aracılığıyla kurmak mümkün olmaktadır (94). Tablo 7'de görüldüğü gibi, net dış varlıklar kalemi altın ve döviz mevcutları kredi mektuplu döviz mevduat hesabı, IMF'ye borç pozisyonu, orta vadeli net krediler ve diğer dış varlıklardan (net) oluşmaktadır.

#### 2.4.1.2. Kamudan Net Alacaklar (NCG)

Kamudan net alacaklar kalemi, Hazineye Kısa Vadeli Avans, Kamu İktisadi Kuruluşlar ile İktisadi Devlet Teşekküllerine verilen kredilerden oluşmaktadır.

##### a) Hazine :

##### - Hazineye Kısa Vadeli Avans :

Devlet Bütçesi ödenekleri toplamının % 15'ini geçmemek üzere Merkez Bankasıyla Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı arasında imzalanan protokol gereğince tesbit edilen azami avans limitine göre Hazineye kullandırılan avans tutarını,

(94) Aslan, a.g.e., ss.14-19.

TABLO 7 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan  
Urusrların Açılımı.

VARLIKLARIMIZ	26.01.90 Vaziyeti
I- NET DİŐ VARLIKLARIMIZ (1+2+3+4+5+6)	-2356
1- Akımlarımız	3303
2- Net Rezervlerimiz	11550
3- Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı Hesabı	-16523
4- İMF'ye Borcumuz (Bilanço Dışı)	-112
5- Orta Vadeli Krediler (Net)	-312
6- Diğer Dış Varlıklarımız (Net)	-262
II- TOPLAM İÇ KREDİLER	32159
I- Kamu Sektörüne Açılan Krediler	28992
A- Hazine (Net)	27634
a- Borçları	28672
i- Kısa Vadeli Avans	3300
ii- Değerleme Hesabı	21706
iii- Konsolidasyon Hesabı	1417
iv- Devlet İç Borçlanma Senetleri	1046
v- Diğer	1203
b- Alacakları	-1038
i- Alım	-9
ii- Diğer	-1029
B- TMO	910
C- İktisadi Devlet Teşekkülleri	448
a- Ticari	248
b- Diğer	200
2- Bankalara Açılan Krediler	3167
A- Tarımsal Krediler	819
B- Ticari Krediler	1676
C- Diğer Krediler	143
D- Döviz Karşılığı Verilen TL Krediler	522
E- Takipteki Alacaklarımız	7
F- TL Karşılığı Verilen Döviz	0
III- DİĞER KALEMLER (NET)	-970
IV- NET İÇ VARLIKLAR (II+III)	31189
TOPLAM VARLIKLAR (I+IV)	28833

Kaynak : TCMB, 1990 I 3 Aylık Bülten, s.39.

- Hazinesinin çeşitli işlemlerden doğan borç ve alacaklarının netleştirilmiş tutarını kapsamaktadır.

b) Kamu İktisadi Kuruluşları :

1211 sayılı T.C.M.B. Kanunu'nun 45 ve 51.maddeleri gereğince, İktisadi Devlet Teşekkülleri ile iktisadi alanda faaliyet gösteren Katma Bütçeli idarelerden, ticari senet karşılığında, Kamu İktisadi Kuruluşlarına verilen avansları içermektedir.

c) İktisadi Devlet Teşekkülleri :

- Hazine Kefaletine Haiz Bonolar (Hammadde ve mahsul alımı ile ilgili mevsimlik ihtiyaçlar için en çok 9 ay vadeli Hazine Kefaletini Haiz Bonolar),

- Ticari senetler, karşılığı verilen avanslar ile
- Kamu kurum ve kuruluşlarının diğer borçlarını göstermektedir.

#### **2.4.1.3. Mevduat Bankalarına Kredi (CCB)**

Merkez bankası tarafından, Bankacılık sektörüne açılan krediler reeskonto ve avansa kabul edilen senetler karşılığında olabilmektedir. Bu krediler, 1990 tarihinden önce avans kredisi ve 1990 tarihinden sonra reeskont kredisi şeklinde kullanılmaktadır. Bu kalem içerisinde, ticari, tarımsal krediler, tarım satış kooperatifleri, tarım satış kooperatifleri birlikleri, sınai, tahvil üzerine avans (M.B.Kanunu'nun 48.maddesi gereğince) ve altın ve döviz karşılığında verilen avansları (M.B.kanunu Mad.53) kapsamaktadır.

#### **2.4.1.4. Net Diğer Kalemler (NOI)**

Bu kalem, Merkez Bankası sermayesi, kârı ve ithalât teminatları ile Merkez bankası'nın rezerv niteliği olmayan yükümlülüklerini kapsamaktadır. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın yükümlülüğünü içeren pasif hesaplar daha fazla olduğu için bu kalemin sonucu eksi olarak çıkmaktadır. Aynı zamanda bu kalemin en önemli kısmını oluşturan ithalât teminatları parasal taban üzerinde etkili rol oynamaktadır.

Dolayısıyla, net dış varlıklar, kamudan net alacaklar ve mevduat bankalarına verilen kredilerdeki artış parasal taban üzerinde arttırıcı etkide bulunurken, net diğer kalemlerdeki artış, piyasadan para çekildiğini ifade ettiğinden parasal tabanı azaltıcı yönde etkilemektedir.

Parasal Tabanı Oluşturan Unsurlar \*

Kaynak Esasına Göre

Net Dış Varlıklar  
+  
Neç İç Varlıklar  
- Kamu İdareleri  
- Kamu Kuruluşları  
- Mevduat Bankaları  
- Diğer Mali Kuruluşlar  
-  
İthalat Teminatları  
-  
Net Diğer Kalemler

H= Parasal Taban

Kullanım Esasına Göre

Dolaşımdaki Para  
+  
Zorunlu Karşılıklar  
+  
Kullanılabilir Karşılıklar  
- Kasa Mevcudu (TL.+ döviz)  
- M.B.'da Serbest Mevduat  
- Tahvil ve Bonolar

**2.4.2. Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Parasal Tabandaki Değişmeye Katkıları**

**2.4.2.1. Kaynak Esasına Göre**

Parasal taban kaynak esasına göre, net dış varlıklar, kamudan net alacaklar, bankalardan alacaklar ve net diğer kalemlerden oluşmaktadır. İthalat teminatları net

(\*) Keyder, age, s.174

diğer kalemler içinde görülmesine rağmen, burada ayrı bir kalem olarak dikkate alınmıştır. Tablo 8 bu kalemlerin, 1970-1990 yılları arası yıllık değerlerini vermektedir. Tabloya göre, dış yükümlülüklerdeki artış nedeniyle, dış varlıklarda azalma, kamudan alacaklar, bankalara verilen krediler, ithalat teminatlarında artış, net diğer kalemlerde ise, diğer kesimlere verilen borçlar, sermaye hesapları ve dağıtılmayan pasiflerdeki artışlar nedeniyle azalma görülmektedir.

Net dış varlıkların 1970-1974 döneminde etkisi pozitif olmuş, dolayısıyla parasal taban üzerinde arttırıcı rol oynamıştır.

Bu artışın bir nedeni de, Avrupa'da sayıları hızla artan Türk işçilerinin gönderdikleri dövizlerin, ödemeler dengesinin iyileşmesindeki katkısı olmuştur (95). Özellikle, bu dönemde yurtiçi krediler (kamuya ve bankalara verilen krediler) de ve net dış varlıklardaki artışın sonucu olarak parasal genişleme görülmüş ve bu genişleme, nominal GSMH'nin büyümesini hızlandırmasıyla desteklenmiştir (96). Net dış varlıklar, 1975-1990 döneminde ise parasal taban üzerinde azaltıcı rol oynamıştır. Azaltıcı etkisi 1975 yılında % 20.1 civarında iken 1980 yılında % 77.0, 1987 yılında en yüksek orana % 113.9'a yükselmiştir. 1988 yılından itibaren net dış varlıkların azaltıcı etkisi giderek düşmüş ve 1990 yılında % 29.1 civarında gerçekleşmiştir. Bilindiği gibi, net dış varlıklar, TCMB'nin elindeki döviz, altın gibi kıymetler ve verdiği dış krediler ile döviz cinsi borçları arasın-

(95) Haluk F.Gürsel, Türkiye İçin Para Bazı Analizi ve Parasal Denetim Model Denemesi, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayın No: 1977, 181, Ankara 1977, s.26.

(96) Maxwell J.Fry, "The Money Supply Mechanism in Turkey", ODTÜ Gelişme Dergisi, Ankara 78(21), s.55.

daki farktır. Dolayısıyla bu kalemin eksi işaretli olması, TCMB'sinin döviz cinsinden borçların mevcut alacaklarından daha fazla olduğunu göstermektedir (97). Bu nedenle, Tablo 9'da görüldüğü gibi, 1988 yılı başlarına kadar döviz cinsinden borçları karşılayacak döviz rezervleri mevcut değildir. 1988 yılından itibaren döviz rezervlerindeki artışın sebebi, 4 Şubat kararları olmuştur. Böylece, Merkez Bankası 1989 yılından itibaren ekonomiye giren dövizini satın alarak, bilançosunu kuvvetlendirmiş, diğer taraftan reel olarak Türk Lirasının daha fazla değerlenmesini önleyebilmek için döviz piyasasında önemli bir alıcı olmuş ve döviz girişiyle bilançosunu kontrol altına almaya başlamıştır (98). Dolayısıyla 1970-1974 döneminde net dış varlıklar, parasal tabanı arttırmış, 1975-1980 döneminde ise parasal taban üzerinde azaltıcı etkide bulunmuştur. 1981-1983 döneminde uygulanan sıkı para politikası neticesinde bu etkide yavaşlama görülmüş, ancak 1984'ten 1988'e döviz rezervlerinin döviz yükümlülüklerindeki artışı karşılayamaması neticesinde azaltıcı etki artmıştır. Ancak, döviz rezervlerinde 1988 yılından itibaren artış görülmüştür. Çünkü, faiz ve kur arbitrajına dayalı olarak Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketleri rezervleri arttırıcı rol oynamıştır (99). (1988 % 83.7, 1990 % 29.1). Buna rağmen, net dış varlıklar para arzını daraltıcı yönde etkilemiştir.

-----  
(97) TCMB 1990 I Üç Aylık Bülten, s.32.

(98) Rüşdü Saracoğlu, 1990 Parasal Programlamayı Takdim Konuşması, Ankara, 1990, ss.10-20.

(99) TÜSİAD, 1991 Yılına Girerken Türk Ekonomisi, İstanbul, 1991, s.60.



Kamu kesimi kredileri ise 1970'te parasal taban içinde % 66.0 civarında pay alırken 1975 yılında % 59.7 civarında pay almıştır. Ancak kamu kesimine verilen krediler 1976'dan itibaren tekrar artış eğilimine girmiş olup, 1980 yılında % 147.6 oranına yükselmiştir. Bunun nedeni, 1970'li yıllarda, bütçe açıkları Merkez Bankası'nın Hazine'ye olan kısa vadeli avansları ile kapanmış ve bu bütçe açıkları ise, gerek kamu yatırımları ve gerekse KİT'lere sağlanan bütçe transferleri sonucu meydana gelmiştir (100). Ancak, 1980 İstikrar Tedbirleri neticesinde 1981-1983 yılları arası uygulanan sıkı bütçe ve para politikası nedeniyle kamu kesimine verilen krediler 1983'te % 107.2 oranına düşmüştür. Merkez Bankası'nın 1984'ten sonrası Hazine açıklarını kapatmaya çalışan politika uygulamasına girdiği görülmektedir (101). 1984 yılında kamu kesimine verilen kredilerin parasal taban içindeki payı % 165.1 iken, bu oran 1987 yılında en yüksek düzeye % 199.3'e çıkmış, 1988 yılında % 180.1 oranına gerilemiştir. Merkez Bankası 1990 Parasal Programlama ile Toplam İç Varlıkları kontrol etme eğiliminde olduğundan yurt içi kredileri azaltmayı hedeflemiş, bu amaçla 1989 yılında Hazine ile yapılan protokole göre (bu protokole, Hazinenin düşük faizle kullanabileceği Merkez Bankası kaynaklarına sınır getirilmesi yer almaktadır) bankaların ihtiyaçlarından sonra kamuya verilen kredilerin öncelikle doğrudan Hazineye kullanırılması planlanmıştır (102). Bu nedenle, 1989 yılında Hazine ile Merkez Bankası arasında yapılan protokol gereği, kamu kesimine verilen

(100) Hürşit Güneş, Türkiye'de Para Arzını Arttıran Nedenler, İTO Yayın No: 1990-8, İstanbul, 1980, s.15.

(101) İlhan Uludağ, Türkiye Ekonomisi (Teori-Politika-Değerlendirme), İstanbul, 1990, s.265.

(102) Saracoğlu, "1990 Parasal Programlamayı Takdim Konuşması", s.40.

kredilerin 1989 yılında % 138.9'a, 1990 yılında ise % 121.8'e gerilediği söylenebilir. Dolayısıyla, 1980 sonrası dönemde, 24 Ocak İstikrar tedbirleri ile genel olarak kamu kesiminin, özellikle KİT'lerin faaliyetlerinin sınırlandırılması ile kamu harcamalarının azaltılması amaçlanmış iken uygulamada bu harcamaların giderek artış gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Tablo 11'de görüldüğü gibi, kamu kesiminden alacaklar, 1970 yılı temel alındığında indeksin 312071.8'e çıktığı görülmektedir. Böylece, parasal tabanı dolayısıyla, para arzını arttıran en önemli unsurun kamu kesimine verilen krediler olduğu görülmektedir.

Bankalara verilen krediler, 1980 öncesi dönemde, 1971 yılı hariç her yıl artış göstermiştir. Merkez Bankasının emisyon artışını kısıtlama politikası izlemesi yanında bankaların Merkez Bankası kaynaklarına daha az ihtiyaç duymaları neticesinde 1971 yılında bankalara verilen kredilerde azalma görülmüştür (% 28.6)(103). Bankalara verilen kredilerin parasal taban içindeki payı 1970 yılında % 45.2 iken, 1976 yılında % 91.2 oranında gerçekleşmiştir. Ancak, 1977 yılından itibaren bankalara verilen kredilerde azalma görülmüştür (Bkz. Tablo 9). Özellikle, 1988 sonrası, Merkez Bankasının Hazine açıklarını kapatmaya yönelmesi neticesinde, bankalara verilen kredilerin payı oldukça azalmıştır. Bununla beraber, Merkez Bankasının 1989 yılında bankalara kredi kullandırmaması (104) ve yine aynı yılda Merkez Bankası tarafından orta-uzun vadeli reeskont penceresinin kapatılarak kredi işlemlerinde avans düzeninden, iskonto düzenine geçilmesi (105) neticesinde parasal taban içindeki payı 1989'da

(103) Yakup Kepenek, Türkiye Ekonomisi (Gelişimi, Üretim yapısı ve Sorunlarıyla), Ankara, 1990, s.149.

(104) Saracoğlu, "1990 Parasal Programlamayı Takdim konuşması", s.40.

(105) Uludağ, a.g.m., s.7.

% 9.1'e, 1990 yılında ise % 8.1'e gerilemiştir. Bankalara verilen kredilerin değişim değerlerine bakıldığında (Tablo 10) azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Ancak, bankalara verilen kredilerin artış hızı incelendiğinde (Tablo 11) bu kredilerin, 1970 yılı 100 kabul edildiğinde 30495.2'e çıktığı görülmektedir. Dolayısıyla, bankalara verilen kredilerin parasal tabanı ve para arzını arttırıcı rol oynadığı sonucu elde edilmektedir.

İthalat teminatlarının, parasal tabanı azaltıcı (negatif) etkisi bulunmaktadır. 1970 yılında aldığı pay % -8.9, 1974'te % -1.6 iken bu oran 1980 yılında % -20.9 oranında pay (Bkz. Tablo 9) almıştır. Ancak bu pay azalma göstererek 1990 yılında sıfırlanmıştır. İthalat teminatlarının değişim değerlerine bakıldığında da parasal taban üzerinde azaltıcı rol oynadığı görülmektedir (Bkz. Tablo 10).

Net diğer kalemlerde ise 1970 yılından başlayarak 1990 yılına kadar parasal tabanı azaltıcı etkide bulunmuştur. Net diğer kalemler, Merkez Bankası'nın aktifindeki değerlerin artı, pasifte yer alan değerlerin eksi yönde etkiledikleri dikkate alınarak, Merkez Bankası'nın yükümlülüğünü kapsayan pasif hesaplar fazla olduğu için sonuç eksi çıkmaktadır. Net diğer kalemlerin sürekli azaltıcı etkisi olmuş ve 1990 yılında % -0.8 civarında parasal taban içinde pay almıştır (Bkz. Tablo 9).

Sonuçta, 1970-1974 döneminde parasal tabanı arttırıcı rol oynayan kalemler, net dış varlıklar, kamudan net alacak ve bankalardan alacaklar kalemler iken, azaltıcı rol oynayan kalemler ithalat teminatları ile net diğer kalemleri olduğu bulunmuştur. Ancak, 1974'ten sonra net dış varlıklardaki azalmanın nedeni ise, petrol krizi

ve Kıbrıs olayları olmuştur. Buna bağlı olarak, 1974 yılına kadar ithalat teminatları düşük oranda seyrederken, 1975 yılından 1980 yılına kadar yükselme trendine girdiği görülmektedir (Tablo 9). Ancak 1981-1983 döneminde sıkı para politikasının uygulaması neticesinde, kamu kesimine verilen krediler ve bankalara verilen krediler kontrol altına alınarak para arzının genişlemesi önlenmek istendiği söylenebilir.

1984 sonrası dönemde ise, özellikle döviz yükümlülüklerinin artması neticesinde net dış varlıkların azaltıcı etkisi artmış, bununla beraber, parasal tabanı dolaşısıyla, para arzını arttıran en önemli unsur kamu kesimine verilen krediler olmuştur (106). Özellikle Merkez Bankasının kamu kesimine açtığı kredilerin esas nedeni, bütçe açıklarının finansmanı olduğundan, Türkiye'de enflasyon-bütçe açığı-para arzı-enflasyon" kısır döngüsü yaşanmaktadır (107).

#### 2.4.2.2. Kullanım Esasına Göre

Kullanım esasına göre parasal taban, dolaşımdaki para, zorunlu karşılıklar ve kullanılabilir karşılıklar kalemlerinden oluşmaktadır. Kullanılabilir karşılıkları ise, tahvil ve bonolar kasa mevcudu, mevduat ve efektif deposu meydana getirmektedir. Tablo 12'de bu kalemlerin 1970-1990 yılları arası yıllık değerleri dikkate alınmıştır. Tabloya göre, her üç kaleme de yıllar itibariyle istikrarlı bir artış görülmektedir.

(106) Kaynak esasına göre yapılan hesaplamalarda 1970-1982 dönemi için bkz.: Demir Demirgil, Türkiye'de Parasal Göstergeler ve Ekonomik Gelişmeler, İTO Yayını, İstanbul, 1983, ss.23-29. Bu çalışmada da 1970-1982 dönemi için benzer sonuçlar ortaya çıkmıştır.

(107) Erdinç Özselçuk, Enflasyonun Kaynakları ve Kısa Dönemli Enflasyon Modeli, TSKB, İstanbul, 1988, s.11.

Dolaşımdaki para, dolaşıma çıkan para ile kasa mevcudu arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Dolaşımdaki paranın parasal taban içindeki payı 1970 yılında % 53.2 iken azalarak 1975 yılında % 40.7 oranına düşmüştür. 1976 yılından (% 41.4) itibaren bu kalem 1980 yılına kadar (% 45.4) artma ve tekrar azalma eğilimine girmiştir. Dolayısıyla, dolaşımdaki para halkın parayı tutma tercihinine (108) bağlı olduğundan incelenen dönemde oldukça dalgalı bir trend izlemiştir (Bkz. Tablo 13). Dolaşımdaki paranın değişim tablosu incelendiğinde bu kalemin özellikle, 1987 yılından itibaren önemli ölçüde arttığı ve bu yıl da % 25.2 oranında iken, 1990 yılında % 30.0 civarında gerçekleştiği görülmektedir (Bkz. Tablo 14). Aynı zamanda bu kalem, 1970 yılı 100 kabul edildiğinde 1990 yılında 98144.4'e yükselmiştir (Bkz. Tablo 15).

Zorunlu karşılıklar, bankaların Merkez Bankasında tutmaya mecbur oldukları mevduat anlamına gelmektedir. Vadesiz mevduata % 16, vadeli mevduata % 7.5 oranları uygulanmaktadır. Zorunlu karşılıklar sistemi, Merkez Bankasına düşük maliyetle mevduat bankalarında toplanan mevduatın bir kısmını aktarıp, bununla bütçe açıkları, KİT'lerin açıkları ve selektif kredilerin finanse edilmesi imkanını sağlamaktadır. Ancak, zorunlu karşılıklarla ilgili düzenlemeler, finansal aracılık maliyetini büyük ölçüde arttırıcı rol oynamaktadır (109).

Zorunlu karşılıklar Merkez Bankası tarafından belirlendiğinden, parasal taban içindeki payı 1970 yılından itibaren dalgalı bir trend izlemiştir. Bu pay, 1970'te % 25.0 iken 1975 yılında % 36.7 oranında pay almıştır.

-----  
(108) Kepenek, a.g.e., s.203.

(109) Demirgil, a.g.e., s.30.

**TABLO 8 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan  
Unsurlar (Milyar TL.).**

Yıllar	NFA	NCG	CCB	ID	NGI
1970	1.247	14.726	10.095	-1.999	-1.758
1971	6.665	19.385	8.691	-1.587	-2.840
1972	6.824	21.884	14.835	-1.369	-1.800
1973	13.294	21.379	19.007	-1.227	-3.800
1974	3.855	29.531	32.747	-0.978	-4.565
1975	-16.337	48.380	55.419	-1.923	-4.624
1976	-47.733	77.702	93.619	-11.499	-9.526
1977	-65.184	138.577	133.435	-46.533	-8.719
1978	-88.132	220.777	167.428	-70.775	-13.213
1979	-136.908	384.157	211.194	-99.511	-35.311
1980	-368.465	706.269	324.529	-99.936	-83.900
1981	-327.300	894.502	457.736	-77.510	-132.583
1982	-321.716	1.277.296	423.255	-52.03	-137.671
1983	-609.748	1.684.218	698.758	-55.470	-147.572
1984	-1.660.672	4.487.095	322.669	-83.989	-356.186
1985	-3.263.770	7.175.977	405.935	-59.222	20.791
1986	-5.416.581	10.246.331	574.855	-139.107	-22.449
1987	-10.281.971	17.981.172	1.036.379	-203.158	491.747
1988	-13.513.400	29.085.000	1.728.200	-332.900	-824.200
1989	-13.142.700	38.524.500	2.527.800	-216.100	32.800
1990*	-10.983.900	45.955.700	3.078.500	-23.300	-303.400

**Kaynak :** 1987 yılına kadar bkz. TCMB, 1988 II, 3 Aylık Bülten, s.8.

1988,1989 ve 1990 yılları TCMB, 1990 IV. 3 Aylık Bülten Tablo 2a-2p ve 3a/1'den yararlanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

(\*) 1990 yılı verileri 11 aylık alınmıştır.

**TABLO 9 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların Parasal Taban İçindeki Payı (%)**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Net Dış Varlıklar	5.5	21.9	16.9	27.3	6.4	-20.1	-46.5	-43.0	-40.7	-42.3	-77.0	-40.1	-27.0	-38.8	-61.0	-76.2	-103.3	-113.9	-83.7	-47.4	-29.1
Kemenden Net Alacaklar	66.0	63.9	54.2	48.9	48.7	59.7	75.7	91.4	102.1	118.7	147.6	109.7	107.4	107.2	165.1	167.6	195.4	199.3	180.1	138.9	121.8
Bankalardan Alacaklar	45.2	28.6	36.7	39.1	54.0	68.4	91.2	88.0	77.4	65.2	67.8	56.1	35.5	44.5	11.9	9.4	10.9	11.4	10.7	9.1	8.1
İthalât Teminatları	-8.9	-5.2	-3.4	-2.5	-1.6	-2.3	-11.2	-30.6	-32.7	-30.7	-20.9	-9.5	-4.3	-3.5	-3.0	-1.3	-2.6	-2.2	-2.0	-0.7	0.0
Net Diğer Kalemler	-7.8	-9.4	-4.4	-7.8	-7.5	-5.7	-9.2	-5.8	-6.1	-10.9	-17.5	-16.2	-11.6	-9.4	-13.0	0.5	0.4	5.4	-5.1	0.1	-0.8
<b>T o p l a m</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

**Kaynak : TCMB Bültenlerinden alınan veriler kullanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır.**

**TABLO 10 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan  
UNSURLARIN DEĞİŞİMLERİ (%).**

Yıllar	NFA	NCG	CCB	ID	NOI
1970	-	-	-	-	-
1971	434.4	31.6	-13.9	-20.6	-61.5
1972	2.3	12.8	70.7	-13.7	-36.6
1973	94.8	-2.3	28.0	-10.3	111.1
1974	-71.0	38.1	72.2	20.2	20.1
1975	-523.7	63.8	69.2	96.6	1.2
1976	192.1	60.6	68.9	497.9	106.0
1977	36.5	78.3	42.5	304.6	-8.4
1978	35.2	59.3	25.4	52.0	51.5
1979	55.3	74.0	26.1	40.6	167.2
1980	169.1	83.8	53.6	0.4	137.6
1981	-11.1	26.6	41.0	-22.4	58.0
1982	-1.7	42.7	-7.5	-32.8	3.8
1983	89.5	31.8	65.0	6.6	7.1
1984	172.3	166.4	-52.3	51.4	141.3
1985	96.5	59.9	22.0	-29.4	-105.8
1986	65.9	42.7	41.6	134.8	-207.9
1987	89.8	75.4	80.2	146.0	-2290.5
1988	31.4	61.7	66.7	63.8	-267.6
1989	-2.7	32.4	46.2	-35.0	-103.9
1990	16.4	19.2	21.7	-89.2	-1025

**Kaynak : TCMB Bültenlerinden alınan veriler kullanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır.**



**TABLO 11 : Kaynak Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan  
UNSURLARIN ARTIŞ HIZLARI (%).**

Yıllar	NFA	NCG	CCB	ID	NOI
1970	100	100	100	100	100
1971	534.4	131.6	86.0	79.3	161.5
1972	547.2	148.6	147.0	68.4	102.3
1973	1066.0	145.1	188.2	61.3	216.1
1974	309.1	200.5	324.3	48.9	259.6
1975	-1310.1	328.5	548.9	96.1	263.0
1976	-3827.8	527.6	927.3	575.2	541.8
1977	-5227.2	941.0	1321.7	2327.8	495.9
1978	-7067.5	1499.2	1658.5	3540.5	751.5
1979	-10978.9	2608.6	2092.0	4978.0	2008.5
1980	-29548.1	4796.0	3215.7	4999.2	4772.4
1981	-26246.9	6074.3	4534.2	3877.4	7541.6
1982	-25799.1	8673.7	4192.7	2601.9	7831.1
1983	-48897.1	11437.0	6291.8	2774.8	8394.3
1984	-133173.3	30470.5	3295.3	4201.5	20260.8
1985	-261729.7	48729.9	4021.1	2962.5	-1182.6
1986	-434368.9	69579.8	5694.4	6958.8	1276.9
1987	-824536.5	122104.9	10266.2	10162.9	-27971.9
1988	-10836.7	197507.8	17119.3	16653.3	46882.8
1989	-10539.4	261608.7	25040.1	10810.4	-1865.7
1990	-8808.2	312071.8	30495.2	1165.5	17258.2

**Kaynak :** TCMB Bültenlerinden alınan veriler kullanılarak tarafımız-  
dan hesaplanmıştır.

1976 yılından (% 3.5) itibaren 1980 yılına kadar (% 29.0) düşme eğiliminde olmuştur. Ancak 1981'de bu oran % 29.2, 1984 yılında ise % 36.7 oranında pay almıştır. 1985'te bu pay % 31.3'e düşmüş ve nihayet bu oran % 19.1'e düşmüştür. Zorunlu karşılıklar, para arzının denetiminde Merkez bankasının önemli bir aracı olduğundan, bankanın izlediği politikalar doğrultusunda bu oranlar değiştirilmekte olup, özellikle kredi maliyetini etkileyici rolü bulunmaktadır. Zorunlu karşılıkların, Tablo 15'e göre, 1970 yılı temel alındığında indeksinin 128612.8'e yükseldiği görülmektedir.

Kullanılabilir karşılıklar kalemi de, incelenen dönem içinde dalgalı bir trend göstermektedir. 1970 yılında parasal taban içindeki payı % 21.8 iken, 1972'de bu pay % 27.5'e yükselmiş ve bu tarihten itibaren 1982 yılına kadar (% 36.4) azalma eğiliminde olduğu görülmektedir (Bkz. Tablo 13). 1982 yılından sonra, bu kalemin aldığı en yüksek pay 1987 yılında gerçekleşmiştir (1987'de % 57.0 . Özellikle, 1987 yılından itibaren kullanılabilir karşılıkları arttıran neden, bu kalemin kapsamında bulunan tahviller ve bonolar kaleminde görülen artış olduğu söylenebilir. Çünkü bankalar, Merkez bankasında tutmak zorunda olduğu dispo nibiliteye tabi değerler karşılığında % 5 oranında nakit, % 30 oranında Devlet İç Borçlanma Senedi bulundurmaktadır. Ayrıca bankalar, krediye dönüştüremedikleri fonlarını da hazine bonusu ve devlet tahviline yatırmaktadır (110). Böylece, iç borçlanmayı finanse ederek bu kalemin artmasına neden olduğu söylenebilir. Bu kalem, 1970 yılı 100 kabul edildiğinde (Tablo 15) 1990 yılında 387993.0'a yükselmiştir. Böylece kullanım esasına göre, parasal tabanı arttıran en önemli faktör olmuştur.

-----  
(110) TCMB 1990 Yıllık Rapor, s.24.

Görüldüğü gibi, kullanım esasına göre, parasal tabanı oluşturan unsurlar olan, dolaşımdaki para, zorunlu karşılıklar ve kullanılabilir karşılıklar ele alınan dönemde parasal tabanı ve para arzını arttırıcı rol oynamıştır. Ancak parasal tabanı daha fazla arttıran kalem, kullanılabilir karşılıklar olmuştur. Bununla beraber, para arzını arttıran en önemli faktörün, kaynak esasına göre, parasal tabanı oluşturan kamu kesimine verilen kredilerin olduğu ortaya çıkmıştır.

### 3. GENEL DEĞERLENDİRME

Bu bölümde, Almanya Merkez Bankası (Bundesbank) ve T.C.Merkez Bankası'nın para arzını denetlemede üstlendikleri fonksiyonları ve Merkez Bankasının parasal tabanı oluşturan unsurları kaynak ve kullanım esasına göre belirlenerek, parasal taban üzerindeki etkileri araştırılmaya çalışılmıştır.

Almanya Merkez Bankası (Bundesbank) 1957 tarihli Bundesbank Kanunu'na göre, öncelikle fiyat istikrarını sağlama fonksiyonunu üstlenmiştir. Böylece, Alman Markının iç ve dış değerini sağlamak Bundesbank'ın görevi olmuştur. Bundesbank'ın özellikle, fiyat istikrarı üzerinde durmasının esas nedeni, 1920'lerden beri Almanların enflasyonla mücadele etme tecrübesinden kaynaklanmaktadır. Bundesbank Kanunu, bankaya fiyat istikrarını sağlama görevini vermekle beraber, görevlerini yerine getirmede de önemli ölçüde özerk olmasına imkân vermektedir. Kanun, bankayı iki özel hükümlerle politik baskıya karşı koruma altına almıştır. Bu hükümlere göre, hükümet politikasına verilen destek, Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefi tehlikeye girerse sona ermekte ve Merkez Bankasının

**TABLO 12 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan  
Unsurlar (Milyar TL.).**

Yıllar	C	RR	CR
1970	11.851	5.587	4.873
1971	13.918	8.251	8.145
1972	15.980	13.324	11.070
1973	20.703	17.572	10.378
1974	26.154	21.217	13.219
1975	32.909	29.722	18.283
1976	42.471	36.173	23.919
1977	62.961	52.658	35.957
1978	93.829	69.962	52.294
1979	143.676	99.594	80.351
1980	217.507	138.533	122.457
1981	280.641	237.836	296.368
1982	411.871	402.364	374.916
1983	547.541	561.866	460.779
1984	735.523	997.539	985.855
1985	1011.383	1338.420	1929.908
1986	1415.186	1477.483	2350.380
1987	2274.737	1597.936	5151.496
1988	3425.500	3747.900	8969.300
1989	6840.600	6047.100	14838.600
1990*	11631.100	7185.600	18906.900

**Kaynak :** 1987 yılına kadar bkz; TCMB, 1988II, 3 aylık Bülten, s.8.

1988, 1989 ve 1990 yılları TCMB, 1990 IV Aylık Bülten Tablo 2a - 2p ve 3a/1'den yararlanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

(\*) 1990 yılı verileri 11 aylık alınmıştır.

**TABLO 13 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan Unsurların, Parasal Taban İçindeki Payı (%).**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	
Doleşun- daki Para	53.2	45.9	39.5	42.5	43.2	40.7	41.4	41.5	43.4	44.4	45.4	34.4	34.6	34.8	27.0	23.6	26.9	25.2	21.2	24.7	30.8	
Zorunlu																						
Karşı- lıklar	25.0	27.2	33.0	36.1	35.0	36.7	35.3	34.8	32.4	30.7	29.0	29.2	33.9	35.8	36.7	31.3	28.2	17.8	23.2	21.8	19.1	
Kullan- lıklar	21.8	26.9	27.5	21.4*	21.8	22.6	23.3	23.7	24.2	24.9	25.6	36.4	31.5	29.4	36.3	45.1	44.9	57.0	55.6	53.5	50.1	
Parasal Taban	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

\*Kaynak : TCMB Bültenlerinden alınan veriler kullanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

**TABLO 14 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan  
Unsurların Değişimleri (%).**

Yıllar	C	RR	CR
1970	-	-	-
1971	17.4	47.6	67.1
1972	14.8	61.4	35.9
1973	29.5	31.8	-6.2
1974	26.3	20.7	27.3
1975	25.8	40.0	38.3
1976	29.0	21.7	30.8
1977	48.2	45.5	50.3
1978	49.0	32.8	45.4
1979	53.1	42.3	53.6
1980	51.3	39.0	52.4
1981	29.0	71.6	142.0
1982	46.7	69.1	26.5
1983	32.9	39.6	22.9
1984	34.3	77.5	113.9
1985	37.5	34.1	95.7
1986	39.9	10.3	21.7
1987	60.7	8.1	119.1
1988	50.5	134.5	74.1
1989	99.6	61.3	65.4
1990	70.0	18.8	27.4

**Kaynak : TCMB Bültenlerinden alınan veriler kullanılarak tarafımız-  
dan hesaplanmıştır.**

**TABLO 15 : Kullanım Esasına Göre Parasal Tabanı Oluşturan  
UNSURLARIN ARTIŞ HIZLARI (%).**

Yıllar	C	RR	CR
1970	100	100	100
1971	117.4	147.6	167.1
1972	134.8	238.4	227.1
1973	174.6	314.5	212.9
1974	220.6	379.7	271.2
1975	277.6	531.9	375.1
1976	358.3	647.4	490.8
1977	531.2	942.5	737.8
1978	791.7	1252.2	1073.1
1979	1212.3	1782.6	1648.9
1980	1835.3	2479.5	2512.9
1981	2368.0	4256.9	6081.8
1982	3475.4	7201.7	7693.7
1983	4620.2	10056.6	9455.7
1984	6206.4	17854.6	20230.9
1985	8534.1	23955.9	39604.1
1986	11941.4	26445.0	48232.7
1987	19194.4	28600.9	105715.0
1988	28904.7	67082.5	184061.1
1989	57721.7	108235.1	304506.4
1990	98144.4	128612.8	387993.0

**Kaynak : TCMB Bültenlerinden alınan veriler kullanılarak tarafımız-  
dan hesaplanmıştır.**

kararlarını bağımsız olarak vermesine imkân sağlamaktadır.

Ayrıca, Bundesbank, parasal büyüme için hedefleri ilân eden ilk Merkez Bankası olmuştur. Bundesbank, parasal hedeflerini 1974 sonlarından itibaren ilan etmeye başlamış ve ekonomideki fiyat beklentilerini koruyabilmek için kantitatif hedeflerini kamuya açıklamayı önemli bir araç olarak benimsemiştir. Böylece, para arzının büyüklüğü için belirlenen hedefler, esas alınmaya başlanmıştır. buna bağlı olarak, Bundesbank, 1974 Aralık ayında ilk kez 1975 yılı için Merkez Bankası Parasını ara hedef değişken olarak, büyüme oranını açıklamıştır. Bu tarihten itibaren, Bundesbank yıllık hedef oranını açıklamaktadır. Ancak, Bundesbank Ocak 1988'den itibaren M<sub>3</sub> parasal büyüklüğü hedeflemeye başlamıştır. Bu yılda hedef düzeyini M<sub>3</sub> için % 3-6 olarak ilân etmiştir.

T.C. Merkez Bankası, 1930 tarih ve 1715 sayılı Kanunla Anonim Şirket şeklinde kurulup, özel hukuk hükümlerine tabidir. Bu kanunla, Hazine'nin payı % 25 olarak belirlenmiş iken, bu kanunun II.Dünya Savaşı sonrası merkez bankacılığı alanında meydana gelen gelişmeleri karşılayamaması nedeniyle, 1970 tarihinde değiştirilen 1211 sayılı kanunla Hazine'nin payı % 51'e çıkarılmıştır. Bu uygulama ile, T.C. Merkez Bankası'nın devletin finansman kaynağı durumuna getirildiği söylenebilir. Böylece, 1711 sayılı Kanunla Merkez Bankasına verilen özerklik, 1211 sayılı Kanunla geri alınmaya çalışılmıştır denilebilir. Bu kanuna göre, Merkez Bankası, öncelikle para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlar gözönünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre, fiyat istikrarını sağlayacak bir şekilde yürütmek ve milli paranın iç ve dış değerinde istikrarı sağlamakla yükümlüdür. Dolayısıyla bu kanunla banka, hükümetin mali ve



ekonomik müşavirlik, mali ajanlık ve haznedarlık görevini yerine getirmektedir.

Bununla beraber, Merkez Bankasının ekonomide istikrarın sağlanabilmesi, para arzı ve ekonominin likiditesini istenilen düzeye getirebilmesi için likidite göstergesi olarak, parasal bir gösterge seçmek durumundadır. Bu gösterge Türkiye'de 1989 yılına kadar "Rezerv Para" iken, bu yıldan itibaren "Merkez bankası Parası" olarak Merkez Bankası tarafından izlenmeye başlamıştır.

Merkez Bankası 1989 yılından itibaren rezerv para ve parasal taban tanımlarını değiştirmiştir. 1989 yılından itibaren rezerv para, emisyon ile büyük ölçüde TCMB'nin bankacılık kesimine olan Türk Lirası yükümlülükleri toplamından oluşmaktadır. Bu büyüklüğe açık piyasa işlemleri nedeniyle, bankacılık kesimine olan TCMB yükümlülüklerinin eklenmesiyle parasal tabana ulaşılmaktadır. Kamu mevduatı ile parasal tabanın toplanması ise, Merkez Bankası Parası'nı oluşturmaktadır. Bu büyüklük, TCMB'nin Türk Lirası cinsinden ekonomideki tüm diğer birimlere olan yükümlülükleri vermektedir. Diğer bir deyişle, döviz cinsinden yükümlülükler dikkate alınmazsa Merkez Bankası Parası bilanço toplamını verecektir. Bu nedenle, Merkez Bankası para politikasını oluşturmada, toplam iç yükümlülükler de dahil olmak üzere bu büyüklükleri kontrol edebilecek ve sözkonusu büyüklüklerden ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olan parasal büyüklüklerle ilişki içinde bulunan büyüklüğü seçmek durumundadır. Aynı zamanda seçilen büyüklüğün, TCMB'nin ekonomi politikasını yürütebilmek için kullanabileceği tüm araçları içermesi gerekmektedir. Dolayısıyla Merkez Bankası Parası, parasal büyüklüklerden  $M_2$  ile istikrarlı bir ilişki içinde olmakta, toplam iç yükümlülükleri önemli ölçüde açıklamakta ve

Merkez Bankasının para politikasını yürütürken kullandığı araçları (emisyon, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları) kapsamında bulundurmaktadır. Böylece, Merkez Bankası Parasının denetimi aracılığıyla, para arzı ile kredi arzı önemli ölçüde etkilenebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Buna bağlı olarak, Merkez Bankası'nın likidite kontrolü sağlamak amacıyla 1989 yılından itibaren "Merkez Bankası Parasını" hedeflemeye başladığı söylenebilir.

Bu amaçla, Merkez Bankası orta vadede fiyat istikrarını (111) TL'nin iç ve dış değerini sağlayarak likiditeyi kontrol etmek için 1990 yılında parasal programlamaya geçmiştir. Parasal programlama ile amaç, orta vadede Merkez Bankası bilançosunun aktifinde büyük ölçüde, döviz varlıklarını arttırmak, kredi ve değerleme hesabını kontrol ederek azaltmak, pasifinde ise, büyük ölçüde emisyon dayalı bir pasif yapısı oluşturmak ve burada yer alan döviz yükümlülüklerini ortadan kaldırmak ile bankaların zorunlu karşılıklar hesabını küçültmektir. Böylece, parasal hedefler orta vadede gerçekleştirildiği takdirde, bilançonun aktifi büyük ölçüde dövizden, pasifi de emisyondayan oluşacaktır. Dolayısıyla, parasal programlama ile gelecek beş yıl içerisinde 1994 yılında 1989 yılında % 17.1 olan emisyonun payı % 40-45'e yükselmesi, dış varlıkların payının ise % 50 civarında gerçekleşmesi beklenmektedir.

1990 yılında kamuya açıklanan parasal programlamanın gerçekleştirmelerine göre, dış varlıkları % 45 oranında artmış ve toplam bilanço içinde % 43 oranında pay almıştır. Ancak, rezervlerdeki artış ile birlikte değerlendirilince (111) Ayrıca orta vadede fiyat istikrarının sağlanması için parasal hedefleri belirlemek yanında fiyat istikrarının sağlanmasında nominal gayri safi milli hasıladaki artışın kontrol altında tutulması gerektiği yaklaşımı da bulunmaktadır. Bu konuda

hesabının büyümesi neticesinde Merkez Bankası bilançosu hedeflenenin üzerinde büyümüştür. Bununla beraber, Merkez Bankası, kendi iç kredilerini önemli ölçüde denetim altına almıştır. Ayrıca, parasal programın en önemli hedef değişkeni olan Merkez Bankası Parası'nın ana bileşeni, emisyonun toplam bilanço içindeki payı 1989'da % 17 iken 1990'da % 24'e çıkmıştır. Döviz pozisyonundaki düzelmeye emisyonun döviz karşılığı artmıştır. Ayrıca zorunlu karşılıklarda indirimlerin uygulanması ile emisyon artmıştır. Sonuçta, 1990 yılında Merkez Bankası, bilançosunun büyüme hızını denetim altında tutarken, pasifinde de emisyonun payını arttırmaya çalıştığı görülmektedir.

Merkez Bankası, para arzının denetiminde likidite göstergesi olarak parasal büyüklükleri hedeflerken para arzının artışında önemli rol oynayan parasal tabanı oluşturan unsurları da kontrol etmek durumundadır. Dolayısıyla parasal tabanı oluşturan kalemlerin kontrolü para arzının denetiminde önem teşkil etmektedir. Parasal tabanı Hazine ve Merkez Bankası bilançolarının konsolidasyonu yolu ile kaynak ve kullanım esasına göre hesaplamak mümkündür. Kaynak esasına göre parasal tabanı oluşturan ka-

-----  
ayrıntılı bilgi için bkz; George A.Kohn; Nominal GNP : An Anchor for Monetary Policy?, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, November 1988, ss.18-35.

Buna örnek olarak, A.B.D.'de 1989 yılında  $M_2$ 'nin büyüme oranını hedef dilimi içinde düşürmeyi başarmıştır.  $M_2$  ve nominal GSMH arasındaki ilişkiden dolayı Federal Rezerv  $M_2$ 'yi kontrol ederek nominal GSMH'yı da kontrol etmeyi amaçlamaktadır. Çünkü, fiyat istikrarına ulaşabilmek için Federal Rezerv nominal GSMH'nin büyüme düzeyine eşdeğer bir  $M_2$  büyüme oranı düşünmek zorundadır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Black Susan A and Gavin Willm T, "Monetary Policy and the  $M_2$  Target", Federal Reserve Bank of Cleveland, December 1989, ss.1-4.

lemeler; net dış varlıklar, kamudan net alacaklar, bankalara verilen krediler ve net diğer kalemlerdir. Kullanım esasına göre, parasal tabanı oluşturan kalemler ise dolaşımdaki para, zorunlu karşılıklar ve kullanılabilir karşılıklardır. Bu çalışmada, incelenen dönemde (1970-1990) kaynak esasına göre parasal tabanı oluşturan kalemlerden 1970-1974 döneminde, net dış varlıklar, kamudan alacaklar, bankalara verilen krediler parasal tabanı arttırırken, ithalat teminatları ve net diğer kalemler ise parasal tabanı azaltmıştır. Ancak 1974'ten itibaren petrol şokları ve Kıbrıs olayları neticesinde döviz rezervlerinde meydana gelen azalma net dış varlıkların negatif değer almasına neden olmuştur. Özellikle, 1980 sonrası dönemde de dış borçların önemli ölçüde artışı ile ortaya çıkan yükümlülükleri döviz rezervlerinin erimesine neden olduğu söylenebilir. Buna rağmen, 4 Şubat 1988 kararları ile döviz rezervlerinde artış sağlanmış, buna bağlı olarak net dış varlıklar, yükümlülüklerin fazla olması ile eksi değer almasına rağmen 1989'dan itibaren artış görüldüğü ortaya çıkmıştır (1989'da % -47.4, 1990 yılında % -29.1)(Bkz. Tablo 9).

Buna karşılık kamu kesimine verilen krediler 1970' te parasal taban içinde, % 66.0 civarında pay alırken 1975 yılında % 59.7 civarında pay almıştır. Ancak, bu krediler 1976 yılından itibaren tekrar artış eğilimine girmiştir. Özellikle, 1970'li yıllarda kamu kesimine verilen kredilerde görülen artışın sebebi, kamu yatırımları ve KİT'lere sağlanan bütçe transferi neticesinde ortaya çıkan bütçe açıklarının Hazineye olan kısa vadeli avanslar ile finanse edilmesidir. 1970'te parasal taban içindeki payı % 66.0, 1975'te % 59.7'ye düşmüş, 1976'dan itibaren tekrar artış göstermiş, % 75.7'den 1980 yılında % 147.6'ya yükselmiştir. Ancak 1980 İstikrar Tedbirleri ile 1981-

1983 yılları arasında kamu kesimine verilen kredilerde azalma görülmüş, 1984'ten itibaren tekrar artış ortaya çıkmıştır. Kamu kesimine verilen kredilerde, 1988'den itibaren gerileme görülmüştür. Özellikle, Merkez Bankası, 1990 Parasal Programlamada ifade edildiği gibi, yurtiçi kredileri azaltmayı hedeflediğinden 1989'da kredilerde gerileme kaydedildiği söylenebilir. Dolayısıyla, 1980 İstikrar Kararları ile, kamu kesiminin, özellikle, KİT'lerin faaliyetlerinin sınırlandırılması ile kamu harcamalarının azaltılması hedef iken, bu kesime ait harcamaların uygulamada giderek artış gösterdiği ortaya çıkmıştır.

Bankalara verilen kredilerde 1980 öncesi dönemde 1971 yılı hariç her yıl artış göstermiştir. 1971 yılında, Merkez Bankası'nın sıkı para politikası izlemesi ile beraber bankaların Merkez Bankası kaynaklarına daha az ihtiyaç duyması neticesinde bu kesimin kredilerinde daha az ihtiyaç duyulmuştur. Bununla beraber 1983'ten sonra Merkez Bankası'nın Hazine açıklarını kapatmaya yönelmesi ile bu kesime verilen kredilerde oldukça azalma görülmüştür (1983'te % 44.5, 1988'de % 10.7). Ancak, Merkez Bankası'nın bankalara 1989 yılında kredi kullandırmaması sonucu bankalara verilen kredilerin parasal taban içindeki payı 1989'da % 9.1, 1990 yılında % 8.1 olarak gerçekleşmiştir.

İthalat teminatlarının parasal taban içindeki payı 1970 yılından itibaren azalma göstermiş, dolayısıyla 1990 yılında sıfırlandığı Tablo 9'da görülmektedir. Aynı şekilde net diğer kalemlerde parasal tabanı ve para arzını azaltıcı etkide bulunmuştur. Dolayısıyla, kaynak esasına göre parasal tabanı oluşturan kalemlerden net dış varlıklar 1970-1974 dönemi hariç parasal taban buna bağlı olarak para arzı üzerinde azaltıcı etkide bulunmuştur.

Ancak 1988'de 4 Şubat kararları ile hızlanan döviz girişi ile artan dış varlıklar neticesinde net dış varlıkların azaltıcı etkisinin giderek düştüğü söylenebilir. Kamu kesimine verilen krediler ile bankalara verilen krediler ise para arzını arttırmıştır. Ancak bu artışta en fazla etkili olan kalem kamu kesimine verilen krediler olmuştur. Bunun yanında, ithalat teminatları ile net diğer kalemler parasal tabanı dolayısıyla para arzını daraltıcı etkide bulunmuştur.

Kullanım esasına göre parasal tabanı oluşturan kalemlerden dolaşımdaki para, dolaşıma çıkan para ile kasamevcudu arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Dolaşımdaki paranın, parasal taban içindeki paylarına bakıldığında (Tablo 13) yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Çünkü, dolaşımdaki para halkın parayı tutma tercihine, bu tercihte, ekonomik koşullara, özellikle fiyat hareketlerine bağlıdır.

Dolaşımdaki paranın Tablo 13 incelendiğinde en yüksek artışın 1987'den itibaren ortaya çıktığı görülmektedir (1987 % 25.2 1990 % 30.8). Dolayısıyla, incelenen dönemde, dolaşımdaki para arzını arttırıcı rol oynadığı ortaya çıkmaktadır.

Zorunlu karşılıklar, bankaların Merkez Bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat anlamına gelmektedir. Aynı zamanda, zorunlu karşılıklarla ilgili düzenlemeler, finansal aracılık maliyetini arttırıcı rol oynamaktadır. Bu sistem ile, Merkez Bankasına düşük maliyetle, mevduat bankalarında toplanan mevduatın bir kısmını aktarıp, bununla bütçe açıkları, KİT'lerin açıkları ve selektif kredilerin finanse edilmesi sağlanmaktadır. Zorunlu karşılıklar, Merkez Bankası tarafından belirlendiğinden

parasal taban içindeki payı dalgalı bir seyir izlemiştir. Ancak Tablo 13 incelendiğinde, 1989'dan itibaren düşme eğilimine girdiği görülmektedir. Bunun nedeni ise, Merkez bankası'nın 1990 parasal Programlama ile zorunlu karşılıkların oranını düşürmeyi hedeflemesi olarak gösterilebilir.

Kullanılabilir karşılıklar kalemi incelenen dönemde dalgalı bir seyir izlemiştir. 1970 yılında parasal taban içindeki payı % 21.8 iken, 1972'de bu pay % 27.5'e yükselmiş ve bu tarihten 1982'ye kadar azalma göstermiştir. 1982 yılından sonra aldığı en yüksek pay 1987 yılında gerçekleşmiştir (% 57.0). Özellikle 1987 yılından itibaren bu kalemi arttıran neden, bu kalemin kapsamında bulunan tahviller ve bonolar kaleminde görülen artış söylenebilir. Çünkü bankalar Merkez Bankasında tutmak zorunda olduğu disonibilite karşılığında devlet tahvili ve hazine bonusu satın alarak iç borçlanmayı finanse etmesi bu artışta rol almış olabilir. Kullanılabilir karşılıklar, kullanım esasına göre parasal tabanı arttıran en önemli faktör olmuştur (Tablo 15).

Sonuç olarak, kullanım esasına göre parasal tabanı oluşturan unsurların, dolaşımdaki paranın zorunlu karşılıkların ve kullanılabilir karşılıkların parasal tabanı ve para arzını genişletici rol oynadığı ortaya çıkmıştır. Ancak, kullanım esasına göre parasal taban artışında etkili olan unsur kullanılabilir karşılıklar iken, kaynak esasına göre ise kamu kesimine verilen krediler olmuştur.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ETKİNLİĞİNİN SAĞLANMASINDA

REEL ve PARASAL DEĞİŞKENLERİN ROLÜ :

EKONOMETRİK BİR YAKLAŞIM



## 1. ALTERNATİF PARASAL BÜYÜKLÜKLER İLE İLGİLİ MODEL DENEMELERİ

Bu bölümde, Trehan'ın parasal büyüklükleri analiz etmede kullandığı teorik model esas alınarak CBM,  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$  gibi parasal büyüklüklerin reel değerleri ile reel gayrisafi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları arasında istikrarlı ilişkinin test edilebilirliği incelenmeye çalışılacaktır (112). Bununla beraber modelde, ayrıca, dört alternatif parasal büyüklüklerin nominal değerleri ile nominal gayrisafi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları arasındaki ilişki incelenecektir. Bu büyüklükler ile kısa vadeli kredi faiz oranları ve gayri safimilli hasıla arasındaki ilişkiyi inceleyen modeller, 1970-1979 ve 1980-1990 dönemleri olmak üzere iki alt dönem halinde, toplam 21 yıllık uzun bir dönemi kapsamaktadır.

Bu modelde, reel değişkenler, reel değişkenlerin yıllık yüzde değişimleri ve nominal değerleri üzerinde tam logaritmik çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Aslında modelde, üçer aylık veriler kullanılmak istendiği halde, bazı değişkenlere ait üçer aylık verilerin bulunmaması nedeniyle, yıllık veriler kullanılmıştır.

-----  
(112) Bu modelde denklem şu şekilde belirtilmiştir.

$$CBM = a + b_1 \sum \Delta \text{Real GNP} + c_1 \sum \Delta \text{INT} + d \text{ EC}$$

Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz.: Trehan, a.g.m. ss.33-36.

Bu çalışmada, para arzı ve Merkez Bankası Parası (CBM) içsel değişkenler olarak belirlenmiştir (113). Çünkü ekonomi dışı çeşitli baskılar, T.C.Merkez Bankası'nı müdahale etmeye ve aktif para politikası izlemeye zorlamaktadır. Bu durumda, para arzının kontrol edilebilirliğini etkilemektedir. Bununla birlikte, Merkez Bankası para çarpanının istikrarlı olduğu varsayımı ile parasal tabanı belirleyerek toplam para arzını kontrol altına alabilme yeteneğine sahip olduğu durumlarda para arzı dışsal bir değişken olabilir (114).

Denklemler, en genel en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Bu yönteme, otokorelasyon sorununu ortadan kaldırmak amacıyla başvurulmuştur.

### 1.1. 1970-1979 DÖNEMİ

#### 1.1.1. Varsayımlar - Hipotez - Değişkenler -Varsayımlar

Bu kısımda, içsel değişkenler olarak kabul edilen parasal büyüklükler (CBM,  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ ) ile dışsal değişkenler (kısa vadeli kredi faiz oranları, reel ve nominal GSMH, enflasyon oranı) arasındaki ilişki incelenmiştir. Ancak, bu dönemde, uygulanan düşük ve güdümlü faiz politikalarının parasal büyüklükleri etkilemede önemli bir rol oynayacağı varsayılmıştır.

-----  
(113) Bu konuda daha ayrıntılı teorik bilgi için bkz.; R.Gordon, "International Monetarism, Wage Push and Monetary Accommodation", A.Caurakis (ed.), Inflation, Depression and Economy Policy in the west, London, 1980.

(114) Z.Öniş ve S.Özmuçur, Türkiye'de Enflasyon, ITO Yayın No: 1987-5, İstanbul, 1987, s.15.

- Hipotez

Bu dönemde, ithal ikameci (içe-dönük) politikalar nedeniyle, enflasyon oranı altında seyreden düşük faiz oranları uygulanmıştır. Dolayısıyla, kısa vadeli kredi faiz oranlarının ( $r$ ) parametresi pozitif beklenmektedir. Çünkü uygulanan düşük faiz politikası neticesinde kredi taleplerindeki artış, aynı zamanda dört parasal büyüklükte (CBM,  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ ) de artışa yol açacaktır. Ayrıca, sözkonusu dönemde, uygulanan düşük faiz politikası yatırımcılara destek vermiştir. Bu gelişmeler dikkate alınarak, yatırım artışı ile üretim artacağı varsayılmakta ve reel gayri safi milli hasılanın ( $y$ ) katsayısının pozitif çıkması beklenmektedir. Aynı nedenlerle nominal gayri safi milli hasılanın katsayısı ( $Y$ )'nin parametresi de pozitif tahmin edilmektedir.

- Değişkenler

Modelde, Merkez Bankası Parası (CBM),  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$  gibi parasal büyüklükler içsel değişkenler (bağımlı), reel ve nominal gayri safi milli hasıla, kısa vadeli kredi faiz oranları, enflasyon oranı dışsal değişkenler (bağımsız) olarak kabul edilmiştir. Modelde kullanılan değişkenlerden Merkez Bankası Parası (CBM) kavramı, bilindiği gibi Türkiye'de 1989 yılından itibaren hedeflenmeye başlamıştır. Bu kavramı hedeflemeden amaç, T.C.Merkez Bankasının likidite üzerinde etkinliğinin sağlanmasıdır. Modelde, kullanılan Merkez Bankası Parasının 1970'ten itibaren değerleri, parasal taban ve kamu mevduatının toplamı olarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

Merkez Bankası Parası (CBM) : Rezerv para ile açık piyasa işlemlerinden borçların toplamı olan parasal taban ile kamu mevduatının toplamıdır.

$M_1$  = Dolaşımdaki para, mevduat bankalarındaki vadesiz mevduat ve T.C.M.B.'daki mevduat toplamından meydana gelmektedir.

$M_2 = M_1$  ve mevduat bankalarındaki vadeli mevduat (resmi kuruluşlar mevduatı hariç)'in toplamıdır.

$M_3 = M_2$  ve resmi kuruluşlar mevduatı ile T.C.M.B.'daki diğer mevduatın toplamından oluşmaktadır.

Reel parasal büyüklüklerin değerleri, bu büyüklüklerin enflasyon oranına deflate edilmesiyle elde edilmiştir. Modelde kullanılan enflasyon oranı, toptan eşya fiyat endeksidir. Kısa vadeli kredi faiz oranlarının ise, maksimum oranları (tavan oranları) kullanılmıştır. Ayrıca, gayri safi milli hasılanın reel ve nominal değerleri modele dahil edilmiştir.

#### - Değişkenler Listesi

Modelde kullanılan değişkenlerin sembolleri aşağıda belirtilmiştir.

CBM = Merkez Bankası Parası,

$M_1$  = Dar anlamda parasal büyüklük

$M_2$  = Geniş anlamda parasal büyüklük

$M_3$  = Daha geniş anlamda parasal büyüklük

y = Reel Gayri Safi Milli Hasıla

r = Kısa Vadeli Kredi Faiz Oranları

Y = Nominal Gayri Safi Milli Hasıla

P = Enflasyon oranı.

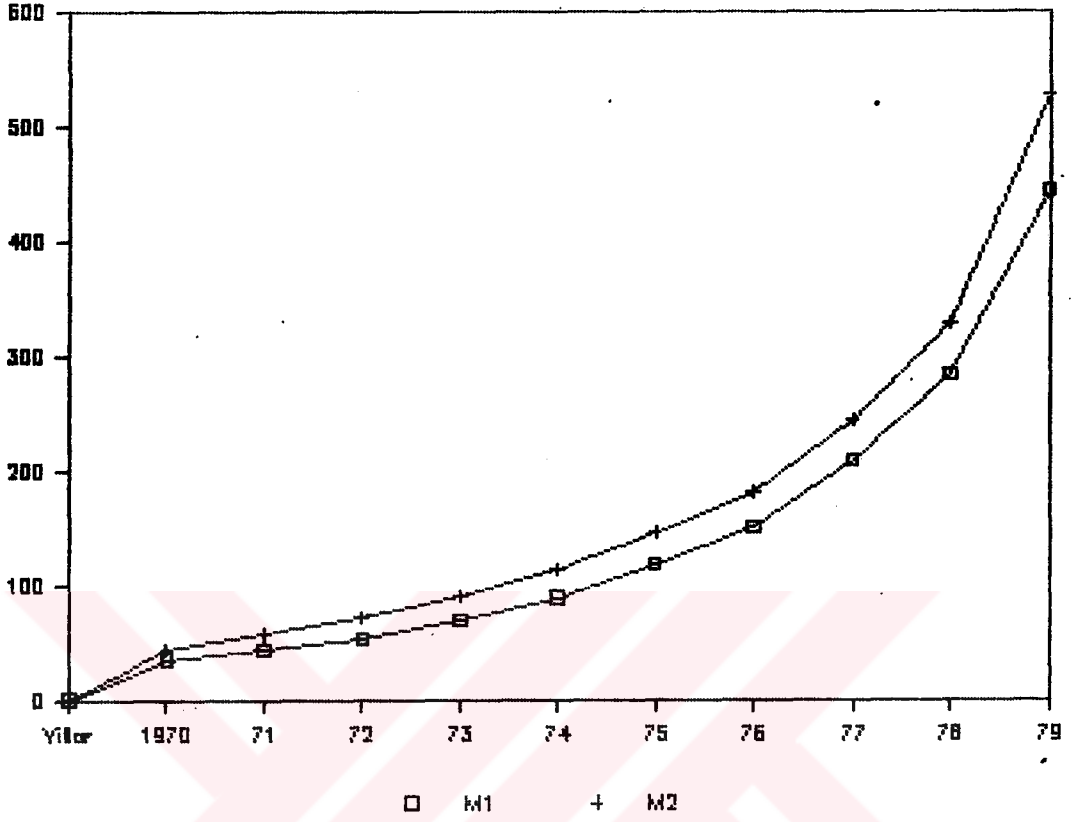
TABLO 16 : İçsel Değişkenler (1970-1979 Dönemi)(Milyar TL).

Yıllar	CEM		M <sub>1</sub>		M <sub>2</sub>		M <sub>3</sub>	
	Reel	Nominal	Reel	Nominal	Reel	Nominal	Reel	Nominal
1970	21.594	23.041	32.989	35.256	41.330	44.150	47.141	50.347
1971	26.942	31.226	37.618	43.622	48.835	56.642	55.651	64.597
1972	35.346	41.709	44.830	52.891	60.000	70.899	68.220	80.583
1973	41.557	50.077	57.925	69.803	74.937	90.345	85.660	103.105
1974	47.575	61.800	68.283	88.699	87.143	113.276	98.152	127.557
1975	75.018	82.595	106.811	117.639	133.151	146.641	151.044	166.133
1976	90.689	104.837	130.103	150.382	156.660	181.158	178.633	206.597
1977	124.585	154.611	168.493	209.119	196.212	243.522	221.917	275.401
1978	143.388	218.811	185.845	283.595	214.941	328.009	251.245	383.402
1979	202.447	331.811	271.201	444.488	321.964	527.796	371.812	609.449

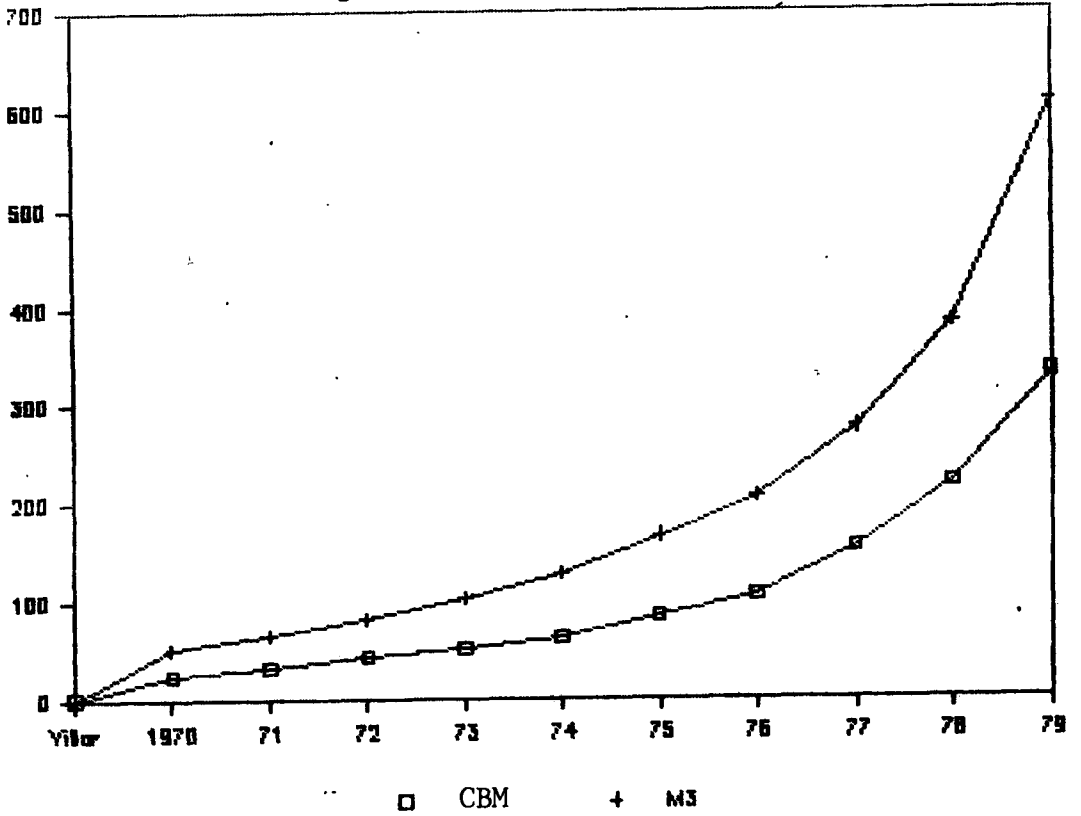
Kaynak : T.C. Merkez Bankası.

Not : Reel Değerler =  $\frac{\text{Nominal Değerler}}{(\text{Enflasyon oranı}/100)+1}$  olarak hesaplanmıştır.

GRAFİK 19 :  $M_1$  ve  $M_2$ 'nin Trendi (1970-1979 Dönemi).



GRAFİK 20 :  $M_3$  ve CBM'in Trendi (1970-1979 Dönemi).



TABLO 17 : İçsel Değişkenlerin Değişimleri (1970-1979 Dönemi)(%).

Yıllar	$\Delta CBM$		$\Delta M_1$		$\Delta M_2$		$\Delta M_3$	
	Reel	Nominal	Reel	Nominal	Reel	Nominal	Reel	Nominal
1970	-	-	-	-	-	-	-	-
1971	24.7	35.5	14.0	23.8	18.1	28.3	18.0	28.2
1972	31.1	33.5	19.1	21.3	22.8	25.0	22.5	24.8
1973	17.5	20.0	29.2	31.9	24.8	27.5	25.4	28.0
1974	14.4	23.4	17.8	27.0	16.2	25.3	14.7	23.6
1975	57.6	33.6	56.4	32.8	52.7	29.5	53.8	30.4
1976	20.8	26.9	21.8	27.8	17.6	23.5	18.2	24.1
1977	37.3	47.4	29.5	39.0	25.2	34.4	24.2	33.3
1978	15.0	41.5	10.2	35.6	9.5	34.7	13.2	39.2
1979	41.1	51.6	45.9	56.7	49.7	60.8	47.9	58.9

TABLO 18 : Dışsal Değişkenler (1970-1979 Dönemi).

Yıllar	$\Delta y$ (%)	y (Milyar TL.)	Y (Milyar TL.)	r(*) (%)	P(**) (%)
1970	-	125.2	140.7	11.5	6.7
1971	10.6	138.5	192.6	11.5	15.9
1972	7.6	149.1	240.8	11.5	18.0
1973	5.4	157.3	309.8	10.5	20.5
1974	7.4	168.9	427.1	11.5	29.9
1975	7.3	181.3	537.7	11.5	10.1
1976	7.9	195.7	674.9	11.5	15.6
1977	3.8	203.3	872.8	11.5	24.1
1978	2.8	209.1	1290.7	16.0	52.6
1979	-0.3	208.3	2199.5	19.0	63.9

Kaynak : T.C.Merkez Bankası, DİE Türkiye İstatistik Yıllığı 1975,  
1981.

(\*) Yıl sonu itibariyle tavan oranları dikkate alınmıştır.

(\*\*) Enflasyon oranı, toptan eşya fiyat endeksidir.



### 1.1.2. Hesaplama Metodları

Bilgisayarlarla yapılan çoklu regresyon modelinde içsel ve dışsal değişkenler arasında logaritmik bir ilişki ortaya çıkmıştır. Logaritmik transformasyon fonksiyonel bir ilişkinin varlığını göstermektedir.

Birden fazla değişken olduğu için (F) testleri yapılmıştır. Bu teste çoklu regresyonda, regresyon katsayılarını, tamamını sıfırdan farklı olup olmadıklarını belirlemek için başvurulmuştur.

Denklemin uygunluğu, çoklu determinasyon katsayısı ( $R^2$ ) serbestlik derecesine göre, ayarlanmış çoklu determinasyon katsayısı olarak bulunmuştur. Ayrıca tahminlerin standart hatalarının küçüklüğüne dikkat edilmiştir.

### 1.1.3. Uygulama Sonuçları

#### 1.1.3.1. Reel Denklemlerin Sonuçları

$$(1a) \text{ LogRCBM} = -7.254 + 1.042 \text{ logr} + 3.547 \text{ logy} + U$$

(0.376)	(0.303)	
(0.202)	(0.856)	F = 135.729
		$R^2 = 0.97$
		q = 0.05

$$(2a) \text{ LogRM}_1 = -6.816 + 0.923 \text{ logr} + 3.472 \text{ logy} + U$$

(0.423)	(0.341)	
(0.185)	(0.864)	

$$F = 100.089$$
$$R^2 = 0.96$$
$$q = 0.06$$

$$(3a) \text{ Log RM}_2 = -6.236 + 0.834 \text{ logr} + 3.298 \text{ log y} + U$$

(0.389)                      (0.314)  
(0.177)                      (0.870) .

$$F = 105.276$$

$$R^2 = 0.96$$

$$q = 0.06$$

$$(4a) \text{ Log RM}_3 = -6.229 + 0.902 \text{ logr} + 3.287 \text{ log y} + U$$

(0.386)                      (0.311)  
(0.190)                      (0.861)

$$F = 108.751$$

$$R^2 = 0.96$$

$$q = 0.06$$

Bu denklemlerde, parametre, bağımsız değişkendeki % 1'lik değişimin bağımlı değişkene etkisini başka bir ifadeyle, bağımlı değişkenin bağımsız değişkenlere karşı elastikiyetini vermektedir.

Hipotezimizde kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki artışın, reel merkez bankası parası,  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  gibi parasal büyüklükleri pozitif yönde etkileyebileceğini belirtmiştik. Denklemlerimizde kısa vadeli kredi faiz oranının parametresi (+) çıkmıştır. Türkiye'de (1970-1979) döneminde istikrarlı ve düşük faiz politikasının uygulanması bu sonuçta etkili olmuştur. Aynı zamanda bu modele dahil edilen reel gayri safi milli hasıladaki artışlar da reel parasal büyüklükleri arttırmaktadır. Bu sonuç, hipotezimize uymaktadır.

(1a) no.lu denklemde reel merkez bankası parasının, kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 1.042 olarak hesaplanmıştır. Başka bir ifade ile, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, reel merkez bankası parasını % 1.042 oranında arttırmaktadır.

Buna karşılık, reel merkez bankası parasının reel GSMH'ya elastikiyeti 3.547 olarak hesaplanmıştır. Başka bir ifade ile, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, reel merkez bankası parasını % 3.547 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı kısa vadeli kredisi faiz oranına göre daha büyüktür ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu da reel merkez bankası parası üzerinde reel gayri safi milli hasılanın daha etkili olduğunu ortaya koymuştur.

Denklemde, F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(2a) Nolu denklemde, reel  $M_1$ 'in kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 0.923 olarak bulunmuştur. Diğer bir deyişle, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, reel  $M_1$ 'i % 0.923 oranında arttırmaktadır.

Bununla beraber, reel  $M_1$ 'in, reel gayri safi milli hasılaya elâstikiyeti 3.472 olarak hesaplanmıştır. Bu da reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artışın, reel  $M_1$ 'i % 3.472 oranında arttırdığı anlamına gelmektedir.

Bu denklemde, reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısının, kısa vadeli kredi faiz oranına göre daha büyük olduğu görülüp, istatistiki açıdan anlam taşımaktadır. Sonuç olarak, reel  $M_1$  üzerinde reel gayri safi milli hasılanın etkisi daha büyüktür.

Denklemde F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(3a) Nolu denklemde, reel  $M_2$ 'nin kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 0.834 olarak hesaplanmıştır. Başka bir ifadeyle, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış reel  $M_2$ 'yi % 0.834 oranında arttırmaktadır.

Bununla beraber, reel  $M_2$ 'nin reel gayri safi milli hasılaya elastikiyeti 3.298 olarak hesaplanmıştır. Diğer bir ifade ile, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, reel  $M_2$ 'yi % 3.298 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı kısa vadeli kredi faiz oranına göre daha büyük, istatistiki olarak anlamlıdır. Böylece, reel  $M_2$  üzerinde reel gayri safi milli hasılanın etkisinin daha büyük olduğu ortaya çıkmıştır.

Denklemde, F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(4a) Nolu denklemde, reel  $M_3$ 'ün kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 0.902 olarak hesaplanmıştır. Başka bir deyişle, kısa vadeli faiz oranındaki % 1'lik artış, reel  $M_3$ 'ü % 0.902 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı, kısa vadeli kredi, faiz oranına göre daha büyüktür ve istatistiki olarak anlamlıdır. Sonuçta, reel  $M_3$  üzerinde reel gayri safi milli hasılanın daha büyük bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmaktadır.

Denklemde, F değeri ile  $R^2$  yüksek ve standart hata düşük ve güvenilirdir.

-----  
(\* Yukarıda ifade edilen denklemler için bkz. Tablo 19.

Reel denklemlerin uygulama sonuçlarında (1a) istatistiki açıdan (2a), (3a), (4a) ile karşılaştırıldığında F değeri ve  $R^2$  daha yüksek, denklemin genel standart hatası, regresyon katsayısının standart hataları daha küçük olduğu için en anlamlı olduğu görülmektedir (Bkz. Tablo 19). Ayrıca, hem kısa vadeli kredi faiz oranının hem de reel gayrisafi milli hasılanın katsayılarının daha büyük çıkması Merkez Bankası Parası ile yapılan analiz denklemlerinin  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$ 'e göre daha anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Bu da Merkez Bankası Parası kavramına geçişin ne kadar doğru fakat geç alınmış bir karar olduğunu ortaya koymaktadır.

Aynı kriterlerle,  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$ 'ü incelediğimizde, Merkez Bankası Parası kavramından sonra  $M_3$ , daha sonra  $M_2$  ve en son  $M_1$  gelmektedir.

Görüldüğü gibi dört denklemde de reel gayri safi milli hasıla, parasal büyüklükler üzerinde kısa vadeli kredi faiz oranından daha önemli bir açıklayıcı değişken olarak bulunmuştur. Burada, reel gayri safi milli hasıladaki büyüme, parasal büyüme üzerinde teorik bekleyişler doğrultusunda pozitif etki yapmakta ve onu genişletmektedir. Aynı şekilde, ikinci değişkenimiz olan kısa vadeli kredi faiz oranları da parasal büyüme üzerinde pozitif etki ederek parasal büyümeyi genişletmektedir.

**TABLO 19 : Reel Merkez Bankası Parası,  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ , Kısa Vadeli Kredi Faiz Oranları ve Reel Gayri Safi Millî Hasıla Arasındaki Regresyon Sonuçları (1970-1979 Dönemi)**

Denklem No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişkenler	F	R <sup>2</sup>	q	D.W.
1a	RCBM	-7.254	1.042 (0.376) 3.547 (0.303) (0.202) (0.855)	135.729	0.97	0.05	2.87
2a	RM <sub>1</sub>	-6.816	0.923 (0.423) 3.472 (0.341) (0.185) (0.864)	100.089	0.96	0.06	2.53
3a	RM <sub>2</sub>	-6.236	0.834 (0.389) 3.298 (0.314) (0.177) (0.870)	105.276	0.96	0.06	2.71
4a	RM <sub>3</sub>	-6.229	0.902 (0.386) 3.287 (0.311) (0.190) (0.861)	108.751	0.96	0.06	2.71

**Not :** Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.

1.1.3.2. Reel Değişkenlerdeki Değişim Oranları  
İle Yapılan Denklemler

$$(1b) \quad \text{Log RCBM} = 0.258 - 0.552 \log r + 0.225 \log y + U$$

(1.252)	(0.191)	
(-0.176)	(0.142)	F = 0.694
		R <sup>2</sup> = 0.18
		q = 0.211

$$(2b) \quad \text{Log RM}_1 = 1.132 - 1.283 \log r + 0.335 \log y + U$$

(1.282)	(0.195)	
(-0.362)	(0.621)	F = 1.528
		R <sup>2</sup> = 0.33
		q = 0.22

$$(3b) \quad \text{Log RM}_2 = 1.204 - 1.293 \log r + 0.402 \log y + U$$

(1.115)	(0.170)	
(-0.370)	(0.76)	F = 2.830
		R <sup>2</sup> = 0.48
		q = 0.19

$$(4b) \quad \text{Log RM}_3 = 0.398 - 0.633 \log r + 0.312 \log y + U$$

(1.124)	(0.171)	
(-0.200)	(0.649)	F = 1.672
		R <sup>2</sup> = 0.35
		q = 0.19

Modelde, reel merkez bankası parası, reel M<sub>1</sub>, reel M<sub>2</sub>, reel M<sub>3</sub> ile reel gayri safi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranlarının değişimleri arasında tam logaritmik çoklu regresyon yapılmıştır. Burada kısa vadeli kredi faiz oranlarının değişimleri dikkate alınmamıştır. Çünkü, Türkiye'de 1970-1979 döneminde istikrarlı, düşük ve hemen hemen sabit oranda kredi faiz oranları geçerli olmuştur. Bu nedenle, kısa vadeli kredi faiz oranlarının

TABLO 20 : Reel Değişkenlerin Değişimlerinin Regresyon Sonuçları (1970-1979 Dönemi).

Denklem No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişkenler $\Delta y$	r	F	$R^2$	q	D.W.
1b	RCBM	0.258	0.225 (0.191) (0.472)	-0.552 (1.252) (-0.176)	0.694	0.18	0.21	2.95
2b	RM <sub>1</sub>	1.132	0.335 (0.195) (0.621)	-1.283 (1.282) (-0.362)	1.528	0.33	0.22	2.22
3b	RM <sub>2</sub>	1.204	0.402 (0.170) (0.756)	-1.293 (1.115) (-0.370)	2.830	0.48	0.19	3.03
4b	RM <sub>3</sub>	0.398	0.312 (0.171) (0.649)	-0.633 (1.124) (-0.200)	1.672	0.372	0.19	3.09

**Not :** Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.



değişimleri alındığında sonuç, sıfır çıkacak ve regresyonda hiçbir etki yaratmayacaktır.

Buna rağmen, değişim denklemlerinin sonuçlarına bakıldığında ekonomik ve istatistiki açıdan hiçbir anlam taşımadığı görülmektedir. Bu nedenle reel değişkenlerin değişim denklemleri dikkate alınmayacaktır. Ayrıntılı Sonuçları Tablo 20'de verilmiştir.

### 1.1.3.3. Nominal Denklemler

$$(1c) \text{ Log CBM} = -0.805 + 0.560 \log r + 0.981 \log Y + U$$

	(0.242)	(0.040)	
	(9.551)	(0.990)	F = 661.485
			R <sup>2</sup> = 0.99
			q = 0.30

$$(2c) \text{ Log M}_1 = -0.506 - 0.553 \log r + 0.968 \log Y + U$$

	(0.198)	(0.33)	
	(-9.713)	(1.005)	F = 931.010
			R <sup>2</sup> = 0.99
			q = 0.25

$$(3c) \text{ Log M}_2 = -0.271 - 0.080 \log r + 0.925 \log Y + U$$

	(0.107)	(0.018)	
	(-0.014)	(1.010)	F = 2906.147
			R <sup>2</sup> = 0.99
			q = 0.13

$$(4c) \text{ Log M}_3 = -0.286 - 4.136 \log r + 0.921 \log Y + U$$

	(0.116)	(0.019)	
	(-7.577)	(0.094)	F = 2475.377
			R <sup>2</sup> = 0.99
			q = 0.14

Bu modelde, Merkez Bankası Parası,  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$ 'ün nominal değerleri bağımlı, nominal gayri safi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları bağımsız değişken olarak alınmıştır.

Bu denklemlerde, parametre, bağımlı değişkenin bağımsız değişkenlere karşı elastikiyetini vermektedir. Denklemler incelendiği zaman, kısa vadeli kredi faiz oranının katsayısının (-) negatif çıkması dikkat çekicidir. Çünkü 1970-1977 döneminde kısa vadeli kredi faiz oranları sabit kalmış, hatta 1973 yılında bir düşme görülmüştür. Bu nedenle, yatırımların maliyetlerinin düşük oluşu, para talebini azaltmıştır. Bu durum, sonuçta, para arzı üzerinde de daraltıcı bir etki yaratmıştır. Buna karşılık, modelde kullanılan nominal gayri safi milli hasıladaki artışların, parasal büyüklükleri arttırdığı görülmektedir. Bu sonucun, nominal gayri safi milli hasıla ile para arzı arasında ilişkinin varlığını göstermesi açısından önemli olduğu söylenebilir.

(1c) Nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, nominal merkez bankası parasını % 0.560 oranında arttırmaktadır.

Buna karşılık, nominal gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal merkez bankası parasını % 0.981 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, nominal gayri safi milli hasılanın parametrelerinin katsayısı kısa vadeli kredi faiz oranına göre daha büyüktür ve istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu sonuç, nominal merkez bankası parası üzerinde nominal gayri safi milli hasılanın daha büyük etkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Denklemdede F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(2c) Nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki % 1'lik artış, nominal  $M_1$ 'i % -0.553 oranında azaltmaktadır.

Bunun yanında, nominal gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal  $M_1$ 'i % 0.968 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, nominal gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısının, kısa vadeli kredi faiz oranına göre daha büyük olduğu ve, istatistiki açıdan anlam taşıdığı görülmektedir. Sonuç olarak, nominal  $M_1$  üzerinde nominal gayrisafi milli hasılanın daha etkili olduğu görülmektedir.

Denklemdede F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(3c) Nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, nominal  $M_2$ 'yi % -0.080 oranında azaltmaktadır.

Buna karşılık, nominal gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal  $M_2$ 'yi % 0.925 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, nominal gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısının, kısa vadeli kredi faiz oranına göre daha büyük olup, istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu sonuç, nominal  $M_2$  üzerinde nominal gayri safi milli hasılanın etkisinin daha büyük olduğunu ortaya koymaktadır.

Denklemdede F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(4c) Nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, nominal  $M_3$ 'ü % -4.136 oranında azaltmaktadır.

Buna karşılık, nominal gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal  $M_3$ 'ü % 0.921 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, nominal gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısının, kısa vadeli kredi faiz oranına göre daha büyüktür ve istatistikî açıdan anlamlıdır. Sonuçta, nominal  $M_2$  üzerinde nominal gayri safi milli hasılanın daha etkin olduğu ortaya çıkmaktadır.

Denklemdede F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

Nominal denklemlerin uygulama sonuçları incelendiği takdirde, istatistikî açıdan en anlamlı sonuç (3c) nolu denklemde,  $M_2$  ile yapılan regresyondan elde edilmiştir (Bkz. Tablo 21). Buna karşılık, işaretler dikkate alınmadan parametrelerin mutlak büyüklükleri karşılaştırıldığında, (1c) nolu denklemde, nominal gayri safi milli hasılanın (Y) parametresi en büyüktür. Bu da reel denklemlerde olduğu kadar olmasa da yine Merkez Bankası Parasının  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$ 'e oranla ekonomik kriterlere göre anlamlığını ortaya koymaktadır.

Aynı kriterlerle,  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$ 'ü incelediğimizde, sırayla, önce  $M_2$ , daha sonra  $M_3$  ve en son  $M_1$  gelmektedir.

Görüldüğü gibi, dört denklemde de, nominal gayri safi milli hasıla, parasal büyüklükler üzerinde kısa vadeli kredi faiz oranından daha önemli açıklayıcı bir değişken olarak bulunmuştur. Burada, nominal gayri safi milli hasıladaki büyüme, parasal büyüme üzerinde teorik bekleyişler doğrultusunda pozitif etki yapmakta ve parasal büyümeyi arttırmaktadır. Buna karşılık, ikinci değişkenimiz kısa vadeli kredi faiz oranları parasal büyüme üzerinde negatif yönde etkileyerek, parasal büyümeyi daraltmaktadır.

#### 1.1.3.4.. Para Arzı İle Enflasyon İlişkisi :

Gelişmekte olan ülkelerde kalkınma aşamasında oluşan enflasyonun nedenleri parasal ve yapısal faktörlerle açıklanmaktadır. Ancak bu ülkelerdeki enflasyonun ampirik analiz modellerinin amaçları, enflasyonu doğuran temel faktörleri ortaya çıkarmaktır. Buna rağmen, enflasyonun analiz modellerinde genelde parasal faktörler esas faktör olarak ağırlık kazanmaktadır (115).

Türkiye'de (1970-1979) döneminde, nominal faiz oranları istikrarlı bir şekilde gerçekleşmiş, ancak enflasyon oranında meydana gelen yükselme, nominal kredi arzı ve M.B. kredilerini arttırmıştır (116). Bu dönemde, özellikle kamu kesiminin MB.sı kredilerine yoğun bir şekilde başvurması, bu kesimin gelir kaynaklarının diğer bir deyişle vergilerin yeterince arttırılmaması neden olmaktadır (117). Özellikle, 1973 yılı sonlarında ortaya çıkan petrol şoku ile meydana gelen dünya bunalımı ülke

(115) İzzet Aydın, Enflasyonla Mücadele Yöntemleri, İstanbul Üniversitesi Yayın No: 2626, İstanbul, 1979, s.255.

(116) Güneş, a.g.e., s.15.

(117) Kepenek, a.g.e., s.148.

**TABLO 21 : Nominal Değişkenlerin Regresyon Sonuçları (1970-1979).**

Denklemler No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişkenler				R <sup>2</sup>	q	D.W.
			r	Y	F				
1c	NCBM	-0.805	0.560 (0.242)	0.981 (0.040)	661.485	0.99	0.30	1.65	
			(9.551)	(0.990)					
2c	NM <sub>1</sub>	-0.506	-0.553 (0.198)	0.968 (0.335)	931.010	0.99	0.25	1.36	
			(-9.713)	(1.005)					
3c	NM <sub>2</sub>	-0.271	-0.080 (0.107)	0.925 (0.018)	2906.14	0.99	0.13	1.97	
			(-0.014)	(1.010)					
4c	NM <sub>3</sub>	-0.286	-4.136 (0.116)	0.921 (0.119)	2475.377	0.99	0.14	2.19	
			(-7.577)	(0.094)					

**Not :** Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.

ekonomisinde enflasyonist baskıların artmasına neden olmuştur. Bu dönemde ortaya çıkan enflasyonun nedenleri şu şekilde sıralanabilir (118) :

- Petrol fiyatlarının yükselmesi
- Hammadde, makine, teçhizat ithal fiyatlarındaki yükselme
- Büyüyen KİT açıkları
- Boyutları büyüyen enerji darboğazı
- Beklenmeyen kamu harcamaları.

Bununla beraber, 1973 yılında ortaya çıkan petrol şoklarıyla ithal hammaddelerin fiyatlarındaki artışların yarattığı maliyet artışları, bir süre iç piyasaya yansıtılmamıştır. Buna bağlı olarak, ortaya çıkan KİT açıkları, kamu yatırımları ve kamu sektörü açıkları, bütçe finansmanı ve M.B. doğrudan kredileri ile karşılanmaya çalışılmıştır(119).Özellikle 1974'ten sonra M.B.'sı tarafından KİT'lere verilen kredilerin parasal gelişme de önemli rolü bulunmaktadır (120). Sonuç olarak, maliyet artışlarının bir süre iç piyasaya yansıtılmaması neticesinde 1975 yılında enflasyon oranında azalma olduğu söylenebilir (Bkz. Tablo 18). Ancak, kamu kesimi ve KİT açıklarının bütçe finansmanı ve M.B.'sı doğrudan kredileri ile karşılanması parasal genişlemeyi arttırmış olduğu ve enflasyon oranının 1976'dan itibaren yükselen bir trende girdiği Tablo 18'den izlenebilir.

-----  
(118) Erdoğan Alkin-Demir Demirgil-Süleyman Özmucur, Türkiye'de Enflasyon ve Enflasyon İle Savaşta Başarı Koşulları, TUSİAD Yayın No : TUSİAD-T/86.7.90, İstanbul, 1986, s.9.

(119) Fry, a.g.m., s.50 ve Güneş, a.g.e., s.16.

(120) Kepenek, a.g.e., s.149.

- Para Arzı İle Enflasyon Arasındaki  
Regresyona İlişkin Denklemler

$$(1d) \text{ Log NCBM} = 1.474 + 0.016 \text{ log P} + U$$

(4.193)

$$(0.809) \quad F = 15.192$$

$$R^2 = 0.65$$

$$q = 0.23$$

$$(2d) \text{ Log NM}_1 = 1.634 + 0.015 \text{ log P} + U$$

(4.178)

$$(0.797) \quad F = 14.024$$

$$R^2 = 0.63$$

$$q = 0.23$$

$$(3d) \text{ Log NM}_2 = 1.744 + 0.015 \text{ log P} + U$$

(3.916)

$$(0.804) \quad F = 14.691$$

$$R^2 = 0.64$$

$$q = 0.21$$

$$(4d) \text{ Log NM}_3 = 1.797 + 0.015 \text{ log P} + U$$

(3.908)

$$(0.808) \quad F = 15.082$$

$$R^2 = 0.65$$

$$q = 0.21$$

Enflasyonu, parasal bir olay olarak kabul eden ve tanımlayan hipotez çeşitli deneylerle sınanmış ve para arzı ile enflasyon arasındaki ilişki genelde doğrulanmıştır (121). Eğer para arzından fiyatlar yönünde bir etkileşim bulunursa bu değişken dışsal olarak, tersi yön-

-----  
(121) Anna J.Schwartz, "Secular Price Change in Historical Perspective", Journal of Money, Credit and Banking, Part II, 5(1), 1973, ss.243-249.



de bir etkileşim bulunursa bu değişken içsel olarak kabul edilmektedir (122).

Modelde, kullanılan enflasyon oranı toptan eşya fiyat endeksidir. Burada enflasyon oranı dışsal (bağımsız) parasal büyüklükler içsel (bağımlı) değişken olarak kabul edilmiştir (123). Modelde, parasal büyüklükler ile enflasyon oranı arasındaki ilişki incelenmiştir.

Regresyon sonuçları incelendiğinde, enflasyon oranındaki % 1'lik artışı, nominal merkez bankası parasını % 0.016, nominal  $M_1$ 'i % 0.015, nominal  $M_2$ 'yi % 0.015, nominal  $M_3$ 'ü % 0.015 oranında arttırdığı görülmektedir. Dolayısıyla bu regresyon sonuçları istatistiki açıdan anlam taşımaktadır. İstatistiki açıdan nominal değişkenler ile enflasyon arasındaki regresyona ilişkin denklemlerin uygulama sonuçları incelendiğinde anlamlı değişken (1d) nolu denklemden elde edilmiştir (Bkz. Tablo 22). Parametrelerin mutlak büyüklükleri karşılaştırıldığında, en anlamlı sonucu yine (1d) nolu denklemdeki nominal merkez bankası parası büyüklüğü vermektedir. Merkez bankası parasından sonra en anlamlı değişkenler  $M_3$ ,  $M_2$  ve  $M_1$  olmaktadır.

-----  
(122) D.E.Laidler, The Influence of Money on Real Income and Inflation : A Simple Model With Some Empirical Tests for the U.S., In Essays on Money and Inflation, The University of Chicago Press, 1975, ss.367-395.

(123) Para Arzını bağımlı (içsel) değişken olarak kabul eden model için bkz.; Ahmet Ertuğrul, Kamu Açıkları, Para Stoğu ve Enflasyon, Yapı Kredi Bankası yayını, Ankara, 1982 ss.36-44.

x

**TABLO 22 : Nominal Değişkenler ile Enflasyon Arasındaki Korelasyon Sonuçları**  
(1970-1979 Dönemi).

Denklemler No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişken P	F	R <sup>2</sup>	q	D.W.
1d	NCBM	1.474	0.016 (4.193) (0.809)	15.192	0.65	0.23	0.72
2d	NM <sub>1</sub>	1.634	0.015 (4.178) (0.797)	14.024	0.63	0.23	0.69
3d	NM <sub>2</sub>	1.744	0.015 (3.916) (0.804)	14.691	0.64	0.21	0.71
4d	NM <sub>3</sub>	1.797	0.015 (3.908) (0.808)	15.082	0.65	0.21	0.71

**Not :** Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.

- Para Arzı, Enflasyon Oranı ve Reel GSMH  
Arasındaki Regresyona İlişkin Denklemler

$$(1e) \text{ Log NCBM} = -6.884 + 0.298 \text{ log P} + 3.754 \text{ log Y} + U$$

(0.149)	(0.565)	
(0.238)	(0.793)	F = 63.456
		R <sup>2</sup> = 0.94
		q = 0.06

$$(2e) \text{ Log NM}_1 = -6.693 + 0.245 \text{ log P} + 3.764 \text{ log Y} + U$$

(0.156)	(0.590)	
(0.201)	(0.819)	F = 54.506
		R <sup>2</sup> = 0.93
		q = 0.10

$$(3e) \text{ Log NM}_2 = -6.068 + 0.256 \text{ log P} + 3.519 \text{ log Y} + U$$

(0.143)	(0.541)	
(0.221)	(0.805)	F = 58.793
		R <sup>2</sup> = 0.94
		q = 0.09

$$(4e) \text{ Log NM}_3 = -6.018 + 0.265 \text{ log P} + 3.517 \text{ log Y} + U$$

(0.146)	(0.553)	
(0.227)	(0.799)	F = 56.975
		R <sup>2</sup> = 0.94
		q = 0.09

Bu modelde, parasal büyüklükler ile enflasyon oranı ile beraber reel gayri safi milli hasıla dahil edilmiştir. Modelde parasal büyüklükler bağımlı değişken enflasyon oranı ile reel gayri safi milli hasıla bağımsız değişken olarak alınmıştır.

(1e) nolu denklemde, enflasyon oranındaki % 1'lik artış nominal merkez bankası parasını % 0.298 oranında arttırmaktadır. Buna karşılık, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal merkez bankası parasını % 3.754 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, reel gayri milli hasıla parametrelerinin katsayısı enflasyon oranına göre daha büyüktür ve istatistiki açıdan anlam taşımaktadır. Sonuçta, reel gayri safi milli hasılanın nominal merkez bankası parası üzerinde daha etkili olduğu görülmektedir.

Denklemde F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(2e) nolu denklemde, enflasyon oranındaki % 1'lik artış, nominal  $M_1$ 'i % 0.245 oranında arttırmaktadır. Buna karşılık, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal  $M_1$ 'i % 3.764 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı enflasyon oranına göre daha büyük olup, istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu da reel gayri safi milli hasılanın nominal  $M_1$  üzerinde daha etkili olduğunu göstermektedir.

Denklemde F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(3e) nolu denklemde, enflasyon oranındaki % 1'lik artış nominal  $M_2$ 'yi % 0.256 oranında arttırmaktadır. Bununla beraber, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artışın nominal  $M_2$ 'yi % 3.519 oranında arttırdığı görülmektedir.

Bu denklemde, reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı enflasyon oranına göre daha büyüktür ve istatistikî açıdan anlam taşımaktadır. Böylece, reel gayri safi milli hasılanın nominal  $M_2$  üzerinde daha etkili olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

Denklemde F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(4e) nolu denklemde, enflasyon oranındaki % 1'lik artış, nominal  $M_3$ 'ü % 0.265 oranında arttırmaktadır. Buna karşılık, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal  $M_3$ 'ü % 3.517 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, diğer denklemlerde olduğu gibi, reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı enflasyon oranına göre daha büyük olup, istatistikî açıdan anlam taşımaktadır. Sonuç olarak, reel gayri safi milli hasılanın nominal  $M_3$  üzerinde daha etkili olduğu görülmektedir.

Denklemde, F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

Regresyonun uygulama sonuçları incelendiğinde, istatistikî açıdan anlamlı değişkeni(1e) nolu denklemde merkez bankası parası ile yapılan regresyon vermiştir (Bkz. Tablo 23). Parametrelerin mutlak büyüklükleri karşılaştırıldığında yine anlamlı değişkeni (1e) nolu denklem vermektedir. Merkez Bankası parasından sonra anlamlı değişkenler sırasıyla  $M_2$ ,  $M_3$  ve  $M_1$  olmaktadır. Ancak uygulama sonuçlarına göre, parasal büyüklükleri reel gayri safi milli hasılanın daha fazla etkilediği ortaya çıkmıştır. Bu sonuç ise, Türkiye'de para arzı ile

**TABLO 23 : Nominal Değişkenler, Enflasyon Oranı ile Reel GSMH Arasındaki Regresyon Sonuçları.**

Denklemler No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişkenler			R <sup>2</sup>	F	q	D.W.
			p	y					
1e	NCBM	-6.884	0.298 (0.149)	3.754 (0.565)		63.456	0.09	1.28	
			(0.238)	(0.793)					
2e	NM <sub>1</sub>	-6.693	0.245 (0.156)	3.764 (0.590)		54.506	0.10	1.19	
			(0.201)	(0.819)					
3e	NM <sub>2</sub>	-6.068	0.256 (0.143)	3.519 (0.541)		58.793	0.09	1.35	
			(0.221)	(0.805)					
4e	NM <sub>3</sub>	-6.018	0.265 (0.146)	3.517 (0.553)		56.975	0.09	1.31	
			(0.227)	(0.799)					

**Not :** Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.

gayri safi milli hasıla arasında ve para arzı büyüme oranı ile reel gayri safi milli hasıla büyüme oranı arasında sıkı bir ilişkinin varlığını gösterme açısından önem taşımaktadır (125).

## 1.2. 1980-1990 DÖNEMİ

### 1.2.1. Varsayımlar - Hipotez - Değişkenler

#### - Varsayımlar

Bu kısımda, birinci kısımda olduğu gibi içsel değişkenler ve dışsal değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. 1980 sonrası uygulanan serbest faiz politikasının regresyon sonuçlarını önemli ölçüde etkileyeceği varsayılmıştır.

#### - Hipotez

Bu dönemde, uygulanan 24 Ocak istikrar politikası ile ihracata bağlı olarak dış dengeyi ön plana alan politikalar izlenmiştir. Böylece ithal-ikame edici sanayileşme politikası yerine dışa dönük-ihracatı teşvik eden sanayileşme politikası benimsenmiştir. Alınan istikrar tedbirleri içerisinde faiz oranları serbest bırakılmıştır. Böylece mevduat faizinde meydana gelen yükseliş, kredi maliyetlerinin artışıyla kredi faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Buna bağlı olarak, kısa vadeli kredi faiz oranlarının (r) katsayısı (-) beklenmektedir. Çünkü serbest faiz politikası neticesinde oluşan kredi taleplerindeki daralma, dört parasal büyüklük üzerinde daraltıcı etkide bulunacaktır. Kredi faiz oranlarındaki

artışlara rağmen firmaların özkaynak/yabancı kaynak yapılarının dengesizliği nedeniyle krediye olan talep artmıştır. Bu nedenle, nominal gayri safi milli hasılanın katsayısı (Y) pozitif beklenmektedir. Bunun yanında reel gayri safi milli hasılanın dahil edildiği modellerde de reel gayri safi milli hasıla katsayısı (y) pozitif olarak tahmin edilmektedir.

### - Değişkenler

1980-1990 dönemi için yapılan modellerde kullanılan değişkenler kısım 1.1.1'de ifade edilen değişkenler aynı olduğu için burada tekrar değinilmeyecektir. Ancak merkez Bankası parası değerleri 1984'e kadar parasal taban ve M.B.'sının yayınlanmış yıllık bilançolarından çıkarılan kamu mevduatın toplamı olarak tarafımızdan hesaplanmış iken, 1984 yılı ve sonrası kullanılan değerler ise M.B.tarafından hesaplanmış olarak alınmıştır. Ayrıca 1980'den sonra uygulanan mevduat sertifikaları nedeniyle bu tarihten itibaren  $M_2$ 'nin tanımına mevduat sertifikaları dahil edilmiştir. Modellerde dışsal değişken olarak ele alınan faiz oranlarının, 1980 istikrar programı çerçevesinde bir yılda birkaç defa değiştirildiğinden özellikle kısa vadeli oranları tercih edilmiştir. Modellerde kullanılan içsel değişkenler Tablo 9-10'da, dışsal değişkenler ise Tablo 11'de verilmiştir.

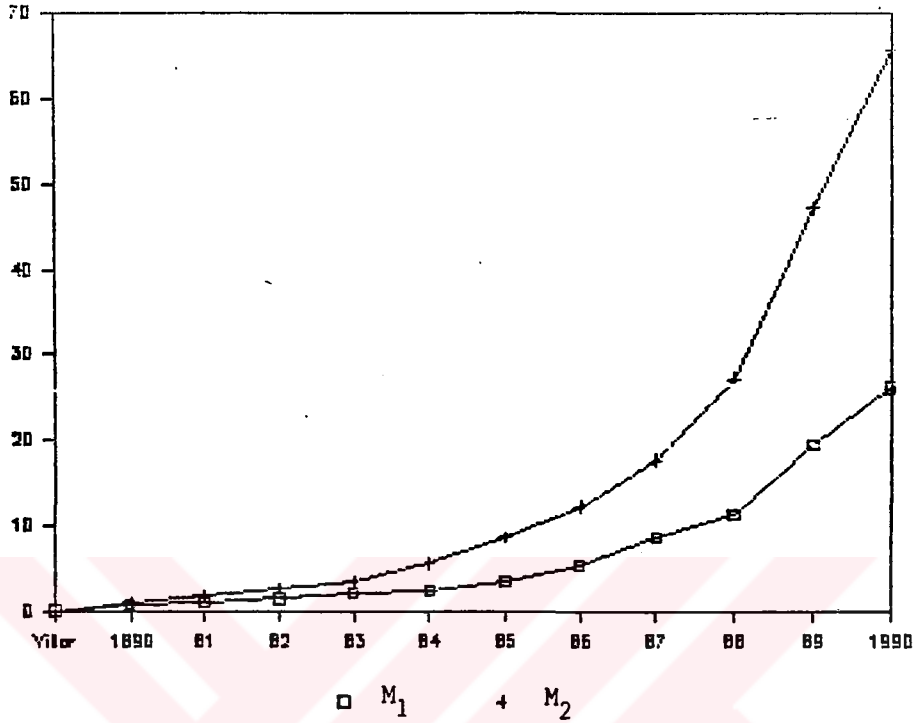
### 1.2.2. Hesaplama Metodları

Bu kısımda uygulanan modeller için kullanılan hesaplama metodları kısım 1.1.2'deki metodların aynısı olduğundan burada tekrar değinilmeyecektir.



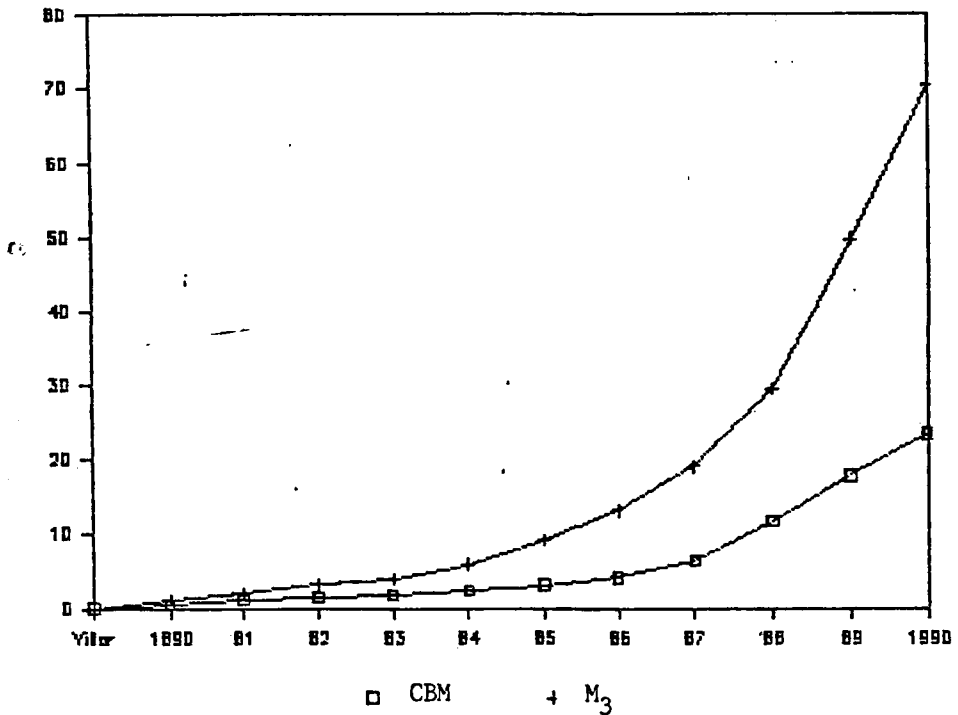


GRAFİK 21 :  $M_1$  ve  $M_2$ 'nin Trendi (1980-1990 Dönemi).  
(Bin TL.)



GRAFİK 22 :  $M_3$  ve CBM'in Trendi (1980-1990 Dönemi).

(Bin TL.)



TABLO 25 : İçsel Değişkenlerin Değişim Tablosu (1980-1990 Dönemi)(%).

Yıllar	$\Delta CBM$		$\Delta M_1$		$\Delta M_2$		$\Delta M_3$	
	Reel	Nominal	Reel	Nominal	Reel	Nominal	Reel	Nominal
1980	26.6	60.0	31.4	66.1	38.5	75.1	39.1	75.8
1981	210.6	105.0	109.0	37.9	180.1	84.9	202.4	99.6
1982	50.0	37.2	50.8	38.0	71.2	56.6	62.0	48.3
1983	14.3	19.2	41.9	48.1	24.4	29.7	20.1	25.3
1984	15.9	34.9	0.9	17.4	35.7	57.9	28.1	49.1
1985	42.2	30.8	51.8	39.7	68.9	55.4	68.2	54.8
1986	44.4	30.8	72.9	56.6	58.7	43.7	57.6	42.7
1987	41.3	54.9	47.8	62.0	31.5	44.1	32.5	45.2
1988	51.9	82.4	8.4	30.2	27.9	53.6	28.7	54.6
1989	50.5	53.1	69.9	72.9	70.3	73.3	65.9	68.8
1990	45.7	31.4	48.4	33.9	54.5	39.4	57.1	41.8

**TABLO 26 : Dışsal Değişkenler (1980-1990 Dönemi).**

Yıllar	y	y	Y	r(%)*	P**
1980	- 1.0	206.1	4435.1	31.0	107.2
1981	4.1	214.7	6553.5	36.0	36.8
1982	4.5	224.4	8735.0	32.0	25.2
1983	3.3	231.9	11551.8	60.0	30.6
1984	5.9	245.6	18374.8	74.0	52.0
1985	5.4	258.9	27789.4	69.0	39.9
1986	7.7	278.9	39307.6	65.0	26.7
1987	7.4	299.7	58389.9	70.0	38.9
1988	3.4	310.0	100582.1	108.0	66.8
1989	2.1	316.7	170633.0	108.0	69.7
1990	9.1	345.8	286306.0	120.0	53.1

**Kaynak :** T.C.Merkez Bankası DİE Türkiye İstatistik Yıllığı 1985, 1989, 1990 3.Geçici Tahmini.

\* Kısa vadeli kredi faiz oranlarının maksimum oranları alınmıştır.

\*\* Enflasyon oranları olarak toptan eşya fiyat endeksi alınmıştır.

### 1.2.3. Uygulama Sonuçları

#### 1.2.3.1. Reel Denklemlerin Sonuçları

$$(1f) \text{ Log R CBM} = -11.639 + 0.285 \log r + 5.997 \log Y + U$$

(0.491)	(1.357)	
(0.114)	(0.868)	F = 76.276
		R <sup>2</sup> = 0.95
		q = 0.13

$$(2f) \text{ Log R M}_1 = -12.530 + 0.104 \log r + 6.521 \log Y + U$$

(0.350)	(0.969)	
(0.041)	(0.948)	F = 152.097
		R <sup>2</sup> = 0.97
		q = 0.09

$$(3f) \text{ Log RM}_2 = -13.680 + 0.332 \log r + 6.954 \log Y + U$$

(0.474)	(1.310)	
(0.115)	(0.875)	F = 110.149
		R <sup>2</sup> = 0.96
		q = 0.12

$$(4f) \text{ Log RM}_3 = -13.332 + 0.262 \log r + 6.882 \log Y + U$$

(0.484)	(1.338)	F = 98.755
(0.094)	(0.893)	R <sup>2</sup> = 0.96
		q = 0.12

Bu denklemlerde, parametre bağımsız değişkendeki % 1'lik değişimin bağımlı değişkene etkisini başka bir ifadeyle, bağımlı değişkenin bağımsız değişkenlere karşı elastikiyetini vermektedir.

Hipotezimizde kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki artışın reel merkez bankası parası, M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> ve M<sub>3</sub> gibi parasal büyüklükleri negatif yönde etkileyebileceğini belirtmiştik. Ancak denklemlerimizde, kısa vadeli kredi

oranlarının katsayısı (r) görüldüğü gibi, pozitif çıkmıştır. Dolayısıyla kredi faizlerindeki yükselmenin talebi azaltmadığı görülmektedir. Çünkü, gerçekçi kur uygulaması ile ithal maliyetlerinin yükselmesi, yeni vergi yasaları ve sürekli artan enflasyon nedeniyle, firmaların nakit ihtiyacı artmış, buna bağlı olarak da dengeli olmayan özkaynak / yabancı kaynak yapıları krediye olan talebi sürekli arttırmıştır (126). Çünkü enflasyonist bir süreç içerisinde, faiz oranları yükseldiği zaman bu oranların enflasyona uyum gösteremeyeceğine belirli varsayımlar altında teoride olduğu kadar uygulamada da rastlanılmaktadır (127). Ancak, buna rağmen kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki artışların parasal büyüklükleri çok fazla arttırmadığı, bunun yanında modele dahil edilen reel gayri safi milli hasıladaki artışların parasal büyüklükleri daha fazla arttırdığı görülmektedir.

(1f) nolu denklemde, reel merkez bankası parasının kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 0.285 olarak hesaplanmıştır. Başka bir ifadeyle, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, reel merkez bankası parasını % 0.285 olarak arttırmaktadır.

Buna karşılık, reel merkez bankası parasının reel gayri safi milli hasılaya elastikiyeti 5.997 olarak hesaplanmıştır. Başka bir ifadeyle, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, % 5.997 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı kısa vadeli kredi faiz oranına (126) Targan Ünal-Sadi Uzunoğlu-Kerem Alkin, Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri, İTO Yayın No: 1990-10, İstanbul, 1990, s.79.

(127) M.Friedman, Studies Quantity Theory of Money, ss.9-10.

göre daha büyüktür ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu durum, reel merkez bankası parası üzerinde reel gayri safi milli hasılanın daha büyük etkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Denkleme F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(2f) nolu denklemde, reel  $M_1$ 'in kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 0.104 olarak hesaplanmıştır. Diğer bir deyişle, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, reel  $M_1$ 'i % 0.104 oranında arttırmaktadır.

Bununla beraber, reel  $M_1$ 'in, reel gayri safi milli hasılaya elastikiyeti 6.521 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuç, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artışın, reel  $M_1$ 'i % 6.521 oranında arttırdığı anlamına gelmektedir.

Bu denklemde, reel gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı, kısa vadeli kredi faiz oranına göre daha büyüktür ve istatistiki açıdan bir anlam taşımaktadır. Böylece reel gayri safi milli hasılanın, reel  $M_1$  üzerinde daha büyük etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Denkleme, F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(3f) nolu denklemde, reel  $M_2$ 'nin kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 0.332 olarak hesaplanmıştır. Diğer bir deyişle, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış, reel  $M_2$ 'yi % 0.332 oranında arttırmaktadır.

Buna karşılık, reel  $M_2$ 'nin reel gayri safi milli hasılaya elastikiyeti 6.954 olarak hesaplanmıştır. Başka bir ifadeyle, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, reel  $M_2$ 'yi % 6.954 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde görüldüğü gibi, reel gayri safi milli hasıla kısa vadeli kredi faiz oranlarına göre  $M_2$  üzerinde daha fazla etkiye sahip olmaktadır. Denklem, istatistiki açıdan anlam taşımakta olup, F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(4f) nolu denklemde, reel  $M_3$ 'ün kısa vadeli kredi faiz oranına elastikiyeti 0.262 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuç, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artışın, reel  $M_3$ 'ü % 0.262 oranında arttırdığı anlamına gelmektedir.

Buna karşılık, reel  $M_3$ 'ün reel gayri safi milli hasılaya elastikiyeti 6.882 olarak hesaplanmıştır. Diğer bir deyişle, reel gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, reel  $M_3$ 'ü % 6.882 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, reel gayri safi milli hasıla kısa vadeli kredi faiz oranlarına göre  $M_3$  üzerinde daha fazla etkiye sahiptir. Denklem, istatistiki açıdan anlam taşımakta olup, F değeri yüksek,  $R^2$  yüksek ve standart hata düşük ve güvenilirdir.

Regresyonun uygulama sonuçları incelendiği takdirde, istatistiki açıdan en anlamlı değişkeni (2f) nolu denklemde reel " $M_1$ " ile yapılan regresyon vermiştir (Bkz. Tablo 27). Parametrelerin büyüklükleri dikkate alındığında anlamlı değişken (3f) nolu denklemde " $M_2$ " olmaktadır. Böylece, uygulama sonuçlarına göre, reel gayri safi



milli hasıla daha fazla sırasıyla  $M_2$ ,  $M_3$ ,  $M_1$  ve merkez bankası parasını etkilemektedir. Kısa vadeli kredi faiz oranlarını ise sırayla daha fazla önce  $M_2$ , sonra CBM (merkez bankası parası), daha sonra  $M_3$  ve en son  $M_1$  üzerinde etkili olmaktadır.

1970-1979 dönemi için yapılan denklemlere bakıldığında (kısım 1.1.3.1.) bu sonuçlara göre, kısa vadeli kredi faiz oranlarının parasal büyüklükler üzerindeki etkisi bu döneme göre (1980-1990) daha fazla olmaktadır. Buna karşılık, reel gayri safi milli hasılanın parasal büyüklükler üzerindeki etkisi ise, 1980-1990 döneminde, 1970-1979 dönemine nazaran daha büyük olduğu görülmektedir (Bkz. Tablo 19 ve Tablo 27). Böylece, 1970-1979 döneminde uygulanan istikrarlı ve güdümlü faiz politikasının sonuçları etkilediği, ancak 1980-1990 döneminde uygulanan serbest faiz politikası ile artan kredi maliyetlerinin kredi talebini azaltmadığı ve bunun da firmaların öz kaynak/ yabancı kaynak dengesini sağlamaya yönelmediği görülmektedir.

#### 1.2.3.2. Reel Değişkenlerdeki Değişim Oranları İle Yapılan Denklemler

$$(1g) \text{Log } R_{CBM} = 0.144 - 0.456 \log r - 0.247 \log y + U$$

(0.543)	(0.260)	
(-0.310)	(-0.350)	F = 0.561
		R <sup>2</sup> = 0.12
		q = 0.32

$$(2g) \text{Log } R_{M_1} = 0.761 - 0.837 \log r - 0.213 \log y + U$$

(1.058)	(0.507)	
(-0.300)	(-0.159)	F = 0.316
		R <sup>2</sup> = 0.07
		q = 0.62

**TABLO 27 : Reel Merkez Bankası Parası,  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  Kısa Vadeli Kredi Faiz Oranları ve Reel Gayri Safi Milli Hasıla Arasındaki Regresyon Sonuçları (1980-1990 Dönemi).**

Denklemler No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişkenler					D.W.
			r	y	F	R <sup>2</sup>	q	
1f	RCBM	-11.639	0.285 (0.491)	5.997 (1.357)	76.276	0.95	0.13	1.39
2f	RM <sub>1</sub>	-12.530	0.104 (0.350)	6.521 (0.969)	152.097	0.97	0.09	1.69
3f	RM <sub>2</sub>	-13.680	0.041 (0.115)	6.954 (1.310)	110.149	0.96	0.12	1.39
4f	RM <sub>3</sub>	-13.332	0.262 (0.484)	6.882 (1.338)	98.755	0.96	0.12	1.43
			0.094 (0.893)	0.893 (0.893)				

**Not : Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.**

$$(3g) \text{Log } RM_2 = 0.496 - 0.582 \log r - 0.219 \log y + U$$

(0.412)            (0.197)

(-0.491)            (-0.385)    F = 1.143

R<sup>2</sup> = 0.22

q = 0.24

$$(4g) \text{Log } RM_3 = 0.458 - 0.549 \log r - 0.187 \log y + U$$

(0.470)            (0.225)

(-0.423)            (-0.300)    F = 0.744

R<sup>2</sup> = 0.15

q = 0.27

Bu modelde, reel merkez bankası parası, reel M<sub>1</sub>, reel M<sub>2</sub>, reel M<sub>3</sub> ile reel gayri safi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranlarının değişimleri arasında tam logaritmik çoklu regresyon yapılmıştır. Ancak sonuçlara bakıldığında, istatistiki açıdan hiçbir anlam taşımadığı ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle reel değişkenlerin değişim sonuçları dikkate alınmayacaktır. Buna rağmen bilgi verebilme açısından ayrıntılı sonuçlar Tablo 28'de verilmiştir.

**TABLO 28 : Reel Değişkenlerin Değişimlerinin Regresyon Sonuçları (1980-1990 Dönemi).**

Denklem No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişkenler			R <sup>2</sup>	q	D.W.
			r	$\Delta y$	F			
19	$\Delta$ RCBM	0.144	-0.456 (0.543) (-0.310)	-0.247 (0.260) (-0.350)	0.561	0.12	0.32	1.41
28	$\Delta$ RM <sub>1</sub>	0.761	-0.837 (1.058) (-0.300)	-0.213 (0.507) (-0.159)	0.316	0.07	0.62	2.15
38	$\Delta$ RM <sub>2</sub>	0.496	-0.582 (0.412) (-0.491)	-0.219 (0.197) (-0.385)	1.143	0.22	0.24	1.66
48	$\Delta$ RM <sub>3</sub>	0.458	-0.549 (0.470) (-0.423)	-0.187 (0.225) (-0.300)	0.744	0.15	0.27	1.63

**Not :** Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.

### 1.2.3.3. Nominal Denklemler

$$(1h) \text{ Log NCBM} = -0.351 + 0.065 \log r + 0.847 \log Y + U$$

(0.262)	(0.092)	
(0.026)	(0.969)	F = 323.558
		R <sup>2</sup> = 0.98
		q = 0.06

$$(2h) \text{ Log NM}_1 = -0.278 - 0.035 \log r + 0.882 \log Y + U$$

(0.195)	(0.068)	
(-0.014)	(1.009)	F = 585.836
		R <sup>2</sup> = 0.99
		q = 0.04

$$(3h) \text{ Log NM}_2 = -0.620 + 0.174 \log r + 0.944 \log Y + U$$

(0.256)	(0.090)	
(0.060)	(0.0938)	F = 449.606
		R <sup>2</sup> = 0.99
		q = 0.06

$$(4h) \text{ Log NM}_3 = -0.406 + 0.088 \log r + 0.940 \log Y + U$$

(0.247)	(0.086)	
(0.032)	(0.965)	F = 455.622
		R <sup>2</sup> = 0.99
		q = 0.06

Bu modelde, merkez bankası parası, M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub>, M<sub>3</sub> ve gayri safi milli hasılanın nominal değerleri dikkate alınmıştır.

Denklemlerin sonuçları incelendiği zaman, kısa vadeli kredi faiz oranındaki % 1'lik artış sadece nominal M<sub>1</sub> üzerinde azaltıcı etkide bulunmuştur. Diğer parasal büyüklükler üzerinde ise, arttırıcı etkisi ortaya çıkmıştır. Bu dönemde (1980-1990) yüksek faiz politikası

uygulanmasına rağmen krediye olan talebin devam etmesi nedeniyle parasal büyüklükler ( $M_1$  hariç) de artış görülmüştür.  $M_1$ , aynı zamanda dolaşımdaki parayı ve vadesiz mevduatı içerdiğinden faize karşı duyarsız olmakta, bu nedenle faiz oranının etkisi negatif çıkmış olabilir. Ancak sonuçlara göre, nominal gayri safi milli hasıladaki artışlar parasal büyüklükleri kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki artışlarından daha fazla arttırmaktadır. Bu sonuç, nominal gayri safi milli hasıla ile para arzı arasındaki ilişkiyi göstermek açısından önem taşımaktadır.

(1h) nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki % 1'lik artış, nominal merkez bankası parasını % 0.065 oranında arttırmaktadır. Buna karşılık, nominal gayrisafi milli hasıladaki % 1'lik artış nominal merkez bankası parasını % 0.847 oranında arttırmaktadır.

Denklemde nominal gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı kısa vadeli kredi faiz oranlarına göre daha büyüktür ve istatistikî açıdan anlam taşımaktadır. Dolayısıyla, nominal gayri safi milli hasılanın nominal merkez bankası parası üzerinde daha etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu denklemde F değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(2h) nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki %1'lik artış nominal  $M_1$ 'i % -0.035 oranında azaltmaktadır. Buna karşılık, nominal gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış nominal  $M_1$ 'i % 0.882 oranında arttırmaktadır.

Bu denklemde, nominal gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı kısa vadeli kredi faiz oranlarına göre daha büyük olup istatistikî açıdan anlam

taşıdığı görülmektedir. Sonuçta, nominal gayri safi milli hasılanın nominal  $M_1$  üzerinde etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Denklemden  $F$  değeri ve  $R^2$  yüksek, standart hata düşük ve güvenilirdir.

(3h) nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki % 1'lik artış, nominal  $M_2$ 'yi % 0.174 oranında arttırmaktadır. Buna karşılık, nominal gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal  $M_2$ 'yi % 0.944 oranında arttırmaktadır.

Denklemden, nominal gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı, kısa vadeli kredi faiz oranlarına göre daha büyüktür ve istatistiki açıdan anlam taşımaktadır. Sonuçta, nominal gayri safi milli hasılanın nominal  $M_2$  üzerindeki etkisi daha büyüktür. Denklemden,  $F$  değeri ve  $R^2$  yüksek ve standart hata düşük ve güvenilirdir.

(4h) nolu denklemde, kısa vadeli kredi faiz oranlarındaki % 1'lik artış, nominal  $M_3$ 'ü % 0.088 oranında arttırmaktadır. Buna karşılık, nominal gayri safi milli hasıladaki % 1'lik artış, nominal  $M_3$ 'ü % 0.940 oranında arttırmaktadır.

Denklemden, nominal gayri safi milli hasıla parametrelerinin katsayısı kısa vadeli kredi faiz oranlarına göre daha büyük olup, istatistiki açıdan anlam taşımaktadır. Böylece, yukarıdaki denklemlerde olduğu gibi, burada da nominal gayri safi milli hasılanın nominal  $M_3$  üzerinde daha fazla etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Denklemden,  $F$  değeri ve  $R^2$  yüksek standart hata düşük ve güvenilirdir.

Regresyonun uygulama sonuçları incelendiği takdirde, istatistiki açıdan anlamlı değişkeni, (2h) nolu denklemde nominal " $M_1$ " ile yapılan regresyon vermiştir (Bkz.: Tablo 29). Ancak, parametrelerin büyüklükleri dikkate alındığında, en anlamlı değişken (3h) nolu denklemde, nominal " $M_2$ " olmaktadır. Buna bağlı olarak regresyona dahil edilen değişkenlerden nominal gayri safi milli hasıla da sırayla,  $M_2$ ,  $M_3$ ,  $M_1$  ve merkez bankası parasını etkilemektedir. Kısa vadeli kredi faiz oranları ise, sırayla daha fazla yine  $M_2$ ,  $M_3$ ,  $M_1$  ve merkez bankası parasını etkilemektedir.

#### 1.2.3.4. Para Arzı İle Enflasyon İlişkisi :

Türkiye'de 1980-1990 döneminde 24 Ocak 1980 İstikrar Kararlarıyla yeni bir dönem açılmış bulunmaktadır. Bu kararların amacı; öncelikle enflasyonun kontrol altına alınması, içerde arz-talep dengesini sağlama ve dışta ise ödemeler dengesini sağlamaktır (128). Buna bağlı olarak para operasyonu, fiyat düzenlemeleri, KİT'lerin liberalleştirilmesi, Yabancı Sermayeyi Teşvik, İhracatı Teşvik Edici İthalatı Kolaylaştırıcı Önlemler, Yeni Kredi İmkânları, Milli Konut Kararnamesi, borç ertelemeleri çerçevesinde bir dizi önlemler uygulamaya konulmuştur (129). 24 Ocak kararlarının bu bölüm için önemli olan kararı, faiz oranlarının serbest bırakılmasına ilişkin uygulamadır. 1 Temmuz 1980 kararları ile 1980 öncesinde enflasyon gerisinde seyreden mevduat ve kredi faizleri bu uygulama ile enflasyon üzerinde seyretmiştir. Serbest faiz uygulaması öncelikle tasarrufların artışında etkili olmuştur. Bu uygulama sonucu görüldüğü gibi,  $M_1$ 'de yavaş-

(128) İsmet S.Barutcuğil, Cumhuriyetten Bu Yana Türkiye Ekonomisinin Gelişimi ve Geleceğe Bakış, İTO Yayın No: 1989-1 İstanbul, 1989, s.12.

(129) Uludağ, a.g.e., s.381.



**TABLO 29 : Nominal Değişkenlerin Regresyon Sonuçları (1980-1990 Dönemi).**

Denklemler No	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler						
		Sabit	r	Y	F	R <sup>2</sup>	q	D.W.
1h	NCBM	-0.351	0.065 (0.262)	0.847 (0.092)	323.558	0.98	0.06	1.311
2h	NM <sub>1</sub>	-0.278	-0.035 (0.195)	0.882 (0.068)	585.836	0.99	0.04	2.09
3h	NM <sub>2</sub>	-0.620	0.174 (0.256)	0.944 (0.090)	449.606	0.99	0.06	0.99
4h	NM <sub>3</sub>	-0.406	0.088 (0.247)	0.940 (0.086)	455.622	0.99	0.06	1.07

**Not : Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise, beta katsayılarıdır.**

layan bir artış görülürken, buna karşılık, vadeli mevduatlar ve mevduat sertifikalarını kapsayan  $M_2$ 'in artışı hızlanma görülmüştür (Bkz. Tablo 24). Böylece  $M_2$ 'nin sürekli artması ve  $M_1$ 'in artışı (ki bu artışlar 1980öncesi artışlardan daha fazladır) sıkı para politikasının (1980-1983 dönemi hariç) tam uygulanmadığını ortaya koymaktadır (130). Friedman'a göre, para arzı artışlarının reel üretim artışlarını aşması enflasyonun ortaya çıkmasına neden olmaktadır (131). 1980'den itibaren, kamu harcamalarının sürekli artışı ve bunu karşılayacak vergilerin istenildiği oranda artmaması kamu sektörünün borçlanma ihtiyacını arttırmış ve bu ihtiyacın M.B. doğrudan kredileri ile karşılanması sonuçta para arzını arttırıcı rol oynamıştır (132). Böylece, enflasyonist bir süreç içerisinde bu durum, enflasyonun daha fazla artışına yol açmaktadır.

Ancak, iktisatçılar arasında para ve fiyatlar arasında nedensellik ilişkisi üzerinde tartışmalar devam etmekteyse de 1980'lerde hakim olan genel eğilim, paradan enflasyona ve reel büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu yöndedir (133). Bu kısım içerisinde, önce para arzı ve fiyatlar arasındaki ilişki incelenmiş, daha sonra ise, para arzı, fiyatlar ve reel gayri safi milli hasıla arasındaki ilişki araştırılmaya çalışılmıştır.

---

(130) Uludağ, a.g.e., s.383.

(131) M.Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", ss.193-196.

(132) Güneş, a.g.e., ss.18-19.

(133) Deniz Gökçe, " $M_1$  mi yoksa  $M_2$  mi izlenmeli", Finans Dünyası, Haziran 1990, İstanbul, s.20.

- Para Arzı, Enflasyon Oranı ve Reel Gayri Safi Milli Hasıla Arasındaki Regresyona İlişkin Denklemler.

$$(1I) \quad P = 329.695 + 0.118 \text{ NCBM} - 1.602 y + U$$

	(0.011)	(1.812)
	(1.071)	(-0.087)

F = 270.345  
R<sup>2</sup> = 0.98

$$(2I) \quad P = 609.496 + 0.114 \text{ NMI} - 2.868 y + U$$

	(8.721)	(1.577)
	(1.136)	(0.157)

F = 394.645  
R<sup>2</sup> = 0.98

$$(3I) \quad P = 469.237 + 0.044 \text{ NM2} - 2.028 y + U$$

	(1.884)	(0.855)
	(1.097)	(-0.11)

F = 1221.012  
R<sup>2</sup> = 0.99

$$(4I) \quad P = 469.788 + 0.041 \text{ NM3} - 2.063 y + U$$

	(1.525)	(0.738)
	(1.099)	(-0.113)

F = 1643.624  
R<sup>2</sup> = 0.99

Bu modelde para arzı, fiyatlar genel seviyesi ile reel gayri safi milli hasıla arasındaki incelemektedir. Modelde, tam logaritmik çoklu değişkenler arasında anlamlı ilişki vermediğinden değişkenlerin mutlak değerleri ile çoklu regresyon yapılmıştır.

Bu analizde, 1970-1979 dönemi için ele alınan modelden farklı olarak, 1980-1990 dönemi için enflasyon oranı içsel (bağımlı), parasal büyüklükler ile reel GSMH

**TABLO 30 : Para Arzı, Enflasyon Oranı, Reel GSMH Arasındaki Regresyon Sonuçları (1980 - 1990 dönemi)**

Denklemler No	Bağımlı Değişken	Sabit	Bağımsız Değişkenler			R <sup>2</sup>	q	D.W.
			Parasal Büyüklükler	y	F			
1I	P	329.695	NCBM 0.118 (0.011) (1.071)	-1.602 (1.812) (-0.087)	270.345	0.98	114.68	1.51
2I	P	609.496	NMI 0.114 (8.721) (1.136)	-2.868 (1.577) (-0.157)	394.645	0.98	95.14	2.26
3I	P	469.237	NM2 0.044 (1.884) (1.097)	-2.028 (0.855) (-0.111)	1221.012	0.99	54.27	2.17
4I	P	469.877	NM3 0.041 (1.525) (1.099)	-2.063 (0.738) (-0.113)	1643.624	0.99	46.79	1.77

Not: Parantez içindeki ilk değişkenler regresyon katsayılarının standart hataları, ikincileri ise beta katsayılarıdır.

dışsal (bağımsız) değişken olarak dikkate alınmıştır(134)

Denklemler sonuçlarına göre nominal merkez bankası parasındaki % 1'lik artış, fiyatlar genel seviyesini % 0.118 oranında, nominal M1'deki % 1'lik artış fiyatlar genel seviyesini % 0.114 oranında, nominal M2'deki %1'lik artış fiyatlar genel seviyesini % 0.044 oranında, nominal M3'deki % 1'lik artış, fiyatlar genel seviyesini % 0.041 oranında artırmaktadır. Bununla beraber denklemlerde, reel gayrisafi milli hasıladaki % 1'lik artış fiyatlar genel seviyesi üzerinde azaltıcı etkide bulunduğu ortaya çıkmıştır.

Denklemlerde, parasal büyüklüklerin parametrelerinin katsayısı reel gayrisafi milli hasıla parametresinin katsayısına göre daha büyüktür ve istitistiki açıdan anlamlıdır. Denklemlerin, F değeri ve  $R^2$ 'leri yüksek olarak bulunmuştur. Regresyonun uygulama sonuçları incelendiğinde istitistiki açıdan anlamlı sonucu (3I) nolu denklemlerde nominal M2 vermektedir (Tablo 30).

- (134) P.Cagan'ın modelinde para arzı monetaristlerin varsayımları Şekilde dışsal olarak ele alınmakta ve beklenen enflasyon oranı ile reel gayri safi milli hasıla arasındaki ilişki incelenmektedir. Bu model sonucunda ise, para arzındaki artışlar fiyat artışlarını hızlandırmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Douglas Fisher, Monetary Theory and The Demand for Money, Oxford, 1980, ss.196-199 ve P.Cagan, "The Monetary Dynamic of Hyperinflation", Studies in Quantity, Theory of money, The University of Chicago Press, U.S.A. 1956, ss.25-91. Ayrıca Türkiye'de 1980 sonrası kısa dönemli enflasyon modelinde ayrıntılı bilgi için bkz.: zseluk, a.g.e., ss.1-12.

## 2. GENEL DEĞERLENDİRME

Bu bölümde, Trehan'ın Almanya için uyguladığı model çerçevesinde 1970-1979 ve 1980-1990 iki ayrı dönem için parasal büyüklüklerin reel değerleri, reel gayri milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları arasındaki ilişki ele alınırken, ayrıca parasal büyüklüklerin nominal değerleri, nominal gayri safi milli hasıla ve enflasyonu oranı arasındaki ilişkide analiz edilmeye çalışılmıştır. Modellerde, dört alternatif parasal büyüklükler (CBM,  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$ ) içsel (bağımlı) değişken olarak, kısa vadeli kredi faiz oranları, reel ve nominal gayri safi milli hasıla ile enflasyon oranı dışsal (bağımsız) değişken olarak ele alınmıştır. böylece, içsel değişkenler ile dışsal değişkenler arasındaki istikrarlı bir ilişkinin olup olmadığı ortaya konmak istemiştir.

1970-1979 dönemi için reel değişkenlerle yapılan analiz sonuçları, Türkiye için anlamlı çıkmıştır. Bu sonuçlarda öncelikle bu dönemde, kredi faizlerinin düşük ve güdümlü olması oldukça etkili olmuştur. Böylece yatırımlar canlanmış, dolayısıyla reel gayri safi milli hasıla artışıyla parasal büyüklüklerde artış görülmüştür. Ancak, bu regresyonda, parasal büyüklükler üzerinde reel gayri safi milli hasılanın daha etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Bununla beraber, reel değişkenlerin değişim oranları ile yapılan regresyon analizlerinin sonuçları istatistikî açıdan hiçbir anlam taşımadığından dikkate alınmamıştır.

Bu dönemde, parasal büyüklüklerin nominal değerleri, nominal gayri safi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları ile yapılan regresyon analizinde kısa vadeli kredi faiz oranları parametrelerinin katsayısının

negatif çıkması dikkat çekicidir. Bu duruma, 1973'te petrol şoklarıyla artan ithalat güçlükleri neticesinde üretimde atıl kapasitelerin ortaya çıkması ve dolayısıyla kredi talebinde yarattığı daralmanın yolaçtığı söylenebilir. Ayrıca bu modelde, nominal gayri safi milli hasıla ili para arzı arasında yakın bir ilişkinin varlığından sözedilebilir. Burada kısa vadeli faiz oranlarına göre parasal büyüklükler üzerinde nominal gayri safi milli hasılanın daha etkili olduğu ortaya çıkmıştır.

Bununla beraber, nominal değişkenler ile enflasyon oranı ilişkisi de incelenmiştir. Bu modelde, parasal büyüklükler içsel değişken olarak, enflasyon oranı dışsal değişken olarak alınmıştır (Ertuğrul, 1982'de olduğu gibi). Regresyon sonuçları, Türkiye için oldukça anlamlı çıkmıştır. Bu modelde, fiyat artışlarının parasal büyüklükleri oldukça fazla arttırmamasının nedeni, 1974'ten itibaren fiyatlardaki artışların parasal büyüklüklere bağlı olmayıp, petrol fiyatları, tarımsal destekleme fiyatlarındaki artışlardan kaynaklandığı söylenebilir. Modelde ayrıca, reel gayri safi milli hasıla dahil edilerek regresyon yapılmıştır. Bu regresyon sonucunda ise, Türkiye'de para arzı ile reel gayri safi milli hasıla arasında dolayısıyla para arzı büyüme oranı ile reel gayri safi milli hasıla büyüme oranı arasında yakın bir ilişki ortaya çıkmıştır.

1970-1979 döneminde incelenen regresyon sonuçlarına göre, merkez bankası parası büyüklüğünün en anlamlı değişken olduğu ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla bu sonuç, merkez bankası parası kavramına geçişin doğruluğunu ispatlaması açısından önem taşımaktadır.

1980-1990 dönemi için parasal büyüklüklerin reel değerleri, reel gayri safi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları arasında yapılan ekonometrik çalışma, Türkiye için anlamlı sonuçlar vermiştir. Bu araştırmanın sonuçlarına göre, serbest faiz politikasına rağmen, kredi faiz oranları parametrelerinin katsayısı negatif çıkmamıştır. Böylece, kredilerin yüksek faizine rağmen, talebin azalmadığı ortaya çıkmıştır. Bunun nedeni ise, gerçekçi kur politikası uygulaması ile ithal maliyetlerinin artması ve yeni vergi yasaları ile sürekli artan enflasyon sonucunda firmaların nakitihtiyacı duyması olduğu söylenebilir. Bununla beraber, reel değişkenlerin değişim değerleri ile yapılan regresyon analizi, 1970-1979 döneminde olduğu gibi, bu dönemde de istatistikî açıdan hiçbir anlam ifade etmediğinden dikkate alınmamıştır.

Bu dönemde, parasal büyüklüklerin nominal değerleri nominal gayri safi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları ile yapılan regresyon analizinde, kısa kredi faiz oranları, yüksek faize rağmen, krediye olan talep nedeniyle  $M_1$  hariç parasal büyüklükler üzerinde arttırıcı etkide bulunduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli kredi faiz oranlarının  $M_1$  parasal büyüklüğü üzerinde azaltıcı etkide bulunmasının nedeni ise,  $M_1$  dolaşımdaki parayı ifade ettiği için yüksek faize duyarsız olduğu şeklinde açıklanabilir. Ayrıca, regresyon sonucunda, nominal gayri safi milli hasıladaki artışların, kısa vadeli kredi faiz oranlarına göre, parasal büyüklükler üzerinde daha etkili olduğu ortaya çıkmıştır.

Ayrıca para arzı enflasyon oranı ve reel gayri safi milli hasıla arasındaki regresyon sonucunda en anlamlı değişken  $M_2$  olmuştur. Buna karşılık, reel gayri safi milli hasıladaki artışın fiyatlar genel seviyesi üzerinde azaltıcı etkisi olduğu ortaya çıkmıştır.



1980-1990 döneminde incelenen regresyon sonuçlarına göre, istatistiki açıdan anlamlı değişken " $M_1$ " olurken, ekonomik açıdan (parametre büyüklüğü) " $M_2$ " parasal büyüklüğünün anlamlı değişken olduğu ortaya çıkmıştır.

TABLO 31, : Uygulanan Modelin Sonuçları.

Trehan'ın Almanya İçin Uyguladığı Modelin Sonuçları		Türkiye İçin Uygulanan Modelin Sonuçları	
Dönemler	Bulunan Sonuçlar	Dönemler	Bulunan Sonuçlar
1975-1979	Merkez Bankası Parası ve $M_3$ ile reel gelir ve faiz oranları arasında istikrarlı bir ilişki bulunmaktadır.	1970-1979	Merkez Bankası Parası ile reel gelir ve faiz oranları arasında istikrarlı bir ilişki mevcuttur.
1980-1986	Merkez Bankası Parası ve $M_3$ ile reel gelir ve faiz oranları arasında istikrarlı bir ilişki bulunmaktadır.	1980-1990	1980-1990 istatistiki açıdan $M_1$ ile reel gelir ve faiz oranları arasında istikrarlı bir ilişki mevcut iken, ekonomik açıdan $M_2$ ile reel gelir ve faiz oranları arasında istikrarlı bir ilişki bulunmaktadır.

Trehan'ın çalışması Tablo 30'da görüldüğü gibi, 1975-1979 ve 1980-1986 olmak üzere iki alt döneme ayrılmış ve değişkenlere ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Bu çalışmanın sonucuna göre, her iki dönemde de merkez bankası parasının reel değeri, Bundesbank (Almanya Merkez Bankası) merkezbankası parasını hedeflediği dönemde faiz oranları ve reel gelir ile istikrarlı bir ilişkiyeship olduğu ortaya çıkmaktadır. Aynı şekilde, reel gayri safi milli hasıla ile  $M_3$ 'ün reel değeri istikrarlı bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Bunun yanında, istikrarsız olmakla beraber, uzun vadede benzer ilişki  $M_1$  ve  $M_2$  içinde bulunmaktadır. Sonuç olarak analiz, hem merkez bankası parası ve hem de  $M_3$ 'ü hedef değişken olarak istenen özelliklere sahip olduğunu ortaya koymuştur (135).

Araştırma sonuçlarına göre Türkiye'de 1970-1979 dönemi için anlamlı değişken "Merkez Bankası Parası", 1980-1990 dönemi için istatistiki açıdan anlamlı değişkenin "M1", ekonomik açıdan anlamlı değişken "M2" olarak bulunmuştur (Bkz: Tablo 31). 1980-1990 döneminde ekonomik açıdan M2'nin önemli çıkması Merkez Bankası'nın (136) M2 aracılığıyla enflasyonu ve üretimi kontrol etmesi (137) tezini doğrulamaktadır.

---

(135) Trehan, agm, ss. 37-38.

(136) Merkez Bankası Parası ile M2 arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır Bkz.TCMB'nin Para Politikası Hedefi Olarak Merkez Bankası Parası, TCMB, 1989 III, 3 Aylık Bülten, ss.11-17.

(137) Ayrıntılı bilgi için Bkz. Gökçe, "Saraçoğlu Cephede", ss.26-27

## SONUÇ

Dünyada enflasyon ve işsizliğin 1970'lerden itibaren birlikte görülmesi üzerine parasal büyümenin kontrolü ve parasal hedeflerin açıklanması önem kazanmıştır. Bu konuda, Alman Merkez Bankası Bundesbank öncülük yaparak 1974 sonlarından itibaren parasal hedeflerini ilan etmeye başlamıştır. Böylece, ekonomideki fiyat beklentilerini koruyabilmek için kantitatif hedeflerini kamuya açıklamayı önemli bir araç olarak benimsemiştir. Bundesbank, öncelikle ara hedef değişken olarak 1974'ten itibaren "Merkez Bankası Parası" kavramına geçmiş ancak, 1988 yılından itibaren " $M_3$ " parasal büyüklüğünü hedeflemeye başlamıştır.

Türkiye'de bu uygulamalara gecikmeli olarak 1989 yılından itibaren geçilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle Merkez Bankası 1989 yılından itibaren "Merkez Bankası Parası" kavramına geçmiştir. Böylece, Merkez Bankası Parası, parasal büyüklüklerden  $M_2$  ile istikrarlı bir ilişki içinde olmakta, toplam iç yükümlülükleri önemli ölçüde açıklamakta ve Merkez Bankası'nın para politikasını yürütürken kullandığı araçları (emisyon, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları) kapsamında bulundurmaktadır. Bu şekilde, Merkez Bankası Parasının kontrolü aracılığı ile, para arzı ve kredi arzının önemli ölçüde etkilenebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır.

Buna bağlı olarak, Merkez Bankası, orta vadede fiyatistikrarını ve TL'nin iç ve dış değerini sağlayacak likiditeyi kontrol etmek için 1990 yılında "Parasal Programlama"ya geçmiştir. Parasal programlamadaki amaç, orta

vadede Merkez Bankası Bilançosunun aktifinde, büyük ölçüde, döviz varlıklarını arttırmak, kredi ve değerleme hesabını kontrol ederek azaltmak, pasifinde ise, büyük ölçüde, emisyonu dayalı bir yapı oluşturarak, burada yer alan döviz yükümlülüklerini ortadan kaldırmak ve bankaların zorunlu karşılıklar hesabını küçültmektir.

Bu çalışmada, para arzının artışında önemli rol oynayan unsurlar, kaynak ve kullanım esasına göre 1970-1990 dönemi içinde ele alınmıştır. İncelenen dönemde kaynak esasına göre, parasal tabanı oluşturan unsurlardan net dış varlıklar 1970-1974 dönemi hariç 1975-1990 dönemde parasal tabanı azaltıcı yönde etkilemiştir. Çünkü, 1974'ten itibaren ortaya çıkan petrol şokları ve Kıbrıs olayları neticesinde döviz rezervlerinde meydana gelen azalma net dış varlıkların negatif değer almasına neden olmuştur. Bununla beraber, 1980 sonrası dönemde de dış borçların önemli ölçüde artışı ile ortaya çıkan döviz yükümlülükleri döviz rezervlerinin erimesine katkıda bulunduğu söylenebilir. Ancak 4 Şubat 1988 kararlarıyla döviz rezervlerinde artış sağlanmış, net dış varlıklar, yükümlülüklerin fazla olması nedeniyle, eksi değer almasına rağmen 1989 yılından itibaren artış eğilimine girdiği ortaya çıkmıştır.

Kamu kesimine verilen krediler ise, parasal taban içinde 1970 yılında % 66.0 civarında pay alırken, bu oran 1975 yılında %59.7'ye düşmüştür. Ancak, 1976 yılından itibaren kamu yatırımları ve KİT'lere sağlanan bütçe transferleri neticesinde ortaya çıkan bütçe açıklarının Hazine'den sağlanan kısa vadeli avanslarla finanse edilmesi tekrar artışlara neden olmuştur. Kamu kesimine verilen kredilerin parasal taban içindeki payı 1976 yılında % 75.7'ye, 1980'de % 147.6'ya yükselmiştir. 1980 yılında

borçlanmayı finanse etmesi, bu artışta rol almış olabilir. Dolayısıyla, kullanılabilir karşılıklar, kullanım esasına göre, parasal tabanı buna bağlı olarak, para arzını arttıran en önemli faktör olmuştur.

Bu çalışmada, incelenen dönemde, kaynak esasına göre öncelikle kamu kesimine verilen krediler, kullanım esasına göre ise kullanılabilir karşılıklar para arzını genişletici rol oynadığı ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, 1980 İstikrar Tedbirleri ile kamu kesiminin öncelikle hedef olarak KİT'lerin faaliyetlerinin sınırlandırılması ile kamu harcamalarının azaltılması belirtilmiş iken, uygulamada bu kesimin harcamalarının giderek artış gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Trehan'ın Almanya için uyguladığı model temel alınarak 1970-1979 ve 1980-1990 dönemleri için parasal büyüklüklerin reel değerleri, reel gayrisafi milli hasıla ve kısa vadeli kredi faiz oranları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Ayrıca, parasal büyüklüklerle, nominal GSMH ve enflasyon arasındaki ilişki de analiz edilmiştir. Böylece, dört alternatif parasal büyüklükler ( $CBM$ ,  $M_1$ ,  $M_2$  ve  $M_3$ ) içsel değişken (bağımlı), reel ve nominal GSMH, kısa vadeli kredi faiz oranları ile enflasyon oranı dışsal değişken (bağımsız) olarak ele alınmıştır. Dolayısıyla çalışmada, içsel değişkenler ile dışsal değişkenler arasında istikrarlı bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, 1970-1979 dönemi için uygulanan regresyonlarda anlamlı değişken olarak "Merkez Bankası Parası" büyüklüğü bulunmuştur. Ayrıca regresyon sonuçlarında, reel ve nominal gayri safi milli hasılanın parasal büyüklükler üzerinde kısa vadeli kredi faiz

uygulamaya konulan İstikrar Tedbirleri ile 1981-1983 döneminde azalma görülmüş, ancak 1984 yılından itibaren tekrar hızlanma eğilimine girmiştir. Kamu kesimine verilen kredilerde, Merkez Bankası ile Hazine arasında 1989 yılında yapılan protokol gereği bu yıldan itibaren azalma görülmüştür.

Bankalara verilen kredilerde, 1980 öncesi dönemde, 1971 yılı hariç her yıl artış göstermiştir. Ancak, 1983'ten itibaren Merkez Bankası'nın Hazine açıklarını kapatmaya yönelmesi ile bu kesime verilen kredilerde azalma görülmüştür (1983'te % 44.5, 1988'de % 10.7, 1990 da % 8.1).

İthalat teminatlarının payı ise 1970 yılından itibaren azalma göstererek, 1990 yılında sıfırlanmıştır.

Sonuç olarak, kaynak esasına göre, parasal tabanı oluşturan kalemlerden, net dış varlıklar 1970-74 dönemi hariç, ithalat teminatları ve net diğer kalemler parasal taban buna bağlı olarak para arzını daraltıcı yönde etkide bulunurken, bankalara verilen krediler ve özellikle kamu kesimine verilen krediler para arzını genişletici etkide bulunmuştur.

Kullanım esasına göre parasal tabanı oluşturan unsurlar; dolaşımdaki para, zorunlu karşılıklar ve kullanılabilir karşılıklar ise incelenen dönemde, para arzını genişletici rol oynamıştır. Özellikle, kullanılabilir karşılıkların kapsamında bulunan "tahviller ve bonolar" kaleminde görülen artış nedeniyle bu kalemde, 1987 yılında en yüksek gerçekleşme görülmüştür (% 57.0). Çünkü, bankaların Merkez Bankasında tuttuğu disponibilite karşılığında devlet tahvili ve hazine bonusu satın alarak iç

oranlarına göre daha etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla bu sonuç, para arzı ile birlikte gayri safi milli hasıla arasında buna bağlı olarak, para arzı büyüme oranı ile reel gayrisafi milli hasıla büyüme oranı arasında sıkı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

1980-1990 dönemi için uygulanan regresyon sonuçlarına göre ise bu dönemde istatistiki açıdan anlamlı değişken M1 iken ekonomik açıdan anlamlı değişken M2 parasal büyüklükleri olarak bulunmuştur. Bu nedenle parasal otoriteler tarafından M2 denetlenebilirse para arzı toplam kredi ve harcamaları olumlu yönde etkilemek mümkün olacaktır.

Sonuç olarak, 1970-1979 döneminde Türkiye'de sıkı bir parasal kontrol politikası uygulanamamış, 1980-1984 yılları arası nisbeten başarıyla uygulanan parasal kontrol politikası 1985 yılından itibaren gevşemeye başlamıştır. Bu nedenle, orta vadede fiyat istikrarını sağlayabilmek ve TL'nin iç ve dış değerini koruyabilmek için 1989 yılından itibaren parasal program uygulamasına geçilmiştir. Dolayısıyla, parasal programın başarıya ulaşması, Merkez Bankası'nın bağımsız olarak para politikası izlemesine ve Merkez Bankası'nın özerk bir yapıya kavuşması ile siyasal iktidarların ekonomi politika kararlarını bu program çerçevesinde uygulamasına bağlıdır.

Ancak Merkez Bankası'nın 1990 yılında açıkladığı parasal programın yıl sonunda olumlu sonuçlar vermesi, öncelikle iç varlık artışlarının önemli ölçüde denetim altına alınması ile gerçekleşmiştir. Bu varlık artışının kontrol edilebilmesinin temel nedeni ise, ülkenin uluslararası piyasadan sağladığı kaynaklar sonucunda, kamu açıklarının piyasadan sağlanan bu kaynaklarla finanse edilmiş olmasıdır. Bu nedenle, ekonominin uzun dönemli istikrarı açısından Merkez Bankası'nın özerk bir yapıya kavuşması önem taşımaktadır. Ancak bu durum, önemli ölçüde kamu finansman açığının denetim altına alınmasıyla gerçekleşebileceği söylenebilir.

Türkiye'de, para arzındaki artışlar daha ziyade parasal taban dolayısıyla Merkez Bankası'nın aktiflerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Bu durum, parasal kontrol araçlarının etkin bir şekilde kullanılmadığını göstermektedir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın 1987 yılında uygulamaya koyduğu açık piyasa işlemleri ile para arzındaki gelişmeyi istikrara kavuşturmak mümkün olabilir. Bu da reeskont politikasına oranla daha etkilidir. Çünkü, reel reeskont faizi uygulamaları para arzı artışını durdurabilmekte ise de sabit sermaye yatırımlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bununla beraber, Merkez Bankası'nın dolaylı ve dolaysız kredilerinin kısılması da para arzının kontrolünde etkindir.

Ancak, Türkiye gibi büyümek zorunda olan bir ülkede para politikalarından netice alınması için maliye politikaları ile kamu harcamalarının disipline edilmesi, para ve maliye politikası arasında koordinenin kurulması gerekmektedir. Bu koordinasyonun kurulması için öncelikle parasal yetki kurumları (Merkez Bankası ve Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı) ile maliye politikası uygulayıcıları arasında sıkı bir işbirliği şart olarak görülmektedir.



## BİBLİYOGRAFYA

### A. KİTAPLAR

- ABAÇ Selçuk, Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulama, İstanbul, 1980.
- ACKLEY Gardner, Macroeconomic Theory Caller, Mac Millian Company, New York, 1969.
- AKALIN Uğur S., Faiz Politikası ve Kredi-Mevduat Yapısı 1977-1985, Türkmer, İstanbul, 1986.
- AKGÜÇ Öztin, Batı Avrupa Ülkelerinde Bankacılığın Denetimi ve Gözetimi, İSO Yayını, İstanbul, 1982.
- AKYÜZ Yılmaz, Money and Inflation in Turkey: 1950-1968, SBF Yayınları No: 361, 1973.
- AKYÜZ Yılmaz, Türk Ekonomisinde Mali Yapı ve İlişkiler İstanbul, 1984.
- ALKİN Erdoğan - DEMİRGİL Demir - ÖZMUCUR Süleyman, Türkiye'de Enflasyon ve Enflasyon İle Başarı Koşulları, TÜSİAD Yayın No: TÜSİAD-T/86.7.90, İstanbul, 1986.
- ALPTÜRK Nevzat, Merkez Bankacılığı, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 49, Ankara, 1972.
- ARESTİS Philip and SKAURAS Thanos, Post-Keynesian Economic Theory, New York, 1985.
- ARTUN Tuncay, Türkiye'de Bankacılık, İşlevi, Gelişimi, Özellikleri ve Sorunlarıyla, Tekin Yayınevi, 1980.
- ASLAN İsmail, Parasal Analiz (Rezerv Para ve Para Arzının Belirlenme Mekanizması), Ankara, 1986.

AYDIN İzzet, Enflasyonla Mücadele Yöntemleri, İstanbul Üniversitesi Yayın No: 2626, İstanbul, 1979.

BARUTÇUGİL İsmet S., Cumhuriyetten Bu Yana Türkiye Ekonomisinin Gelişimi ve Geleceğe Bakış, İTO Yayın No: 1989-1, İstanbul, 1989.

BELL F.John, A History of Economic Thought, Ronald Press Company, New York, 1953.

BERNSTEİN A.Michael, The Great Depression Delayed Recovery and Economic change in America 1929-1939, Cambridge University Press, Cambridge, 1988.

BURTON John, Keynes's General Theory Fifty Years on, The Institute of Economic Affairs, London, 1986.

BURTON John, Positevely Milton Friedman, Twelue Contemporary Economists, Attaisted Press Book, New York, 1987.

CAGAN P, Determinants and Effects on Changes in the Stock Money; 1875-1960, NBER, New York, 1965.

CHICK Victoria, Macroeconomics After Keynes, Cambridge, 1984.

ÇİLLER Tansu ve KAYTAZ Mehmet, Kamu Kesimi Açıkları ve Enflasyon, İTO Yayın No: 1989-11, İstanbul, 1989.

DEMİRGİL Demir, Türkiye'de Parasal Göstergeler ve Ekonomik Gelişmeler, İTO Yayını, İstanbul, 1983.

DOW C., Sheila and EARL E.Peter, Money Matters, A Keynesian Approach To Monetary Economics, U.S.A., 1982.

- ERGİN Feridun, Para Politikası, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1975.
- ERGİN Feridun, Para ve Faiz Teorileri, İstanbul, 1983.
- ERTUĞRUL Ahmet, Kamu Açıkları, ParaStoğu ve Enflasyon, Yapı Kredi Bankası yayını, Ankara, 1982.
- FİŞHER Douglas, Monetary Theory and The Demand for Money, Oxford, 1980.
- FRIEDMAN M., Studies in Quantity Theory of Money, The University of Chicago Press, U.S.A., 1956.
- FRIEDMAN B.Milton and FRIEDMAN R., Free to Choose, Harcourt Brace Jovanovich-New York, 1980.
- FRIEDMAN M. and Schwartz Anna J, Monetary Statistics of the United States, New York, 1970.
- FRIEDMAN B.Milton and Schwartz J.Anna, A Monetary History of United States: 1867-1960, Princeton University, National Bureau of Economic Research, 1971.
- GALBRAITH K.John, The Great Crach 1929, Hoyughton Mifflin Company, Boston, 1955.
- GORDON R., International Monetarism, Wage Push and Monetary Accommodation, A Caurakis (ed.), Inflation, Depression and Economy Policy in the West, London, 1980.
- GURLEY G.John and Shaw S.Eduard, Money in a Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington D.C., 1960.
- GÜNEŞ Hurşit, Türkiye'de Para Arzını Arttıran Nedenler, İTO Yayın No: 1990-8, İstanbul, 1990.
- GÜNEŞ Hurşit, Türkiye'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği, İTO Yayın No: 1990-9, İstanbul, 1990.

GÜRSEL Haluk F., Türkiye İçin Para Bazı Analizi ve Parasal Denetim Model Denemesi, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayın No: 1977-181, Ankara, 1977.

GÜVEN Özcan, Bankalarda Fon Kullanımı ve Yönetimi, İzmir, 1981.

HATİBOĞLU Zeyyat, Para, Kredi ve Bankacılık, Hamle Matbaası, İstanbul, 1967.

HICKS R.J., Mr.Keynes and Classics Reading in The Theory of Income Distribution, Richard Irwin Inc., Homewood, 1951.

KAUFMAN G.George, Money, The Financial System and The Economy, Boston, 1981.

KAZGAN Gülten, İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi, İstanbul, 1984.

KEPENEK Yakup, Türkiye Ekonomisi, Gelişimi, Üretim Yapısı ve Sorunlarıyla, Ankara, 1990.

KEYNES J.M., The General Theory of Employment, Interest and Money, Mac Millan and Co.Limited, London, 1951.

KEYNES J.M., Treatise on Money, New York, 1930.

KINDLEBERGER P.Charles, Keynesianism As Monetarism and Other Essays in Financial History, London, 1986.

KEYDER Nur, para (Teori-Politika), Ankara, 1990.

KLEIN John J., Money and the Economy, U.S.A., 1982.

KURT İbrahim - TUĞÇETİN Talât, Bankaların Merkez Bankası İle İlişkileri, Ankara, 1977.

- LAIDLER D.E., The Influence of Money on Real Income and Inflation : A Simple Model With Some Emprical Tests for the U.S., In Essays on Money and Inflation, The University of Chicago Press, 1975.
- LAIDLER D.E., Para Talebi (Kuramlar ve Kanıtları, Çev.: Haluk F.Gürsel), Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1983.
- LEKACHMAN Robert, Keynes' General Theory, Reports of Three Decades, New York, 1964.
- MOGGRIDGE D.E., Keynes (Çev.: Umur Talu-Yavuz Güney), Afa yayınları, İstanbul, 1985.
- MOORE J.Basil, Monetary Factors, A Guide Post-Keynesian Economics (ed. Alfred S.Eichner), New York, 1979.
- OLGUN Hasan, Türkiye'de Ödemeler Dengesi, Para ve Enflasyon 1963-1976, ODTÜ İdari Bilimler Fakültesi Yayın No: 38, Ankara, 1982.
- ORHAN, Osman Z, Başlıca Enflasyon Teorileri ve Türkiye'de Enflasyon, Okan Yayıncılık, Dağıtımcılık, İstanbul.
- ÖÇAL Tezer, Para Teorisi (Doktriner Gelişim, Teori, Analiz), Turhan Kitabevi, Ankara, 1981.
- ÖNİŞ Z. ve ÖZMUCUR S., Türkiye'de Enflasyon, İTO Yayın No:1987-5, İstanbul, 1987.
- ÖZSELÇUK Erdinç, Enflasyonun Kaynakları ve Kısa Dönemli Enflasyon Modeli, TSKB, İstanbul, 1988.
- PARASIZ İlker, Para, Banka ve Finansal Piyasalar, Haşet Kitabevi Yayınları, Bursa, 1985.

- PARASIZ İlker, Para Politikası (Monetarist Keynesyen Tartışması), Haşet Kitabevi Yayınları, Bursa, 1988.
- REED L.Harold, Money Currency and Banking, Mc Graw Hill Book Company, New York, 1942.
- RITTER S. Lawrance, The Role of Money in Keynesian Theory Macroeconomics Readings, The Free Press, New York, 1968.
- SAVAŞ Vural, Politik İktisat, İstanbul, 1986.
- SADIKLAR Cafer Tayyar, Türk Mali Sistemi İçinde Bankalar, Ankara, 1981.
- SARACOĞLU Rüşdü, 1990 Parasal Programlamayı Takdim Konuşması, Ankara 1990.
- SERİN Vildan, Para Politikası, M.Ü.Hukuk Fakültesi Yayın No: 4, İstanbul, 1987.
- SOULE George, Ekonominin ABC'si (Çev.:Nejat Muallimoğlu), İstanbul, 1982.
- STEWART Michael, Keynes Devrimi (Çev.: A.Baltacıgil), İstanbul.
- TÜSİAD, 1991 Yılına Girerken Türk Ekonomisi, İstanbul, 1991.
- ULUATAN Burhan, İktisadi Doktrinler Tarihi, İstanbul, 1977.
- ULUDAĞ İlhan - SERİN Vildan, Dış Şoklara Karşı Dünyada ve Türkiye'deGeliştirilen İstikrar Politikaları, İTO Yayın No: 1987-20, İstanbul 1987.

ULUDAĞ İlhan, "Türkiye'de Ekonomi politikalarının Etkinliği Açısından Merkez Bankasının Özerklik Sorunu", Frederich Ebert Vakfı, İstanbul, 1990.

ULUDAĞ İlhan, Türkiye Ekonomisi (Teori-politika-Değerlendirme), İstanbul, 1990.

TARGAN Ünal-UZUNOĞLU Sadi, Alkin Kerem, Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri, İTO Yayın No: 1990-10, İstanbul, 1990.

YÜKSEL Ali Sait, Bankacılık Hukuku ve İşletmesi, İstanbul, 1989.

ZARAKOĞLU Avni, Bankalar İçin Para ve Kredi Bilgisi, Ankara 1984.

WRITHSMAN Dwayne, An Introduction To Monetary Theory and Policy, The Free Press, New York, 1971.

## B. MAKALELER

ANDO A. and MODİGLIANİ F., "Velocity and Investment Multiplier", American Economic Review, September/1965.

BLACK Susan A. and GAVİN William T., "Monetary Policy and  $M_2$  Target", Federal Reserve Bank Of Cleveland, December 1989.

BOMHOFF Eduard J., MONETARY "Targetting in West Germany, Holland and Switzerland", Contemporary Policy Issues, 3(5) Fall 1985.

- BRUNNER K., "Enflasyon Para ve Mali Tedbirlerin Rolü Analitik Bir Gözlem İçinde Enflasyon Sorunu" Yeni Enflasyon ve Para Politikası (Çev.: Haluk Gürsel), İstanbul, 1974.
- BRYANT John and WALLACE Neil, "A Price Discrimination Analysis of Monetary Policy", "Review Economic Studies, 1984.
- CAGAN P, "The Monetary Dynamic of Hiper Inflation", Studies in Quantity Theory of Money, The University of Chicago Press, U.S.A., 1956.
- CICCOLA John H., "Is Short-run Monetary Control Freasible?" Federal reserv Bank of New York, 1974.
- DEUTSCHE Bundesbank : "It's Monetary Policy Instruments and Functions", Deutsche Bundesbank Special Series No:7 1984.
- FRIEDMAN B.Milton, "The Role of Monetary Policy", American Economic Review, 1968.
- FRIEDMAN B.Milton, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", Journal of Political Economy, 78(2), March-April 1970.
- FRIEDMAN M., "Goverment Revenue from Inflation", Journal of Political Economy 79(4) July-August 1971.
- FRIEDMAN M. "A Monetary Theory of Nominal Income", Journal of Political Economy, 79(2), March/April 1971.
- FRIEDMAN M., "Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, 1975.
- FRIEDMAN M., "Monetary Policy", Journal of Money, Credit and Banking, 14(1) February/1982.



- FRIEDMAN M. and Meiselman D., "The Relatively Stability of Monetary Velocity and Investment Multiplier in the United States:1987-1958, Research Study Twol in Stabi-  
lation Policies, Prentice Hall", 1963.
- FRY J.Maxwell, "The Money Supply Mechanism in Turkey",  
ODTÜ Gelişme Dergisi, Ankara, 1978.
- GÖKÇE Deniz, "Saracoğlu Cephede", Finans Dünyası, İstan-  
bul, 1990.
- GÖKÇE Deniz, "M<sub>1</sub> mi yoksa M<sub>2</sub> mi İzlenmeli?, Finans Dün-  
yası, İstanbul, Haziran 1990.
- HARTLEY R.Peter, "The Liquidity Services of Money", In-  
ternational Economic Review, February 1988.
- KAHN A.George, "Nominal GNP : An Anchor for Monetary  
Policy?", Economic Review, Federal Reserv Bank of Kan-  
sas City, November 1988.
- KING G.Robert and Plosser I.Charles, "Money, Credit and  
Prices in a Red Business Cycle", American Economic  
Review, 74(3), June 1984.
- LANEY O.Leroy, "An International Comparison of Experien-  
ces With Monetary Targeting : A Reaction Function  
Approach", Contemporary Policy Issues, 3(5), Fall,1985.
- LEVİN, Fred J., "Examinatin of Money Stock Control App-  
roach of Burger, Kalish and Babb", Federal Reserv of  
New York, 1974.
- NISHİYAMA Chiaki, "Japonya ve Enflasyon, Değer Ölçüsü  
Değil, Bir Üretim Faktörü Olarak Para", Yeni Enflasyon  
ve Para Politikası (Çev.: M.Ümit Şenesen), Yapı Kredi  
Bankası A.Ş., İstanbul, 1974.

SCHLESINGER Helmut, "The Setting of Monetary Objectives in Germany", BIS Publications.

SCHWARTZ Anna J., "Secular Price Change in Historical Perspective" Journal of Money, Credit and Banking, Part II, 5(1) 1973.

TOBIN James, "Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks" Journal Money, Credit and banking, 15(4), 1983.

TREHAN Bharat, "The Practice of Monetary Targeting: A Case Study Of The West Germany Experience", Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, Spring 1988(2).

WALSH E.Carl and HARTLEY R.Peter, "Financial Intermediation Monetary Policy and Equilibrium Business Cycle", Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Review 1988 (4).

WALTER John R., "Monetary Aggregates : User's Guide "Federal Reserve Bank of Richmond, January/February 1989.

WILLMS Manfred, "The Monetary policy Decision Process in the Federal Republic of Germany", The Political Economy of Monetary Policy : National and International Aspects.

### C. DİĞERLERİ

DİE, Türkiye İstatistik Yıllığı, 1975.

DİE, Türkiye İstatistik Yıllığı, 1981.

DİE, Türkiye İstatistik Yıllığı, 1985.

DİE, Türkiye İstatistik Yıllığı, 1989.

DİE 1990 3.Geçici Tahminleri.

DPT, Para Politikası Seminer Tebliği, Ankara 1975.

TCMB 1930 Tarihli 1715 Sayılı Kanun.

TCMB 1970 Tarihli 1211 Sayılı Kanun.

TCMB, 1988, IV 3 Aylık Bülten.

TCMB, 1989 III 3 Aylık Bülten.

TCMB, 1989 IV 3 Aylık Bülten.

TCMB, 1990 I 3 Aylık Bülten.

TCMB, 1990 IV 3 Aylık Bülten.

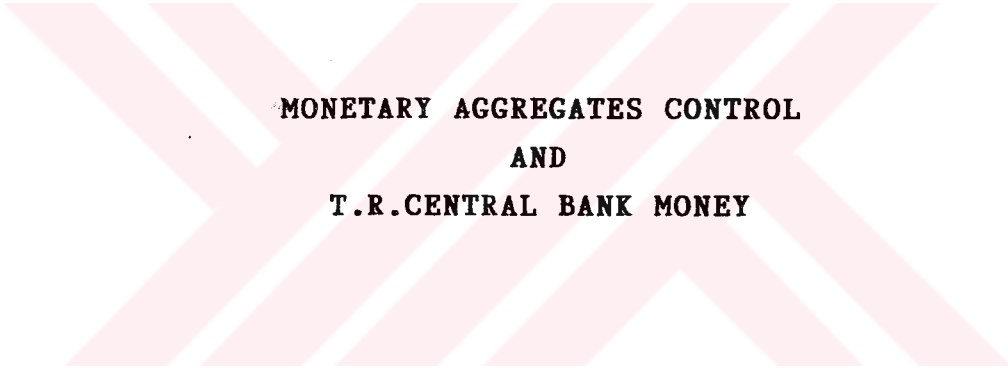
TCMB, 1990 Yıllık Rapor.

TCMB, Central Bank Money, January 1990, Ankara.1990.

TCMB, The Turkish Economy To Words 1990, Ankara 1990.

**T.R.**  
**MARMARA UNIVERSITY**  
**BANKING AND INSURANCE INSTITUTE**  
**BANKING PROGRAMME**

**DISSERTATION**  
**Submitted in Partial Fulfillment of The**  
**Requirements For The Degree Of Ph.D.**  
**In Banking**



**MONETARY AGGREGATES CONTROL**  
**AND**  
**T.R.CENTRAL BANK MONEY**

**Adviser : Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ**  
**Prepared By : Erişah ABDURRAHİMOĞLU**

**Istanbul - 1991**

## CONTENTS

	Page No
INTRODUCTION	192
PART I : MONEY SUPPLY AND MONETARY CONTROL APPROACHES	196
1. KEYNESIAN APPROACH	196
1.1. The Emerge of Keynesian Approach	196
1.2. Keynesian Approach to Monetary Policy	198
1.2.1. Keynes's Contribution to Monetary Policy	198
1.2.2. Adjustment of Money Demand and Money Supply by Interest	199
1.2.3. Changes in Money Supply and Income Effect	200
1.2.4. Keynesian Approach in the Relation of Money, Income and Interest	201
2. POST-KEYNESIAN APPROACH	203
3. MONETARIST APPROACH	205
3.1. The Emerge of Monetarist Approach	205
3.2. Friedmans Approach to Monetary Policy	205
3.2.1. Contributions by Friedman to the Concept of Money	205
3.2.2. The Control of Monetary Growht	207
PART II : THE PROCESS OF MONETARY PROGRAMMING AND ACCESS TO CONCEPT OF CENTRAL BANK MONEY (BUNDESBANK AND T.R. CENTRAL BANK)	210
PART III : THE ROLE OF MONETARY VARIABLES IN THE EFFECTIVENESS OF MONETARY POLICY: AN ECONOMETRIC APPROACH	214
CONCLUSION	216

## INTRODUCTION

As known, after inflation petrol shocks and recession seen in both developed and developing countries led deficient budget policies which gained importance after II. World war to leave its place to monetary policies. So the autonomy of the Central banks taking the responsibility for the implementation of policies started to be discussed. Central banks, trying to meet money-credit needs of the countries by considering the price stability through the reserve requirement, open-market transactions and reescount policies.

Parallel to the changes in the world, new steps was taken in monetary policy especially just after the 1980 period. Some decisions taken in this period or as follows liberation in interest policies, more effective Central Bank, liberalization of foreign currency regime, new techniques in internal debt financing and more realistic evaluation of Turkish money. The main purpose behind these decisions is to take the three-digit inflation under control. But in spite of the decisions above except for 1981-1983 period in which tight-money policy was in force, budget deficiency got enlarged and prices sharply increased.

There is a reason - result relation between money supply and price levels. Thus, in the implementation of anti-inflationist policies, by taking the real economic growth into account. Controlling money supply has a great impact for this purpose, Central Bank is aiming, on one-side, to define the targets for monetary aggregates and monetary policy announced within a medium-term perspective

on the other side, to meet the liquidity need of the market without spoiling the stability in the movements of foreign exchange and interest rates. To achieve this, Central Bank, aimed to control its own balance sheet and as controlling point declared the "Central Bank Money" concept to use a sign of liquidity. Within the frame of monetary programmes put in force in 1990, it was aimed that monetary indicators would reach the desired level in the proceeding 5 years. However in order to obtain positive developments from these monetary indicators the uncertainty in the economy which driven from other macro policies and probable effects on monetary policy should be pulled down.

The purpose of this work is to define the factors effecting monetary base by playing role in the increase of money supply and make it possible to take monetary aggregates under control through the policies considered by Central Bank. Beside this, another purpose of the work is to suggest which monetary aggregate is defining variable among the money stock, real economic growth level, interest rates and price levels.

Lots of ampiric studies on correlation between money supply-inflation have been done but the factors causing the growth of money supply were scarcely chosen for the statistical works.

The study covers a period of 21 years-between 1970 and 1990-Money supply stability tests for the period has been alone for two different periods. First covers 1970-1979 and the second 1980-1990. In this study, multy logarithmic regression model is used. Annual data were taken in the model since quarterly data were not provided.

Emphasis was especially given on macro variables now that it was aimed to investigate the stability between monetary aggregates and other macro-economic variables-such as real GNP, interest rates, price level.

Data in the work provided from the bulletins of Central Bank of Republic of Turkey and Statistics of State Statistic Institute. Quarterly and annual bulletins of Central Bank of Republic of Turkey formed main sources of the second sections.

This study encompass three sections. Within the first section, 1930 and post 1930 monetary issues such as money supply and monetary control will be investigated a theoretical base. In the second section investigation was especially focused on Bundesbank's monetary programs and the concept of the "Central Bank Money". In addition to the Central Bank of Turkey's implementation and monetary base, molds other subject to be focused on in this section within the last section, the stability of the relation among monetary aggregates, interest rates, real and nominal GNP and inflation rate will be tested through econometric models.



## PART I

### MONEY SUPPLY and MONETARY CONTROL APPROACHES

The monetary policy covering the money supply and monetary control approaches can be defined as the policy which aimed to realize certain economic targets.

Policy-makers who took the responsibility of monetary policy have the belief that monetary policy has automatic effect on the real economy in the short-run. Depending on this, some economists claim that monetary operations has a real effect on macro economy. However, some economists take the economy on hand as a medium simplifiying production and change. As a result, it is quite normal to be some conflicts between the wiews of economists. In this study, Keynesian, post-keynesian and monetarist approaches will be searched by taking 1930 period as starting point.

#### 1. KEYNESIAN APPROACH

##### 1.1. THE EMERGE of KEYNESIAN APPROACH

Just after the I. World War U.K. had sold all the investment in other countries to pay war debts and took new debts from America. So, inflation went up rapidly and became effective during the war and post-war period all over Europe. Together with large scale unemployment in England in 1920's economic recession was seen in European countries. Despite all attempes in those years, high interest rates, bank ruptcies, unemployment and lack of cash can not prevented.

During 1920's U.S.A. had utilized its short-term funds in long-term investments and for this purpose the intensively dealt with securities in New York Stock Exchange. Market especially with long-term government securities and state bonds. This resulted, so excess amount of money that Fed reserve could not prevent it by increasing reescount rates. However since Bank of England shifted the reescount rates, short-term speculative capitals had returned back to Europe again. So, parallel to narrowing in the volume of loans, price of loans went up and stock buyers could not service their debts. Upon the new situation, it was met with a crash in New York Stock Exchange in October. In the course of time, panic, due to crash in the New York Stock Exchange extended to European Countries. The Depression as a result of the crash led to economic recessions.

The "Great Depression" occurred in 1929 caused some changes in the targets of economic policies. Thus, the classical approach that suggesting full employment and accepting government intervention to the economy left its place to the Keynesian Approach which suggesting the importance of financial policies and accepting government intervention when necessary to the economy. Beside this the second factor, supporting the emergence of Keynesian Approach is that assumption of velocity of money was stable by statistical indicators was no acceptable. Against the quantity theory of the Klassicals, Keynes put forward that the velocity of money is changelde.

In 1930, Keynes published the book "treatise on Money" and in this study he has not broken the relations with Monetarist view and paid attention to the difference between investment and saving. However, Keynes had differentiated the goods inflation, profit inflation and

income inflation in the study. Nevertheless, this study did not reflect and Keynesian views. Following the great depression, Keynes publishes his basic works; "The General Theory of Employment Interest and Money". "The General Theory" claimed that increase in the quantity of money did not effect the price levels directly and pointing to the relation between quantity of money and interest, claimed again that fiscal policy was a significant tool.

## **1.2. KEYNESIAN APPROACH TO MONETARY POLICY**

### **1.2.1. Keynes's Contribution to Monetary Policy**

According to Keynes, fiscal policy is an instrument for economic policy, instead of monetary policy. To him monetary policy is potentially weak and has difficulty on income levels. And Keynes suggested that the consequents of demand expansion in financial market and the finance of this expansion is indispensable for economy.

Keynes criticized the classical dual polarization claiming that interest rate was an intermediary between monetary and real concepts. So in his theory of liquidity preference he suggested substitution opportunities between money and bonds. This view put forwards that income velocity of money depends on interest rates and there is a liquidity trap.

Keynes revolution displayed the basic difference between the monetarist economy and the barter economy. So the money accepted a medium of exchange in the classical economy, taken on hand as a medium of saving. Despite the fact that money has substitution function for credit facilities and a wide alternative assets, the fundamental factor for providing the substitution is interest rates.

As a result, an access from monetary theory to interest theory started to get appeared.

The purpose of Keynesian monetary policy is in the direction to meet the official and social needs. As for the short-term purpose, it is in the direction that authorities must decide on a demandable interest structure and the disponsible funds of the public must be kept to meet the credit demands and so to create appropriate expectations for the long-run.

### **1.2.2. Adjustment of Money Demand And Money Supply by Interest :**

The interest rate, to Keynes is the cost of giving up liquidity premium. In other words, interest rate is a premium given to money holders in order to motivate them to keep their asset in the form of money more than the others. The liquidity preference of Keynes is to define substitution relation between money supply and demand. Thus, by effecting the quantity of money to be held, the bond interest causes people to buy bonds when the rates are high, to increase the money demand when low, So it can be said that money demand is elastic to interest.

For Keynes, individuals demand money for transaction, saving and speculative purposes. The sum up of these three factors makes the total money demand as liquidity premium. The money demand for saving and transaction is the increasing function of income as in the classicals. The money demand for transaction and saving purpose is shown by (M1) and the demand for speculative purpose is by (M2). So, the liquidity preference is the function of income and interest rates.

$$M = M_1 + M_2$$

$$M = f(y, r)$$

y = National income

r = Interest rate

According to Keynes, interest rate intersect at a point where money demand and money supply come across, and at this intersection, supply and demand are in equilibrium.

### 1.2.3. Changes in Money Supply and Income Effect:

In a Keynesian model, indirect and slightly reliable relation exist between money and GNP. This rise in the money supply directly effect the income level. Because monetary policy focuses on interest policies employed to bring the investments to desired level.

To Keynes any increase in the GNP is the amount of multiplier factor. So, in the Keynesian approach money supply increases causes a shift in the income level through the multiplier factor mechanism. On the other hand, the narrowing in the investment volume reversly. Causing a decrease in the amount of income got by multiplier factor led to shrinking in GNP, savings and investments. To Keynes, in the cases that liquidity trap exist, the increase in money supply will not effect the GNP. So, Keynes claimed that liquidity trap happens when the goverment enlarge the money supply but not pull the interest rate down.

#### 1.2.4. Keynesian Approach in the Relation of Money, Income and Interest :

Keynes, assumes that money is only gold. So, if gold added to anyone's income, changes in money gains characteristics with the changes in income. This event effects the speculative money demand ( $M_2$ ) and income. Consequently, now that the money held for transaction and saving purposes will change the demand, new equilibrium to be set up. In new equilibrium, the division of the additional money between  $M_1$  and  $M_2$  will cause investment to decrease versus interest rate. But the result depends on the reactions of income against increase in investment.

According to Keynes, money plays a significant role in the realization of macro economic equilibrium. Equilibrium interest rate, comes through from money supply and money demand. However equilibrium interest now that level is based on the stability of national income. When the national income arises, money demand for transaction and saving purposes will increase and interest level goes upward. However, if money supply and demand increase are at the same level, equilibrium interest rate will not change.

From Keynes's point of view the effect of the ratio of interest level to national income depends on the value of investment multiplier. On the other side, the effectiveness of the monetary policy on financial investment depend on interest rate.

The Keynes's views related monetary policy is as follows;

- Money is demanded not only for the purpose of transaction or saving but also for speculative purposes. The increase in money supply does not create an indirect effect on total nominal demand. Additional money, effecting interest levels, lead to idle money balances. So, money pulling down the interest levels stimulate the investments and effect income indirectly. Consequently, it is claimed that money demand is elastic in comparison with interest.

- There is no dichotomy in Keynesian view. Monetary variables have effect on real variables. So, the velocity of money is variable and not homogenous.

- In Keynesian system some part of money stock shifts the price and some part causes a positive impact on investment and production.

- In Keynesian System, underemployment situation is possible. Thus increases in money stock are likely to effect the production and employment.

## 2. POST-KEYNESIAN APPROACH

Post-Keynesian economists forming a relatively small group in 1950-1960's draw a different frame from the monetarist theory approaches. Post-Keynesian approach which developed by James Tobin, Gurley and Shaw is a natural and logical extension of liquidity preference theory. Post-Keynesian approach takes on hand especially the balance analyse, the finance of investment behavior, the unique role of labor market in the process of price fixing, endogenous money stocks of Central Bank. In addition to the above subjects, how to choose the assets among various types and structural changes of monetary policy in interest rates are the issues debated in the post-Keynesian approach.

Post-Keynesian theory suggest that, why individual demands money is more important than interest income for monetary theory and financial assets. To Post-Keynesians, money is demanded under the condition that annual inflation rate reached 3 digit figures. Again to them wages are not determined only market demand-supply forces but by employee and employer. Money effects both nominal and real variables in both short and long run.

In the Post-Keynesian view, money supply is an endogenous factor. Central Bank determines legal base or strengthened monetary base. In this view again, business-cycle, economic growth factors and distribution of income are determined by investment which is a key factor.



Post-Keynesian economists emphasised the importance of profits and investments. In the post-Keynesian view, inflation rate is determined by nominal money increase rate over labor efficiency. So, inflation rate is determined as blow;

$$P = W - Z$$

P = Price level

W = Average nominal money wage level

Z = The growth rate average labor efficiency.

In this approach it is claimed that the substitution power among bonds, stocks and other money-like instrument could be different. So, only one interest rate can not represent the all other yield rates and if so, within the functional relation more than one interest rate should take place. Here the relative interest rates of various values effect the supply of these values. That is why, this approach is called "Valuation Selection Theory".

## MONETARIST APPROACH

### 3.1. THE EMERGE OF MONETARIST APPROACH

After II world war, whilst capital and production capacity of the European Countries were getting decreased, in the U.S.A., it was seen a big increase. Nevertheless, the superiority of U-S \$ in postwar period, started to be deteriorating since 1960's. So foreign debts deficits of the U.S. led U.S. \$ supply to exceed the demand. After 1960's the excessive demand problem came on the stage. Especially in these years, as consequents of the implementation of Keynesian economic policies, world economy faced with the large scale inflation phenomenon. So, in 1970's monetarism started to gain a lot supports, unfortunately parallel to the inflationary increase in 1960's. In 1970's an increase in unemployment was witnessed. The reason for this, is extra ordinarily increased demand and price shocks.

The first inflation is due to food scarcity and quadrupled petroleum price increase in 1973-1974. The second was due to Iran revolution and the increase of petroleum price by OPEC in 1978-1980.

### 3.2. FRIEDMANS APPROACH TO MONETARY POLICY

#### 3.2.1. Contributions by Friedman to the Concept of Money :

Friedman had re-emerged forgotten monetary policy and emphasised its significance. The theory developed by Friedman is the quantity theory. The characteristics of the theory are as follows;

- The quantity theory is in the first instance a theory of the demand for money. It is not a theory of output, or of money income, or of the price level.

- To the ultimate wealth-owning units in the economy, money is one kind of asset, one way of holding wealth. To the productive enterprise, money is a capital good, a source of productive services that are combined with other productive services to yield the products that the enterprise sells. Thus the theory of the demand for money is a special topic in the theory of capital.

- The analysis of the demand for money on the part of the ultimate wealth-owning units in the society can be made formally identical with that of the demand for consumption service.

- From the broadest and most general point of view total wealth includes, all sources of "income" or consumable services. One such source is the productive capacity of human beings, and accordingly this is one form in which wealth can be held. From this point of view, the rate of interest express the relation between the stock which is wealth and the flow which is income, so if  $Y$  be the total flow of income and,  $r$  the interest rate, total wealth is

$$W = \frac{Y}{r}$$

Income in this broadest sense should not be identified with income as it is ordinarily measured.

- Wealth can be held in numerous forms and the ultimate. Wealth owning unit is to be reparted as dividing his wealth among them, so as to maximize utility

subject to whatever restrictions affect the possibility of converting one form of wealth into another.

- The tastes and the preference of wealth-owning units for the service streams arising from different forms of wealth must in general simply be taken for granted as determining the form of the demand function.

### 3.2.2. The Control of Monetary Growth :

To Friedman the money supply increase for U.S.A. must be around 3-5 %. Friedman emphasised that money supply increases must gradually be pulled down and fierce and sudden adjustments must be kept off.

To him, when the money stock is a datum, there is no relation between investment (whether at a nominal or real level) income and consumption, and the multiplier is not meaningful with under employment. Because multiplier must be stationary after all autonomous expenditures. The suggestion was provide during the period of 1929-1933. This period is a period in which a very remarkable decrease depending on the decrease in money stock was seen.

According to the re-formulated quantity theory by Friedman, the basic reason for general economic instability is monetary factors. In order to get the economic stability, realization of monetary stability is a must. So, states led the Central Bank's fullfil its tasks.

To Friedman, Central Banks must be left to the controll of legislative power and then Central Bank and Treasury must be integrated.

Friedman claims that, price stability could be a special purpose for monetary authorities only in future.

He sums up his views concerning monetary target on five points;

- Target must be the growth with some monetary aggregates.

- Monetary authorities should consider the targets which will not lead inflation in the longrun.

- The growth rates of the current monetary aggregates must be gradual, systematic and changeable in the future.

- Monetary authorities must avoid to fine-tuning.

- Monetary authorities should not play with both interest rates and fx-rates.

Friedman and Keynes have opposite ideas on inflation against each other. Because Friedman thinks that the basic reason for price increases is the large quantity of money in circulation. So, in any where inflation is monetary phenomenon and is a kind of tax that government imposed on domestic economic units. To war against inflation authorities take measures according to highness of inflation rate. For example money supply should gradually be narrowed.

In summary Friedmans views on monetary policy are as follows.

- The changes in the increase rate of money supply is the first determinant over the increase rate of nominal national income.

- Inflation everywhere and everytime, is a monetary phenomenon.

- The basic determinant of inflation is the velocity of money supply.

The Friedman's contributions to monetary policy can be briefly listed as follows,

- He provided a realistic strategy for the economists who will make theoretic or empirical study.

-He suggested the impact of monetary institutions at creating the inflation and economic fluctuations.

- He simplified the complex subjects and helped them to be analysed.

- He supported liberation in economy.

PART II  
THE PROCESS OF MONETARY PROGRAMMING AND  
ACCESS TO THE CONCEPT OF CENTRAL BANK MONEY  
(BUNDESBANK AND T.R. CENTRAL BANK)

In this part, the functions overtaken by Bundesbank and T.R. Central Bank for supervising the money supply and monetary base of T.R. Central Bank investigated.

The main responsibility of Bundesbank which was established was to provide the price stability. So, to protect the domestic and international value of Deutsche Mark was the duty of Bundesbank. The Law that Bundesbank subject to gives it the task to keep the prices stable and to gether with this, it also aimed Bundesbank to work autonomously. The law with two special articles, have taken the Bank under the control against politic pressures.

Bundesbank is the first Bank which defined the targets for monetary growth. For the first time in 1974 it declared the targets. However since January 1988, Bundesbank targeted M3 monetary aggregate and the target level for M3 was defined as % 3-6.

T.R. Central Bank was established in 1930 with the law no 1715 with the share of Treasury in the law was % 25, after a modification in the law in 1970, the share of Treasury was arisen % 51. However with this modification, it can be said that T.R. Central Bank turned into financing source of the Government. So, the autonomy granted to T.R. Central Bank with the law no 1715 was taken back with the law no.1211.

T.R. Central Bank is charged with maintaining the domestic and international value of local money, but at the same time due to law no 1211, T.R. Central Bank is also playing financial and economic advisory role fulfilling treasury function of government.

Central Bank must define liquidity indicator so as to provide stability in economy. This indicator used to be "reserve money" till 1989 and after this year as a "Central Bank Money" it was taken under pursuit. However, since 1989 Central Bank has changed "reserve money" includes emission + T.L. liabilities of Central Bank to Banking sector. If T.R. Central Bank's other liabilities added to this aggregate, monetary base comes true. Public deposit + monetary base makes Central Bank Money. If FX type liabilities omitted, Central Bank Money equalize balance sheet figures. So Central Bank Money has to be in a stable relation with one of the monetary aggregates M2 to declare the total domestic liabilities and to cover the money policy instruments (emission, open market transactions, legal reserves). Thus, it can be easily reached the conclusion that, through the supervision of Central Bank Money, money supply and credit supply can be taken under control.

The T.R. Central Bank's monetary planning is seen first in 1990. Monetary programming covers the aim of keeping domestic and international value of local currency (TL) so as to control liquidity. In the medium-term it was aimed on the asset side to increase fx assets and to lessen credit and valuation account, on the liability



side; to make liability structure based on emission to eliminating fx liabilities and to smaller legal reserve account of Banks. Although some external developments, Central Bank has achieved to take its own domestic loans under control on a large scale.

The control of the lines making monetary base has great importance in supervising the money supply, what makes the lines under the concept of source of funds are as follows.

- Net foreign assets.
- Net credit from public.
- Credit accorded to banks.
- Net other items.

What makes the lines under the concept of use of funds are as follows.

- Money in circulation.
- Legal reserves.
- Optimal reserves.

Whilst receivable from public, loans accorded to banks increased the monetary base, net foreign assets, import deposits and net other items lessened the monetary base for the period of 1970-1990. Unfortunately the decline in gold reserves due to petroleum shocks and Cyprus intervention caused negative valuation of net foreign assets. Reversely in 1989 positive valuation of asset was observed. The reason for this is the 4 February 1988 decisions. Legal reserves mean deposit that the Banks have to hold with Central Bank. Through this holdings, Central Bank finance budget deficit and deficit of State Economic enterprises and selective credits. Since the

legal reserve rate is determined by Central Bank, its share in monetary base shows fluctation.

As a result, it was seen that the elements forming the monetary base -legal and optional reserves- play important role at enlarging the monetary base but to put it clearly, it can be said that, while optional reserves are important from the use of funds point of view, the loans granted to public sector from the source of funds point of view are effective in monetary base enlargement.



**PART III**  
**THE ROLE OF MONETARY VARIABLES**  
**IN THE EFFECTIVENESS OF MONETARY POLICY :**  
**AN ECONOMETRIC APPROACH**

In this part, within the Trehan's framework for Germany for the periods 1970-1979 and 1980-1990, not only the relation among the real values of monetary aggregates real GNP and short term credit interest rate was taken on hand, but also the relation among the nominal GNP, inflation rate was analyzed.

In the models, as dependent variables; CMB, M1, M2, M3 as independent variables, short term credit interest rates, real and nominal GNP and inflation rate were studied. So, it was aimed to put get whether there was a stable relation between dependent and independent variables.

The result of analyses done with real variables for the 1970-1979 period was quite meaning for Turkey. The low credit interest become especially effective on the results. So, investments got active, and due to the increase of real GNP, a rise in monetary aggregate was seen, However in this regression, it was pointed out that real GNP has more effective on monetary aggregates. According to the regression results, investigates for the 1970-1979 period, it was put out that Central Bank Money aggregate is a meaningful variable. So, this results provides accessing to the CBM is highly favorable.

The econometric study on the real value of monetary aggregates real GNP and short-term loan interest for the period 1980-1990 has given meaning ful results.

According to the results of this study, despite the free interest policy, the parameters of credit interest were not negative, so, despite the high interest rate of loans, there was no decline in the demand. It is because of realistic fx rate implementation and increase in the import cost. Increases in nominal GNP is more effective on the monetary aggregates than the short-term credit interest rates.

The regression analyse for 1980-1990 period has shown that the monetary aggregate M2 is a meaningful variable and statistical aspect M1.

In comperision of Turkish model with the German model, it was seen that for the period of 1970-1979 "Central Bank Money" meaningful variable while for the period of 1980-1990 meaningful variable is M2. In an article tittled "Central Bank Money" as the target of T.R. Central Bank's there is a meaningful relation between Central Bank Money and M2 which means money supply.

So, based on this relation, if M2 could be taken under control, money supply, total credit and expenses could be controlled, consequently, through the supervising of C.B. Money controlling the inflation and production is possible.

## CONCLUSION

Now that the inflation and unemployment seen together since 1970's the control of monetary growth and declaring the monetary targets gained great significance. First, German Central Bank Bundesbank, started to announce the monetary targets by the end of 1970's. So, as to maintain the price expectation in economy. It considered to announce its quantitative targets to public. Bundesbank considered first the "Central Bank Money" as an intermediary variable since 1974 and then since 1988 it started to target monetary aggregate "M3".

The above mention application started in Turkey in 1989 with delay. Thus Central Bank started the concept of C.B. Money in 1989. Through this, Central Bank will set up a good relation with monetary aggregate M2 and will announce domestic liabilities.

It was concluded that through the controlling of C.B. Money, money supply and credit supply could closely be followed.

Central Bank started monetary programming in 1990, so as to maintain domestic and external value of TL and keep the TL stable. The aim in monetary programming was to increase fx assets and decrease borrowing and revolution funds, in the liability side, the aim on a large scale, to set up a structure based on emission to lessen fx liabilities and to shrink legal reserves of banks.

In this study, the factors playing important role in money supply were taken on hand for 1970-1979 period. Due to Cyprus Crisis and Petroil Shocks decrease in gold reserves was witnessed and as a result of this net foreign assets gained negative values.

However, deteriorating in the gold reserves was kept on even after 1980 because of the performance of the foreign debts. Only in 4 February 1988 an increase in gold reserved observed and present situation maintained for 1989 while loans for public sector were taking a share of % 66 in 1970 in monetary base, the rate fallen down to % 59.7 in 1975 loans for public sector were narrowed especially in 1989 upon to the protocol beetween Central Bank and Treasury. Loans granted to banks recorded a decrease since 1983.

In 1990 import quaranties was zero. Concequently, from the source of funds basis while import quaranties and other net items have a decreasing affect on money supply, loans granted to banks and especially loans for public sector caused to an enlargement in money supply. From the use of the funds basis, money in circulation, legal reserves and optional reserves played an expansio-nary role in money supply; Especially state bond were most significant instrument for the period. So two important factors; a) public loans, b) optional reserves played important role in the expansion of money supply.

In the third part by taking the Trehan's model for Germany, base the relation between real values of monetary aggregates, real GNP and short-term credit interest rates was analysed. According to analyse results, C.B. Money was found as meaningful variable 1970-1979.

Another fact gained from the analyse is that there is a relation between money supply and GNP, in another ward, between money supply growth rate and real GNP growth rate so,if M2 could be controlled by monetary authorities, money supply, total loans and expenditures could be controlled as well.

Consequently, for 1970-1979 period, tight-money policy could not be implemented in Turkey, a control mechanism was set up during the period of 1980-1984 but afterward the control was loosened. So, in order to keep the domestic and external value of TL, monetary programming was started in 1989. So, the achivement of monetary programming depends on the authonomy of Central Bank.

Increases in money supply in Turkey is especially for the increases in Central Bank asset more that monetary base. This shows that instruments for monetary control are not used effectively. Probably through the open market transaction started in 1987, it would be possible to set up a stability in money supply expansion. This is more effective in comperision to reescout policy. Because, although reescout interest implementation cease the money supply expansion, it adversely effects fixed capital investments together with this, narrowing the Central Bank direct and indirect loans is also effective in money supply control.

However, it is a must for Turkey to dicipline the public expenses and to set up a coordination beetween money and finance policy. Beside, it is also a must for the Central Bank and Treasury and Foreign Trade Undersecretariat to establish a tight cooperation.