

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARINDAKİ
DEĞİŞİKLİKLERİN SANAYİ ÜRETİMİNE
ETKİSİ: 2001-2018**

YUNUS EMRE TURAN
2501151455

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. MUHİTTİN KAPLAN

İSTANBUL – 2019



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : YUNUS EMRE TURAN Numarası : 2501151455
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR/ YÜKSEK LİSANS Danışmanı : PROF. DR. MUHİTTİN KAPLAN
Tez Savunma Tarihi : 24.01.2019 Saati : 11.00
Tez Başlığı : MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLERİN SANAYİ ÜRETİMİNE ETKİSİ : 2001-2018

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. MUHİTTİN KAPLAN		KABUL
2- DOÇ. DR. VELİ YILANCI		KABUL
3- DR. ÖĞR. ÜYESİ ARIF SALDANLI		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DR. ÖĞR. ÜYESİ MEHMET SABRİ TOPAK		
2- DR. ÖĞR. ÜYESİ GÖKÇE CANDAN		

ÖZ

MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞİKLİKLERİN SANAYİ ÜRETİMİNE ETKİSİ: 2001-2018

YUNUS EMRE TURAN

Bu çalışma, T.C. Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarının sanayi üretimi üzerindeki etkilerini 2001M01-2018M9 döneminde incelemektedir. Türkiye’de, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmasıyla temel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının önemi ortadır. Bu bağlamda, kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişkinin tespitine yönelik yapılan çalışmada, değişkenlerin farklı durağanlık mertebelerinde analiz yapmaya olanak tanıyan gecikmesi dağıtılmış sınır testi yaklaşımı çerçevesinde analiz iki model oluşturularak gerçekleştirilmiştir. Birinci model kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişkiyi; ikinci model ise bu ilişkinin hangi aktarım kanalları ve ne derece etkili olduğunu araştırmaktadır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasında negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Çalışmanın genel bulguları Türkiye’de kredi kanalının, varlık fiyatları kanalının ve döviz kuru kanalının çalışmakta olduğu yönündedir.

Anahtar Kelimeler: Merkez Bankası, para politikası, kısa vadeli faiz oranları, parasal aktarım mekanizması, sınır testi.

Jel Sınıflandırması: E43, E52, E58.

ABSTRACT

THE EFFECT OF CHANGES IN THE CENTRAL BANK'S INTEREST RATES ON INDUSTRIAL PRODUCTION: 2001-2018

YUNUS EMRE TURAN

This study investigates effects short-term interest rates of The Central Bank of the Republic of Turkey on industrial production for the period of 2001M01-2018M9. In Turkey, the importance of the short-term interest rates is visible which used as main policy tool by implementation of the inflation targeting regime. In this context, in the study conducted to determine the relationship between short-term interest rates and industrial production, the analysis was carried out by creating two models in the framework of the distributed boundary-test approach which allows the analysis of the variables at different stationary levels. The first model investigates the relationship between short-term interest rates and industrial production; the second model investigates which transmission channels and how effective this relationship is. According to the findings obtained from the study, a negative and statistically significant relationship was found between short-term interest rates and industrial production. The overall results of the study, credit channel, asset prices and exchange rate channel is effective in Turkey.

Keywords: Central bank, monetary policy, short-term interest rates, monetary transmission mechanism, bounds tests.

JEL Classification: E43, E52, E58.

ÖNSÖZ

Para politikasının reel sektör üzerindeki etkilerinin incelenmesi, özellikle finansal küreselleşmenin hızlandığı ve finansal piyasalarda önemli gelişmelerin gerçekleştiği günümüzde önemli bir araştırma konusudur. Türkiye’de 2001 yılından itibaren uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi rejiminde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarının artan önemi ortadır. Küresel finans krizinin Türkiye ekonomisine olan etkilerini sınırlamak amacıyla, TCMB’nin 2010 yılında uygulamaya koyduğu faiz koridoru politika aracı bu önemin belirginleşmesine katkı sağlamıştır. Bu durum, kısa vadeli faiz oranlarının reel sektör üzerindeki etkilerini incelemeyi gerekli kılmaktadır.

Bu çalışmada, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının ekonomik büyüme ve kalkınmanın dinamiğini oluşturan sanayi üretimine etkisi araştırılmaktadır. Çalışmada, değişkenlerin farklı durağanlık seviyelerinde analiz yapmaya imkan tanıyan gecikmesi dağıtılmış sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır.

Çalışmanın hazırlanmasında, katkılarını gördüğüm kıymetli hocam Prof. Dr. Muhittin Kaplan’a sonsuz teşekkür ederim. Ayrıca, çalışmalarım sırasında benden ilgi ve yardımlarını esirgemeyen sayın hocam Doç. Dr. Veli Yılandıcı’ya çok teşekkür ederim. Hayatımın her safhasında benden sevgi ve şefkatlerini esirgemeyen sevgili annem ve babama sonsuz şükran ve teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLO LİSTESİ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARININ SANAYİ ÜRETİMİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN İNCELENMESİ: TEORİK VE AMPİRİK LİTERATÜR TARAMASI

1.Para Politikası Araçları ve Reel Ekonomi Arasındaki İlişkinin Teorik Analizi: Parasal Aktarım Mekanizmaları.....	4
1.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı.....	5
1.2. Varlık Fiyatları Kanalı.....	9
1.2.1. Döviz Kuru Kanalı.....	11
1.2.2. Hisse Senedi Kanalı.....	13
1.3. Kredi Kanalı.....	17
1.3.1. Banka Kredi Kanalı.....	18
1.3.2. Bilanço Kanalı.....	21
1.3.3. Nakit Akımları Kanalı.....	22
1.3.4. Hanehalkı Likidite Etkisi.....	23
1.4. Beklentiler Kanalı.....	24

1.5. TCMB Faiz Oranlarının Sanayi Üretimi Üzerine Etkileri: Ampirik Literatür Taraması.....	26
1.5.1. Faiz Oranı ile Üretim İlişkisine Dair Uluslararası Literatür Taraması.....	26
1.5.2. Türkiye’de Faiz Oranı ile Üretim İlişkisine Dair Literatür Taraması.....	31

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

2.1. Merkez Bankacılığı Kavramı.....	37
2.2. Dünya’da Merkez Bankacılığı ve Merkez Bankacılığının Tarihi Gelişimi.....	40
2.2.1. Türkiye’de Merkez Bankacılığının Gelişimi.....	44
2.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Kuruluşu.....	47
2.3.1. TCMB’nin Görev ve Yetkileri.....	49
2.3.2. TCMB’nin Temel Görevleri.....	50
2.3.3. TCMB’nin Temel Yetkileri.....	51
2.4. Para Politikası ve Para Politikası Araçları.....	52
2.4.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Çeşitleri.....	54
2.4.2. Para Politikası Araçları.....	58
2.5. Türkiye’de Para Politikası Araçlarının Kullanımı.....	70
2.6. Para Politikası Karar Alma Mekanizması.....	77
2.6.1. Para Politikası Kurulları.....	78
2.6.2. Para Politikası Kararlarının Zamanlaması.....	79

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARI İLE SANAYİ ÜRETİMİ ARASINDAKİ İLİŞKİYE DAİR BİR UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Modeli ve Tahmin Yöntemi.....	81
---	----

3.2. ARDL Sınır Testi	83
3.3. Veri Seti ve Yöntem Tartışması.....	87
3.4. TCMB Faiz Oranları ile Sanayi Üretimi İlişkisine Dair Bulgular	93
3.4.1. Sanayi Üretiminde Etkili Olan Aktarım Kanallarının Test Edilmesi.....	95
SONUÇ	99
KAYNAKÇA	102

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1	Merkez Bankası Kuruluş ve Yetki Tarihleri	41
Tablo 2.2	Modern Merkez Bankasının Rolü	42
Tablo 2.3	07 Mayıs 2018 Tesis Dönemli Rezerv Opsiyon Katsayıları	63
Tablo 3.1	Sanayi Üretimin GSYİH İçindeki Payı	82
Tablo 3.2	Tanımlayıcı İstatistikler	90
Tablo 3.3	ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları	91
Tablo 3.4	Model (3.6) ARDL Sınır Testi Sonuçları.....	92
Tablo 3.5	Model (3.7) ARDL Sınır Testi Sonuçları.....	92
Tablo 3.6	FMOLS ve DOLS Test Sonuçları.....	93
Tablo 3.7	ARDL (2,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Sonuçları	94
Tablo 3.8	FMOLS ve DOLS Test Sonuçları.....	95
Tablo 3.9	ARDL (2,0,1,0,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Sonuçları	97

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1	IS-LM Eğrileri	7
Şekil 1.2	Hisse Senedi Kanalının İdeal İşleyiş Süreci	14
Şekil 1.3	CC ve LM Ekonomik Denge	19
Şekil 1.4	Beklentiler Kanalının İdeal İşleyiş Süreci	24
Şekil 2.1	TCMB Faiz Koridoru Uygulaması	65



KISALTMALAR LİSTESİ

ARDL: Autoregressive Distibuted Lag

EVDS: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

FED: Amerikan Merkez Bankası

FVAR: Faktör Genişlemeli Vektör Otogresif

On: Bankalar arası piyasada gerçekleşen gecelik faiz oranı

SUE: İmalat Sanayi Üretim Endeksi

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TUİK: Türkiye İstatistik Kurumu

UECM: Kısıtsız Hata Düzeltme Modeli

VAR: Vektör Otogresif Model

vd.: ve diğerleri

GİRİŞ

Bu çalışmanın amacı, para politikası araçlarından olan kısa vadeli faiz oranlarının sanayi üretimi üzerindeki etkilerinin ampirik olarak incelenmesidir. Bu ilişkinin tüm boyutları ile analizin yapılması birçok açıdan önemlidir. Bilindiği gibi, sanayi üretimindeki gelişmeler büyüme ve ekonomik kalkınmanın dinamiğini oluşturmakta ve haliyle her ekonomi için önem arz etmektedir. Diğer taraftan, sanayi üretiminde istikrarlı bir şekilde sürdürülebilir büyümenin sağlanabilmesi tutarlı para politikalarıyla mümkündür. Dolayısıyla, para politikasının genelde ve kısa vadeli faiz oranlarının özelde reel ekonomi üzerindeki etkisinin bilinmesi; para politikasının etkin bir şekilde uygulanmasını ve işlerliğini sağlayacaktır.

Para politikasının reel ekonomiyi etkileme süreci, aktarım mekanizması olarak adlandırılır. Aktarım mekanizması birden çok etkenin rol oynadığı, belirsizliklerle dolu, karmaşık bir süreç olması nedeniyle iktisatçılar tarafından kara kutu benzetmesiyle ifade edilmiştir. Aktarım mekanizması kanallarındaki bu zorluklar, Merkez bankalarını, para politikası amaçlarına ulaşmak için birtakım araçlar kullanmaya itmiştir. Son yıllarda, merkez bankalarının para politikasını yürütürken temel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullandıkları bilinmektedir.

Bununla birlikte, merkez bankası kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişkinin varlığı, etki kanalları, yönü ve büyüklüğü konularında gerek teorik ve gerekse ampirik literatürde tam bir uzlaşımın olmadığı görülmektedir. Dünya’da yaygınlaşan ve ülkemizde de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminde, kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanılması esasında konunun detaylı incelenmesini gerekli kılmaktadır. Ampirik literatürde aktarım kanallarının işleyişine yönelik birçok çalışma bulunmakta olup, kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar sınırlı sayıdadır.

Ayrıca, yapılan çalışmaların kahir ekseriyetinin Vektör Oto Regresyon (VAR) yöntemiyle analiz yapıldığı görülmektedir. VAR yöntemiyle etki-tepki fonksiyonu ve kointegrasyon olmak üzere iki farklı analiz gerçekleştirilmektedir. Fakat, bu analizleri gerçekleştirmenin ön koşulu olarak serilerin $I(1)$ olması gerekmektedir. İktisadi değişkenlere ait zaman serilerinin ise durağan olmayan süreçlere sahip olabildiğinden, durağanlığı sağlamak için fark işlemi alınmaktadır. Bu işlem, serilerde bilgi kaybına neden olduğu gibi değişkenler arasında mevcut olan ilişkinin de yok olmasına neden olabilmektedir. Johansen'in geliştirdiği VAR yöntemine dayalı eşbütünleşme testinde ise analizin gerçekleştirilmesi için değişkenlerin $I(1)$ olması gerekli olup, farklı dereceden durağan serilerde bu test kullanılamamaktadır. Bu çalışmada, Türkiye'de kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişki, değişkenlerin durağanlık mertebeleri farklı da olsa analiz yapmaya imkan tanıyan ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yaklaşımı çerçevesinde incelenecektir.

Bu kapsamda birinci bölümde, parasal aktarım mekanizması ve ekonomiye etki kanallarının teorik çerçevesi incelenmektedir. Parasal aktarım mekanizmasının içeriğini oluşturan kanallar; geleneksel faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı başlıklarıyla açıklanarak, faiz oranının üretime etkisi irdelenecektir. Son kısımda, konuyla ilgili ampirik literatür incelenecektir.

İkinci bölümde, merkez bankacılığının Dünya'da ve Türkiye'de tarihsel gelişiminden bahsedilecektir. Bölümün devamında, Türkiye'de para politikası ve araçları açıklanacaktır. Bu bölüm, Türkiye'de farklı zaman dilimlerinde kullanılan politika araçlarıyla ilgili açıklamalardan sonra nihayete ermektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, para politikasının sanayi üretimine etkisi ARDL eşbütünleşme testi yardımıyla iki modelle analiz edilmektedir. Bu bağlamda, birim kök ve eşbütünleşme testi kavramlarına açıklık getirilmektedir. Bölümün devamında değişkenlere birim kök testi uygulanmakta, eşbütünleşme testi sonrasında kısa dönem ve uzun dönemli katsayı tahmini yapılmaktadır. Sonuç bölümünde ise, modelden elde edilen ampirik bulguların değerlendirilmesi yapılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARININ SANAYİ ÜRETİMİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN İNCELENMESİ: TEORİK VE AMPİRİK LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölüm, merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarıyla sanayi üretimi arasındaki ilişkiye yönelik teorik ve ampirik yazında yer alan çalışmaları içermektedir. Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikalarının finansal ve reel sektörün yatırım ve üretim kararları üzerindeki etkileri yadsınamaz. Para politikalarının, bir yandan ülkelerin üretim, enflasyon ve işsizlik verilerinde gözlemlenen dalgalanmaların açıklanmasında diğer yandan da kredi faiz oranları, tasarruf oranları, döviz kurları gibi finansal varlıkların fiyatlarının belirlenmesinde çok önemli rol oynadığı gözlemlenmektedir.

Bununla birlikte, merkez bankası faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişkinin varlığı, istikrarı, kanalları, yönü ve büyüklüğü konularında teorik literatürde tam bir uzlaşımın olmadığı, farklı yaklaşımlara yer verildiği görülmektedir. Bu farklı teorik açıklamaların bir ucunda, para politikasının reel ekonomi üzerinde etkisinin olmadığını ileri süren klasik yaklaşım yer alırken, diğer uç noktada da para politikası faiz oranlarını etkilemek suretiyle reel ekonomi üzerinde etkili olabilir düşüncesini ortaya atan Keynezyen yaklaşım yer almaktadır. Bu iki yaklaşım arasında çok sayıda diğer açıklamaların yer aldığı görülmektedir. Bunun yanında, para politikasının reel ekonomiyi hangi kanallar vasıtasıyla etkileyeceği konusunda da çok farklı teorik açıklamaların olduğu söylenebilir.

Merkez bankası faiz oranlarının sanayi üretimi üzerine etkileri ve etki kanalları konusunda teorik literatürde yaşanan bu belirsizliğin ortadan kaldırılabilmesi, haliyle ampirik bir konudur. Konuyla ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde, özellikle, para politikası araçlarının ekonomiyi etkileme kanallarından hangilerinin ve ne yönde etkili olduğu üzerinde durulduğu görülmektedir. Bununla birlikte, ampirik literatürde yer alan çalışmalar, para politikası araçlarının üretim üzerine etkilerinin de önemli

farklılıklar gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu bulguların büyük çoğunluğu faiz şokları ile üretim arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu desteklerken, bir kısım çalışmalarda bu ilişkinin yönü pozitif olarak tespit edilmekte ve diğer bir kısım çalışmalarda da herhangi bir ilişki tespit edilememektedir.

Sanayi üretimi-Merkez bankası faiz oranları arasındaki ilişkiye yönelik literatür taramasını amaçlayan bu bölüm şu şekilde organize edilmiştir. Bu bölümde ilk olarak, para politikalarının reel ekonomi üzerindeki etkilerine ilişkin ortaya atılan teorik görüşler incelenecektir. Bu çerçevede para politikası araçları ile reel değişkenler arasındaki ilişkinin kanallarını açıklayan başlıca dört parasal aktarım mekanizmasına yer verilecektir. İkinci kısımda, çalışmanın asıl konusunu oluşturan merkez bankası faiz oranlarının sanayi üretimine etkisiyle ilgili ampirik literatür irdelenecektir. Bu bölüm ampirik literatürde yer alan bulguların özetlendiği genel değerlendirme kısmı ile son bulmaktadır.

1. Para Politikası Araçları ve Reel Ekonomi Arasındaki İlişkinin Teorik Analizi: Parasal Aktarım Mekanizmaları

Günümüzde merkez bankaları kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla para politikalarını yürütmektedir. Para politikası kararlarındaki bir değişikliğin reel hasıla ve enflasyon düzeyini etkileme sürecine parasal aktarım mekanizması denilmektedir.¹ Bu tanımdan hareketle bu çalışmada para politikası araçlarının reel değişkenleri etkileme kanalları kısaca parasal aktarım mekanizması olarak ifade edilmektedir. Para politikasının yürütülmesinde başarılı olmak için bu politikaların zamanlamasının ve ekonomi üzerindeki etkilerinin doğru bir şekilde değerlendirilmesi gerekmektedir.

Para politikasının uzun dönemde ekonomiye olan etkileri hakkında farklı görüşler bulunmakla birlikte, birçok iktisatçı kısa dönemde para politikasının reel ekonomiyi etkilediği hususunu kabul etmektedir. Buna karşın teorik literatür incelendiğinde,

¹ John B. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No:4, 1995, s.11.

para politikası araçlarının ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, etkilerin yönü, büyüklüğü ve etkilerin hangi kanallar vasıtasıyla gerçekleştiği (diğer bir deyişle parasal aktarım mekanizmaları) konularında belirsizlikler olduğu görülmektedir. Bu sebeple bazı iktisatçılar tarafından parasal aktarım mekanizması ‘kara kutu’ olarak ifade edilmiştir.²

Uygulanan para politikalarının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin hangi kanallarla ve ne kadar sürede ortaya çıktığının bilinmesiyle, merkez bankaları daha etkin para politikası araçları seçebilecek ve hedeflerine ulaşabileceklerdir. Para politikalarının reel kesime ulaşmaya kadar izleyebileceği kanallar aktarım mekanizmasının içeriğini oluşturmakta olup, geleneksel faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı olmak üzere başlıca dört aktarım kanallarından meydana gelmektedir. Bu bölümün geri kalan kısmında bu aktarım mekanizmaları sırasıyla incelenecektir.

1.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

Büyük buhran sonrası dönemde, Keynezyen ekonomi politikaları dünya çapında popülerlik kazanarak ‘Klasik İktisadi Düşünce’nin yerini almıştır.³ Klasikler parayı ekonomiyi örten bir örtü olarak görmekte, ekonominin karşısında yansız olduğunu yani reel sonuçlar üretmeyeceğini kabul etmektedirler.⁴ Bununla birlikte Keynes, para arzındaki değişimlerin (para piyasasına yansiyarak faiz oranlarını değiştirmesi ve değişen faiz oranlarının yatırım kararlarını etkilemesiyle) ekonomide değişime yol açacağını belirtmektedir. Reel konjonktür yaklaşımı (bu teoride parasal değişiklikler kısa dönemde bile ekonomi üzerinde etkisi yoktur) dışında keynesyen, monetarist,

² Ben S. Bernanke, M. Gertler, ‘‘Inside The Black Box: The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission’’, **Journal Of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, s.1.

³ Mahfi Eğilmez, **Makro Ekonomi**, bas. 8., İstanbul, Remzi Kitabevi, s.148-149.

⁴ İlker Parasız, **Merkez Bankacılığı Ve Para Politikası**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2011, s.27-28

yeni klasik ve yeni Keynezyen yaklaşımlarında parasal şokların en azından geçici de olsa reel üretim üzerinde etkisi bulunmaktadır.⁵

Geleneksel faiz oranı kanalı Keynezyen görüşü içermekte olup, aktarım kanalları içerisinde en temel kanalı oluşturmaktadır. Keynes, faizi parasal aktarım mekanizmasının işleyişini sağlayan temel değişken olarak belirtmiştir. Parasal aktarım mekanizmasının faiz oranları üzerinden dolayı bir şekilde işlemesi nedeniyle Keynezyenler bu mekanizmayı dolaylı aktarım mekanizması olarak da adlandırmışlardır. Mekanizmanın ne ölçüde işlediği para talebinin faiz elastikiyeti ve yatırımların faiz elastikiyetine ilişkin belirli koşulların geçerliliğine bağlı olarak değişmekle birlikte⁶; bu kanalının para politikaları aracılığıyla ekonomiyi etkilemesi temel olarak dört varsayıma dayanmaktadır. Bunlar;

- 1) Merkez bankası para arzında kontrol sahibi olmalıdır.
- 2) Merkez bankası nominal ve reel faiz oranlarını etkileyebilmektedir.
- 3) Kısa dönem reel faiz oranlarını değiştiren para politikaları, hane halkının ve işletmelerin harcama kararlarını değiştiren uzun dönemli faiz oranlarını da etkilemektedir.
- 4) Para politikasının, faize duyarlı olan harcamalarda gözlemlenen etkisi üretim miktarı üzerinde de gerçekleşmelidir.⁷

Faiz oranı kanalı Keynezyen IS-LM analizi ile özdeşleşmiştir. IS eğrisi mal piyasasını, LM eğrisiyse finansal piyasaları dengeye getiren faiz ve gelir oranlarını göstermektedir. IS eğrisine göre yükselen faiz oranı toplam talebi azaltmakta, üretim ve gelir düzeyi düşmektedir. Para talebi ile merkez bankası tarafından belirlenen para arzı eğrilerinin kesiştiği nokta ise para piyasasındaki dengeyi oluşturmaktadır. Para arzı sabitken gelir düzeyindeki bir artış likidite talebini artırarak, para arzını para talebine eşitleyen faiz oranını artırmaktadır. Üretim ve faiz oranı arasındaki bu

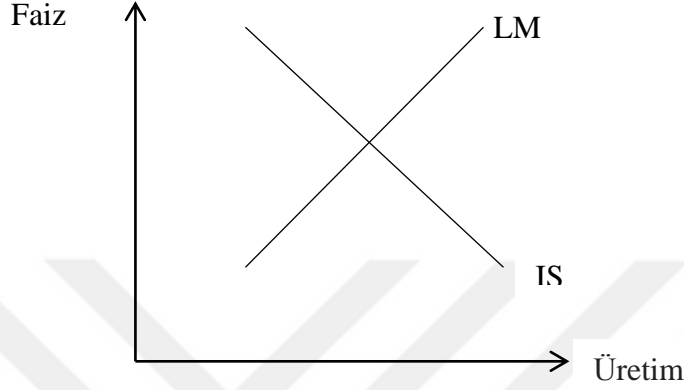
⁵ Allan Meltzer, "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", **Journal Of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, s.49.

⁶ Vedat Cengiz, "Keynezyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 22, Sayı: 1, Ocak 2008, s.116.

⁷ R. Glenn Hubbard, "Is There a Credit Channel for Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, C.77, No:3, Mayıs-Haziran 1995, s.4.

pozitif ilişki LM eğrisi olarak bilinmektedir. IS ve LM eğrisinin kesiştiği nokta hem mal hem de para piyasasının dengede olduğu üretim düzeyindeki faiz oranını göstermektedir.⁸

Şekil 1.1: IS-LM Eğrileri



Kaynak: Osman Orhan, S. Erdoğan, **Para Politikası**, İstanbul, Avcı Ofset, 2005, s. 159.

IS-LM modeli, para ve tahvilden oluşan birbiri ile tam ikame olan iki finansal aktiften meydana gelmektedir. Tahvil para dışındaki tüm diğer finansal aktifleri de temsil etmektedir. Tahvillerin kamu ya da özel sektör aracılığıyla piyasaya sürüldüğü önemsenmemektedir. Burada faiz getirisi olan tek varlık tahvil olarak karşımıza çıkmakta olup; hane halkı ve firmalar para ve tahvil arasında tercih yaparken tahvil faiz oranını dikkate alacaktır. Aynı zamanda, tahvil faiz oranı borçlanma maliyetini ifade etmektedir. Bankaların kredi rolü modelde önemsenmemekte, bilançolarının varlık tarafı hane halkı gibi tahvillerden oluşmaktadır.⁹ Bununla birlikte, bankacılık sistemi mevduat kabul edip, banka parası yaratarak ekonomiye likidite sağlamaktadır.

Geleneksel faiz oranı kanalında reel ve nominal faiz ayrımı önem arz etmektedir. Çünkü, hane halkının dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları ve firmaların

⁸ David Romer, "Keynesian Macroeconomics without The LM Curve", **Journal Of Economic Perspectives**, No.7461, 2000, s.150-151.

⁹ Peter Bofinger, **Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments**, Oxford University Press, 2001, s. 83.

yatırım harcamalarında dikkate aldıkları reel faiz oranlarıdır. Reel ve nominal faiz oranları arasındaki ilişki rasyonel beklentilere ve ücret ve fiyat katılıklarına bağlıdır. Rasyonel beklentiler fiyat ve ücret esnekliğiyle ilgili olduğu düşünülse de, rasyonel beklentilerin çalışma mekanizması çoğunlukla geçici ücret ve fiyat katılıklarıyla gerçekleşmektedir. Nominal faiz oranlarındaki artış, kısa dönemde fiyat katılıkları nedeniyle rasyonel olarak beklenen enflasyonda aynı düzeyde artışı meydana getirmeyeceği için reel faiz oranlarını artırmaktadır.¹⁰

Bu kanalda, para otoritesi bankaların rezervlerini ve parasal büyüklükleri değiştirmek yoluyla faiz oranı düzeyini etkilemektedir. Faiz oranlarındaki değişiklikler sermayenin maliyetini, özellikle yatırımın ve toplam talebin faize duyarlı bileşenlerine ait talebi etkilemektedir. Sermayenin maliyet etkisi olarak adlandırılan bu süreçte, yatırım harcamalarında gerçekleşecek olan değişim toplam üretimi aynı yönde etkilemektedir. Faiz oranı kanalında piyasa likidite etkisi olarak adlandırdığımız süreçte; para otoritesinin kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesiyle kısa vadeli fon maliyetleri azalarak para piyasasında kısa vadeli likidite artışı gerçekleşmektedir.¹¹

Fiyatların katılığı varsayımı altında genişletici para politikasının uygulanması durumunda kısa vadeli reel faiz oranları düşmektedir. Bekleyişler teorisine göre uzun vadeli faiz oranları gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasına risk primi ilave edilmesiyle belirlenmektedir. Böylelikle, diğer değişkenler sabitken, düşen kısa vadeli reel faiz oranları uzun vadeli reel faiz oranlarını düşürmektedir. Reel faiz oranlarının düşmesiyle sermayenin maliyeti azalmakta ve yatırım harcamaları artmaktadır. Sonuç olarak artan toplam taleple birlikte üretimde artmaktadır. Toplam talebin artmasına neden olan bir diğer hususta reel faiz oranlarının düşmesi nedeniyle tüketicilerin tasarruf eğilimlerinin azalması ve tüketim harcamalarının artmasıdır.¹²

¹⁰ Taylor, **a.g.e.**, s.13-14.

¹¹ Arturo Estrella, "Financial Innovation And The Monetary Transmission Mechanism", **Focus on Austria**, Vol.3, No:4, 2001, s.156-157

¹² TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, Ankara, TCMB Yayını, 2013, s.5.

Geleneksel faiz oranı kanalında daraltıcı para politikasının reel ekonomiye aktarımı aşağıdaki gibidir:¹³

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$$

Burada daraltıcı para politikasını simgeleyen $\downarrow M$, reel faiz oranlarında artışa neden olarak işletmelerin sermaye maliyetini artırmakta, yatırım harcamalarının ve tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim mallarına olan harcamaların düşüşüne neden olmaktadır. Böylelikle, azalan toplam talep sonucu üretim miktarı azalmaktadır.

Zamanımızda para politikası birçok ülkede enflasyon rejimi altında yürütülmekte ve temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktadır. Bu açıdan faiz oranı kanalının etkin olarak çalışması; kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkinin güçlü olmasına, toplam talebin bileşenlerinden olan tüketim ve yatırım harcamalarını etkilemek kaydıyla üretim ve fiyatlar genel düzeyini etkilemesine bağlıdır.¹⁴

Keynesyen yaklaşımda, parasal aktarım mekanizmasına birtakım eleştiriler getirilmektedir. Bu eleştirileri maddeler halinde özetlersek;

- Tek bir faiz oranından bahsedilerek faizin vadesi belirsiz kalmaktadır.
- Finansal araçlara parasal aktarım mekanizmasında pasif rol verilmiştir.
- IS-LM modelinde finansal varlıklar sadece para ve tahville sınırlandırılmıştır. Tahviller diğer tüm finansal varlıkların yerine kullanılarak, kredi piyasası araçlarına yer verilmemiştir.¹⁵

1.2. Varlık Fiyatları Kanalı

¹³ Frederic S. Mishkin, "Symposium On The Monetary Transmission Mechanism". **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, s.4.

¹⁴ Özer Arabacı, Meryem Filiz Baştürk, "Faiz Oranı Kanalının 2001–2008 Döneminde Türkiye’de Etkinliğinin Değerlendirilmesi", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.13, Sayı.2, 2013, s.19.

¹⁵ Meltzer, **a.g.e.**, s. 52.

Geleneksel faiz oranı kanalında para politikasının ekonomiye etkilerini analiz etmek için sadece faiz oranına odaklanılmaktadır. Monetaristler tarafından geleneksel faiz oranı kanalına yöneltilen en önemli eleştiri, finansal aktiflerin para ve tahville sınırlandırılmış olması ve diğer finansal aktiflerinin getirilerini temsilen tahvil faiz oranının dikkate alınmasıdır. Faiz oranı kanalında para dışındaki finansal aktifleri temsilen tahvil faiz oranlarının kullanılmasının nedeni varlık getirileri ve tahvil faiz oranlarının aynı yönde hareket ettiği varsayımı kabul edilmektedir. Monetaristlere göre nominal ve reel para stokunu değiştiren parasal bir değişiklik kısa dönem faiz oranı ve ödünç alma maliyetini değiştirmekle kalmayıp çeşitli yerli ve yabancı varlıkların güncel ve beklenen fiyatlarını değiştirmek suretiyle reel ekonomiyi etkiler.¹⁶

Monetaristler, ekonominin genişleme ve daralma dönemlerinde farklı aktarım mekanizmalarının etkili olması nedeniyle kendilerini belirli bir parasal aktarım mekanizmasına adanmak konusunda gönülsüzdürler. Bununla birlikte; monetaristler parasal aktarım mekanizması hakkındaki görüşlerinde özellikle iki kanala önem vermektedirler. Bu kanallar; Tobin Q yatırım teorisi ve tüketim üzerindeki servet etkisidir.¹⁷ Bahsi geçen teoriler hisse senedi kanalında detaylı olarak açıklanmaktadır. Bununla birlikte kısaca belirtmek gerekirse; para politikasındaki değişimlerin ekonomik birimlerin portföylerinde bulunan varlık fiyatlarını değiştirmek suretiyle reel ekonomiyi etkileme prensibine dayanan aktarım kanallarıdır.

Monetarist parasal aktarım mekanizmasına göre kısa dönemde para arzındaki değişim, ekonomik birimlerin para talebinin para arzından az olması sebebiyle, para arzı para talebine eşitlenene kadar; fazla para miktarı finansal varlıklara ve ev araba gibi dayanıklı tüketim mallarına dönüşecektir. Bu süreç aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.¹⁸

¹⁶ a.e., s. 52.

¹⁷ Mishkin, 1995, a.g.e., s. 5-6.

¹⁸ Gerald W. STONE, **Core Economics**, USA, Worth Publishers, 2008, s.577.

$\uparrow M \rightarrow \downarrow i \rightarrow (\uparrow I \text{ ve/ veya } \uparrow C) \rightarrow \uparrow AD \rightarrow \uparrow Y \text{ ve/ veya } \uparrow P$

M: Para arzı

i: Faiz Oranı

I: Yatırım

C: Tüketim

AD: Toplam talep

Y: Çıktı

P: Fiyat Düzeyi

Yukarıdaki aktarım mekanizmasına göre, para arzındaki artış faiz oranlarını düşürerek, portföylerin yeniden oluşturulmasına neden olmaktadır. Böylelikle, artan yatırım veya tüketim, toplam talebi uyararak gelir, üretim ve fiyatlar düzeyini artırmaktadır.

Finansal piyasaların derinleşmesi ve finansal varlıkların çeşitlerinin artması beraberinde parasal aktarım mekanizmasında diğer varlıkların önemini ortaya çıkarmıştır. Varlık fiyatları kanalında, para politikasındaki değişiklikler finansal ve reel varlıkların nispi fiyatlarını değiştirmek yoluyla toplam harcamaları ve üretimi etkilemektedir. Bu çalışmada, varlık fiyatları kanalı; döviz kuru ve hisse senedi kanalı olmak üzere iki başlıkta incelenecektir.

1.2.1. Döviz Kuru Kanalı

Açık ekonomilerde ekonomiyi etkileyen en önemli değişkenlerden biri döviz kurunda gerçekleşen değişimlerdir. Ekonomilerin serbest ticarete açılmaları ve dalgalı döviz kur rejimi uygulamalarıyla birlikte reel döviz kurunun net ihracat ve üretim düzeyi üzerindeki etkisi artmıştır. Döviz kurundaki değişikliklerin üretim ve fiyat düzeyini etkileme süresinin ve ölçüsünün para politikasının başarısını

etkilemesi nedeniyle parasal aktarım mekanizması içinde döviz kuru kanalının işleyişinin anlaşılması önemlidir.¹⁹

Döviz kuru kanalının ekonomiye etkilerini incelerken nominal ve reel döviz kuru ayrımı önemlidir. Kısa dönemde ücret ve fiyat katılıkları nedeniyle nominal döviz kurlarının artışı, reel döviz kurlarının artışıyla sonuçlanmaktadır. Uzun dönemde fiyatlar ve beklentiler ayarlanarak reel döviz kurları denge noktasına gelmektedir. Taylor'a göre reel döviz kurundaki değişimin, reel ihracat ve ithalat talebini etkilediğine dair güçlü ampirik bulgular bulunmaktadır. Bu bulgular reel döviz kuru ile reel net ihracat arasında istatistiksel olarak negatif ilişki bulunduğu yönündedir.²⁰

Döviz kurundaki değişimler harcamalar üzerinde iki şekilde etkili olmaktadır. Birincisi, nispi fiyat etkisi olarak adlandırılan; yerel para biriminin güçlenmesi sonucu yurt dışı mallara oranla pahalanan yurt içi mallara olan talebin azalmasıdır. İkinci durumda, döviz kurundaki değişimler sonucu gerçekleşen bilanço etkisidir. Birçok ülkede, hane halkı ve işletmelerin yabancı para cinsinden borçları bulunmaktadır. Dolayısıyla, bu borçlar yabancı para cinsinden varlıklarla tamamen karşılanmadığı hallerde, kurdaki değişimler hane halkının ve firmaların net değerlerini ve borç-varlık rasyolarını etkilemektedir. Bu durum, hane halkı ve işletmelerin harcama ve borçlanma davranışlarında önemli değişiklikler meydana getirmektedir.²¹

Genişletici para politikası sonucunda döviz kuru kanalı aşağıdaki gibi çalışmaktadır.

Genişletici Para Politikası → ↓ i → ↓ E → ↑ NX → ↑ Y

Parasal genişlemeyle düşen (↓ i) yurt içi reel faiz oranları ülkeden sermaye çıkışlarına neden olarak (↓E) yerel para birimini zayıflatmaktadır. Yabancı mallara

¹⁹ Frank Smets, Raf Wouters, "The Exchange Rate And The Monetary Transmission Mechanism in Germany", *De Economist*, Vol.147, No.4, 1999, s. 489.

²⁰ Taylor, *a.g.e.*, s.17.

²¹ Steven Kamin, Philip Turner, Josef Van't Dack, "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies", *BIS Tebliği*, No. 3, 1998 s. 12

oranla yerli mallar ucuzlayarak ($\uparrow NX$) net ihracat ve toplam talep artışıyla, toplam üretim artmaktadır.²²

Daraltıcı para politikalarının uygulanması durumunda, reel faiz oranı artmakta ve bu faiz oranı yabancı yatırımcıyı cezbetmekte, ülkeye yabancı sermaye girişleri artmaktadır. Ülke içerisinde artan döviz miktarı, ($\uparrow E$) yerel para birimini güçlendirmektedir. Yerli mallar yabancı mallara oranla pahalalanmakta ve ($\downarrow NX$) net ihracat olumsuz etkilenmektedir. Sonuç olarak ($\downarrow Y$) toplam üretim miktarı düşmektedir.²³ Bu süreç aşağıdaki şematik gösterimdeki gibidir.

Daraltıcı Para Politikası $\rightarrow \uparrow i \rightarrow \uparrow E \rightarrow \downarrow NX \rightarrow \downarrow Y$

Döviz kuru kanalının reel ekonomi üzerindeki etkisi, döviz kurunun para politikası duyarlılığına bağlıdır. Dalgalı kur rejimi uygulayan dışa açık küçük ekonomilerde, döviz kuru kanalı toplam talep ve toplam arz üzerinde daha büyük etkisi vardır. Daraltıcı para politikası yerel para biriminin değerini düşürerek, ithalat girdi fiyatlarını artırmakta ve yerel üreticileri fiyat artışına gitmelerine neden olmaktadır. Özellikle, geçmişinde yüksek enflasyon problemi yaşamış ülkelerde reel döviz kurunun artışı beklenen enflasyonun artacağı yönünde sinyal vererek; ücret ve fiyatları artırmaktadır. Para politikasının etkisi sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde sınırlı kalmaktadır.²⁴

1.2.2. Hisse Senedi Kanalı

Para politikası kararları sonucu düşen kısa ve uzun dönem faizler, özellikle beklenen enflasyon gibi diğer değişkenlerin sabit kalması durumunda, hisse senedi gibi diğer menkul kıymetlerin değerlerinin yükselmesine neden olacaktır. Çünkü, menkul kıymetlerin beklenen gelecek getirisi daha az bir faiz oranıyla bugünkü değere

²² Frederic S. Mishkin, M. Giuliadori, K. Matthews, **The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets European Edition**, Pearson Education, 2013, s. 540.

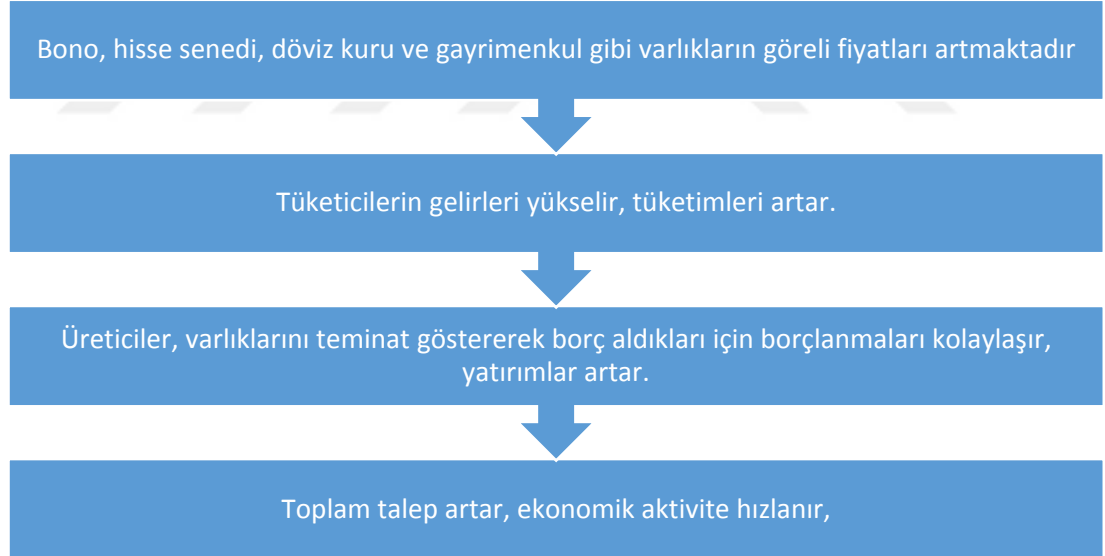
²³ Birgül Cambazoglu, Simay H. Karaalp, "Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği" **Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt.19, No.2, 2012, s. 57.

²⁴ Kamin, **ag.e.**, s. 13.

indirgenmektedir.²⁵ Para arzının artması ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesi arasındaki ilişki Keynezyen yaklaşımda, artan para arzının faizleri düşürerek hisse senedi piyasasını daha cazip kılması ile açıklanmaktayken; monetarist yaklaşımda ise, para arzındaki artışın varlık fiyatlarını ve tüketicilerin servetlerini artırması sonucu toplam harcamalar yükselmektedir.²⁶

Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesi durumunda, aktarım mekanizmasında hisse senedi kanalının çalışma süreci aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarının düşmesiyle hisse senetleri ve diğer varlıkların nispi fiyatları yükselmektedir. Yatırımcının sahip olduğu hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesiyle, bu varlıkları teminat gösterip borçlanma imkanı kolaylaşmakta, yatırımlar artmakta ve ekonomik aktivite hızlanmaktadır.

Şekil 1.2: Hisse Senedi Kanalının İdeal İşleyiş Süreci



Kaynak: TCMB, “Parasal Aktarım Mekanizması” **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülteni**, Sayı:6, Haziran 2007, s.2.

²⁵ Ufuk ALKAN ‘‘ Finans Sektöründen Reel Sektöre Parasal Aktarım Mekanizması: Bankacılık Sektörü Açısından Bir Uygulama’’, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul, Marmara Üniversitesi, Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, 2014, s.48.

²⁶ Norman Loayza, K. Schmidt-Hebbel, “Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview”, **Monetary Policy: Rules And Transmission Mechanisms**, Vol.1, No.4, 2002, 1, s. 5.

Para politikası uygulamaları sonucu hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin ekonomiye etkileri “Tobin q teorisi” ve “servet etkisi” olmak üzere iki kategoride incelenebilir.

Tobin’in Q Teorisi

1969 yılında James Tobin tarafından geliştirilen Tobin q teorisi; hisse senedi fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak firmaların piyasa değerinde meydana gelen değişimlerin, yatırım düzeyini etkileyebileceğini öne sürmektedir. Faiz kanalında analiz para ve tahvil piyasaları çerçevesindeyken, q teorisi dikkatleri hisse senedi piyasasına çekmektedir. Q teorisinde, para politikası ve yatırımlar arasındaki ilişki faiz oranı yerine hisse senedi fiyatları üzerinden kurulmaktadır.²⁷

Tobin q’nun değeri= Firmanın piyasa değeri/ Sermayenin yenileme maliyeti şeklinde gösterilmektedir.

Firmanın piyasa değeri hisse senedi fiyatlarıyla belirlenmekte olup, sermayenin yenilenme maliyetine bölünmesiyle “q” elde edilmektedir. Hisse senetleri borsada değer kazandıkça “q” yükselmektedir. “q” yüksek olduğu durumda, firmalar yeni yapacakları yatırımları sermaye piyasalarında daha yüksek fiyattan satma fırsatı vardır. Dolayısıyla yükselen q, firmaların yeni yatırım yapmalarını sağlayacaktır.²⁸ Ayrıca firmalar piyasaya daha az hisse senedi sürerek çok sayıda yeni yatırım malları alabilmektedir. Buna karşın q’nun düşük olduğu durumda firmaların piyasa değeri sermaye maliyetine oranla düşük olduğu için yatırım yapmazlar. Bu durumda sermaye elde etmek isteyen firmalar başka bir firmayı daha ucuza satın alabilmekte ve yatırım harcamaları düşük kalmaktadır.²⁹ Para politikasının Tobin q etkisiyle toplam üretime olan etkisini aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

Genişletici Para Politikası → $\uparrow P_s$ → $\uparrow q$ → $\uparrow I$ → $\uparrow Y$

²⁷ Thomas I. Palley, “The Stock Market And Investment: Another Look At The Micro- Foundations Of Q Theory”, **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 25, No. 5, 2001, s. 657.

²⁸ Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, 6. b.s., İstanbul, Filiz Kitabevi, 2013, s. 311.

²⁹ Mishkin, 2013(a), **a.g.e.**, s. 540.

Monetarist yaklaşıma göre genişletici para politikasıyla, iktisadi ajanlar ellerindeki fazladan paranın bir kısmı ile hisse senedi talebini ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını artırmaktadırlar. Keynesyen yaklaşımda ise düşen faiz oranları hisse senedi piyasasını tahvile oranla daha cazip kılmakta ve bu sebeple hisse senedi fiyatları artmaktadır. Bu iki yaklaşım çerçevesinde ($\uparrow P_s$) artan hisse senedi fiyatları ($\uparrow q$) Tobin q oranını yükseltecek, ($\uparrow I$) yatırım harcamaları ve ($\uparrow Y$) üretim artacaktır.³⁰

Servet Etkisi

Parasal aktarım mekanizmasında tüketimde servet etkisi hisse senedi fiyatındaki değişimlerden meydana gelmektedir. Bu kanal Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezi ile açıklanabilmektedir. Hipoteze göre tüketim harcamaları; sadece bugünkü gelirle değil, bireyin yaşam boyu kaynakları olan beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetler tarafından belirlenmektedir.³¹ Finansal serveti de büyük oranda hisse senetleri oluşturmaktadır. Para politikasındaki değişim ($\uparrow P_s$) hisse senedi fiyatlarındaki artışı sağlamasıyla; finansal serveti yükseltmekte, artan yaşam boyu gelir kaynakları tüketim harcamalarındaki artışa neden olarak toplam üretim artmaktadır.³² Parasal aktarım mekanizmasında servet etkisinin işleyişi aşağıdaki şematikte gösterilmektedir:

Genişletici Para Politikası $\rightarrow \uparrow P_s \rightarrow \uparrow w \rightarrow \uparrow C \rightarrow \uparrow Y$

Poterba (2000) yaptığı çalışmada hisse senedi fiyatlarının tüketim üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmaya göre, finansal varlıklardaki 1 dolarlık artış, tüketimde 3 sentlik artışa yol açmaktadır.³³ Bu nedenle, merkez bankaları para

³⁰ Frederic S. Mishkin, **Monetary Policy Strategy**, USA, Mit Press, 2007, s. 60.

³¹ Albert Ando, Franco Modigliani, "The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", **The American Economic Review**, Vol. 53, No. 1, 1963, s.76.

³² Mishkin, 2013(a), **a.g.e.**, s. 6.

³³ James M. Poterba, "Stock Market Wealth And Consumption", **Journal Of Economic Perspectives**, Vol.14, No.2, 2000, s.108.

politikasını uygularken hisse senedi piyasası üzerinde etkilerini ihmal etmemektedirler.

1.3. Kredi Kanalı

Aktarım mekanizmasının geleneksel Keynesyen analizi kredi kanalını ihmal etmesine ve bankalara pasif rol vermesine rağmen teorik ve ampirik çalışmalarda merkez bankası kararlarının kredilerin temininde kaymalar yaratarak çıktıyı etkilediği bilinmektedir. Kredi kanalı, esasında asimetrik bilgi problemi nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi; finansal kaynak arz edenlerin, talep edenler hakkında yeterli bilgi sahibi olmadığı durumdur. Bilginin fon talep eden ve arz edenler arasında asimetrik olması, piyasanın işleyişini bozmakta ve firmaların kolayca finansmana kavuşmalarını engellemektedir.³⁴

Kredi kanalı, mevduattaki zorunlu karşılık oranını değiştiren para politikasının, banka kredilerini doğrudan etkilediğini ortaya koymaktadır. Böylelikle para otoritesi banka kredilerine bağlı olan ekonomik birimlerin borçlanma ve harcama kararlarını etkilemektedir. Kredi görüşünün saf hali olarak da nitelendirilen bu yaklaşım, zorunlu karşılıkların banka kredileri üzerindeki etkisine odaklanmaktadır.³⁵

Bir diğer yaklaşım olan bilanço kanalı ise para politikasının, iç finansman (dağıtılmamış karlar v.s.) ile dış finansman (hisse senedi veya bono ihracı) maliyetleri arasındaki farka yani dış finansman primi üzerindeki etkisine dikkat çekmektedir.³⁶ Borç alanın güvenilirliği ve makro ekonomik koşullar dış finansman priminin büyüklüğünü belirlemektedir. Dış finansman primi borçlanma maliyetini değiştirerek hane halkı ve firmaların harcama kararlarını etkilemektedir. Para politikasındaki değişiklik, dış finansman priminin büyüklüğünü etkilemek yoluyla parasal şokun etkilerinin artmasına neden olacaktır.

³⁴ Vedat Cengiz, "Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi Ve Ampirik Bulgular", **Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı.33, 2009, s. 225-247

³⁵ Mark Gertler, Simon Gilchrist, "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 95, No. 1, 1993, s. 44.

³⁶ Bernanke, 1995, **ag.e.**, s.29.

Kredi kanalı; banka kredi kanalı, bilanço kanalı, nakit akımları kanalı ve hanehalkı likidite etkisi olmak üzere dört aktarım mekanizması şeklinde incelenebilir. Kredi kanalında para politikasının kredi arzı üzerindeki etkisine değinilirken, diğer kanallar para politikası değışikliğinin borç alanın net değeri, nakit akışı ve likit varlıkları gibi değışkenleri içeren bilanço ve gelir tablosu üzerindeki etkilerine yoğunlaşmaktadır.

1.3.1. Banka Kredi Kanalı

Banka kredi kanalı, bankaların finansal sistemde özel bir rol oynadığı görüşüne dayanmaktadır. Bu kanal, para politikasının banka kredi hacmini etkileyerek toplam talep ve çıktı üzerinde etkisini incelemektedir. Büyük firmalar bankalara başvurmadan, borsa ve tahvil piyasası aracılığıyla finansmana kavuşabilmektedir. Buna karşı asimetrik bilgi sorunu nedeniyle sermaye ve para piyasasına erişimleri kısıtlı olan küçük ve orta ölçekli firmalar yatırım harcamaları için banka kredilerine bağlı kalmaktadır. Bu yüzden para politikasında meydana gelen şokların, banka kredi kanalı ile küçük firmalar üzerinde etkisi daha büyüktür.³⁷

Banka kredi kanalı para, tahvil ve banka kredisi olmak üzere üç farklı aktiften oluşmaktadır. Banka kredi kanalının etkin çalışması için üç varsayımın geçerli olması gerekmektedir:

1. Firma finansmanı için banka kredisi ve finansman bonoları tam ikame mallar olmamalıdır. Asimetrik bilgi problemi nedeniyle firmalar bono ihracında hane halkının güveninin sağlamak için finansal araçlara başvurmaktadırlar. Bu sebeple, banka kredisi ve finansman bonoları birbirini tam ikame eden finansman araçları olamaz.
2. Merkez Bankaları uyguladığı para politikası ile bankaların kredi arzını etkileyebilmelidir. Bankacılık sisteminin, mevduatlardan daha az zorunlu

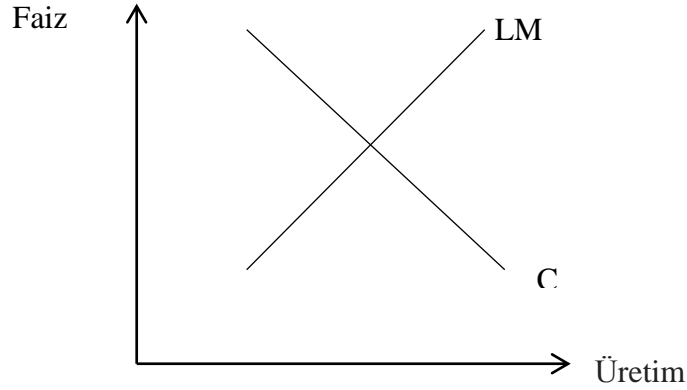
³⁷ İbrahim Örnek, "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi" **Maliye Dergisi**, Sayı. 156, 2009, s.105.

karşılık gerektiren finansman enstrümanlarına geçiş yapma imkanı olmamalıdır.

3. Parasal politikasının etkilerini nötrleyecek tam uyumlu fiyat uyarlaması olmamalıdır. Parasal daralma kredi faizleri ile mevduat faizleri tam uyumlu olmaları halinde bankalar aktiflerini düzeltme ihtiyacı içinde bulunmamakta ve kredi kanalı çalışmamaktadır.³⁸

Bernanke ve Blinder'in (1988) yaptığı çalışmada, IS-LM modelinden farklı olarak analize para piyasası dengesi (LM), tasarruf yatırım dengesine (IS) ek olarak kredi piyasası dengesini dahil etmiştir. Tasarruf yatırım dengesini ve kredi piyasası dengesinin bileşimi ile mal- kredi dengesine CC'ye ulaşılmaktadır. Grafikte, dikey eksen tahvil faizini ve yatay eksen reel geliri göstermektedir. Para politikası değişimiyle para arzının ve zorunlu karşılıklarda meydana gelecek değişiklikler CC ve LM eğrileri üzerinde etkili olmaktadır.³⁹

Şekil 1.3: CC ve LM Ekonomik Denge



Kaynak: Mahfi Eğilmez Makro Ekonomi, İstanbul, Remzi Kitabevi, s.153

³⁸ Anil K. Kashyap, Jeremy C. Stein, "Monetary Policy and Bank Lending", **Monetary Policy**, Ed. N.Gregory Mankiw, The University of Chicago Press, 1994, s. 225-226.

³⁹ Ben S. Bernanke, Alan S. Blinder, "Credit, Money, And Aggregate Demand", **American Economic Review**, Vol. 78, No. 2, 1988, s. 435-437.

Denklem (1.1) göre, kredi talebi (L^d) üç değişkene bağlı olarak gerçekleşmektedir: kredi faizi (ρ), tahvil faizi (i) ve reel gelir (y). Kredi faizinin yükselmesi durumunda kredi talebi düşerken, tahvil faizinin ve reel gelirin artması durumunda ise kredi talebi artmaktadır.

$$L^d = L(\rho, i, y) \quad (1.1)$$

Aşağıdaki denklem (1.2)'ye göre kredi arzı (L^s), bankanın kullanabileceği rezervlere olan oranı $D(1-c)$ ile ifade edilmektedir. Kredi faizi (ρ) ile kredi arzı arasında pozitif bir ilişki bulunmakta olup, kredi faizinin artışı kredi arzını artırmaktadır. Tahvil faizi ile kredi arzı arasındaki negatif ilişkinin varlığı neticesinde, tahvil faizinin artması kredi arzını azaltmaktadır.

$$L^s = \lambda(\rho, i)D(1 - c) \quad (1.2)$$

Merkez bankası açık piyasa işlemlerinden biri olan tahvil satışı, bankacılık sisteminin rezervlerini azaltması neticesinde bankaların yükümlülük tarafındaki mevduatları azalacaktır. Banka kredilerinin ve tahvillerin tam ikame olmadığı varsayımı altında yükümlülük tarafında bulunan mevduatların azalması, aktiflerdeki kredilerin azalmasını beraberinde getirecektir. Banka kredilerine bağlı olan firmalar, banka kredilerinin azalması nedeniyle yatırım kararlarını gözden geçirecekler, toplam talep ve üretim düzeyi düşecektir.⁴⁰ Bu süreç aşağıdaki şematikte gösterilmektedir.

Daraltıcı Para Politikası → ↓ Mevduat → ↓ Krediler → ↓ Yatırım → ↓ Hasıla

Ayrıca, daraltıcı para politikası uygulamasında bankalar kredi miktarını düşürmekte, kredi tayinlemesine gitmektedirler. Kredi tayinlemesi; benzer nitelikler sahip olan kredi talep edenlerin bir kısmının kredi alıp diğerlerinin daha yüksek faiz oranı vermek istemelerine rağmen kredi elde edemediği durumdur. Ayrıca, artan faiz oranları fona ihtiyacı olan güvenilir kişileri projelerinden vazgeçirmekte, diğerlerini daha riskli projelere yönelmeye itmektedir. Dolayısıyla, bankanın sahip olduğu kredi portföy riski artarak bankanın karlılığı düşmektedir. Bu durumda, banka geri dönme

⁴⁰ Ben S. Bernanke, "Credit in the Macroeconomy", **Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York**, No.18, 1993 s. 50-53.

ihtimali düşük olan yüksek faizli krediler yerine kredi arzını daraltmayı tercih etmektedir.⁴¹

1.3.2. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, para politikası değişikliklerinin borçluların net değer, nakit akışı ve likit varlıklar gibi değişkenler dahil olmak üzere bilanço ve gelir tabloları üzerindeki olası etkilerini belirtmektedir.⁴² Parasal bir şok varlıklara olan talebi etkileyerek, bu varlıklara sahip olan firmaların net değerini değiştirmektedir. Firmalar varlıklarını teminat gösterip karşılığında kredi almaları için alabilecekleri kredi miktarı değişmekte, bu süreçte firmaların iktisadi faaliyet düzeyi etkilenmektedir. Bilanço kanalını, bahsi geçen varlık fiyatları etkisi nedeniyle servet kanalıyla karıştırmamak gerekmektedir. Bu kanal, borç alanın net değerindeki değişikliklerin, dış finansman primi ve karşılaşıcağı tüm kredi koşulları üzerindeki gerçekleşecek olan revizeye odaklanmaktadır.⁴³

Bilanço kanalın dış finansman priminin borçlanıcının finansal durumuna bağlı olmasına dayanmaktadır. Firmaların sahip olduğu net değerini yani likit varlıkların ve teminat olarak kabul edilebilen varlıkların değerinin yüksek olması durumunda dış finansman primi düşük olacaktır. Finansal olarak güçlü olan borçlu, yükümlülüklerine oranla daha fazla teminat sunabileceği ve projesini daha fazla oranda öz kaynakları ile gerçekleştirebileceği için borç verenle yaşayabileceği muhtemel çıkar çatışması azalmaktadır. Borçluların finansal pozisyonları dış finansman primini ve dolayısıyla karşı karşıya oldukları tüm kredi koşullarını etkilediğinden, borçluların bilançolarının kalitesindeki dalgalanmalar benzer şekilde yatırımlarını ve harcama kararlarını etkilemektedir.⁴⁴

⁴¹ Joseph E. Stiglitz, Andrew Weiss, "Credit Rationing In Markets With Imperfect Information", **The American Economic Review**, Vol.71, No.3, 1981, s. 408-409.

⁴² Bernanke, 1995, **ag.e.**, s.29.

⁴³ G.J. De Bondt, "Credit and Asymmetric Effects of Monetary Policy in Six EU Countries: An Overview", **De Nederlandsche Bank Working Paper**, 1998, s.6.

⁴⁴ Bernanke, 1995, **ag.e.**, s. 35.

Bilanço kanalı, banka kredi kanalı gibi asimetrik bilgi sorununun varlığından kaynaklanmaktadır. Para politikası, borçluların finansal pozisyonunu farklı yollardan etkileyebilmektedir. Daraltıcı para politikası faiz oranlarındaki yükselişe ve hisse senedi, konut, arsa ve diğer aktiflerin fiyatlarında düşüşe neden olarak borçluların net değerini zayıflatmaktadır. Net değeri düşen borçlulara, kredi verilme aşamasında ters seçim ve ahlaki tehlike sorunların daha belirgin hale geldiği tespit edilmiştir. Daha düşük net değer, borç verenin daha az teminat aldığı anlamına gelmekte ve ters seçimden kaynaklanan zararları yükseltmekte olduğu için bankalar kredi arzını daraltmaktadır. Ayrıca, düşen net değer sonucu firmalar daha riskli projelere yönelmekte olup; bu da borç verenler için ahlaki tehlike sorunuyla karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır. Riskli projeler geri ödememe riskini artırması nedeniyle bankalar kredi arzını kısmakta ve yatırım harcamaları düşmektedir. Para politikasının bilanço kanalına etkisi aşağıdaki şematikte gösterilmektedir.

Genişletici Para Politikası → ↑ Firmanın Hisse Fiyatları → ↑ Firma Net Değer →
↓Ters Seçim→ ↓Ahlaki Tehlike → ↑ Krediler → ↑ Yatırım → ↑ Toplam Üretim

1.3.3. Nakit Akımları Kanalı

Para politikası firmaların nakit akımlarını etkileyerek reel ekonomi üzerinde etkili olabilmektedir. Nakit akımları, firmanın nakit gelir ve giderleri arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Nakit akımları kanalında, genişletici para politikasıyla nominal faiz oranlarının düşmesi, firmaların nakit akımlarını ve finansal durumlarını güçlendirmektedir. Firmaların artan likiditeleri borç veren için ters seçim ve ahlaki tehlikeyi azaltmaktadır. Böylelikle, verilen kredi miktarı artmaktadır. Kredi arzındaki artış yatırımları ve toplam üretimi artırmaktadır. Ayrıca, faiz oranı kanalının işleyişi reel faiz oranlarına önem verilmekteyken, nakit akımları kanalının işleyişinde kısa vadeli faiz oranlarının üzerinde durulmaktadır. Nakit akımları kanalının işleyiş süreci aşağıdaki gibidir.⁴⁵

⁴⁵ Mishkin, 2013, *ag.e.*, s.544.

Genişletici Para Politikası → ↓ Faiz oranları → ↑ Firma Nakit Akımı → ↓Ters Seçim→ ↓Ahlaki Tehlike → ↑ Krediler → ↑ Yatırım → ↑ Toplam Üretim

1.3.4. Hanehalkı Likidite Etkisi

Para politikası hane halkı bilançosunun likiditesi üzerindeki etkisi, hane halkının konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını belirleyerek iktisadi faaliyetleri değiştirmektedir. Ayrıca, değişen faiz oranları hane halkının nakit akımlarını etkilemektedir. Kredi kanalı ve bilanço kanalının aksine hane halkı likidite etkisi tüketicinin konut ve dayanıklı mallara olan harcama isteğine odaklanmaktadır.⁴⁶

Tüketicilerin bilanço yapıları, finansal sıkıntıya girme olasılığına ilişkin tahminde bulunmalarına yardım etmektedir. Konut ve dayanıklı tüketim mallarının likiditesi düşük olduğu için finansal sıkıntı dönemlerinde bu aktifleri ellerinden çıkarmak isteyen tüketiciler büyük bir kayıpla karşılaşmaktadırlar. Bu sebeple, muhtemel finansal sıkıntı beklentisinde olan tüketiciler, konut ve dayanıklı tüketim mallarından ziyade daha likit olan finansal varlıklara yönelmektedir. Hakeza, varlık-borç rasyosu düşük olan tüketicilerin muhtemel bir finansal sıkıntı yaşamaları olası olduğu için konut ve dayanıklı tüketim malı harcamaları düşük kalacaktır. Tüketicilerin sahip oldukları finansal varlıkların fiyatlarında yaşanan düşüş finansal pozisyonlarını kötüleştirerek tüketicilerin harcamalarını kısımlarına ve sonrasında toplam hasılanın düşmesine neden olacaktır. Hane halkı likidite etkisi aşağıda gösterilmektedir:⁴⁷

Daraltıcı Para Politikası → ↓ P_s Hisse senedi Fiyatı → ↓ Finansal Varlıklar → ↑ Finansal sıkıntı yaşama olasılığı → ↓ Konut ve dayanıklı tüketim malı harcaması → ↓ Toplam Üretim

⁴⁶ Mishkin, 2007, *ag.e.*, s. 61.

⁴⁷ Mishkin, 2013, *ag.e.*, s. 545-546.

1.4. Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalına kadar burada bahsettiğimiz diğer aktarım kanalları genel olarak parasal aktarımı mekanik bir işleyiş çerçevesinde açıklamaktaydılar. Beklentiler kanalı, iktisadi ajanların uygulanacak para politikası ve dünyadaki gelişmelerle ilgili beklentilerinin ekonomiyi etkilemesi temeline dayanan bir aktarım kanalıdır. Beklentiler kanalı diğer aktarım kanallarının dönemler arası bir biçimi olarak ifade edilebilir. Merkez bankasının gelecekte, cari dönemdeki uygulamalarından farklı bir para politikası uygulamasına geçeceğinin duyurulması durumunda, piyasa beklentileri uyarılacak, finansal piyasalarda meydana gelen değişim üretim ve enflasyonu etkileyecektir. Gelecekteki para politikasının istenen etkiyi oluşturması merkez bankasının kredibilitesine bağlı kalmaktadır.⁴⁸

Günümüzde, merkez bankalarının enflasyon beklentilerini düşük seviyelerde tutmaları, temel hedef belirledikleri fiyat istikrarına ulaşmada önemli bir rol oynamaktadır. Bunun nedeni, enflasyon beklentilerindeki değişikliklerin fiyatlama kararlarına doğrudan etkisi ile gelecekteki enflasyon sonuçları üzerinde etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Merkez bankası faiz kararlarının ekonomi üzerindeki etkisi, asıl olarak böyle bir hamlenin beklenip beklenmediğine; gelecekteki faiz oranı kararlarını gelecekteki çıktı ve enflasyon beklentilerini nasıl etkilediğine bağlıdır.⁴⁹

Beklentiler kanalının ekonomi üzerindeki etkisinin büyüklüğü merkez bankasının kamuoyunca kredibilitesine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Merkez Bankası, fiyat istikrarına bağlı kalacağı yönünde kamuoyuna güven tesis ettiği durumda, para politikası hamleleri bu hedefe uygun olarak anlaşılabilir, istenen etkileri üretme

⁴⁸ Loayza, **ag.e.**, s.6.

⁴⁹ European Central Bank, "Monetary Policy Transmission in The Euro-Area", **Monthly Bulletin**, July, 2000, s. 46-47.

eğiliminde olacaktır. Aksi takdirde, aynı politika uygulamasının etkisi daha az meydana gelmektedir.⁵⁰

Şekil 1.4: Beklentiler Kanalı'nın İdeal İşleyiş Süreci



Kaynak: TCMB, “Parasal Aktarım Mekanizması” **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülteni**, Sayı:6, Haziran 2007 (a), s.2.

Şekil 1.3’te görüldüğü üzere Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını indirmesi tüketici ve üreticileri ekonomik gidişatın olumlu olduğuna inandırmakta, merkez bankasının hedefi ile uyumlu olarak beklentilerini şekillendirerek, iktisadi faaliyet düzeyinde artış gerçekleşmektedir.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle talep ve enflasyon beklentilerinin yönetiminde kısa vadeli faiz oranlarının rolü atılmıştır. 2001 Krizi sonrası yapılan reformlar etkisini göstererek, mali baskınlık ve dolarizasyon zayıflamış, döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin azalması ve artan iletişim ile beklentilerin yönetilmesi sonucu para politikası işlerlik kazanmıştır. Böylece, faiz ve kredi kanallarının ekonomi üzerinde etkisi belirginleşmiştir. Buna karşın, dalgalı döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasıyla, döviz kuru kanalının

⁵⁰ Otmar Issing, v.d., **Monetary Policy in The Euro Area: Strategy And Decision-Making at The European Central Bank**, England, Cambridge University Press, 2001, s. 59.

etkinliği azalmıştır.⁵¹ Parasal aktarım mekanizması kanallarına ilişkin verilen bilgiler neticesinde; bir ÷lkede finansal sistem geliştikçe, derinleştikçe ve çeşitlendikçe, bu kanalların daha etkin çalışacakları anlaşılmaktadır.

1.5. TCMB Faiz Oranlarının Sanayi Üretimi Üzerine Etkileri: Ampirik Literatür Taraması

Para politikasının arzu edilen sonuçlara ulaşması için para otoritesi, ekonominin politikaya nasıl tepki verdiğini bilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, para politikasının etkilerinin reel ekonomi özelinde doğru anlaşılması önem arz etmektedir. Literatürde genel olarak, ekonomik değişkenlerin para politikasına tepkisinin ölçülmesinde Vektör Oto Regresyon (VAR) modelleri kullanılmaktadır. Türkiye’de de aktarım mekanizmasının işleyişine ilişkin yapılan ampirik çalışmalarda çoğunlukla VAR tekniği kullanılmıştır.

1.5.1. Faiz Oranı ile Üretim İlişkisine Dair Uluslararası Literatür Taraması

Bu kısımda, 2001 sonrası dönemde Dünya’da faiz oranı ve üretim arasındaki ilişkiyi analiz eden ampirik çalışmalara ait literatür taraması yapılmaktadır. Ampirik çalışmalar incelendiğinde, parasal bir şokun reel ekonomiye etkisinin işleyişini anlamaya ve açıklamaya yönelik çabaların olduğu tespit edilmektedir. Bununla birlikte çalışmalar birbirleriyle çelişen sonuçlar ortaya koymaktadır.

Para politikası ile üretim arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmalarda, ağırlıklı olarak VAR modeli yöntemi kullanıldığı gözlemlenmektedir. Çalışmalardan elde edilen bulgulara göre faiz oranları ile üretim ilişkisinde iki sonuç ortaya çıkmaktadır. Angeloni vd. (2003), Bredin ve O’Reilly (2004), Peersman ve Smets (2005), Dedola

⁵¹ TCMB, 2013, a.g.e., s.11.

ve Lippi (2005), VAR modeli yöntemiyle yaptıkları çalışmada faiz oranları ile üretim arasındaki ilişkinin negatif olduğunu tespit etmişlerdir.

Bununla birlikte VAR modeliyle yapılan çalışmalarda, Edoumiekumo v.d. (2013), Kishor ve Newiak (2014), Boivin vd. (2010), Balabanova ve Brüggemann (2017) faiz oranı ile üretim arasındaki ilişkinin tutarsız olduğu yönünde bulgulara ulaşmışlardır.

Bernanke ve diğerleri (2005) para politikası ile ekonomi arasındaki ilişkiyi analiz etmek amacıyla VAR modelini geliştirerek Faktör Genişlemeli Vektör Otoregresif (FAVAR) yöntemini kullandılar. Çalışmalarından elde edilen bulgulara göre daraltıcı para politikası ekonomik aktiviteyi düşürdüğü yönündedir. Boivin vd. (2010), Balabanova ve Brüggemann (2017) FAVAR modeli yöntemiyle yaptıkları analizde ise faiz oranı ve üretim arasındaki ilişki tespit edilememiştir.

Literatürde, bu ilişkiyi incelemek amacıyla eşbütünleşme testlerinden yararlanılan çalışmaların varlığında mevcuttur. Aksoy ve Ledesma (2005), Reginaldo Pinto Nogueira Jr. (2009) çalışmasında kısa vadeli faiz oranları ve üretim arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmadığı bulgusuna ulaşmışlardır.

Angeloni ve diğerlerinin (2003)⁵² ortaklaşa gerçekleştirdikleri 1980-1998 yıllarını kapsayan çalışmalarında, para politikasının Euro-zone ülke ekonomilerini nasıl etkilediği Vektör Otoregresif (VAR) modeliyle ampirik olarak analiz edilmiştir. Çalışmada, bir bütün olarak Euro zone için ve tek tek ülkeler bazında para politikasının aktarımı ile ilgili olguların neler olduğu ve faiz kanalının tek başına bu olguları açıklama imkanı araştırılmıştır. VAR analizi sonuçlarına göre, faiz oranlarında beklenmeyen bir artış üretimi geçici olarak düşürmekte ve zirve etkisini kabaca bir yıl sonra göstermektedir. Ayrıca, daraltıcı para politikası sonrası normale

⁵² Ignazio Angeloni, v.d., "Monetary Transmission in the Euro Area: Does the Interest Rate Channel Explain it All?", **National Bureau of Economic Research**, No 9984, 2003.

dönüşte yatırımların üretim üzerinde etkisi büyüktür. Euro alanında öne çıkan parasal aktarım kanalının geleneksel faiz oranı kanalı olduğuna ilişkin sonuçlara ulaşılmıştır.

Bredin ve O'Reilly (2004)⁵³ İrlanda için gerçekleştirdikleri 1980:1 ve 1996:3 yıllarını kapsayan çalışmada, parasal bir şokun üretim, fiyatlar genel seviyesi ve döviz kuru üzerindeki etkilerini VAR yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışmada, para politikasındaki değişimle artan faiz oranlarının kısa dönemde üretimi ve fiyatlar genel seviyesini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Faiz artışı sonrası dördüncü çeyrekte üretimde meydana gelen düşüş zirveye ulaşmaktadır. Fiyat yapışkanlığı ile tutarlı olarak, faiz oranlarındaki değişim fiyatlar genel seviyesini gecikmeli olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Peersman ve Smets (2005)⁵⁴ gerçekleştirdikleri çalışmalarında, 1978-1998 dönemi için Euro bölgesinde para politikası değişikliğinin 7 Euro bölgesi ülkesinde 11 sektörün üretim artışına etkisini analiz ettiler. Çalışmaya göre, faiz oranlarındaki artışın üretim üzerindeki negatif etkisinin resesyon dönemlerinde, büyüme dönemlerine nazaran daha fazla olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, para politikasının dayanıklı tüketim malı üreten sektörlere olan etkisi diğerlerine göre 3 kat büyük olarak bulunmuştur.

Bernanke ve diğerlerinin (2005)⁵⁵ ortaklaşa gerçekleştirdikleri çalışmada, para politikası şoklarının ekonomi üzerindeki etkilerinin tahmin edilebilmesi amacıyla, VAR modeli yerine geliştirdikleri Faktör Genişlemeli Vektör Otoregresif (FAVAR) modeli yöntemi ile analiz ettiler. Çalışmalarında, ABD'de federal faiz oranının 120 ekonomik değişkene etkisi, 1959-2001 dönemi için aylık veriler kullanılarak

⁵³ Don Bredin, Gerard O'Reilly, "An Analysis Of The Transmission Mechanism Of Monetary Policy in Ireland", **Applied Economics**, Vol.36, No.1, 2001, s.49-58.

⁵⁴ Gert Peersman, Frank Smets, "The Industry Effects Of Monetary Policy in The Euro Area", **The Economic Journal**, Vol. 115, No.503, 2005, s. 319-342.

⁵⁵ B. Bernanke, J. Boivin, P. Elias, "Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor Augmented Vector autoregressive (FAVAR) Approach", **The Quarterly Journal of Economics**, 120(1), 2005, s. 387-422.

incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre daraltıcı para politikası, reel ekonomik aktiviteyi ve fiyatlar genel seviyesini düşürmektedir.

Dedola ve Lippi (2005)⁵⁶ tarafından gerçekleştirilen çalışmada, parasal aktarım mekanizması beş gelişmiş ülkede (Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve Amerika) 1975-1997 dönemi için aylık verilerle analiz edilmiştir. VAR metodu sonuçlarına göre, faiz oranlarında beklenmeyen artış sanayi üretimini düşürmekte ve dip etkisi 18-24 ay sonrasında gerçekleşmektedir. Dedola ve Lippi, para politikası değişikliklerinin dayanıklı tüketim malları üreten sektörler üzerinde etkisinin daha güçlü olduğunu ifade etmektedirler. Para politikası şoklarına üretim sektörlerinin tepkisi finansman gereklerine, borçlanma kapasitesine ve firmanın büyüklüğü ile sistematik olarak ilişkilidir.

Aksoy ve Ledesma (2005)⁵⁷ tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İngiltere ve ABD ekonomisi için kısa vadeli faiz oranları ile üretim arasındaki uzun dönemli ilişki sınır testi yaklaşımıyla incelenmiştir. 1873-2001 dönemi için aylık verilerin kullanıldığı çalışmada, kısa vadeli faiz oranını temsilen 10 yıllık Hazine Bonosu ve üretimi temsilen de reel gayrisafi milli hasıla kullanılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, kısa vadeli faiz oranı ile üretim arasında uzun dönemli bir ilişki yoktur.

Reginaldo Pinto Nogueira Jr. (2009)⁵⁸ gerçekleştirdiği çalışmasında gelişmiş ve gelişmekte olan 14 ülkede para politikasının uzun dönemde reel ekonomiye etkisi eşbütünleşme testi yardımıyla analiz etmiştir. 1948-2007 dönemi verileri kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada, para politikası değişkenleri olarak politika faiz oranı, hazine bonosu faiz oranı; reel üretim için gayri safi yurt içi hasıla değişkeni

⁵⁶ Luca Dedola, Francesco Lippi, "The Monetary Transmission Mechanism: Evidence From The Industries Of Five OECD Countries", **European Economic Review**, Vol.49, No.6., 2005, s. 1543-1569.

⁵⁷ Aksoy, Y., and M. León-Ledesma, "Interest rates and output in the long-run. European Central Bank", **ECB Working Paper**, No. 434, 2005.

⁵⁸ R. P. Nogueira, "Is monetary Policy Really Neutral in The Long-Run? Evidence For Some Emerging and Developed Economies." **Economics Bulletin**, Vol. 29, No. 3, 2009, s. 2432-2437.

kullanılmıştır. Reinaldo'ya göre para politikası kısa dönemde üretimi etkilemekteyken, uzun dönemde değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi yoktur.

Boivin ve diğerlerinin (2010)⁵⁹ gerçekleştirdikleri çalışmada, para politikası şoklarının Kanada ekonomisindeki etkisini VAR ve FAVAR modeli yardımıyla incelediler. 1969-2008 dönemi için aylık 348 değişkenin ve üç aylık 87 değişkenin kullanıldığı çalışmada, para politikası değişkeni olarak 3 aylık Hazine Bonusu kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, para politikası şoklarına sanayi üretiminin tepkisi tutarsızdır.

Edoumiekumo ve diğerlerinin (2013)⁶⁰ gerçekleştirdikleri çalışmada, 1970-2011 dönemi için Nijerya'da para politikası şokları ile reel sektör üretim duyarlılığı arasındaki ilişkiyi analiz ettiler. Politika faiz oranı, sabit sermaye yatırımları, özel sektör kredileri ve gayri safi yurt içi hasıla değişkenlerine VAR modeli uygulayarak gerçekleştirilen analizde, faiz oranındaki değişikliğe üretimin duyarlılığı zayıf olduğu yönündedir. Bununla birlikte başarılı para politikası, özel sektörün krediye ulaşmasını kolaylaştırarak üretimi artırmaktadır.

Kishor ve Newiak (2014)⁶¹ tarafından Amerika ekonomisi için gerçekleştirilen ve 1969-2005 yıllarını kapsayan çalışmada, para politikası değişikliğinin üretim ve fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkileri VAR modeli yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmada para politikası şoklarının etkisini incelemek için Fed faiz oranı, sanayi üretim endeksi ve üretici fiyat endeksi değişkenleri kullanılmıştır. Para politikası şoku sonrasında, üretim 1969-1979 dönemi için 6. Aydan itibaren düşmeye başlamakta ve 27. ayda %-2.6 zirve düşüş gerçekleşmektedir. Üretim 48. ay sonrasında başlangıç noktasına dönmektedir. 1979-2005 yılları için para politikası şokuna üretimin verdiği tepki küçük ve önemsiz olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

⁵⁹ J. Boivin, Giannoni M.P., D. Stevanovic, "Dynamic Effects of Credit Shocks in a Data-Rich Environment," **Manuscript**, Columbia University, 2009, s. 1-38.

⁶⁰ Samuel Gowon Edoumiekumo, v.d., "Real Sector Responsiveness To Monetary Policy Shocks In Nigeria", **Journal of Research in National Development**, 11(2), 2013, s.269-277.

⁶¹ N. K. Kishor, M. Newiak, "The Instability In The Monetary Policy Reaction Function and The Estimation of Monetary Policy Shocks", **Contemporary Economic Policy**, 32(2), 2014, s. 390-402.

Balabanova ve Brüggemann (2017)⁶² tarafından gerçekleştirilen çalışmada, Avrupa Birliği ülkelerinden olan Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya için para politikası şoklarının etkisini VAR ve FAVAR yöntemiyle incelenmektedir. Çalışmada, 1995-2013 dönemi aylık verileri kullanılmıştır. Balabanova ve Brüggemann, Avrupa Birliği Ülkeleri'ndeki ekonomik gelişmelerin bu dört ülke ekonomisi üzerindeki etkisini modele dahil ettiler. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, para politikası şokuna üretimin verdiği tepki; Polonya'da negatif, Slovakya'da pozitif, Macaristan ve Çekya'da anlamsız olarak tespit edilmiştir. Modelde kullanılan dışsal bilgi ise sonuçları teorik beklentilerle daha uyumlu hale getirmektedir.

1.5.2. Türkiye'de Faiz Oranı ile Üretim İlişkisine Dair Literatür Taraması

Para otoritesinin uyguladığı politikaların reel ekonomiyle ilişkisinin net olarak belirlenmesi ampirik bir konudur. Parasal bir şokun farklı aktarım mekanizması kanalları aracılığıyla ekonomiye yayılması, değişkenler arasındaki ilişkinin net olarak tespit edilmesini zorlaştırmaktadır. 2001 yılından sonra yapılan çalışmaların literatür taramasından anlaşılacağı üzere; Dünya'da olduğu gibi Türkiye'de de para politikasının etkileri genellikle VAR modeli yardımıyla analiz edilmiştir.

Sezer (2003), Çiçek (2005), Taş (2006), Cengiz ve Duman (2008), Kasapoğlu (2007), Erdoğan ve Beşballı (2009), Atgür ve Altay (2018) kısa vadeli faiz oranları ve üretim arasındaki ilişkiyi VAR modeli yöntemiyle inceledikleri çalışmalarda, bu ilişkinin negatif olduğuna dair bulgular elde etmişlerdir. Benzer çalışmada ise Güloğlu ve Orhan (2008) para politikası şoklarının döviz kuru kanalı ile sanayi üretimine olumlu etkisinin olabileceği bulgusuna ulaşmıştır.

⁶² Zlatina Balabanova, Ralf Brüggemann, "External Information and Monetary Policy Transmission In New Eu Member States: Results From Favara Models", **Macroeconomic Dynamics**, 21, 2017, s. 311-335.

Bununla birlikte, Atgür ve Altay (2018) para politikası göstergesi olarak kullandıkları faiz oranı ile sanayi üretimi arasındaki ilişkiyi FAVAR yöntemiyle analiz ettiklerinde, bu ilişkinin Türkiye ve Endonezya’da anlamsız olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar. Aytemiz vd. (2004) Johansen eşbütünleşme testi yöntemiyle gerçekleştirdikleri çalışmada, iç borç faizi ve sanayi üretimi arasındaki ilişkinin tutarsız olduğu yönündedir.

Ayrıca, Büyükakın vd. (2009) Granger nedensellik testi ve Toda-Yamamoto yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmada faiz oranı ile yatırım harcamaları arasında nedensellik ilişkisine ulaştılar. Öztürkler ve Çermikli (2006) ise kısa vadeli faiz oranları ile reel kredi büyümesi; reel kredi büyümesiyle de sanayi üretimi arasında nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir.

Sezer (2003)⁶³ tarafından 1989:01 ve 2002:12 dönemini kapsayan çalışmada, Granger nedensellik testi yardımıyla Türkiye’de faiz oranı ve döviz kuru kanallarının çalıştığına ilişkin bulguya ulaşılmıştır. Sezer çalışmasında, faiz oranı ve döviz kuruna verilen şoklara sanayi üretim endeksinin güçlü tepki verdiğini, Türkiye’de hisse senedi piyasasının yeterince gelişmemesi nedeniyle hisse senedi kanalının çalışmadığını ifade etmiştir. Ayrıca para arzına verilen şoklara kredilerin tepki vermediği, sanayi üretiminin de kredilerden yeterince etkilenmediği sonucuna ulaşmaktadır. Böylelikle Sezer, Türkiye’de banka kredi kanalının işlemediğini belirtmiştir.

Aytemiz ve diğerlerinin (2004)⁶⁴ gerçekleştirdikleri çalışmada, kamu iç borçları, enflasyon, faiz oranları ve sanayi üretimi arasındaki ilişkileri Johansen – Juselius koentegrasyon ve Granger Nedensellik testleri yardımıyla analiz ettiler. Koentegrasyon testi sonuçlarına göre, uzun dönemde iç borç stok artışı ile sanayi üretimi arasında ters yönlü ilişki bulunmuştur. Türkiye’de kamunun çok yüksek faiz

⁶³ Burhan SEZER, “Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye’de İşleyişi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.

⁶⁴ Şeref Kalaycı, Levent Aytemiz, Yeşim Helhel, “İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim İlişkileri: Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt.19, No.221, s.80-87.

oranları ile yoğun borçlanma talebi, özel kesimin sabit sermaye yatırımları yerine kamu iç borçlanma araçlarını almaya teşvik etmektedir.

Çiçek (2005)⁶⁵ gerçekleştirdiği çalışmada, Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının etkinliği 1995:1 ve 2003:2 çeyreği arasındaki dönemde VAR metodolojisi kullanarak analiz etmiştir. Çiçek çalışmasında para politikası şokları ile bu şokların reel aktivite ve fiyatlar üzerindeki etkisi arasındaki ilişkiyi ve aktarım kanallarını analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, reel üretimin para politikasında bir sıkılaşmadan sonra sert bir şekilde düşmeye başladığını ve 2 çeyrek dönem sonra bu düşüşün maksimum olduğuna ulaşılmıştır. Parasal etkilere en duyarlı toplam talep bileşenleri olarak ithalat ve yatırım tespit edilmiştir. Türk finansal sistemi içinde reel aktivitenin finansmanında bankaların rolü önemsizdir. Çiçek çalışmasında Türkiye’de para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisi açısından, geleneksel faiz oranı kanalının en etkin kanal olduğunu ifade etmiştir.

Taş (2006)⁶⁶ tarafından gerçekleştirilen çalışmada Türkiye’de parasal aktarım mekanizması 1990-2014 dönemi için VAR modeli çerçevesinde analiz edilmiştir. Para politikası değişkeni olarak bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı kullanılmıştır. Faiz oranındaki artışa karşılık sanayi üretim endeksi 4 ay boyunca düşerek cevap vermiştir. Varyans ayrıştırma sonuçlarına göre faiz oranı tahmin hata varyansının 1. dönemde %0.008’ini, 5. dönemde %25.25’ini ve 10. Dönemde %30.80’ini açıkladığı tespit edilmiştir. Bu sonuç Taş’a göre sanayi üretim endeksi ile faiz oranı arasında önemli bir ilişki olduğu yönünde açıklanmıştır. SUE’deki hata varyansının açıklanmasında faiz oranının rolü diğer değişkenlere göre daha büyük olarak tespit edilmiştir.

⁶⁵ Macide Çiçek, “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: Var (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt. 20, Sayı. 233, 2005, s. 82-105.

⁶⁶ Derya Taş, “Parasal Aktarım Mekanizması ve Var Analizi İle Türkiye Uygulaması”, **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009.

Öztürkler ve Çermikli (2006)⁶⁷ tarafından Türkiye’de 1990-2006 dönemi için para politikası şokları ile banka kredileri ve banka kredileri ile de reel üretim arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Tepki fonksiyonlarına göre, nominal faiz oranlarında ortaya çıkan bir artış, reel kredi büyüme oranını azaltmaktadır. Fakat, tepki fonksiyonunda reel kredi büyüme oranı ile sanayi üretimi büyüme oranı arasındaki ilişki tam anlamıyla açık değildir. Çalışmada, parasal şoklar reel kredi büyümesinin Granger nedenidir. Bununla birlikte, reel kredi büyüme oranı ile sanayi üretimi arasında büyüme oranı arasında iki-yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.

Cengiz ve Duman’ın (2008)⁶⁸ ortaklaşa gerçekleştirdikleri çalışmada, 1990-2006 dönemi için VAR yöntemi yardımıyla Türkiye’de para politikası şokuna makro değişkenlerin tepkileri araştırılmıştır. Daraltıcı para politikasının üretim üzerindeki etkisi dördüncü aya kadar düşme yönündedir. Para politikasının etkisinin zamanla sifıra doğru yaklaşması ise para politikasının uzun vadede yansız olduğu yönündeki temel Klasik hipotezi desteklemektedir. Ayrıca, etki tepki fonksiyonlarından para politikasının bankaların kredi açtıkları miktarını ve kredi miktarı ile üretimin para politikasına tepkisinin önemli ölçüde eş zamanlı olarak birlikte hareket ettiği saptanmıştır.

Kasapoğlu (2007)⁶⁹ VAR yöntemi yardımıyla 1999:01-2006:07 dönemini kapsayan çalışmada, Türkiye’de parasal aktarım kanallarının hangilerinin etkin olarak çalıştığını araştırmıştır. Kasapoğlu’nu ulaştığı sonuçlara göre; Türkiye’de geleneksel faiz oranı kanalının etkin olarak çalıştığı, döviz kuru kanalının üretim seviyesi üzerinde etkisi olmamakla birlikte rağmen fiyatlar genel seviyesini etkilediği, hisse senedi ve kredi kanalının etkin olarak çalışmadığı yönündedir. M1 Para arzı değişkenine verilen şoka sanayi üretimi iki ay gecikmeli olarak cevap vermiştir. Tüm

⁶⁷ H. Öztürkler, A. H. Çermikli, “Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, 44(514), 2007, s. 57-68.

⁶⁸ Vedat Cengiz, Mehmet Duman, “Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990-2006)”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt. 26, No.2, 2008, s. 81-104.

⁶⁹ Özgür Kasapoğlu, “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2007.

dönemlerde enflasyon şokuna, faiz oranları ters tepki verirken, sanayi üretimi enflasyonla aynı yönde tepki vermektedir.

Güloğlu ve Orhan (2008)⁷⁰ tarafından Türkiye’de parasal aktarım mekanizmalarının makroekonomik etkilerini analiz etmiştir. Güloğlu ve Orhan VAR metodu yardımıyla yaptıkları analize göre para politikası şokları faiz, nominal ve reel döviz kuru ve fiyatlar genel seviyesi üzerinde teorik beklentilere uygun etkileri bulunmaktadır. Türkiye’de kredi kanalının zayıf olduğunu ve para politikası şoklarının döviz kuru kanalıyla sanayi üretimin olumlu etkilerinin olabileceği bulgusuna ulaşılmıştır.

Örnek (2009)⁷¹ 1990-2006 yıllarını kapsayan çalışmasında, etki tepki analizinde para politikası şoklarının reel ekonomi ve fiyatlar üzerindeki etkisi analiz etmiştir. Faiz oranı kanalı ile ilgili yapılan ampirik bulgular neticesinde sıkı para politikası sonrası reel üretimin ilk altı ayda hızla düştüğü tespit edilmiştir. Banka kredi kanalında, bankalar arası para piyasası gecelik faiz oranına verilen bir şoka reel üretimin tepkisi ilk iki çeyrek dönemde hızla düşmektedir. Çalışmada, üretimdeki dalgalanmaların % 30’dan fazlasını faiz oranı şokları ortaya çıkarmaktadır. Örnek’e göre Türkiye’de parasal aktarım mekanizmalarından banka kredi kanalı ile hisse senedi kanalının çalışmadığı, faiz kanalı ile döviz kuru kanalının etkin bir şekilde çalıştığı bulgularına ulaşılmıştır.

Büyükakın, Bozkurt ve Cengiz’in (2009)⁷² gerçekleştirdikleri 1990:01-2007:09 dönemi kapsayan çalışmalarında, Türkiye’de faiz oranı kanalını Granger nedensellik testi ve Toda-Yamamoto yöntemini kullanarak analiz ettiler. Faiz oranındaki bir değişiklik, Granger nedensellik testine göre yatırım harcamalarını, fiyat düzeyini ve

⁷⁰ Bülent Güloğlu, Sevinç Orhan, “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmalarının Makroekonomik Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt. 23, Sayı.268, 2008, s. 94-118.

⁷¹ Örnek, a.g.e.

⁷² Figen Büyükakın, Hilal Bozkurt, Vedat Cengiz, “Türkiye’de Parasal Aktarımın Faiz Kanalının Granger Nedensellik Ve Toda-Yamamoto Yöntemleri İle Analizi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı. 33, 2008, s. 101-118.

hasılayı; Todo-Yamamoto yöntemine göre ise yatırım harcamalarını ve hasılayı etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Erdoğan ve Beşballı (2009)⁷³ tarafından 1996:06-2006:9 dönemini kapsayan çalışmada, banka kredileri kanalının Türkiye'deki işleyişi analiz edilmiştir. Parasal bir şokun reel ekonomi üzerindeki etkilerinin araştırılması VAR modeli yardımıyla gerçekleştirilmiştir. Merkez bankası politika ölçütü olarak bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı alınmıştır. Politika faiz oranına verilen bir şok karşısında, krediler ve sanayi üretim endeksi ilk 3 ay boyunca azalmıştır. VAR modelinden hareketle Türkiye'de banka kredileri kanalının çalıştığına ilişkin bulgular elde etmekle birlikte Türkiye'deki mali baskınlığın merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizleri ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflattığını dolayısıyla para politikasının etkinliğini azalttığını ifade etmektedirler.

Atgür ve Altay'ın (2018)⁷⁴ gerçekleştirdikleri çalışmada, Türkiye ve Endonezya için faiz kanalının işleyişini VAR ve Faktör Genişlemeli Vektör Otoregresif (FAVAR) yöntemi yardımıyla analiz edilmiştir. VAR modeli sonuçlarına göre, Türkiye'de reel faiz oranına verilen bir birimlik şoka, sanayi üretim endeksi negatif tepki vermekte iken; Endonezya'da hazine bonosu faiz oranına verilen bir birimlik şoka, sanayi üretim endeksinin tepkisi istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. FAVAR sonuçlarına göre de, Türkiye'de mevduat faiz oranına verilen şoka, sanayi üretim endeksinin verdiği tepki istatistiksel olarak anlamsız tespit edilmekte; Endonezya'da ise hazine bonosu faizine verilen şok karşısında SUE'nin verdiği tepki istatistiksel olarak anlamsız olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

⁷³ Seyfettin Erdoğan, Sinem G. Beşballı, "Empirical Analysis Of The Bank Lending Channel in Turkey", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt.11, Sayı.1, 2009, s. 28-41.

⁷⁴ Musa Atgür, N. Oğuzhan Altay, "Yeni Para Politikası Arayışları Bağlamında Parasal Aktarım Mekanizması Faiz Kanalının İşleyişi: Türkiye Ve Endonezya Ülke Örnekleri", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 14, Sayı 3, 2018, s. 601-624.

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

Para politikasının reel değişkenler üzerindeki etkilerinin ampirik analizine geçmeden önce bu ilişkinin anlaşılmasında kritik öneme sahip iki kavramın açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Bunlardan birincisi, para politikasının belirlenmesi ve yürütülmesinden sorumlu olan merkez bankası. İkincisi de para politikasının teorik ve pratik çerçevesinin açıklanmasıdır.

Bu iki kavramın açıklığa kavuşturulması başlıca iki nedenden dolayı önemlidir. Birincisi, merkez bankasının uyguladığı para politikası, bankanın kurumsal yapısı ve içinde bulunduğu ülkenin siyasal ve toplumsal gelişmeleriyle yakın etkileşim halindedir. İkinci olarak, merkez bankası amaçlarına ulaşma yönünde politikalar izlemekle birlikte, bu amaçlar üzerinde doğrudan kontrol gücü bulunmamaktadır. Modern merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu dikkate alındığında, para politikası araçlarının belirtilen amaca dönük olarak etkin ve ilişkili olarak kullanılması önem arz etmektedir.

Yukarıdaki açıklamaların ışığında, bu bölüm başlıca altı alt kısımda incelenecektir. Bölüm 2.1’de öncelikle merkez bankacılığı kavramı açıklığa kavuşturulacaktır. Daha sonra merkez bankacılığının dünyada ve ülkemizdeki gelişimi ele alınacaktır. Bu bağlamda, TCMB’nin kurulma aşamaları, işlevleri ve fonksiyonları anlatılmaktadır. Bölüm 2.4’te para politikası araçlarının tanıtılması ve etkilerinin incelenmesine ayrılmıştır. Bu bölüm, Türkiye’de para politikası araçlarının dönemler itibarıyla incelenmesi ve para politikası kurullarının açıklanmasıyla tamamlanacaktır.

2.1. Merkez Bankacılığı Kavramı

Merkez bankalarının görev ve yetkileri zaman içerisinde değişmiştir. Başlangıçta devletler, kaynak bulmayı kolaylaştırma, dolaşıma süreceği paranın emisyonuna karar vermek ve bankacılık sisteminin gelişimini ve denetlenmesini sağlamak için

merkez bankalarını kurdular.⁷⁵ Merkez bankaları hükümetin bankası olarak çalışmaya başlamış; fakat yüzde yüz altın karşılığının kaldırılması ve kağıt paraya geçilmesi sonucu merkez bankalarına diğer işlevler eklenmiştir. Zamanımızda bir merkez bankası sadece hükümete finansal hizmet sunmakla kalmaz, aynı zamanda bankacılık sistemine çeşitli hizmetler sunarak, para politikasında sorumlu resmi otoritedirler.

Bir ülkede merkez bankası; para basmak, paranın iç ve dış değerini korumak, ekonominin ihtiyacına ve hükümetçe izlenen politikalara göre para ve kredi işlemlerini düzenlemekten sorumludur. Merkez bankası, devletin hazinedarlığını yapmakta ve bankaların mevduatlarına karşılık kendi bünyesinde tutmuş oldukları zorunlu karşılıklarını muhafaza etmektedir. Takas odası hizmeti görmektedir yani bankalar arası alacak ve borçların takas ve mahsubunu sağlamaktadır. Ülkesinin altın ve döviz rezervlerini muhafaza etmekte, kliring kurumu olarak uluslararası ödemelere aracı olmakta ve para politikası araçlarını kullanarak ekonomiye yön vermektedirler.⁷⁶

Merkez bankalarının yukarıda belirtilen fonksiyonları dikkate alındığında, tanımlarının bir cümleyle yapılmasının ne kadar zor olduğu görülecektir. Konuya ilişkin yazına bakıldığında, merkez bankasının ve merkez bankacılığının ne olduğuna ilişkin farklı tanımların olduğunu görüyoruz. Bu tanımların ortak özelliği, her bir tanımın merkez bankalarının bir veya birkaç özelliğini ön plana çıkarıyor olmalarıdır. Bu bölümde merkez bankasına ilişkin farklı tanımlardan yola çıkarak merkez bankacılığını incelemeye çalışacağız.

Fisher merkez bankasını, “para basma yetkisini tekeline bulunduran bankadır” şeklinde tanımlamaktadır. Bu tanımdan anlaşılacağı üzere Merkez Bankası faaliyet gösterdiği ülkenin para otoritesi olup, emisyon ve faiz oranları yolu ile ulusal para

⁷⁵ Stanley Fischer, **Modern Central Banking**, England, The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England, 1995. s. 1.

⁷⁶ H. A. Zarakolu, **Bankacılar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988, s.1.

arzını düzenler ve kontrol eder. Ulusal paranın piyasaya sürülmesini kanun ile tekelinde bulunduran Merkez Bankası bu yönüyle ticari bankalardan ayrılmakta olup, günümüzde siyasi otoriteden bağımsız karar alma mekanizmaları bulunmaktadır.⁷⁷ Ayrıca, para basma imtiyazının merkez bankasına teslim edilmesi paranın kontrolünü sağlamak anlamına gelmektedir.

Koch'da (1945) merkez bankasını, "herhangi bir ülkede para ve kredi hacminin düzenlenmesi kendisine emanet edilen bankadır" şeklinde tanımlamaktadır.⁷⁸ Merkez Bankası faaliyetlerinin asıl amacı ticari bankaların aksine kar elde etmek değil, kamu yararını gözetmek olup, ülkenin para piyasasını ve banka sistemini düzenlemektedir. Bankalara rakip değil, onların tamamlayıcısı olan merkez bankası; ekonominin kredi ihtiyacını karşılayan bir rezerv banka, finansal stres dönemlerinde son ödünç verme kurumudur.

Merkez bankası özellikle kriz dönemlerinde bankacılık sisteminin likidite gereksinimlerini karşılamak yoluyla önemli bir işlev görürler. Bankalar, ihtiyaç duyduklarında Merkez Bankasından borçlanarak likidite sıkıntılarını giderirler. Bankaların ve bankerlerin bankası olan merkez bankası bir ülkede faaliyet gösteren bankaların müşterilerine yaptıkları kolaylıkları, bu bankalara yapar. Bankalar birbirlerine yapacakları ödemeleri, merkez bankası nezdinde bulunan hesaplarıyla gerçekleştirir.⁷⁹

Merkez bankalarının tarih sahnesine çıkışını hazırlayan bir diğer gereklilik de, devletin bizzat kendisinin mali işlemlerini yerine getirebilecek bir kuruma ihtiyacıdır. Merkez bankaları devletin hazinedarlığını yaparak devletin gelirlerini toplamakta; hazine bono ve tahvil çıkarılmasında ve geri ödenmesinde mali ajanlık

⁷⁷ Fischer, **a.g.e.**, s. 3-4.

⁷⁸ M.H. Koch, **Merkez Bankacılığı**, Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Neşriyatı, 1945, s.21.

⁷⁹ Ralph G. Hawtrey, **Merkez Bankacılığında İdare Sanatı**, çev. Mahmut Nedim Sinaplı, Ankara, TCMB Yayınları, 1936, s.3.

yapmakta, hükümet kurum ve kuruluşlarının banka hesaplarını tutmakta, devletin iç ve dış borçlara ilişkin faiz ve anapara ödemelerini gerçekleştirmektedir.⁸⁰

Para politikasının yürütülmesinden sorumlu, ekonomilerin başarısı için son derece önemli kurum olan merkez bankaları, uyguladıkları para politikasıyla faiz oranlarını, kredi miktarını ve para arzını belirlemekte, böylece üretim, enflasyon ve finansal piyasalar üzerinde etkisi bulunmaktadır.⁸¹ Merkez bankasının uyguladığı para politikası bulunduğu ülkenin siyasi ve toplumsal olguları ile hükümetin izlediği ekonomi politikalarıyla etkileşim içindedir. Merkez bankası icra ettiği tüm bu önemli fonksiyonlar nedeniyle ekonomiler için en büyük otorite ve vazgeçilmez bir kurumdur.

Yukarıdaki açıklanan tanımlar dikkate alındığında, merkez bankalarını ekonomide para ve kredi işlerini düzenleyen, ulusal paranın iş ve dış değerini koruyan ve istikrarlı bir büyüme için gerekli olan finansal koşulları sağlayan bankalar olarak ifade edebiliriz.

2.2. Dünya’da Merkez Bankacılığı ve Merkez Bankacılığının Tarihi Gelişimi

Merkez bankaları, ticari bankalarla kıyaslandığında, tarihi olarak oldukça yeni kurumlardır. Merkez bankaları 17. yy’da özel ticaret bankaları olarak faaliyet gösterip, zamanla kar amacı gütmeyen kamu kurumlarına dönüşmüşlerdir. Merkez bankalarının kurulmasında ticari güdülerle birlikte özellikle savaş dönemlerinde beliren kamunun finansman ihtiyacı etkili olmuştur. Ayrıca, uzun süren savaşların finansmanını sağlamak adına fazla para basılmasıyla enflasyon problemi ortaya çıkmıştır. Tüm bu sebepler neticesinde; kısmen devletten bağımsız, piyasaya karşılığı olan para süren güvenilir kuruluşlara ihtiyaç hasıl olmuştur.⁸² Genel olarak

⁸⁰ Öztin Akgüç, **100 Soruda Türkiye’de Bankacılık**, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1987, s. 123.

⁸¹ Parasız, 2011, **a.g.e.**, s.79-81.

⁸² Forrest Capie, Charles Goodhart and Norbert Schnadt, **The Development of Central Banking**, Cambridge, Bank of England, 1994, s. 4-5.

merkez bankalarının kağıt paranın düzenlenmesi ve devletin kısa vadeli kredi ihtiyacının giderilmesi zorunluluğundan ortaya çıktığını ifade edebiliriz.

Tarihteki ilk merkez bankasının kuruluşu günümüzden yaklaşık olarak üç yüzyıl öncesine gitmektedir. Kağıt paranın icadı ile ilk merkez bankasının kuruluşu arasında yakın ilişki göze çarpmaktadır. Avrupa’da ilk kağıt para 1661 yılında Stockholm Bankası tarafından ihraç edilmiştir. Bu gelişmenin arka planında, dönemin İsveç bakır paralarının ağırlıklarının 20 kg civarında olmasından mütevellit ticaret için kullanışsız olmaları yatmaktadır. Stockholm Bankasının kurucusu olan Palmstruch, bankanın ihraç ettiği kağıt paraların karşılığının olduğu konusunda güvence vererek; mudilerine talepleri halinde kağıt paralarını, madeni parayla değiştireceğini taahhüt etmiştir. Nitekim, Stockholm Bankası aşırı banknot ihracı nedeniyle taahhüdünü yerine getiremeyip iflas etmiştir. Banka, devlet eliyle yeniden organize edilerek 1668 yılında Riksbank (Riksens Standers Bank) adıyla tarihteki ilk merkez bankası olarak görevine başlamıştır.⁸³ Riksbank, kurulduktan sonra banknot ihracı imtiyazına sahip olmuştur. Bu imtiyaz 1809 yılında kanunla teyit edilmiştir.⁸⁴

Bununla birlikte, günümüzdeki merkez bankacılığının gelişmesine önderlik ederek, dünya merkez bankacılığı için önemli bir örnek teşkil eden İngiltere Bankası “Bank of England”dır. İngiltere Merkez Bankası, 1694 yılında anonim şirket olarak hükümetin bankerliğini yapmak amacıyla kurulmuştur.⁸⁵ Hükümete borç verme karşılığında, kağıt para ihracı, mal karşılığı avans vermek, kıymetli maden ticareti yapmak ve ticari senetleri alıp satmak gibi ayrıcalıklara sahiptir.

Hükümetin bankası olarak görev yapması İngiltere Bankasına itibar sağlamış olup, ülke içindeki diğer bankalar nakit fazlalarını bu banka nezdinde açtıkları hesaplarda saklamaya başladılar. Bu sayede, tarihte ilk defa bir merkez bankası diğer bankaların

⁸³ The Riksbank (çevrimiçi), <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/1600-1699/sveriges-riksbank-is-founded>, 15 Mayıs 2018.

⁸⁴ Koch, **a.g.e.**, s.10-11.

⁸⁵ A. Andreades, **History of the Bank of England 1640-1903**, New York, Keller Pub., Press, 1966, s.5.

paralarının muhafızlığını yapmaya başlayarak, bankaların bankası konumuna gelmiştir. 1854 yılında ülkedeki bankalarının birbirlerine olan karşılıklı borç ve alacaklarını İngiltere Bankası'ndaki hesaplarından nakil yoluyla denkleştirmeleri ile ilk takas işlemi gerçekleşmiştir.⁸⁶ Tablo 2.1'de 1900 öncesi kurulan merkez bankaları hakkında bilgiler verilmiştir.

Tablo 2.1. Merkez Bankası Kuruluş ve Yetki Tarihleri

Merkez Bankası Adı	Bankanın Kuruluşu	Bankanın Para Çıkartma Monopolü Olması	Borç İçin Başvurulacak Son Mercisi
İsveç Merkez Bankası	1668	1897	1890
İngiltere Bankası	1694	1844	1880
Fransa Bankası	1800	1848	1880
Finlandiya Bankası	1811	1886	1890
Hollanda Bankası	1814	1863	1870
Avusturya Bankası	1816	1816	1870
Norveç Bankası	1816	1818	1890
Danimarka Bankası	1818	1818	1880
Portekiz Bankası	1846	1818	1870
Belçika Bankası	1850	1850	1850
İspanya Bankası	1874	1874	1910
Alman İmparatorluğu Bankası	1876	1876	1880
Japonya Bankası	1882	1883	1880
İtalya Bankası	1893	1926	1900

Kaynak: Capie, F., v.d., "The Development of Central Banking", **Bank of England**, 1994, s. 6.

⁸⁶ Koch, a.g.e., s.8-9.

20. yy. başına kadar para emisyonu, altın para olarak adlandırılan sistemle çalışmaktaydı. Bu sistemde, bankalar ilave değerli maden karşılığında ilave para basmaktadır. Temsili para olarak adlandırılan bu paralar, ibrazları kaşılığında altın ve gümüşe çevrilebilmektedir. Temsili para, satın alma ve ödeme gücünü bizzat temsil ettiği değerli madenden almaktadır. İngiltere'nin 1931 yılı itibariyle altın para sisteminden ayrılmasıyla diğer ülkelerde de paraların altın konvertibilitesi kaldırılarak, itibari para sistemine geçilmiştir. İtibari para, maddi değerini değerli bir madenden değil devletin egemenlik hakkından almaktadır. Temsili para gibi altın karşılığı olmayan itibari paranın değeri ve miktarı yasa ile belirlenmektedir.⁸⁷

Temsili para sisteminden itibari para sistemine geçilmesi, merkez bankalarına para ve kredi hacmini geniş tutma imkanı vermiştir. Bu sayede para arzı, ekonomi politikasının ulaşmak istediği hedefler göz önünde bulundurularak düzenlenir. Bu açıdan bakıldığında, günümüz anlamında Merkez Bankalarının ortaya çıkışının 1900'lü yılların başları olduğunu rahatlıkla ifade edebiliriz.

Günümüzde merkez bankalarının ekonomik hayattaki rolleri Tablo 2.2'de gösterilmiştir. Tablo 2.2 incelendiğinde, merkez bankasının en önemli işlevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu görülmektedir. Merkez bankası enflasyonu istikrarlı bir düzeyde tutmak için para politikasını yürütmektedir. Bu bağlamda, merkez bankasının para çıkarma imtiyazına sahip olması aslında parasal kontrolü sağlamaktadır. Parasal kontrolün olması, enflasyonun kontrolünü de temin etmektedir.

Ayrıca, merkez bankalarının finansal piyasaların gelişimini ve fonların bu piyasada istikrarlı aktarımını sağlamada önemli bir rolü bulunmaktadır. Ekonomik birimlerin finansal sisteme güven duyması neticesinde elinde fon fazlası olanlardan yatırım için fona ihtiyacı olanlara aktarım gerçekleşecektir. Bu sebeple, merkez bankası finansal

⁸⁷ Can Aktan, "Merkez Bankacılığının Doğuşu", (çevrimiçi), <http://www.canaktan.org/ekonomi/merkez-bankacilik/dogusu.htm>, 16 Haziran 2018.

piyasaları izlemekte, ödeme sistemleri ile ilgili gerekli düzenlemeler yapmakta ve kriz dönemlerinde bile bankacılık sistemine gerekli likiditeyi sağlamaktadır.

Tablo 2.2 Modern Merkez Bankasının Rolü

Parasal İstikrar	Finansal İstikrar
Roller	
Para değerinin korunması	Finansal sistemin sorunsuz, etkili işleyişini sürdürmek ve ekonomiyi finansal dengesizliklere karşı korumak
Fonksiyonlar	
a) Para ihracı	a) Ödeme sisteminin denetimi ve gözetimi
b) Para politikasının Yürütülmesi	b) Son başvuru mercii olması
	c) Bankacılık sisteminin denetimi

Kaynak: Moenjok, T., Central banking: theory and practice in sustaining monetary and financial stability. John Wiley & Sons, 2014, s.39

2.2.1. Türkiye’de Merkez Bankacılığının Gelişimi

Türkiye’de merkez bankacılığı müessesesi 19. yy. itibariyle ortaya çıkmaktadır. Daha öncesinde hazinenin, darphanenin, sarrafların ve vakıfların ortaklaşa yürüttüğü para ve kredi işlemleri tarihi seyir içinde yerini yabancı sermayeden meydana gelen bir merkez bankasına bırakmıştır. Yabancı sermayeden teşkil merkez bankasına dair tepkiler olmasına rağmen, milli bir merkez bankası kurma girişimleri 1930 yılında gerçekleşmektedir.

Merkez bankacılığının ilk örneklerine baktığımızda; devletin mali sıkıntılarının bu bankaların tarih sahnesine çıkışında etmen olduğunu görmekteyiz. Osmanlı Devletinin maliyesi, 16. yy ikinci yarısına kadar süren hızlı fetihlerden elde edilen gelirler sayesinde son derece güçlüydü. Bu dönemden sonra devletin bozulan mali sistemi nedeniyle Galata bankerlerinden kısa dönemli borçlanma başlamaktadır.⁸⁸

⁸⁸ Şevket Pamuk, **Osmanlı-Türkiye İktisadî Tarihi 1500-1914**, Ankara, İletişim Yayınları, 2017, s. 235.

Osmanlı'da modern bankacılık sistemi oluşuncaya dek Galata bankerleri devletin tüm para ve kredi işlemlerini yönetmişlerdir. Galata bankerlerinin sermayesinin kısıtlı olması sebebiyle Osmanlı Devleti ihtiyaç duyduğu kısa vadeli kredi miktarını karşılayacak daha güçlü kurumlara ihtiyaç duymuştur.

Türkiye'de ilk banka 1847 yılında "Banque de Constantinople" (Bank-I Dersaadet-İstanbul Bankası) adıyla Galata bankerlerinden J. Alleon ve T. Baltazzi tarafından kuruldu. Bankanın kurulmasının arka planında yatan neden, dış ödemelerde Türk parasının istikrarının korunması olmuştur. Osmanlı hükümeti, bu bankerlere her yıl verilecek iki milyon kuruş karşılığında, bankerlerin İngiliz lirasının fiyatını 110 kuruşta sabitlemeleri hususunda anlaşılardı. Ülkemizde kurulan ilk banka olan Banque de Constantinople, 1848'de Fransa'daki devrim hareketlerinin, Osmanlı ve Fransa arasındaki ticari ilişkileri sekteye uğratması sonucunda ödemelerde sıkıntılar yaşamıştır ve banka 1852 yılında iflas etmiştir.⁸⁹

Banknot çıkarma imtiyazına sahip olan ilk banka 1863 yılında kurulmuştur. Kırım Savaşının gerektirdiği yeni harcamalar sonucu bozulan gelir-gider dengesiyle birlikte dış borçlanmaya giden Osmanlı Hükümeti, hazinenin kısa vadeli kredi ihtiyacının karşılanması ve Avrupa'dan uzun vadeli borçlanmanın kolaylaşmasını sağlamak amacıyla banknot çıkarma imtiyazına sahip olan bir bankanın kurulmasını gerekli görmüştür. 1863 yılında Türkiye'nin ilk merkez bankası, İngiliz ve Fransız ortaklığında Bank-ı Osman-i Şahane (Osmanlı Bankası) adıyla kurulmuş ve kendisine 30 yıllık banknot çıkarma imtiyazı verilmiştir. Bankanın tedavüle çıkardığı banknotların %33 altın karşılığında sahip olması kararlaştırılmıştır. Osmanlı Devleti ise imtiyaz süresince kağıt para çıkarmamayı ve banknot çıkarma yetkisine sahip bir diğer kuruluşa izin vermemeyi taahhüt ediyordu. Anlaşmaya göre Osmanlı Devleti'nin iç ve dış borçlarının anapara ve faiz ödemeleri yalnız Osmanlı Bankası aracılığıyla yapılacak; banka hazinenin veznedarlığını yaparak, devletin gelirlerini

⁸⁹ Neşet Çağatay, "Osmanlı İmparatorluğunda Riba-Faiz Konusu Para Vakıfları ve Bankacılık", **Vakıflar Dergisi**, (9), 1969, s. 52.

toplayacaktı. Bankanın toplayacağı devlet gelirleri karşılığında, hükümete cari hesap şeklinde %6 faizle kredi kullandırması kararlaştırılmıştı.⁹⁰

Ayrıca, devletin bankası kimliği verilerek Merkez Bankası işlevi gören ve aynı zamanda ticaret bankacılığı yapma hakkına sahip olan Osmanlı Bankası, Osmanlı hükümetine yaptığı bankerlik hizmetlerine karşılık komisyon ve tazminat alacaktı. Osmanlı Bankası bir devlet bankası olarak her türlü resim ve harçtan muaftı. Bankanın yönetim kurulu üyeleri, Londra ve Paris'teki kurucular tarafından seçilen komiteler aracılığıyla atanmaktaydı.⁹¹

Osmanlı Bankası'nın bir merkez bankası fonksiyonlarına sahip olup olmadığı tartışılabilir. Banknot çıkarma imtiyazına sahip olmasına rağmen bu banknotların kullanımı sınırlı kalmıştır. Halk çıkarılan banknotlara rağbet göstermeyip, eline geçen parayı kısa sürede parayı altına çevirdiği görülmüştür. Bu durumun oluşmasında; daha önce devlet tarafından çıkarılan kaimelerin, kağıt paranın itibarını sarsması etkili olmuştur. Böylelikle, bankanın para politikası üzerindeki etkisi sadece hükümetin para ve hazine bonusu çıkarmasının sınırlanması olarak gerçekleşmiştir.

Bununla birlikte, Osmanlı Bankası reeskont ve karşılıklar yoluyla ekonominin likiditesini ve kredi hacmini ayarlama ve denetleme işlevine hiçbir zaman sahip olmamıştır. Banka devletin hazinedarlığı görevini yerine getirmekle birlikte; Devletin kısa vadeli borçlanma taleplerini, sermayesinin karlılığını ön planda tutarak çoğunlukla geri çevirmiştir. Bu doneler ışığında, Osmanlı Bankasının bir merkez bankasının sahip olduğu işlevleri kısmen yerine getiren; fakat daha çok karlılığı ön plana tutarak bir ticaret bankası gibi çalıştığını söylemek mümkündür.⁹²

Osmanlı Bankası'nın devlet bankası statüsüne haiz olmakla birlikte, ülke çıkarları yönünde hareket etmemesi milli bir banka ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bankanın

⁹⁰ Akgüç, **a.g.e.**, s.100-101.

⁹¹ Zarakolu, **a.g.e.**, s.51-52.

⁹² Tekeli, İ., Ilkin, S., **Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Asama: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, TCMB Yayınları, Ankara, 1997, s. 68-70.

İngiliz, Fransız ve Avusturya sermayesi ile faaliyet göstermesi Osmanlı Hükümetinin bu ülkelerden kredi almasını kolaylaştırırsa da, Balkan Savaşları ve Birinci Dünya Savaşında İngiliz ve Fransız hükümetlerinin baskısı sonucu Osmanlı Hükümetinin bankanın imkanlarını kullanması engellenmiş olup, mali yardımdan yoksun kalmıştır.⁹³ Ülkenin, devlet bankasına ve ulusal banka sistemine sahip olmaması nedeniyle krediye ulaşmanın daha fazla maliyetli olması ve devletin finansmanında tecrübe edilen sıkıntılar milli bir banka isteğinin arka planını oluşturmakla birlikte, milli bir merkez bankasının kuruluşu Cumhuriyet'ten sonra gerçekleşmiştir.

“Yeni Türkiye Devleti cihangir bir devlet olmayacaktır. Fakat, Yeni Türkiye Devleti iktisadî bir devlet olacaktır.” ifadesiyle Atatürk, Kurtuluş Savaşının kazanılmasıyla elde edilen siyasi bağımsızlığın ekonomik bağımsızlıkla taçlandırmanın önemini vurguluyordu.⁹⁴ Cumhuriyetin ilk yıllarında ülkenin ulusal bir merkez bankası bulunmamaktaydı. Ülkenin kredi piyasasının yetersiz ve yabancı bankaların hakimiyetinde olması temel ekonomik sorunu oluşturmaktaydı. 1923 tarihinde gerçekleşen İzmir İktisat Kongresi'nde emisyonu sağlayacak milli devlet bankası kurulmasına yönelik görüş belirtilmiştir.⁹⁵

2.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kuruluşu

1927 yılında açıklanan Hükümet Programı ile merkez bankasının kurulacağı açıklanmıştır. Merkez bankası yapılanmasını sağlayacak yasa tasarısı, Prof. Leon Morf ve Prof. Charles Rist'in katkılarıyla hazırlanarak “1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu” adı ile 11 Haziran 1930 tarihinde TBMM'de kabul edilmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 3 Ekim 1931 tarihinde fiilen çalışmaya başlamıştır. Merkez Bankası, merkezi idareden bağımsız ve diğer kamu kurumlarından farklı olarak anonim şirket olarak kurulmuş olup; yasa tasarısında bağımsızlığını vurgulamak amacıyla “Cumhuriyet Merkez Bankası” ismi

⁹³ Toprak, Z., *Türkiye'de" Millî İktisat" 1908-1918*, bas. 2, Yurt Yayınları, 1982, s. 130-131.

⁹⁴ Necdet Serin, “Atatürk'ün İktisadi Politika Anlayışı”, *Ankara Üniversitesi Türk İnkılap Tarihi Enstitüsü Atatürk Yolu Dergisi*, 1(02), 1988, s. 215.

⁹⁵ Akgüç, a.g.e., s. 19-23.

verilmiştir. Bankanın hisseleri A, B, C, D sınıflarına ayrılmıştır. A sınıfı hisseler hazineye ait olup; bankanın bağımsızlığını güçlendirmek için hazinenin sahip olabileceği maximum hisse senedi toplam sermayenin yüzde 15' idir. B sınıfı hisseler milli bankalara, C sınıfı hisseler yabancı bankalara ve imtiyazlı şirketlere, D sınıfı hisseler de Türk Ticaret Kuruluşları ile Türk uyruklu gerçek ve tüzel kişilere ayrılmıştır.⁹⁶

1715 sayılı Kanuna göre Merkez Bankasının temel amacı ülkenin kalkınmasını desteklemek olup; 30 yıl süre ile banknot basma tekeline sahiptir. Banka reeskont oranlarını belirlemek, para piyasasını ve tedavülünü düzenlemek, devletin haznedarlığını yaparak, hazine işlemlerini yerine getirmek ve hükümetle birlikte Türk parasının değerinin korumak ile görevli kılınmıştır. Merkez Bankasının temel politika aracı reeskont oranları olduğu belirtilmiştir.⁹⁷

1930'lu yıllarda Merkez Bankasının kararlarına hükümet tarafından müdahale edilmemiş ve bankanın bağımsızlığı korunmuştur. Bu dönemde enflasyon düşük düzeylerde seyretmiştir. 1940'larda İkinci Dünya Savaşının olumsuz etkileri nedeniyle, hazinenin Merkez Bankası'ndan kredi almasını kolaylaştırmak için TCMB kanunu 3850 ve 3902 sayılı kanunlarla değiştirilmiş olup merkez bankası kaynakları kamuyu finanse etmede kullanılmaya başlanmıştır. 3 Temmuz 1953 yılında Bankalar Kanununda getirilen ek kanun ile mevduat munzam karşılıklarının kamu sektörünün finansmanında kullanılmasına imkan verilmiştir. Dolayısıyla, büyüme ve kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek için merkez bankası kaynakları kullanılmıştır.⁹⁸ Merkez bankasının kaynakları daha çok hazineye kısa vadeli avans verme yoluyla kamunun finansmanında kullanılmıştır. 1961 Anayasası ile iktisadi, sosyal ve sosyal gelişmeyi demokratik yollardan gerçekleştirmek amacıyla Kalkınma

⁹⁶ TCMB, Merkez Bankası Tarihçesi, (Çevrimiçi), www.tcmb.gov.tr, Erişim: 23 Haziran 2018.

⁹⁷ Akgüç, **a.g.e.**, s. 136.

⁹⁸ Zarakolu, **a.g.e.**, s. 61-62.

Planlarının hazırlanması hükme bağlanmış olup; merkez bankası genişletici para politikaları izleyerek kamuya kaynak temin etmeye devam etmiştir.⁹⁹

1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilerek, bankanın görev yetkileri artırılmış olup; hazinenin sermaye payının oranının en az % 51 olacağı hükme bağlanmıştır. Kanunla bankaya para arzı ve likiditesini düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemleri yapma yetkisi verilmiş olup; ülkenin ekonomik kalkınmasına destek olması için reeskont işlemleri ile orta vadeli kredi verme imkanı tesis edilmiştir. Hazine'ye verilecek avans miktarı yıllık bütçe giderlerinin yüzde 15'i olarak belirlenmiştir.¹⁰⁰

1715 sayılı kanuna göre Merkez Bankası sermayesi, en fazla %25 Hazine payı ile oluşmakta iken, 1211 sayılı kanunla Hazine'nin payının en az %51 olması esasında merkez bankacılığındaki sistem ve görüş farklılığını ortaya koymaktadır. İlk kanunda amaçlanan, TCMB'nin devlete karşı bağımsız ve özerk bir kurum olarak faaliyet göstermesidir. İkinci kanunda ise TCMB'nin daha çok devlet denetiminde faaliyet göstermesi istenmektedir.

2.3.1. TCMB'nin Görev ve Yetkileri

1211 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu'nun 4. Maddesi (25/4/2001 tarihli ve 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) “bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır.” olduğunu belirtmektedir. Ayrıca, TCMB fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirlemektedir. Temel amaca ek olarak, bankanın fiyat istikrarını sağlamak amacı ile çalışmaması kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği de hükümleştirilmiştir.

⁹⁹ TCMB, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara**, TCMB Yayını, 2008, s. 6.

¹⁰⁰ TCMB, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara**, TCMB Yayını, 2011, s.9.

2.3.2. TCMB'nin Temel Görevleri

Merkez bankası kanununa göre TCMB'nin temel görevleri aşağıda belirtilmiştir.¹⁰¹

- Açık piyasa işlemleri yapmak,
- Banka hükümetle ortaklaşa olarak Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki değerinin tespit edilmesi için kur rejimini belirlemek, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini gerçekleştirmek,
- Bankaların ve bu alanda faaliyet gösteren diğer mali kurumların yükümlülüklerini göz önünde bulundurarak zorunlu karşılıklar ve umumi dispoñibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek,
- Avans ve reeskont işlemleri yapmak,
- Ülkenin altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- Türk lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve gözetimini sağlamak ve gereken düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,
- Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,
- Mali piyasaları izlemek,
- Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.

Banka yukarıda sıralanan görevlere ek olarak hükümete mali ve ekonomik müşavirlik, devlete de mali ajanlık ve hazinedarlık görevlerini yapmaktadır. Merkez

¹⁰¹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, T.C. Resmi Gazete, 1211, 14 Ocak 1970

bankası kanununda belirtilen 42. madde gereğince başkan tarafından, Bankanın faaliyetleri ve uygulanan para politikası hakkında Bakanlar Kurulu ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu yılda iki defa bilgilendirilmektedir.

2.3.3. TCMB'nin Temel Yetkileri

TCMB'nin yasasında temel yetkileri şu şekilde belirtilmiştir:¹⁰²

- Türkiye'de banknot ihracı imtiyazı bankaya aittir.
- Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tayin eder, bu hedefle uyumlu olarak para politikasını belirler. TCMB, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu kurumdur.
- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla uygun bulduğu para politikası araçlarını kullanmada ve uygulamada yetki sahibidir.
- Olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, bu fona avans vermeye yetkilidir.
- Nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini gerçekleştirir.
- Bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, bankalardan istemeye yetkilidir.
- Mali piyasaları takip amaçlı olarak, bankalar ve diğer mali kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplama yetkisi vardır.

Merkez bankasına verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanacağı kanunda vurgulanmıştır. 2001 yılında kanunda yapılan değişiklikle, Merkez Bankasının hazineye ve diğer kamu kuruluşlarına kısa vadeli avans vermesinin ve hazinenin ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan alması yasaklanmıştır. Bu sayede merkez bankası, araç bağımsızlığının yanı sıra ekonomik bağımsızlığı da kazanarak, hükümetle ortaklaşa belirlenen enflasyon

¹⁰² a.e.

hedefi dışında, para politikasının belirlenmesinde ve yönetilmesinde tek yetkili kurumdur.¹⁰³

2.4. Para Politikası ve Para Politikası Araçları

Ülkelerin ekonomi politikalarının başarılı bir şekilde yönetilmesi için; maliye politikalarının uygulanmasından sorumlu olan hükümet ve para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan merkez bankası olmak üzere iki kurum vardır. 1929 yılında gerçekleşen Büyük Buhranı sona erdiren maliye politikaları uzun süre popülerliğini koruyarak dünya ekonomilerine yön vermiştir. 1970'lerde yaşanan petrol krizinin beraberinde getirdiği yüksek enflasyon sorunu para politikasının önemini gözler önüne sermiştir. Özellikle sürdürülebilir borç oranı konusunda problemleri olan gelişmekte olan ülkelerin maliye ve para politikalarını birbiriyle uyumlu şekilde yürütülmesi, uygulanacak olan politikaların başarısını artırmaktadır.

Para politikası, merkez bankasının para basma yeteneğini kullanarak bir ülkenin para ve kredi mevcudunu kontrol etmesi anlamına gelmektedir. Bu süreç, uygulamada merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Genişletici para politikası, kısa vadede faiz oranlarını düşürüp ekonomik büyüme ve enflasyonu yükseltirken, sıkı para politikası ise kısa vadeli faiz oranlarını artırıp ekonomik büyüme ve enflasyonu düşürmektedir.¹⁰⁴

Zamanımızda, merkez bankaları para politikasını yürütürken ilk temel amaç olarak fiyat istikrarına odaklanmaktadır. 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrasında TCMB asıl amacı olan fiyat istikrarını, finansal istikrarı da gözetecek bir biçimde genişletmiştir. Finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik adımlar aynı zamanda faiz oranlarında da istikrarı meydana getirmektedir. Para politikası bu çerçevede makroekonomik istikrarı sağlamakta, belirsizlikleri azaltmakta ve ekonomik birimlerin planlama ufkunu genişletmektedir.

¹⁰³ TCMB, **Bülten**, Ankara, Mart 2006, s.3.

¹⁰⁴ İlker Parasız, **Merkez Bankacılığı ve Para Politikası**, Bursa. Ezgi Kitabevi, 2011, s.80.

Ancak, merkez bankasının politika amaçları üzerinde doğrudan kontrol gücü bulunmamaktadır. Merkez bankasının para politikası araçları gecikmeli ve dolaylı olarak amaçlar üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankaları bu sorunları çözebilmek ve temel amaçlarına ulaşabilmek için hedef kullanma stratejisini uygulamaktadırlar. Para politikası amacını (fiyat istikrarı) belirleyen merkez bankası, bu amaç üzerinde direkt olarak etkili olan değişkenleri ara hedef (faiz oranı) olarak belirler. Eğer, belirlenen ara hedef üzerinde de merkez bankasının doğrudan kontrol gücü yoksa sahip olduğu politika araçlarıyla doğrudan kontrol edebileceği bir faaliyet hedefi (bankalararası para piyasası faiz oranları, politika faiz oranı gibi) belirler. Merkez bankası kullandığı para politikası araçlarıyla müdahale ederek faaliyet hedefine, dolayısıyla ara hedefine ve sonuç olarak temel amacına ulaşmaktadır.¹⁰⁵

1990 yılından itibaren Dünya’da birçok merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başladı. Ülkemizde de 2001 yılından bu yana uygulanan rejimde, merkez bankasının görevi fiyat istikrarını sağlamak olduğu kanunla belirtilmektedir. Bu görevde başarılı olması için merkez bankasına politika araçlarını kullanma bağımsızlığı verilerek desteklenmektedir. Yine kanunla, merkez bankası kaynaklarının kamunun finansmanında kullanılmasının önüne geçilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde Hükümet veya merkez bankası tarafından kısa ve orta vadeli enflasyon hedefleri belirlenmekte ve kamuoyuna açıklanmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, esnek enflasyon hedeflemesi ve katı enflasyon hedeflemesi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Esnek enflasyon hedeflemesinde, merkez bankası enflasyonun gelecekteki seyrini tahmin ederek, bu değerle hedeflenen enflasyon oranı arasındaki farka göre merkez bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını belirlemektedir. Katı enflasyon hedeflemesindeyse bu fark dikkate alınmayıp sadece enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki farka göre para politikasının hangi yönde ve ne ölçüde değiştirileceği belirlenmektedir.¹⁰⁶

¹⁰⁵ İlyas Şıklar, **Para Teorisi Ve Politikası**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2009, s. 122-123.

¹⁰⁶ Özatay, 2011 (a), **a.g.e.**, s. 393.

Bu rejimde para politikasının en önemli amacı, belirlenen enflasyon hedefine ulaşılmasıdır. Diğer amaçlar, enflasyon hedefiyle uyumluluk göstermesi halinde dikkate alınmaktadır. Aynı zamanda, para ve maliye politikasının koordineli bir biçimde yürütülmesi önem arz etmektedir. Para politikası, maliye politikalarının enflasyon üzerinde doğuracağı sonuçları dikkate alması gerekiyken, maliye politikasının da belirlenen enflasyon hedefine destek olması gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması için bir takım ön koşullar bulunmaktadır. Öncelikli olarak para politikasının yürütülmesinde merkez bankası bağımsız olmalıdır. Bu sayede, merkez bankası popülerizmden uzak bir şekilde kararlar alarak sadece fiyat istikrarına odaklandığı yönünde ekonomik birimleri ikna etmektedir. İkinci olarak, ekonomide mali baskınlık olmamalı yani kamu maliyesinin yapısal özellikleri, para politikasının uygulanmasına yön vermemeli ya da kısıtlamamalıdır. Bir diğer ön koşul ise, enflasyon haricinde herhangi bir nominal değişkene dair bir hedef düzeyi konusunda taahhütte bulunulmamalıdır. Örnek olarak sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı bir ülkede döviz kurundaki hedefe odaklanan merkez bankası enflasyon hedeflemesini uygulayamamaktadır.¹⁰⁷

Merkez bankası bağımsızlığının varlığı, bir ülkede enflasyon hedeflemesi uygulanması için en önemli temel gereklilik olarak görülmektedir. Bağımsızlıkla, merkez bankası politik baskıların dışında kalarak uzun vadeli hedeflere yönelebilecektir. Böylelikle, ülkede enflasyon düşük seviyeye indirilerek, bu seviyede tutulması sağlanacaktır. Merkez bankası bağımsızlığı bir alt bölümde ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

2.4.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Çeşitleri

¹⁰⁷ Şıklar, **a.g.e.**, s. 164-165.

Merkez bankalarının bağımsızlığa kavuşmaları yakın geçmişe dayanmaktadır. Merkez bankalarının bağımsızlığını açıklamada çeşitli yaklaşımlar söz konusudur. Bunlar; amaç ve araç bağımsızlığı, yasal bağımsızlık, ekonomik bağımsızlık ve politik bağımsızlıktır. Bu bölümde, bir merkez bankasının bağımsızlığını kavramsal olarak irdelenip bağımsızlık türleri incelenecektir.

Merkez Bankası Bağımsızlığı

Para politikasının genel ekonomi politikalarını etkilemesinden dolayı, hükümetlerin merkez bankası üzerinde nüfuzları zamanla artmıştır. TCMB'nin temel hedefi olan fiyat istikrarını gözeterek uyguladığı politikaların, ülkenin ekonomik büyüme, istihdam, cari açık gibi makroekonomik göstergeleriyle çeliştiği ve bu politikaların hükümet tarafından eleştirildiği gözlemlenmektedir. Bu eleştirilerin dayandığı nokta ise merkez bankasının uyguladığı politikaların ülke ekonomisine olan sonuçlarının yükümlülüğünü siyasilerin üstlenmesidir.

Bağımsız bir merkez bankası denildiğinde, bu bankanın para politikası ile ilgili kararların alınma ve uygulanma aşamasında, hükümetten ve her türlü çıkar gruplarının baskısından uzak ve serbest olmasını anlamaktayız.¹⁰⁸ Merkez Bankasının bağımsız olması gerektiğini savunanlar, bağımsız bir merkez bankasının ülke parasının değerini daha iyi koruyacağını ve enflasyonla mücadelede daha başarılı olacağını belirtmektedirler. Ayrıca merkez bankası sahip olduğu bağımsızlık sayesinde para politikasını siyasi partizanlıktan uzak bir şekilde yönetebilmektedir. Yapılan çalışmalar incelendiğinde bağımsızlığa sahip olan merkez bankalarının, hükümetler tarafından kontrol edilen bankalara oranla daha başarılı oldukları görülmektedir.¹⁰⁹ Merkez bankası bağımsızlığı araç ve amaç bağımsızlığı, politik ve ekonomik bağımsızlık, yasal bağımsızlık gibi çeşitli ayrımlarla incelenebilmektedir.

¹⁰⁸ Parasız, **a.g.e.**, s. 160.

¹⁰⁹ Paul A. Samuelson, William D. Nordhaus, **Economics**, USA, McGraw-Hill Education Ltd, 2009, s. 477-478.

Araç ve Amaç Bağımsızlığı

Araç bağımsızlığı, merkez bankasının temel amacına ulaşmak için kullanacağı para ve döviz kuru politikası aracını belirlemede serbest olmasıdır. TCMB'nin uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde bu amaca ulaşmak için uyguladığı temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Şayet bir merkez bankası faizlere ilişkin kararlarını hükümete danışmadan alıyorsa, bu bankanın araç bağımsızlığına sahip olduğu anlaşılmaktadır.¹¹⁰

Amaç bağımsızlığı, merkez bankasının amacını hiçbir çıkar grubunun tesirinde kalmadan kendisinin belirlemesidir. Eğer amaç parlamento tarafından belirleniyorsa o merkez bankasının amaç bağımsızlığı bulunmamaktadır. Demokratik açıdan merkez bankasının amacının yasayla belirlenmesinin daha uygun olduğu savunulmaktadır.¹¹¹ TCMB Kanunu 4. Maddede bankanın temel amacının fiyat istikrarı olduğu açıkça belirtilmiştir. Para politikasının amacının fiyat istikrarının sağlamak olduğu kendisine yasa ile belirtilmesi nedeniyle TCMB amaç bağımsızlığına sahip değildir; fakat maddenin devamında "fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler" denilmektedir. Bu sebeple, TCMB'nin araç bağımsızlığına sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Politik ve Ekonomik Bağımsızlık

Grilli ve Tabelli 1991 yılında yaptıkları çalışmada merkez bankası bağımsızlığı için politik ve ekonomik bağımsızlık ayrımını yapmışlardır. Politik bağımsızlık, merkez bankası yöneticilerinin hükümetin etkisinde kalmadan görevini icra etmeleridir. Merkez Bankası üst yönetiminde hükümet temsilcilerinin ne ölçüde buldukları, merkez bankası başkanın atanmasında, görevden alınmaması ve görev süresi üzerinde hükümetin ne denli etkili olduğu gibi unsurlar dikkate alınır. Hükümetin

¹¹⁰ Fatih Özatay, "Merkez Bankası Bağımsızlığı Kavramı", (Çevrimiçi), (<https://www.dunya.com/kose-yazisi/merkez-bankasi-bagimsizligi-kavrami/422002>), 14 Temmuz 2018

¹¹¹ Özatay, 2011 (a), **a.g.e.**, s. 325-326.

anlık reaksiyonlarla, görev süreleri dolmadan merkez bankası yöneticilerini görevden alması, o merkez bankasının politik bağımsızlığa sahip olmadığını göstermektedir.¹¹²

Ekonomik bağımsızlık yaklaşımıysa, temelde kamu borçlarının merkez bankası kaynakları ile finansmanın ne derece olduğunu ölçmektedir.¹¹³ Eğer bütçe açıklarının merkez bankası kaynakları ile finansmanı yasaksa, merkez bankasının ekonomik olarak bağımsız olduğu anlaşılmaktadır. Merkez bankasının ekonomik bağımsızlığa sahip olması, ülkede yüksek enflasyon ve hiperenflasyonu tetikleyen uygulamaları engellemektedir. Bununla birlikte, merkez bankasının ekonomik bağımsızlık çerçevesinde çalışabilmesi için araç bağımsızlığına sahip olması gerekmektedir¹¹⁴

Yasal Bağımsızlık

Yasal Bağımsızlık, merkez bankasının yönetim ve yürütme süreçlerinde hükümet etkilerinden uzak olarak faaliyette bulunmasını sağlayacak, yasal hakların varlığıdır. Cukierman ve diğerlerinin yaptığı çalışmaya göre yasal bağımsızlığın dört unsuru bulunmaktadır.¹¹⁵

- Merkez bankası yöneticilerinin göreve gelmesinde ve görevden alınmasında hükümetin etkisi düşükse, banka yasal olarak bağımsızdır.
- Merkez bankasının uygulayacağı para politikası araçlarını özgürce belirlemesi yasal bağımsızlığının derecesini göstermektedir.

¹¹² Vittorio Grilli, Donato Masciandaro, Guido Tabellini, “Political And Monetary Institutions and Public Financial Policies in The Industrial Countries”, **Economic policy**, 6(13), 1991, s. 366-367.

¹¹³ Alberto Alesina, Lawrence Summers, “Central Bank Independence And Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, **Journal Of Money, Credit and Banking**, 25(2), 1993, s. 151-162.

¹¹⁴ Özatay, 2011 (a), **a.g.e.**, s. 326.

¹¹⁵ Cukierman, A., Web, S. B., & Neyapti, B., “Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes”, **The world bank economic review**, 6(3), 1992, s. 356-357.

- Merkez bankası temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu bankalar diğerlerine göre daha fazla yasal bağımsızlığa sahiptirler.
- Kamunun merkez bankası kaynakları ile finanse edilmesinin sınırlandırılması, yasal bağımsızlığı artırır.

Para politikası araçlarını belirlemede özgür olan bir merkez bankası bağımsızdır. Operasyonel olarak incelendiğinde, bu durum merkez bankasının para piyasasında kısa vadeli faiz oranlarını belirlerken her türlü etkiden uzak ve bağımsız olması gerektiğini göstermektedir. Piyasa ekonomilerinde merkez bankaları para politikasını uygularken, faiz oranı seviyesini değiştirerek belirlediği nihai hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır. Piyasa faiz oranlarını özgürce belirleyemeyen bir merkez bankası bağımsızlıktan yoksundur.¹¹⁶

Bağımsız bir merkez bankası politik baskılardan uzak kalarak, popülist ve verimsiz politikalar uygulamak yerine temel hedefi olan fiyat istikrarına odaklanacaktır. Bunun sonucunda, piyasa aktörleri tarafından merkez bankasına duyulan güven, beraberinde ekonomik istikrarı getirecek ve ülkenin risk primlerine olumlu yansiyarak, reel faiz oranlarını düşürecektir. Böylelikle, ekonomide verimlilik artışına ve reel gelirlerin artmasına katkı sağlayacaktır.

2.4.2 Para Politikası Araçları

Merkez Bankası, para ve kredi politikasını, ulusal ekonominin gereklerine göre ve politika hedeflerini sağlayacak bir şekilde yürütmekle görevlidir. Merkez bankaları, para ve kredi sistemine yön vermek için çeşitli araçlardan yararlanmaktadır. Piyasadaki para arzını kontrol ederek gerekli gördüğü durumlarda likiditeyi azaltmakta veya artırmaktadır.

¹¹⁶ L. Bini Smaghi, “Central Bank Independence in The EU: From Theory To Practice”, **European Law Journal**, 14(4), s. 449-450.

Günümüzde merkez bankaları ağırlıklı olarak enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaktadırlar. Bu rejimde, para politikası uygulaması düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına ulaşmak amacıyla, temel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Kısa vadeli faiz oranları ise birçok makroekonomik göstergenin verdiği sinyaller göre ayarlanmaktadır. Merkez bankası, kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla bankaları veya bankalararası piyasayı fonlamakta ve kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklik piyasa faiz oranlarını belirlemektedir.¹¹⁷ Faiz oranlarının seviyesini yöneterek, merkez bankası, para piyasalarındaki likidite koşullarını etkin bir şekilde yönetmekte ve orta vadede fiyat istikrarını koruma hedefini sürdürmektedir.

Kısa vadeli faiz oranlarını temel araç olarak kullanan para politikası, krizin bulunmadığı normal zamanlarda etkin bir şekilde çalışırken kriz dönemlerinde yetersiz kalmaktadır. Kriz dönemlerinde ekonomik şokun etkisinin çok kuvvetli olması nedeniyle faiz oranları sıfır düzeyine çekilmektedir, bu durum para politikasına hareket alanı bırakmamaktadır.¹¹⁸ Para politikasının yapabilecekleri¹¹⁹ çerçevesinde hareket eden merkez bankaları temel hedef olarak fiyat istikrarına odaklanmalarına rağmen 2009 yılında küresel kriz gerçekleşmiş, para politikasının finansal istikrarıda dikkate alacak biçimde uygulanması gereksinimi ortaya çıkmıştır.

Küresel kriz sonrası, TCMB temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamak için temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak, 2010 yılından itibaren para politikası araçlarını finansal istikrarı da gözetecek şekilde çeşitlendirmiştir. Böylelikle faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi birbirini tamamlayıcı farklı politika araçlarını kullanılmaya başlanmıştır.

¹¹⁷ Michael Joyce, v.d., “Quantitative Easing And Unconventional Monetary Policy—An Introduction” **The Economic Journal**, 122(564), 2012, s. F271.

¹¹⁸ L. B. Smaghi, Conventional And Unconventional Monetary Policy, Geneva Speech at the Center for Monetary and Banking Studies, 2009, s. 2.

¹¹⁹ Milton Friedman, “The Role Of Monetary Policy”, **The American Economic Review**, 18(1), 1968, s. 13.

Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri politikası, merkez bankalarının bono, tahvil satın almak ve satmak yoluyla bankaların kasalarında bulundurdukları likiditeyi yani piyasaya ödünç verilebilir fon miktarını etkilemesidir. Merkez bankası bono, tahvil satın alarak bankaların kasa likiditesini, ödünç verilebilir fon miktarını artırır ve kısa vadeli faiz oranları düşer; kasa likiditesi artan bankalar ise piyasaya sundukları kredi miktarını genişletirler. Merkez bankalarının bono, tahvil satması sonucu bankaların kasa likiditesi, ödünç verilebilir fon miktarları azalır ve kısa vadeli faiz oranları yükselir; bankalar kredi hacmini daraltırlar.¹²⁰

Açık piyasa işlemleri, faiz oranları ve parasal tabandaki değişimlerin temel belirleyici olması nedeniyle en önemli para politikası aracıdır. TCMB para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla 1987 yılından itibaren açık piyasa işlemlerini kullanmaktadır. Piyasanın likidite gereksinimine göre merkez bankası altı çeşit açık piyasa işlemi gerçekleştirmektedir. Bunlar:

a) Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo): Merkez bankası piyasadaki likidite sıkışıklığının geçici olduğu durumlarda, bankacılık sistemine geçici likidite sağlamak amacıyla repo işlemini yapmaktadır. İşlemin ilk safhasında, merkez bankası ticari bankadan menkul kıymet satın alıyor. Fakat, bu satış işlemi ileriki bir tarihte, merkez bankasının bu menkul kıymeti geri satmak taahhüdüyle gerçekleşmektedir. Repo işlem vadesi 91 günle sınırlıdır.

b) Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo): Ters repo, piyasada geçici likidite fazlasının olduğu durumlarda bu geçici likidite fazlasının piyasadan çekilmesi için yapılan işlem olup, adından da anlaşılacağı üzere repo işleminin tamamen tersi bir işlemdir. İlk olarak merkez bankası menkul kıymeti bankalara ileriki bir tarihte geri

¹²⁰ Zarakolu, **a.g.e.**, s.46

alma taahhüdüyle satar. Böylelikle, piyasadaki geçici likidite merkez bankası tarafından çekilmiş olmaktadır. İşlemin ikinci kısmında merkez bankası menkul kıymeti bankalardan geri satın almaktadır. Ters repo işlem vadesi 91 günü geçemez

c) Doğrudan Alım: Merkez bankası, piyasada kalıcı likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda bankalardan menkul kıymet satın alınması şeklinde yapılan işlemdir. Bu sayede piyasaya kalıcı likidite sağlanmış olmaktadır. Doğrudan satın alınacak kıymetlerde vade sınırı bulunmamaktadır ve kamunun ihraç ettiği kıymetler birinci piyasadan satın alınması yasaktır.

d) Doğrudan Satım: Merkez bankasının piyasadaki kalıcı likidite fazlasını, bankalara menkul kıymet satarak sistemden çektiği işlemdir.

e) Likidite İhraçları Senedi: Merkez bankasının kendi nam ve hesabına çıkardığı ve ikincil piyasada alınıp satılan menkul kıymetler ile likidite fazlasının piyasadan çekilmesidir. Merkez bankası, gerekli gördüğü durumlarda likidite senetlerini geri alabilir.¹²¹

f) Depo (Mevduat) Alma ve Verme: Bankalar, merkez bankalarından kısa vadeli mevduat alabilmekte ve verebilmekteler. Aslında bu işlemler bankalar arasında mevduat işlemleri olup, para politikası araçlarından biri olan faiz koridorunun çalışmasını sağlamaktadır. Merkez bankasının verdiği mevduatlar için talep ettiği faiz, koridor sistemindeki faizin üst sınırını belirlerken; bankalardan mevduat alma faizi ise koridorun alt sınırını belirlemektedir. Repo ve ters repo işlemleri ise kısa vadeli piyasa faizinin koridor içinde nerede gerçekleşeceğini belirlemektedir.¹²²

Açık piyasa işlemlerinin birçok avantajları bulunmaktadır. Bu avantajlar:

- Açık piyasa işlemleri tamamen merkez bankasının inisiyatifinde yürütülmesi

¹²¹ Parasız, 2011, **a.g.e.**, s. 181-183.

¹²² Fatih Özatay, **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi, 2011, s. 447.

- Uygulamasının esnek ve sonuçlarının kesin olması
- Hata yapma durumunda kolayca uygulamayı değiştirme imkanı vermektedir.
- Açık piyasa işlemleri inisiyatifi merkez bankasında olduğu için gecikme yaşanmadan, hızlıca uygulanabilir.¹²³

Reeskont Politikası

Reeskont politikası, bankaların iskonto ettikleri kısa vadeli senetleri, merkez bankasının belirlediği faiz oranlarından tekrardan iskonto ettirerek karşılığında para almalarını içeren uygulamadır. Reeskont politikası, finansal kesimin likidite ihtiyacını gidermekte, reeskont faizinde yapılan değişimle piyasadaki faiz oranlarını etkilemektedir.

Reeskont işlemleri iki şekilde gerçekleşmektedir:

- a) Reeskont Kredileri: Likidite sıkıntısı çeken ticari bankalar ellerinde bulunan vadesi dolmamış senetleri merkez bankasına vermekte ve bu senetler merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranıyla tekrardan iskonto edilmektedir.
- b) Avans: Ticari bankaların, merkez bankasına verdikleri senetlere iskonto uygulanmadan, belirli bir faiz karşılığı kredi verilmesidir. Maddi bir teminatın rehin ve ipoteği karşılığında verilen krediler Avans adını almaktadır.

Bu iki işlemde de merkez bankasına verilen senetler teminat niteliği taşımaktadır. Ayrıca, bu senetlerin reel bir üretimin ihtiyacını karşılamak üzere düzenlendiğinden ötürü, enflasyonist etkiler barındırmayacağına inanılmaktadır. Merkez bankası reeskont faizlerini yükselterek, yani kısa vadeli piyasalarda (para piyasalarında), uzun vadeli piyasaların (sermaye piyasaları) faizini etkileyebilir. Ekonomik hayatı canlandırmak isterse reeskont kredilerinin faizini düşürebilir, bununla birlikte düşen faizlerin sermaye piyasalarına yansımaları beklentilere bağlı olduğundan bu uygulamanın çıktısı net olmamaktadır.¹²⁴

¹²³ Mishkin, 2013, **a.g.e.**, s. 369.

¹²⁴ Paya, a.g.e., s. 184-185.

Zorunlu Karşılıklar

Bankalar topladıkları mevduatların merkez bankası tarafından belirlenen bir oranını merkez bankası hesaplarında tutmaları zorunludur. Bu uygulama ile bankacılık sisteminin vade ve kredi riskini azaltılarak mevduatların bir kısmı risksiz ve likit olarak tutulmaktadır. Merkez bankasında tutulan miktar bir anlamda zor zamanlar için sigorta görevi görmektedir. Karşılık oranında yapılan değişikliklerle para arzı, kredi miktarı ve maliyeti kontrol edilmektedir.¹²⁵

Merkez bankası zorunlu karşılık oranını artırdığında, bankalar mevduat olarak aldıkları lira başına daha fazla rezerv ayırmak zorunda olacaklarından açabilecekleri kredi miktarı azalmaktadır. Daha sıkılaştıran rezerv gereksinimlerini karşılamak için bankaların yapacakları işlemler kredi piyasasının etkin çalışmasını engelleyebilmektedir. Bu nedenle, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla ekonominin likiditesini düzenlenmesi daha efektif bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır.¹²⁶

Döviz Kuru Politikası

Merkez bankasının, döviz alış ve satışlarının kurlar üzerinde ve piyasadaki yerli para üzerinde doğrudan etkisi bulunmaktadır. Özellikle, döviz kurlarında yüksek oranlı dalgalanmaların çıktığı dönemde merkez bankası döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bu müdahaleler, iki şekilde gerçekleşmektedir:

- Döviz alım ve satım müdahaleleri,
- Sterilizasyon.

Döviz alım ve satım müdahaleleri: Yerli paranın aşırı değerli olması nedeniyle artan ithalat, ülke içindeki ihracatçıların yabancı üreticilerle rekabetinin zayıflaması ve neticede ihracatın düşmesi, ülke ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Merkez bankası, yerli paranın aşırı değerli olduğu durumlarda döviz ve efektif olarak

¹²⁵ Parasız, **a.g.e.**, s.181.

¹²⁶ Moenjok, **a.g.e.**, s. 129.

piyasadaki yerli para likiditesini artırmakta, döviz kurunu ise yukarıya çekmektedir. Yine, yerli paranın değer kazanmasını istediğinde döviz ve efektif satarak piyasadaki döviz miktarını artırmaktadır. Piyasaya döviz satımı, bankanın rezervleriyle kısıtlı olduğu için döviz alımına göre sürdürülebilirliği kısıtlıdır. Bununla birlikte, döviz alımı sonrası artan para tabanı enflasyon problemini beraberinde getirmesi bu uygulamanın sınırını teşkil etmektedir.

Sterilizasyon: Sermaye hareketlerinin ülkeye girişi hızlandığı dönemlerde yerli para aşırı değerlendirilmektedir. Merkez bankası, döviz alım yoluyla piyasaya müdahale etmesiyle artan likidite enflasyonu yükseltebilmektedir. Merkez bankası, bu olumsuz durumu ortadan kaldırmak için ters repo ve doğrudan menkul kıymet alımıyla piyasadaki fazla likiditeyi çekmesi sterilizasyon olarak adlandırılmaktadır. Merkez bankası, likiditeyi sterilize etmek için ters repoda bankalara faiz ödemekte, doğrudan tahvil satımında ise faiz kazancından vazgeçmektedir. Bununla birlikte, merkez bankasının sürekli sterilizasyon yapması, ülke içindeki faiz oranlarını yukarıya doğru baskılamaktadır.¹²⁷

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Küreselleşmenin etkisiyle, ekonomilerin birbirine entegre olduğu günümüzde, finansal istikrar önemli bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. 2009 yılında yaşanan ekonomik kriz, dünyada düşük ve istikrarlı enflasyonun hüküm sürdüğü bir dönemde tezahür ederek, fiyat istikrarının tek başına makroekonomik istikrarı sağlamadığını gözler önüne sermiştir. TCMB finansal istikrarı sağlamak ve gelecekteki muhtemel krizlere karşı ülke ekonomisinin kırılganlığını azaltmak amacıyla Rezerv Opsiyon Mekanizması'nı geliştirmiştir. Zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru uygulaması beraberinde TCMB tarafından tasarlanan rezerv opsiyon mekanizması 2011 Eylül ayından itibaren kullanılmaya başlanmıştır.¹²⁸

Rezerv opsiyon mekanizması, bankalara Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıkların bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutma imkanı tanıyan bir para politikası

¹²⁷ Özatay, 2011 (a), **a.g.e.**, s. 451-452.

¹²⁸ Ayşe Ergin, Halil İ. Aydın, "Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması", **Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi**, 7(1/1), s. 64.

aracıdır. Kısa vadeli sermaye akımlarının, finansal piyasalar ve döviz kuru üzerindeki etkisinin kontrol altına alınması hedeflenmektedir. Bu araç sayesinde, TCMB'nin döviz rezervleri güçlendirilmekte ve sermaye hareketlerinin döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri yumuşatılmaktadır. Sermaye hareketleri sonucu aşırı değerlenen yerli parayı sterilize ederken katlanılan maliyetlerin aksine; ROM ile fonu döviz piyasasına girmeden merkez bankası rezervlerine yönlendirmektedir.¹²⁹

Rezerv Opsiyon Mekanizması TCMB'nin döviz rezervlerini artırırken, bankaların likidite yönetimine katkıda bulunarak faiz koridoru üzerinden likidite temin etme zorunluklarını hafifletmektedir. Zorunlu karşılıkların ne kadarının TL dışında altın ve döviz cinsinden tutulacağı rezerv opsiyon oranına göre belirlenmektedir. Ülkeye sermaye girişlerinin hızlandığı dönemde, döviz fon maliyeti TL fon maliyetine göre düşük olacağından bankalar zorunlu karşılıklarını daha fazla oranda döviz cinsinden tutmaktadırlar. Bu sayede, TL'nin aşırı değerlenmesinin de önüne geçilmektedir.¹³⁰

Tablo 2.3: 07 Mayıs 2018 Tesis Dönemli Rezerv Opsiyon Katsayıları

Mevcut Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Rezerv Opsiyonu Katsayısı	Yeni Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
0-25	1,0	0-20	1,0
25-30	1,4	20-25	1,4
30-35	1,7	25-30	1,7
35-40	2,1	30-35	2,1
40-45	2,5	35-40	2,5
45-50	2,9	40-45	2,9
50-51	3,7		
51-52	3,9		
52-53	4,1		
53-54	4,3		
54-55	4,5		

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, www.tcmb.gov.tr (07 Mayıs 2018)

¹²⁹ Arif Oduncu, Ergun Ermişoğlu, Yasin Akçelik, “Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 86, 2013, s. 44.

¹³⁰ Suat Oktar, Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu, “2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (Tcmb) Deneysel Politika Çabaları”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, Cilt 35, Sayı 2, 2013, s. 17.

Merkez bankası, rezerv opsiyon mekanizması döviz imkan sınırı dilimlerine göre farklı rezerv opsiyon katsayısı uygulamak suretiyle kullanmaktadır. Tablo 2.3’de görüldüğü üzere, 07 Mayıs 2018 tarihinde döviz tesis imkan üst sınırı yüzde 55’ten yüzde 45’e çekilmesiyle, TCMB 2.2 Milyar dolarlık dövizin bankaların kullanımına geçmesini sağlamıştır.

Faiz Koridoru

Modern merkez bankaları, finansal sistemin likidite talebini düzenlerken piyasaya fazla müdahil olmadan, bankaların likidite ihtiyaçlarını etkin yönetmesini ve kendi aralarında fon tahsis etmelerini istemektedir.¹³¹ Bankalar, TCMB bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası’nda kendi aralarında ve Merkez Bankasıyla işlem yapmaktadırlar. Merkez bankasının, kısa vadeli likidite ihtiyacı olan bankaya vereceği borç karşılığında talep ettiği faiz borç verme faiz oranı olup; geçici fon fazlası olan bankanın bu fonu merkez bankasına yatırması halinde aldığı faiz de borç alma faiz oranıdır. Merkez bankası borç verme ve alma faiz oranı arasındaki açıklığa ise faiz koridoru denilmektedir.¹³²

Faiz koridoru, uluslararası finans krizi sonrasında sermaye hareketlerindeki oynaklığın etkisini azaltma amacıyla kullanılmıştır. Bu uygulamanın avantajı politika faizi olan haftalık repo faizi değiştirilmeden, gecelik piyasada oluşan faiz oranlarını ekonomik ve finansal gelişmelerin seyrine göre ayarlamaya imkan tanınmasıdır. TCMB geçici fiyat değişimlerinin beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmaması amacıyla gerekli gördüğü günlerde Ek Parasal Sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu yöntemle piyasaya haftalık repo (politika faizi) fonlama miktarı azaltılarak, faizlerin koridorun üst bandına yakın bir seviyede oluşması sağlanmıştır.¹³³

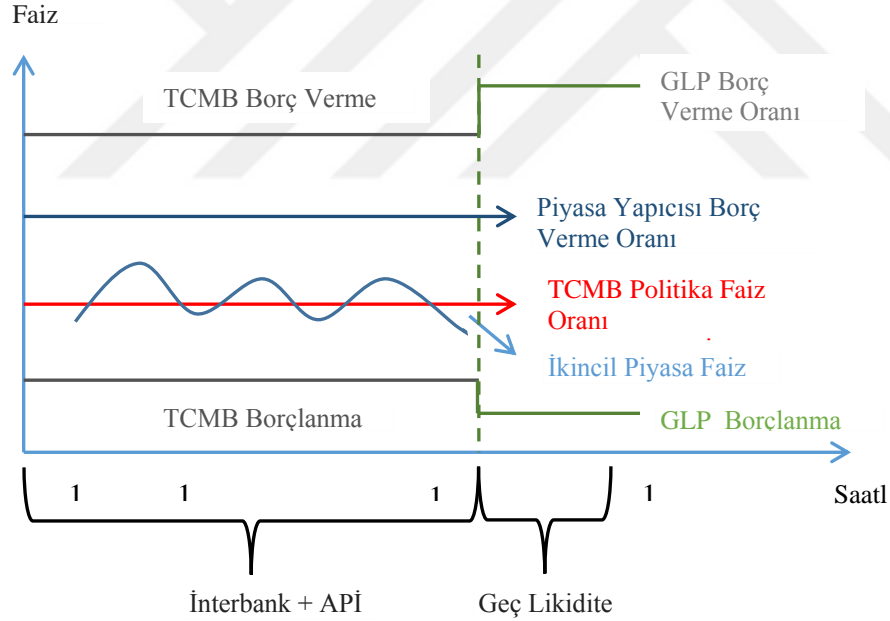
¹³¹ Thomas Moenjok, **Central Banking: Theory And Practice in Sustaining Monetary And Financial Stability**, USA, John Wiley & Sons., 2014, s. 127.

¹³² Özatay, **a.g.e.**, s. 30.

¹³³ TCMB, 2013, **a.g.e.**, s.14.

Şekil 2.1’de TCMB Bankalararası Para Piyasası ve Açık Piyasa işlemleriyle gerçekleşen faiz koridoru gösterilmektedir. TCMB borç verme faiz oranı, geçici olarak likidite ihtiyacı olan bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranı iken; TCMB borç alma faiz oranı ise geçici fon fazlası olan bankanın bu fonu merkez bankasına yatırması halinde aldığı faiz oranıdır. Grafikte görüldüğü üzere MB bankası piyasada oluşan faiz politika faizine yakın bir yerde gerçekleşmektedir. Kısa vadeli piyasa faiz oranları, merkez bankasının borç verme faiz oranının üzerine çıkamayacağı gibi borçlanma faizinin altına da düşemeyecektir. Böylelikle, piyasa faizleri faiz koridoru içinde salınım göstererek olağanüstü durumlarda merkez bankasının piyasa faizlerini kontrol etmesini sağlamaktadır.

Şekil 2.1: TCMB Faiz Koridoru Uygulaması



Kaynak: TCMB, Parasal Aktarım Mekanizması, Ankara: TCMB Yayını, 2013, s.14.

Küresel ekonomik kriz sonrası dönemde, TCMB tarafından aktif olarak kullanılan para politikası araçlarından biri olan faiz koridorunun, içeriğini oluşturan kısa vadeli faiz oranları alt başlıkta incelenecektir.

Merkez Bankası Faiz Oranları

Son yıllarda merkez bankaları daha çok kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek, para politikasını yönetmektedir. Kısa vadeli faiz oranı; merkez bankasının bankalar ve aracı kurumlar ile işlemlerinde kullandığı faiz oranını ifade etmektedir. Türkiye'nin de uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejiminde, merkez bankaları temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarıyla piyasaları etkilemektedir.

Kısa vadeli faiz oranları ile ilgili kararları Para Politikası Kurulu almaktadır. Kurul, TCMB Başkan'ın başkanlığı altında, başkan yardımcıları, Banka Meclisince üyeler arasından seçilecek bir üye ve başkan'ın önerisi üzerine ortak kararla atanacak bir üyeden oluşmaktadır. Para Politikası Kurulu, faiz kararlarını almak üzere önceden açıklanan bir takvim çerçevesinde yılda sekiz kez toplanmaktadır. Bu toplantının ardından, para politikası kararı ve gerekçesi TCMB sitesinden kamuoyuyla paylaşılmaktadır.¹³⁴

TCMB Bankalararası Para Piyasasında kısa vadeli faiz oranlarını belirlemekte ve son kredi mercii görevini yapmaktadır. Bankalararası Para Piyasası sadece bankalardan oluşmakta, tüm borç alma ve verme işlemleri teminat karşılığında yapılmaktadır. TCMB tarafından gerçekleştirilen para piyasası işlemleri açık piyasa işlemleri kapsamındadır. TCMB, bu piyasa aracılığıyla, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonomideki likiditenin etkin bir şekilde düzenlenmesini sağlamaktadır.¹³⁵ TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları; politika faizi adıyla 1 hafta vadeli repo ihalelerine uygulanan faiz, gecelik işlemlerde uygulanan faiz ve geç likidite penceresi faizi olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

a) 1 Hafta Vadeli Repo İhalelerine Uygulanan Faiz (Politika Faizi)

¹³⁴ TCMB, Para Politikası Kurulu Kararları, (Çevrimiçi), www.tcmb.gov.tr

¹³⁵ TCMB, Bülten, Ankara, Sayı:26, Haziran 2012, s. 3.

TCMB'nin para piyasalarını fonlamak için kullandığı temel araç 1 hafta vadeli repo ihaleleridir. Bir hafta vadeli repo ihaleleri, para politikası kurulu tarafından tespit edilen orandan miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. Bu oran, TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği 1 hafta vadeli repo ihale faizidir. Politika faizi, Para Politikası Kurulu tarafından belirlenmektedir. Açık Piyasa İşlemleri'ne katılacak olan her bir kuruluşun, ihaleye verebileceği toplam teklifin üst sınırı; kuruluşun tesis etmesi gereken TL zorunlu karşılık tutarının tüm bankaların tesis etmesi gereken toplam TL zorunlu karşılık tutarı içindeki payının iki katı ile açıklanan ihale tutarının çarpımıyla elde edilmektedir. Banka bazında belirlenen limitler dört haftada bir yenilenerek her yeni dönemin başlangıcında rezerv tesis döneminin ikinci iş günü bankalara TCMB Ödeme Sistemleri İhale Sistemi aracılığıyla bildirilmektedir.¹³⁶ Bu oran, TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği 1 hafta vadeli repo ihale faizidir. TCMB bu araç vasıtasıyla banka ve finans kurumlarının uyguladığı faiz oranlarını, yurt içi kredi hacmini, hisse senedi ve döviz gibi varlıkların fiyatlarını etkileyebilmektedir.

b) Gecelik Borç Alma ve Verme Faiz Oranı

TCMB, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasında tam iş günlerinde 10.00 – 12.00 ve 13.00 – 16.00 saatleri arasında, yarım iş günlerinde ise 10.00 – 12.00 saatleri arasında gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranlarını ilan etmektedir. Merkez Bankası aynı saatlerde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesindeki Repo-Ters Repo ve Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarlarında da gecelik borç alma ve borç verme faiz oranlarını günlük olarak kamuoyuna ilan etmektedir. Gün içinde likidite ihtiyacı olan bankalar kendilerine belirlenen limitle sınırlı olmak üzere teminatları karşılığında, TCMB bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasında, TCMB'nin ilan ettiği borç verme faiz oranından borçlanabilmekte; likidite fazlası olan bankalar da limitsiz olarak, TCMB'nin belirlediği borçlanma faiz

¹³⁶ TCMB, 2015 Yılı Para Ve Kur Politikası, Ankara, TCMB Yayınları, 2014, s. 8-9.

oranından Merkez Bankasına Türk Lirası borç verebilmektedir.¹³⁷ Bu araçla, merkez bankası ikincil piyasada oluşan kısa vadeli faiz oranlarını, kredilerin büyüme hızını ve döviz kurlarını etkilemektedir.

c) Geç Likidite Penceresi İşlemleri

Bankalar gün sonunda hesaplarını kapatmak veya kasalarında bulunan fazla likiditeyi borç vermek için son ana kadar beklemeleri durumunda geç likidite penceresi olarak adlandırılan uygulamayla caydırıcı faiz oranlarından işlem yapmaktadırlar. Bu uygulamayla, bankalar tam iş günlerinde 16.00 – 17.00 saatleri arasında (gecelik borç alma ve verme zamanının dışında); yarım iş günlerinde 12.00 – 12.30 saatleri arasında, zorunlu karşılıkların tesis süresinin son iş gününde ise 16.00 – 17.15 saatleri arasında TCMB’den teminatları karşılığında limit olmadan borçlanabilmekte veya TCMB’ye borç verebilmektedirler.¹³⁸

TCMB’nin yukarıda belirtilen faiz oranlarını değiştirmesi sonucu bankaların fonlama maliyetleri ve dolayısıyla piyasa faizleri etkilenmektedir. Gecelik borç verme faizinin üst sınırının düşürülmesi bankaların daha ucuza fon bulmasını sağlayarak bankaların maliyetlerini düşürmektedir. Bunun sonucu olarak da bankaların kredi faizlerini düşürmesi beklenmektedir.¹³⁹

2.5. Türkiye’de Para Politikası Araçlarının Kullanımı

Türkiye’de para politikası araçlarının kullanım çerçevesi 1211 sayılı Merkez Bankası Kanuna göre belirlenmektedir. Ülkemizde, merkez bankacılığı konusunda geçirilen aşamaları anlamak ve bir önceki kısımda bahsi geçen araçların kullanımını değerlendirmek için Merkez Bankası kanunlarında gerçekleşen değişimleri ve neden olan ekonomik gelişmeleri ele almak faydalıdır. Bu amaçla, Türkiye’de araçların

¹³⁷TCMB, 2012, **a.g.e.**, s. 5.

¹³⁸**a.g.e.**, s. 5.

¹³⁹ Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 17. bsk., 2002, s. 158.

kullanımı para politikası uygulamalarında önemli değişiklikler gözlemlenen üç farklı dönem çerçevesinde ele alınacaktır.

1970-1987 Dönemi

1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu, 1970 yılından değiştirilerek Banka dönemin şartlarına uygun olarak görev ve yetkileri düzenlenmiştir. 1211 sayılı kanunda belirtilmekle birlikte ülkede devlet iç borçlanma senedi piyasa bulunmamasından ötürü açık piyasa işlemleri yapılmamıştır. Bu dönemde Merkez Bankası için reeskont politikası ve zorunlu rezerv politikası olmak üzere iki araçtan söz etmek mümkündür. Bu kanunda bulunan Merkez Bankası kaynaklarının Hazine'ye kısa vadeli avans olarak kullanılması; bankayı, kamu açıklarını finanse eden bir kurum haline getirmiştir.¹⁴⁰

Bu dönemde, reeskont politikası likiditenin son kaynağı olma fonksiyonunu yerine getirmek yerine, “Farklılaştırılmış Reeskont Oranları” uygulaması ile kalkınmada öncelikleri yörelere kredi verme amaçlı kullanılmıştır. Zorunlu rezerv politikası da, para arzını düzenleyen bir politika aracından ziyade belirli sektörlerle ve yörelerin finansmanına destek olmuştur. Uygulanan “Tercihli Munzam Karşılık Oranı” ile desteklenecek sektörler için kullanılacak mevduata, düşük zorunlu karşılık oranı imkanı tanınmıştır.

Ayrıca, bu dönemde Merkez Bankası kaynakları “Hazine Kefaletine Haiz Senetler” karşılığında kamu iktisadi teşebbüslerine kredi olarak kullanılmıştır. Bu kurumların mal ve hizmetlerine yönelik yanlış fiyatlandırma politikaları ile tarımsal destekleme alım ve destekleme politikaları, kamu açıklarının artmasıyla sonuçlanmıştır. Hazine'nin kısa vadeli avans kullanımı adeta bütçe açıklarını kapatmanın bir aracı olarak kullanılmış ve kullanılan krediler Merkez Bankası'na geri ödenmemiştir.

Türkiye'nin ekonomik tarihinin dönüm noktası olan 24 Ocak 1980 Kararları ile Türkiye ekonomisinin dünya ekonomisine entegrasyonu amaçlanmıştır. Merkez

¹⁴⁰ Şıklar, **a.g.e.**, s. 106.

Bankasının para ve kur politikalarını serbest piyasa ekonomisine uygun olarak düzenlemesi için gerekli altyapı çalışmaları yapıp; mevduat ve kredi faizlerinin piyasa tarafından belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Bu amaçla, 1980 yılına kadar uygulanmakta olan sabit kur rejimi terk edilerek, 1984 yılında kurların piyasada belirlendiği fakat merkez bankasının yön verdiği dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Finansal liberalizasyonu sağlamak için faiz oranlarının piyasada belirlenmesi uygulaması, bankerlerin tedbirsiz fon toplamaları sonucu 1982 yılında yaşanan krizde kaldırılmıştır.

Bu bilgiler ışığında söz konusu dönem için, Merkez Bankası politika araçlarını amaçları dışında kullanarak, kamunun finansmanını sağlayan ve devletin kalkınma planlarına destek veren bir banka profili çizdiğini söylemek mümkündür. Bununla birlikte, 1980 Kararları ile ekonomide başlatılan yapısal dönüşüm ve finansal serbestleşme, para politikasının piyasa ekonomisi çerçevesinde yürütülmesi için Merkez Bankasına gerekli altyapıyı sağlamıştır.

1986-2001 Dönemi

Ülkemizde, 1986 yılı para politikası araçlarının kullanımı açısından önemli bir tarihtir. İnterbank- Bankalararası Para Piyasası Nisan 1986 tarihi itibariyle faaliyete geçmiştir. Bu piyasada, rezerv fazlası ve ihtiyacı olan bankalar bir araya getirilerek rezerv yönetimi etkin bir şekilde yönetilmektedir. Bu sayede, Merkez Bankası piyasada oluşan faiz ve işlem hacmini izlemekte ve para politikasını şekillendirmektedir.¹⁴¹

Merkez Bankası para arzını düzenlemek ve likiditeyi sağlamak için son derece esnek ve etkin politika aracı olan açık piyasa işlemlerine 1987 yılında başlamaktadır. 22 Ekim 1987 tarihinde de ülkede modern para ve döviz piyasalarının tesisini sağlamak için bünyesinde “Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü” kurulmuştur.¹⁴²

¹⁴¹ Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB**, 97/4, 1997, s. 11.

¹⁴² Güven Delice, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Kayıt Düşmek”, **Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi**, 1(2), 2015, s. 36.

İnterbank piyasasının oluşturulması ve açık piyasa işlemlerinin uygulamaya geçilmesi Merkez Bankası'nın para politikası çerçevesinin genişlemesini ve kullandığı araçların çeşitlenmesine olanak tanımıştır.

Bu döneme kadar amaçları dışında kullanılan zorunlu rezerv sistemi ve reeskont kredilerinde önemli değişiklikler yapılmıştır. Tercihli zorunlu rezerv sistemi uygulamasına son verilerek tüm bankaların aynı oranda zorunlu rezerv ayırmaları kararlaştırılmıştır. Merkez Bankası'nda tutulan zorunlu rezervlerin farklı kurum kuruluşlara kullandırılmayacağı hükümleştirilmiştir. Orta ve uzun vadeli reeskont kredisi uygulamasına son verilmiştir. Böylelikle, Merkez Bankası kaynaklarıyla bazı sektörlere piyasa koşulları altında kredi verilmesinin önüne geçilmiştir. Bu araçlar sadece para politikasının yürütülmesi için kullanılacak araçlar haline getirilmiştir.

Banka, ilk defa 1989 yılında uygulayacağı para programını kamuoyuna duyurarak, döviz kurları ve faiz oranlarında elde edilecek istikrarla birlikte piyasaya likidite sağlamayı hedeflemiştir. Bu gelişmeler, para politikası şeffaflığı için önem arz etmektedir. Ayrıca, 1990 yılında IMF Türkiye'nin başvurusunu değerlendirerek, Türkiye'nin ana sözleşmenin yükümlülükleri kabul ettiğini açıklaması sonucunda Türk parası konvertibl kılınmıştır.

Bu dönemin ortasında, Türkiye'de yaşanan bir diğer gelişme 1994 Krizi'dir. 1990 yılından sonra kamu açıklarındaki hızlı büyüme, iç borçlanmayı ve faiz oranlarındaki hızlı artışı meydana getirmiştir. Hükümetin hazine borçlanma ihalelerini ihtiyaçtan düşük miktarda tutarak piyasadaki daha düşük faize borçlanma çabası ekonomik krize neden olmuştur. Krizden sonra IMF ile yapılan stand-by anlaşması sonucu uygulanan istikrar programı, Merkez Bankası'nın kamuya açtığı kredileri sınırlandırmakta ve bir takvim içerisinde azaltılmasını hedeflemekteydi. Bu durum, aynı zamanda Merkez Bankası bağımsızlığı için de öneme sahip bir gelişmedir.

1997 yılında yaşanan Uzak Doğu Asya ve devamında gerçekleşen Rusya krizlerinin ülke ekonomisi üzerinde muhtemel etkilerini önlemek için para politikasında değişiklikler gerçekleştirilmiştir. 1999 yılında IMF ile yapılan anlaşmayla Merkez Bankası sabit kur sistemine geçiş yapmıştır. Bu anlaşmayla, 1\$+0.77€'dan oluşan

kur sepetinin günlük değeri bir yıllık dönem için açıklanmış ve kurun genişleyen bir bant içerisinde hareket etmesi planlanmıştır. 3 yıllık bir dönemi kapsayan anlaşmada, 2002 yılı sonunda enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesi hedeflenmiştir. Buna rağmen, bu program 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleriyle başta kur politikası ve diğer kriterlerin yerine getirilememesinden dolayı sonlandırılmıştır.¹⁴³

2001-2018 Dönemi

2001 krizi sonrası “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adı altında uygulanan istikrar programıyla, Türkiye ekonomisinin mali ve kurumsal yapısındaki eksikliklerin giderilmesi için gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Krizler sonucu yaşanan güven kaybıyla, öngörülebilir kur rejimi işlevselliğini kaybetmesi sonucu 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçilmiştir.¹⁴⁴ 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB kanununda değişiklikler yapılmıştır;

- 4. maddede yapılan değişlikle, Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiştir.
- Merkez Bankasının uygulayacağı para politikası ve kullanacağı araçları doğrudan kendisinin belirleyeceği yasalastırılarak, banka araç bağımsızlığına sahip olmuştur.
- Kanunda merkez bankasının temel hedefi olan fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla ülkede büyüme ve istihdam politikalarına destekleyebileceği hükümleştirilmiştir
- Bankanın, Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının açıklarını finanse etmesi ile ilgili uygulamaya yasal olarak son verilmiştir.
- Para politikası kararlarının kurumsal bir yapı içinde alınmasını sağlamak için Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuştur.

¹⁴³Şıklar, **a.g.e.**, s. 109.

¹⁴⁴ Merih Celasun, “Krizi. Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme, Küreselleşme”, (çevrimiçi), s. 17.

Gerçekleştirilen yapısal reformlar, Merkez Bankası'nın asli görevi olan fiyat istikrarına odaklanmasında önem arz etmektedir. Bu reformlar öncesinde, sürdürülemez duruma gelen kamu açıkları ekonomide enflasyonist eğilimleri de doğurmaktaydı. Hazinesin kısa vadeli avans kullanımını kaldırılması, Merkez Bankası'nı piyasaya karşı yükümlü olmaktan kurtarmıştır. Ayrıca, para politikası ve araçlarının kullanımının Para Politikası Kurulu'na bırakılmasıyla siyasilerin popülist uygulamalarına son verilmiştir. Böylelikle, genişletici para politikaları ile faizlerin suni olarak düşürülmesinin önüne geçilerek, bu uygulamanın beraberinde getirdiği enflasyon problemine önlem alınmıştır.

TCMB, temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak için modern para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi rejimini 2001 yılından itibaren örtük olarak ve 2006 yılından itibaren ise açık olarak uygulamaya başlamıştır. Bu rejimde, merkez bankaları rakamsal bir enflasyon hedefi ilan ederek, bu hedefe belirli bir süre içinde ulaşacaklarını taahhüt etmektedirler. Belirlenen hedefe ulaşamaması durumunda, kamuoyuna hesap vermekle yükümlüdürler.¹⁴⁵ TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır.¹⁴⁶

2005 yılında gerçekleştirilen para reformuyla Türk lirasından 6 sıfır atılarak, Yeni Türk lirasına geçilmiştir. Bu durum, aynı zamanda 2001 krizi sonrası ekonomide gerçekleştirilen yapısal reformların kalıcılığına duyulan güvenin de bir göstergesidir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde, 2002-2005 yılları arasında enflasyonla mücadelede başarılı olunmuştur. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra para politikasının dışında cereyan eden ve uluslararası sermaye koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi nedeniyle; enflasyon, hedeflerin üstünde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, 2001-2008 yılları Türkiye'de kayda değer büyüme oranlarının gerçekleştiği görülmektedir.¹⁴⁷

¹⁴⁵ A. Hakan Kara, Musa Orak, "Enflasyon hedeflemesi. Krizler, Para ve İktisatçılar", Ed. Ercan Kumcu, İstanbul, **Remzi Kitabevi**, 81-157, 2008, s. 2.

¹⁴⁶ Erdem Başçı, Hakan Kara, "Finansal İstikrar Ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans**, 26(302), 9-25, 2011, s. 3.

¹⁴⁷ TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası", Basın Duyurusu, 2018, s. 2-3.

2008 yılında yaşanan Küresel Kriz, merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken, finansal sistemde beliren riskleri ve varlık fiyatlarındaki balonları da dikkate almanın önemini ortaya koydu. Bu durum, merkez bankalarının finansal istikrarı gözetilecek şekilde para politikası araçlarını çeşitlendirmelerine yol açtı. TCMB’de 2010 yılında, yeni bir para politikası çerçevesi oluşturularak krizin etkisini sınırlandırmak ve gelecekteki muhtemel şoklara karşı önlem almayı amaçlamıştır.

Küresel kriz sonrası dönemde, gelişmiş ülkelerin tahvil alım politikaları sonucunda artan küresel likidite, gelişmekte olan ülkelere birtakım sıkıntılar oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerin, likiditeyi artırmaları ve faiz hadlerini düşük tutmaları nedeniyle sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir. Bu sermaye akımlarının kısa vadeli olması cari dengeyi bozmakta ve yerel para birimini suni olarak değerlendirmektedir. TCMB, yeni para politikası çerçevesinde fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrara da ulaşmak için iki ara hedef belirledi. Bunlar; kredi genişlemesini yavaşlatmak ve kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmaktır.¹⁴⁸ Bu ara hedeflere ulaşmak için politika araçlarını da çeşitlendiren banka; faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçları fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı sağlamak amacıyla kullanmaya başlamıştır.

Ekim 2014 tarihinde ABD Merkez Bankası’nın (Fed) tahvil alım programını sonlandırmasıyla, faiz artırımına ilişkin belirsizlikler özellikle gelişmekte olan ülkelere olumsuz beklentiye neden olmuştur. TCMB de uluslararası ekonomik beklentileri dikkate alarak para politikasını şekillendirmiştir. 15 Ağustos 2015 tarihinde kamuoyuna paylaşılan yeni yol haritasıyla, döviz likiditesini dengelemek ve dışsal şoklara karşı önlemler alınmıştır. 2017 yılında Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları piyasası açılmış ve ihracat reeskon kredilerinin Türk lirası olarak ödenmesine imkan verilmiştir. Bu dönemde önemli bir diğer gelişme de; reel sektörün dış borcundan kaynaklanabilecek borçlanma ve kur riskinin takip ve değerlendirilmesi için, TCMB’ye gerçek ve tüzel kişilerin döviz pozisyonuyla ilgili her türlü bilgi ve belgeyi isteme yetkisi verilmiştir.

¹⁴⁸ Fatih Özatay, “Merkez Bankası’nın yeni para politikası: İki hedef-üç ara hedef-üç araç”, **İktisat, İşletme ve Finans**, 26(302), 2011, s. 29.

Yukarıda verilen bilgiler ışığında para politikası maliye politikasına göre daha çabuk kullanılabilen bir ekonomi politikası olması nedeniyle, hükümetler geçmiş dönemlerde Banka'nın kaynaklarını bütçe açıklarını finanse etmek ve ülkenin kalkınmasına katkı sağlamak için kullandıkları aşıkardır. Bu durum, Türkiye'de kronikleşen krizleri ve enflasyonun üçlü hanelere çıkmasına neden olduğu için 2001 yılında para politikasında bir dizi reformlar gerçekleştirilmiştir. TCMB'nin temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu yasada hükümleştirilerek ve bankaya araç bağımsızlığı kazandırılarak; siyasilerin popülist politikalarının banka üzerindeki negatif etkisinin önüne geçilmesi hedeflenmiştir.

2.6. Para Politikası Karar Alma Mekanizması

Modern merkez bankaları kurumsal olarak bağımsızlıkların kazanmaları ve enflasyon hedefi rejimini uygulamaya geçmeleriyle birlikte, para politikasına ilişkin karar alma yetkilerini kendi bünyelerinde oluşturulan kurullara devredilmiştir. Bu kurullara politika kararı alma yetkisi devredilerek, para politikası stratejilerinin ve karar alma mekanizmalarının kurumsallaşması ve etkin olarak çalışması sağlanmaktadır.

Mayıs 2001 tarihinde TCMB'nin kuruluş kanununda yapılan değişikliklerle; bankanın temel amacı fiyat istikrarı olup, banka araç bağımsızlığı kazanmıştır. Ayrıca, para politikası kararlarının kurumsal çerçevede alınması için Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur. Para politikası kurulu; merkez başkanı, dört merkez bankası başkan yardımcısı, Banka Meclisinden bir üye ve başkanın önerisi üzerine Cumhurbaşkanı tarafından atanan bir üye olmak üzere toplam 7 üyeden oluşmaktadır.

Dünya genelinde ‘‘Para politikası kurulu’’ veya ‘‘Para Politikası Komitesi’’ gibi çeşitli adlarda kurulan karar alma mekanizmaları, kamuoyunca bilinen tarihlerde toplantılar düzenlemekte ve kararlarını açıklamaktadırlar.¹⁴⁹

2.6.1. Para Politikası Kurulları

Toplumda kararlar alınırken bireysel kararlardan daha çok toplumca üzerinden konsensüs kurulmuş kararlar geçerlilik kazanır. Yasama aygıtı kararlarını parlamento üyelerinin oybirliğiyle almakta, şirketler yönetim kurulu üyelerin aracılığıyla yönetilmektedir. Milenyumdan bu yana, merkez bankacılığı uygulamasında yaşanan dönüşümlerin en çok dikkate değer kısmı para politikası kararlarının kurullar aracılığıyla alınmasıdır. Kurullardan önce para politikasının kararları merkez başkanı tarafından alınmaktaydı.

Karar alma sürecinin kolektif yapıya devredilmesinin politika yapım sürecine birtakım etkileri bulunmaktadır. Bunlar:

- Merkez bankası başkanının tek başına karar alması, karar alma sürecinin daha hızlı işlemlerini sağlayabilir.
- Kurullar, üyelerden oluşmakta olduğu için kararlarını daha esnek bir şekilde almaktadırlar.
- Kurulu oluşturan üyelerin bilgi birikimleri ve farklı görüş açıları, kararların alınması ve problemlerin çözülmesi aşamasına katkıda bulunmaktadır.¹⁵⁰

Bu etkileri incelediğimizde para politikası kararlarının kurullar aracılığıyla alınmasının daha faydalı olduğunu görmekteyiz. Blinder ve Morgan (2005) yaptıkları çalışmada, para politikasında bireysel kararın mı yoksa grup kararlarının mı daha başarılı olduğunu deneysel olarak incelediler. Bu deneysel araştırma teoriyi destekleyerek; grupların karar almada bireylere göre yavaş kalmadığı ve grup

¹⁴⁹ TCMB, **Bülten**, Ankara, Haziran 2006, s. 2.

¹⁵⁰ Allan Blinder, **The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern**, USA, Yale University Press, 2008, s. 48.

kararlarının bireysel kararlara göre %3.5 daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹⁵¹

2.6.2. Para Politikası Kararlarının Zamanlaması

Para politikası uygulamalarında Őeffaflık ilkesi gereğince para politikası kararları, olağan üstü haller dışında, önceden ilan edilen tarihlerde alınmakta ve uygulanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının çoğunluğu merkez bankasının yılda kaç kez ve hangi tarihlerde yeni bir para politikası kararı alacağına ilişkin takvimi önceden kamuoyuyla ilan paylaşmaktadır.¹⁵²

Ülkemizde, Para politikası kurulu enflasyon hedefine uyumlu olarak faiz oranlarına ilişkin kararlarını almak için en az ayda bir sefer toplanmaktadır. Toplantı iki aşamalı olup; Birinci aşamada merkez bankası yetkilileri ve uzmanları ile Hazine Müsteşarlığı yetkilileri katılmaktadır; İkinci aşamada, sadece kurul üyelerinin katılımıyla toplantı düzenlenmektedir. Alınan faiz kararları toplantı sonrası gerekeēiyle birlikte kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Ayrıca, yılda dört defa bankanın enflasyona dair görüşlerini belirten, Enflasyon Raporu kamuoyuyla paylaşılmaktadır.¹⁵³

¹⁵¹Allan Blinder, John Morgan, “Are Two Heads Better Than One? Monetary Policy By Committee”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 37, No. 5, 2005, s. 789-811

¹⁵² A. Hakan Kara, **a.g.e.**, s. 17.

¹⁵³ TCMB dünden bugüne ,s.16

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARI İLE SANAYİ ÜRETİMİ ARASINDAKİ İLİŞKİYE DAİR BİR UYGULAMA

Bu bölümde, TCMB kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişki ampirik olarak incelenmektedir. Çalışmanın birinci bölümünde incelendiği üzere, para politikasının aktarım kanalları aracılığıyla reel ekonomi üzerindeki birtakım etkileri mevcuttur. İkinci bölümde incelenen para politikası araçları vasıtasıyla ülkemizde para politikası yürütülmektedir. Dolayısıyla, para politikası araçlarının reel ekonomi üzerindeki muhtemel etkilerinin bilinmesi politika yapıcısına müspet fayda temin edecektir.

Bu ilişkinin varlığına yönelik uluslararası ve ulusal literatür tarandığında birbirinden farklı bulgulara ulaşıldığı görülmektedir. Ayrıca, konuyla ilgili Türkiye’de yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu VAR modeli yöntemiyle analiz edilmiştir. VAR modeli ile etki-tepki fonksiyonu ve kointegrasyon olmak üzere iki ayrı analiz gerçekleştirilmektedir. VAR modeli ile analiz yapılmasının ön koşulu olarak da serilerin I(1) olması gerekmektedir. Bununla birlikte, makro ekonomik serilerinin büyük çoğunluğunun durağan olmayan özellikler taşıdığı bilinen bir gerçektir. Serilerin durağanlığını sağlamak için yapılan fark alma işlemi, serilerde bilgi kaybına neden olarak serilerin uzun dönemli dinamiklerini yok etmektedir.

Ayrıca, VAR’a dayalı Johansen eşbütünleşme analizinde serilerin I(1) olması gerekli olduğundan farklı durağanlık seviyelerine sahip değişkenlerde Johansen eşbütünleşme testi kullanılamamaktadır. Bu sebeple, çalışmada 2001-2018 dönemi içinde TCMB’nin faiz kararının ülkemizde sanayi üretimini etkileyip etkilemediği değişkenlerin farklı durağanlık serilerinde de analiz yapmaya imkan tanıyan ARDL (Autoregressive Distibuted Lag) yaklaşımı ile test edilmektedir.

Bu kapsamda, kısım 3.1’de araştırmanın modeli kurulmakta ve 3.2’de ARDL yaklaşımı açıklanmaktadır. Kısım 3.3’de veri seti tanıtılmakta ve tanımlayıcı istatistiklere yer verilmektedir. Kısım 3.4’te ampirik bir uygulama ile Türkiye’de merkez bankası faiz oranı-sanayi üretimi arasındaki ilişkinin uzun dönemli katsayı tahmini yapılmaktadır. Bu bölüm, genel değerlendirmelerin bulunduğu kısım 3.4 ile son bulmaktadır.

3.1. Araştırmanın Modeli

Türkiye’de, 2001 yılından itibaren uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminde, temel para politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları ekonomi için önem arz etmektedir. TCMB’nin 2010 yılında faiz koridoru uygulamasına geçişiyle birlikte bu önem daha da belirgin hale gelmiştir. Para politikasının sanayi üretimi üzerine etkisinin araştırılması ampirik bir konu olup, sonuçlarının iyi bir şekilde değerlendirilmesi politika yapıcısına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Refahın kaynağı olarak değerlendirilen sanayi üretimi, Türkiye’de GSYİH önemli bir bölümünü oluşturmakta olup, hizmetler sektörü üzerinde de etkisi olan bir kalemdir. Buna ek olarak, sanayi üretimi gelecekteki ekonomik performansı ve GSYİH’i tahmin etmede önemli bir göstergedir. Ayrıca, merkez bankaları sanayi üretimindeki gelişmeleri gelecekteki enflasyonu ölçmek için de dikkate almaktadır.

Sanayi üretiminin diğer üretim kesimleriyle birlikte yıllara göre Türkiye GSYİH içindeki payı Tablo 3.1’de gösterilmektedir. Buna göre, GSYİH içindeki ağırlıkları gösterilen üretim kesimleri incelendiğinde sanayi sektörünün hizmet sektöründen sonra ikinci sırada olduğu görülmektedir. Bu durum, sanayi üretiminin Türkiye’de ekonomik büyümenin en önemli bileşenlerinden biri olduğunu kanıtlar mahiyettedir.

Tablo 3.1: Sanayi Üretimin GSYİH İçindeki Payı

Tarih	GSYİH	TARIM ÜRETİMİ	SANAYİ ÜRETİMİ	HİZMET ÜRETİMİ	DİĞER KALEMLER
2001	100	12,05	30,50	42,72	14,73
2002	100	14,15	29,55	40,13	16,17
2003	100	13,57	29,85	39,59	16,99
2004	100	12,94	30,60	39,14	17,32
2005	100	12,62	30,65	39,45	17,28
2006	100	11,14	31,93	39,81	17,12
2007	100	10,24	32,16	42,11	15,50
2008	100	10,24	31,62	43,13	15,01
2009	100	10,84	27,71	47,01	14,43
2010	100	11,98	28,12	43,88	16,02
2011	100	10,96	31,47	41,57	16,01
2012	100	10,40	31,34	42,51	15,75
2013	100	8,99	32,50	41,93	16,58
2014	100	8,85	33,45	42,17	15,53
2015	100	9,23	33,24	41,63	15,89
2016	100	8,19	33,34	42,74	15,73
2017	100	8,14	34,95	41,67	15,24
2018	100	7,69	35,64	42,09	14,58

Kaynak: <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket> (Erişim, Eylül 2018)

Para politikasının sanayi üretimi üzerindeki etkilerinin araştırılmasına yönelik gerçekleştirilen bu çalışmada, TCMB kısa vadeli faiz oranları (ON) ile sanayi üretimi (SUE) arasındaki ilişkinin tespiti için oluşturulan model eşitlik (3.1) ile ifade edilmektedir.

$$SUE_t = f(ON_t) \quad (3.1)$$

Çalışmanın teorik bölümünü oluşturan birinci bölümde açıklandığı üzere, para politikasının üretim üzerinde etkili olduğunu belirten iktisadi görüşler mevcuttur. Fakat, bu ilişkiyi açıklayan yani para politikasının reel ekonomiyi etkileme sürecindeki izlediği kanallar ile ilgili gerçekleştirilen ampirik çalışmalardan elde edilen bulgularda birtakım belirsizlikler bulunmaktadır. Bu nedenle (3.1) ile ifade

edilen modele ek olarak, bu çalışmada ikinci bir model çerçevesinde Türkiye’de para politikasının hangi aktarım kanalları aracılığıyla sanayi üretimini etkileyip etkilemediği analiz edilecektir.

Teorik literatüre bağlı kalarak doğru modelin tahmini için hazine bonusu faiz oranı, geleneksel faiz oranı kanalını; yurtiçi kredi hacmi, kredi kanalını; BİST 100 Endeksi, varlık fiyatları kanalını ve reel efektif döviz kuru da döviz kuru kanalını temsilen modelde yer almaktadır. Tahmin edilen model eşitlik (3.2) ile ifade edilmektedir.

$$SUE_t = f(T_t, K_t, BİST_t, RD_t)$$

(3.2)

3.2. ARDL Sınır Testi

Türkiye’de kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişkiyi test eden çalışmalarda birbirinden farklı bulgulara ulaşılmakla birlikte, çalışmalar ağırlıklı olarak VAR modeli yöntemiyle analiz edilmiştir. VAR modelinde analiz yapılmasının ön koşulu değişkenlerin durağan olmasıdır. Fakat, iktisadi zaman serileri genelde durağan olmayan özelliklere sahiptir. Dolayısıyla, bu serilerle yapılan analizlerde sahte regresyon sorunu ortaya çıkabilmektedir.¹⁵⁴

Buna ilave olarak, VAR modellerinde durağanlığı sağlamak amacıyla yapılan fark alma işlemi serilerde bilgi kaybına neden olmakta ve bu seriler arasındaki ilişkiyi yok etmektedir. Ayrıca, ön raporlama amaçlı olan VAR modeli, politika belirleme ve yapısal analiz için kullanılmamaktadır. Bu sebeple, seviyelerinde durağan olmadığı tespit edilen serilerin, durağan bir bileşimi olabileceğinden ötürü eşbütünleşme analizinden yararlanılmaktadır.¹⁵⁵ Eşbütünleşme kavramını test etmek amacıyla literatürde sıklıkla kullanılan Engle-Granger, Johansen gibi testlerde aralarında

¹⁵⁴ W. C. Granger. J., P. Newbold, “Spurious Regressions in Econometrics”, **Journal Of Econometrics**, 2, 1974, s. 111-112.

¹⁵⁵ Eriçok, R. E. ve V. Yılanç, “Eğitim Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı”, **Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi**, 8(1), 2013, s. 87-101.

eşbütünleşme ilişkisi incelenen serilerin aynı mertebeden durağan olmaları varsayımı bulunmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki ilişkinin araştırıldığı bu çalışmada eşbütünleşme analizi için Peseran v.d. (2001) tarafından literatüre kazandırılan sınır testi yaklaşımı kullanılmaktadır. Bu test yöntemi, gecikmesi dağıtılmış otoregresif modellere dayandığı için ARDL (Autoregressive Distibuted Lag) modeli ya da sınır testi olarak adlandırılmaktadır. Eşbütünleşme ilişkisi incelenirken diğer eşbütünleşme testlerinde serilerin aynı mertebeden durağan oldukları varsayımının aksine, ARDL sınır testi yaklaşımında bu varsayım aranmamaktadır. Fakat, kurulacak modelin modelin bağımlı değişkeninin I(1) olması gerekmektedir.

ARDL modeli, kısıtsız hata düzeltme modelinin (UECM) tahminine dayanmakta olup, iki adımda gerçekleşmektedir. Birinci adımda, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki kurulmaktadır. İkinci adımda ise, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı araştırılmaktadır. Eşbütünleşme ilişkisinin mevcut olduğu durumda, tahmin edilen model ile kısa ve uzun dönem katsayıları tahmin edilmektedir.¹⁵⁶

ARDL sınır testi yaklaşımının, alternatif eşbütünleşme testlerine nazaran birtakım avantajları bulunmaktadır. Bunlar;

1) Modelde kullanılacak değişkenlerin I(0) ve ya I(1) olduğuna bakılmaksızın uygulanabilmesidir. Bu nedenle testi uygulamadan önce değişkenlerin durağanlık derecelerini belirlemeye gerek yoktur. Fakat, Peseran vd. (2001)'deki kritik değerler, değişkenlerinin I(0) veya I(1) olmasına göre tablollaştırıldığından, değişkenlerin I(2) olma ihtimaline karşı sınanması gerekmektedir.

¹⁵⁶ Nilgün Çil Yavuz, **Finansal Ekonometri**, 2. Bs., Der Yayınları, İstanbul, 2015, s. 417.

2) ARDL sınır testi yaklaşımında kısıtsız hata düzeltme modeli (UECM) kullandığından Engle-Granger metoduna göre daha iyi istatistiksel özelliklere sahiptir.¹⁵⁷

3) Örneklem boyutunun az olması durumunda bile alternatif eşbütünleşme testlerine göre daha güvenilir sonuçlar vermektedir ve hesaplanan uzun dönem katsayıları tutarlıdır.

ARDL sınır testi yaklaşımı temel olarak üç aşamadan oluşmaktadır. Öncelikli olarak değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığı sınanırken, eşbütünleşme ilişkisinin varlığının tespiti durumunda, ikinci ve üçüncü aşamada sırasıyla uzun dönem ve kısa dönemli ilişki sınanmaktadır. ARDL sınır testi yaklaşımında serilerin tümleşik dereceleri dikkate alınmadan aşağıdaki (3.3) eşitlikte model tahmin edilmektedir:

$$DY_t = b_0 + b_1 Trend + b_2 Y_{t-1} + b_3 X_{t-1} + \sum_{i=1}^k g_i DY_{t-i} + \sum_{j=0}^l q_j DX_{t-j} + e_t \quad (3.3)$$

Pesaran ve diğ. (2001) serilerde deterministik ögelerin olması durumuna göre modele sabit terim ve trend değişkeninin eklenebileceğini önermektedirler. Sınır testinde hata terimlerinde otokorelasyon olmadığı varsayımıyla yapılmaktadır. Bu nedenle VAR modelin gecikme uzunluğunun doğru seçilmesi önem arz etmektedir. ARDL’de serilerinin uygun gecikme uzunluğu ise Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri yardımıyla tespit edilmektedir.

Denklem (3.3)’de β_1 katsayısının devamında trend değişkeni bulunmakta, β_2 ve β_3 katsayıları uzun dönem çarpanını belirtmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra bu değişkenler için eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı F testi yardımıyla $H_0: \beta_2 = \beta_3 = 0$ (eşbütünleşme ilişkisi yoktur) hipotezinin sınanmasıyla karar verilmektedir. Bulunan test istatistiğinin kritik değerleri için

¹⁵⁷ P.K. Narayan, “The Saving And Investment Nexus for China: Evidence From Cointegration Tests”, **Applied Economics**, 37(17), 1995, s. 1979-1990.

Peseran vd. (2001)¹⁵⁸ ve Narayan (2005) çalışmasında belirtilen alt sınır I(0) ve üst sınır I(1) ile karşılaştırılmaktadır. Test istatistiği I(0) ve I(1) kritik değerlerinden daha yüksek ise sıfır hipotezi reddedilerek seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Bununla birlikte, hesaplanan F istatistiğinin iki sınırın arasında olması durumunda, sınır testi değişkenler arasındaki eşbütünleşmenin varlığına yönelik bir yorum yapılmasına imkan tanımamaktadır. Bu durumda, değişkenlerin durağanlık seviyelerini dikkate alan diğer eşbütünleşme yöntemlerinin kullanılması tavsiye edilmektedir.

Değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi tespit edildiği durumda, yani ARDL sınır testi yaklaşımının ikinci aşamasında, değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin analizi için gecikme uzunluğu bahsi geçen bilgi kriterleriyle tespit edilebilen uzun dönem için gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (ARDL) kurulmaktadır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki için aşağıdaki uzun dönem modeli tahmin edilmektedir.

$$Y_t = \beta_o + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{j=0}^m \beta_{2j} X_{t-j} + e_t \quad (3.4)$$

ARDL sınır testi yaklaşımının üçüncü aşamasında ise değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki aşağıdaki eşitlikte (3.5) ifade edilen ARDL modeline dayanan hata düzeltme modeliyle tespit edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_o + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{j=0}^m \beta_{2j} X_{t-j} + \beta EC_{t-1} + e_t \quad (3.5)$$

¹⁵⁸ M. H. Peseran, Y. Shin, R. J. Smith, "Bounds Testing Approaches To The Analysis of Level Relationship", Journal of Applied Econometrics, 2001, 16(3), s. 289-326.

Eşitlik (3.5) ile ifade edilen modelde EC ile gösterilen değişken hata düzeltme terimidir. Bu değişkenin katsayısının işaret ve büyüklüğüne göre farklı bulgulara ulaşılmaktadır. Bu katsayının 0 ile -1 arasında olması uzun dönem değerine tekdüze bir yaklaşım olarak yorumlanmakta iken, EC katsayısının -1 ve -2 değerleri arasında yer alması hata düzeltme sürecinin uzun dönem denge değerleri etrafında azalan dalgalanmalarla dengeye geldiğini göstermektedir. Söz konusu katsayının pozitif ya da -2'den küçük olması halinde dengeden uzaklaşıldığı anlaşılmaktadır.¹⁵⁹

3.3. Veri Seti ve Yöntem Tartışması

Bu çalışmada, TCMB kısa vadeli faiz oranı ve sanayi üretimi arasındaki ilişki 2001.M1-2018.M9 dönemi verileri kullanılarak ARDL sınır testi yardımıyla araştırılmıştır. Bu kapsamda; sanayi üretim göstergesi olarak 2015=100 bazlı İmalat Sanayi Üretim Endeksi (SUE) ve TCMB Bankası operasyonel araç olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarını temsilen de bankalar arası piyasada gerçekleşen gecelik faiz oranı (ON) kullanılmıştır. Bu ilişkinin hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğini tespit etmek amacıyla ampirik literatüre uygun olarak oluşturulan ikinci modelde, hazine bonusu faiz oranı (T) geleneksel faiz oranı kanalını; yurt içi kredi hacmi, kredi (K) kanalını; BİST 100 (B) Endeksi, varlık fiyatları kanalını ve reel efektif döviz kuru (RD) da döviz kuru kanalını temsilen kullanılmıştır.

Veri setleri, İmalat Sanayi Üretim Endeksi için Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK); gecelik faiz oranı, hazine bonusu faiz oranı yurtiçi kredi hacmi, reel efektif döviz kuru ve BİST 100 Endeksi için de TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. Analizler için Eviews 9 paket programı kullanılmıştır.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından aylık olarak yayınlanan “Sanayi Üretim Endeksi” 4850 işyerinde yapılan sanayi üretim anketinden yararlanılarak hesaplanmaktadır. Endeks, sanayinin alt sektörleri olan imalat, madencilik ve taş

¹⁵⁹ Alam, I., Quazi, R., “Determinants of Capital Flight: An Econometric Case Study of Bangladesh” **International Review of Applied Economics**, 17(1), 2003, s. 97.

ocakçılığı, elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtımı ve kanalizasyon, atık yönetimi ve iyileştirme sektörlerini içermektedir. Bu alt sektörlerin endeks içerisindeki dağılımları 2015 yılı referans endeks değerine göre incelendiğinde en yüksek ağırlığa imalat sanayi (%81,8)¹⁶⁰ nin sahip olduğunu görmekteyiz. Dolayısı ile imalat sanayine etki eden her faktör o ülkenin iktisadi büyümesiyle çok büyük oranda ve yakından ilişkilidir.

Çalışmada, kısa vadeli faiz oranlarını temsilen bankalar arası piyasada gerçekleşen gecelik faiz oranının (ON) kullanılmasının birtakım gerekçeleri bulunmaktadır. Özellikle, Merkez Bankası faiz koridorunu uygulamasıyla, ekonominin seyrine göre politika faizini değiştirmeden (ON)'yi aktif olarak kullanabilmektedir. Ayrıca, 1 hafta vadeli repo ihalesi faiz oranı olan politika faizi Merkez Bankası tarafından 2006 yılından itibaren kullanılmaya başlanıldığı için değişken olarak analize dahil edilmemiştir.

TCMB faiz oranı ile sanayi üretimi arasındaki ilişkinin ARDL yaklaşımı ile sınındığı bu çalışmada oluşturulan birinci model eşitlik (3.6) ile ifade edilmektedir. Ekonometrik model (3.6)'te sanayi üretim endeksi ve gecelik faiz oranı serisinin düzey değerleri kullanılmıştır. Bu durum, seriler hakkında birim bazlı yorum yapma imkanı tanımaktadır.

$$\Delta SUE_t = \beta_0 + \beta_1 trend + \beta_2 Y_{t-1} + \beta_3 F_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta \Delta ON_{t-i} + \sum_{j=0}^m \varphi \Delta ON_{t-j} + e_t \quad (3.6)$$

Para politikasının reel ekonomiyi etkileme süreci başlıca dört aktarım kanalı (geleneksel faiz oranı, kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı ve döviz kuru kanalı) vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Geleneksel faiz oranı kanalında, finansal araçlar iki varlıkla (para, tahvil) sınırlandırılmakta ve tahviller diğer tüm finansal araçları temsil

¹⁶⁰ TÜİK, Yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistikleri, (Çevrimiçi), <http://www.tuik.gov.tr>, 18 Eylül 2018.

etmektedir. Bu nedenle, modelde hazine bonusu faiz oranı (T) geleneksel faiz oranı kanalını temsilen bulunmaktadır. Kredi hacmindeki artış ile beraberinde yatırımları artırması beklenmekte olup, yurt içi kredi hacmi (K) modelde kredi kanalını temsil etmektedir.

Para politikası kararlarıyla değişen kısa vadeli faiz oranları, varlık fiyatları üzerinde de etkili olmaktadır. Bu sebeple, BİST 100 Endeksi’de (B) varlık fiyatları kanalı için modelde yer almaktadır. Ayrıca, daraltıcı para politikası sonucu artan reel faiz oranlarıyla ülkeye yabancı sermaye gelmektedir. Bu durum, yerel para birimini güçlendirerek net ihracatı olumsuz ve üretim miktarını etkilemektedir. Böylece, reel efektif kuru serisi de (RD) döviz kuru kanalını temsilen modelde bulunmaktadır.

Para politikasının hangi aktarım kanalı aracılığıyla sanayi üretimi üzerinde etkili olduğunun araştırılması için ARDL modeli yaklaşımı çerçevesinde oluşturulan ekonometrik model eşitlik (3.7) ile ifade edilmektedir. Seriler hakkında oransal yorum yapmak için ekonometrik model (3.7)’te sanayi üretim endeksi, BİST 100 endeksi, yurt içi kredi hacmi ve reel efektif döviz kuru serilerinin logaritmik değerleri kullanılmıştır. Bununla birlikte, hazine bonusu faiz oranı serisi oransal bir seri olduğu için logaritmik değerine modelde yer vermeye gerek yoktur.

$$\begin{aligned} \Delta LNSUE_t = & \alpha_0 + \beta_1 LNSUE_{t-1} + \beta_2 T_{t-1} + \beta_3 LNK_{t-1} + \beta_4 LNK BİST_{t-1} + \\ & \beta_5 LNRD_{t-1} + \sum_{i=1}^k \varphi_{1j} \Delta LNSUE_{t-i} + \sum_{i=1}^k \varphi_{2j} \Delta T_{t-i} + \sum_{i=1}^k \varphi_{3j} \Delta LNK_{t-i} + \\ & \sum_{i=1}^k \varphi_{4j} \Delta LNBİST_{t-i} + \sum_{i=1}^k \varphi_{4j} \Delta LNRD_{t-i} + e_t \end{aligned} \quad (3.7)$$

Aşağıdaki tablo 3.2’de eşitlik (3.6) ve (3.7)’de belirtilen modele ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

Tablo 3.2: Tanımlayıcı İstatistikler

	LSUE	T	LBİST	LK	LRD	ON	SUE
Ortalama	4,2444	20,6622	10,63842	19,4564	4,430129	19,07315	73,52629
Median	4,2413	13,02	10,89574	19,45247	4,45667	10,73	69,5
Maximum	4,8782	87,69	11,69131	21,5363	4,643429	436	131,4
Minimum	3,5467	6	8,939302	17,06361	3,942358	1,5	34,7
Std. Hata	0,331386	1,856864	0,741426	1,360809	0,136822	32,97686	23,66399
Gözlem Sayısı	213	213	213	213	213	213	213

Zaman serileri ile gerçekleştirilen analizlerde durağanlık önem arz etmektedir. Herhangi bir zaman serisinin durağanlığından söz edebilmek için serinin, ortalamasında sistematik bir değişme ve düzenli periyodik değişmelerin bulunmaması gerekmektedir. Bu durumda, iki dönem arasındaki hesaplanan kovaryans iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı bulunmaktadır.¹⁶¹ Durağan olmayan serilerle analizin gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkan sahte regresyon problemi, değişkenler arasındaki gerçek ilişkiyi göstermemektedir.

Bununla birlikte, ARDL sınır testi yaklaşımının alternatif testlere göre en önemli avantajı incelenen değişkenlerin durağanlık mertebelerine yani $I(0)$ ya da $I(1)$ olduğuna bakılmaksızın uygulama imkanı tanınmasıdır.¹⁶² Fakat, serilerin $I(2)$ olma

¹⁶¹ D.N. Gujarati, **Basic Economics**, 4. Bs., Mc-Graw-Hill, New York, 2004, s.797.

¹⁶² Pesaran vd., **a.g.e.**, s.290.

ihtimali nedeniyle ve bağımlı değişkenin I(1) olması istenildiğinden değişkenlere birim kök testi uygulanmaktadır.

Tablo 3.3’de serilerin durağanlığını araştırmak için yapılan ADF (Genişletilmiş Dickey-Fuller) ve Philips-Perron birim kök testlerinin sonuçları verilmektedir. ADF (Genişletilmiş Dickey-Fuller) ve Philips-Perron testlerinin temel hipotezi, seride birim kökün varlığını göstermektedir. Tablo 3.3’de görüldüğü üzere, düzey değeri durağan olan On değişkeni haricinde modelde kullanılan bağımlı değişken ve diğer seriler birinci sıra farkta durağan olup, ARDL sınır testinin uygulanmasına mani bir durum söz konusu değildir.

Tablo 3.3: ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları

Seriler	ADF	PP	Sonuç
ON	-2.65* (0.01)	-8.76* (0.01)	I(0)
SUE	-0.54 (0.87)	-1.35 (0.95)	
DSUE	-3.75 (0.00)	-35 (0.00)	I(1)
LNSUE	2.18 (0.99)	2.94 (0.99)	I(1)
DLNSUE	-2.77 (0.00)*	29.34(0.00)*	I(1)
LNK	-1.05 (0.73)	-1.29 (0.63)	
DLNK	-5.05 (0.00)*	-14.00 (0.00)*	I(1)
LNBİST	-1.46 (0.54)	-1.43 (0.57)	
DLNBİST	-16.01 (0.00)*	-16.09 (0.00)*	I(1)
T	-1.20 (0.67)	-1.56 (0.49)	
DT	-12.05 (0.00)*	-12.26 (0.00)*	I(1)
LRD	-1.98 (0.29)	-1.35 (0.60)	
DLRD	-10.64 (0.00)*	-10.28 (0.00)*	I(1)

Not: Değişkenlerin değerleri Schwartz bilgi kriterine göre seçilmiş olan uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

*, %1 düzeyinde anlamlılığı; yani ilgili serinin durağanlığını göstermektedir.

TCMB kısa vadeli faiz oranı ile sanayi üretimi arasındaki ilişkiyi 2001M1-2018M9 dönemi için araştırılmasına yönelik kurulan ARDL modelinde uygun gecikme uzunluğuna karar verebilmek için Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. $H_0: \beta_2 = \beta_3 = 0$ (eşbütünleşme ilişkisi yoktur) hipotezini sınamak için F testi hesaplanmıştır. Tablo 3.3 incelendiğinde F istatistiğinin, üst kritik değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, değişkenler arasından eşbütünleşme ilişkisi olmadığını gösteren temel hipotez reddedilmektedir. Yani TCMB kısa vadeli faiz oranı ile sanayi üretimi arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır.

Tablo 3.4: Model (3.6) ARDL Sınır Testi Sonuçları

K	Alt Sınır I(0)	Üst Sınır I(1)	F İstatistiği	Sonuç
1	6.01	6.73	12.66*	Eşbütünleşme Var

Not: k, bağımsız değişken sayısını ifade etmektedir.

*%1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Türkiye’de para politikası değişiminin hangi kanallar vasıtasıyla sanayi üretimini etkilediğini araştırılması için 2001M1-2018M9 verileri kullanılarak gerçekleştirilen ARDL modelinde uygun gecikme uzunluğuna karar verebilmek için Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. Sonrasında $H_0: \beta_2 = \beta_3 = 0$ (eşbütünleşme ilişkisi yoktur) hipotezini sınamak için F testi hesaplanmıştır. Tablo 3.4 incelendiğinde F istatistiğinin, üst kritik değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Böylelikle, değişkenler arasından eşbütünleşme ilişkisi olmadığını gösteren temel hipotez reddedilmektedir.

Tablo 3.5: Model (3.7) ARDL Sınır Testi Sonuçları

K	Alt Sınır I(0)	Üst Sınır I(1)	F İstatistiği	Sonuç
4	3.65	4.66	11.06*	Eşbütünleşme Var

Not: k, bağımsız değişken sayısını ifade etmektedir.

*%1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Bu sonuçlara göre, hazine bonosu faiz oranı, yurt içi kredi hacmi, BİST 100 Endeksi, reel efektif döviz kuru ile sanayi üretimi değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünlüşme ilişkisi bulunmaktadır.

3.4. TCMB Faiz Oranları ile Sanayi Üretimi İlişkisine Dair Bulgular

Tablo 3.4' te görüldüğü üzere, seriler arasında eşbütünlüşme ilişkisi tespit edilmiştir. Sınır testi yaklaşımının ikinci aşamasında, TCMB kısa vadeli faiz oranı ile sanayi üretimi arasındaki uzun dönem ilişkisinin katsayı tahminlerinin yapılabilmesi amacıyla FMOLS (Full Modified Ordinary Least Square) ve DOLS (Dynamic Ordinary Least Square) modeli tahmin edilerek ilişkinin büyüklüğü incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 3.6'da gösterilmektedir.

Tablo 3.6: FMOLS ve DOLS Test Sonuçları

$SUE_{it} = a_o + \beta On_{it} + u_{it}$		
	Katsayı	t istatistiği
FMOLS	-0.960180*	-6.018099
DOLS	-0.923307*	-4.995857

Not: *, **, *** sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

FMOLS ve DOLS test sonuçları değerlendirildiğinde katsayı negatif ve istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Yani uzun dönemde, Merkez Bankası faiz oranındaki artış, sanayi üretimini negatif olarak etkilemektedir. FMOLS test sonucuna göre Merkez Bankası'nın faiz oranını 1 birim artırması, Sanayi Üretim Endeksi'nde 0.96 birimlik bir azalış meydana getirmektedir. Ek olarak, DOLS test sonucuna göre de Merkez Bankası'nın faiz oranında 1 birimlik artış, Sanayi Üretim Endeksi'nde 0.92 birimlik bir azalışla sonuçlanmaktadır.

Bu sonuçlara göre, Merkez Bankası faiz oranı ile sanayi üretimi değişkenleri beklendiği gibi birbirlerini negatif etkilemekte ve değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünlüşme ilişkisi bulunmaktadır. Bu bağlamda uzun dönemde faiz oranları ile sanayi üretimi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

TCMB kısa vadeli faiz oranı ile sanayi üretimi arasındaki kısa dönemli ilişkinin katsayı tahminlerinin yapılabilmesi amacıyla ARDL modeline dayalı hata düzeltme modeli aşağıdaki gibidir.

$$\Delta SUE_t = \beta_0 + \beta_1 trend + \beta_2 EC_{t-1} + \beta_3 On_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta \Delta SUE_{t-i} + \sum_{j=0}^m \varphi \Delta On_{t-j} + e_t \quad (3.6)$$

Denklem (3.6)'da yer alan EC_{t-1} değişkeni uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değerini ifade etmekte olup, katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde dengeye geleceğini göstermektedir.

Tablo 3.7: ARDL (2,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Don	0.085	1.04 (0.29)
C	16.01*	6.36 (0.00)
Ect(-1)	-0.47*	-6.25 (0.00)

Not: * % 1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Belirtilen dönem ve modelden elde edilen sonuçların yer aldığı tablo 3.7'e göre kısa vadeli faiz oranı değişkeni ile sanayi üretimi arasındaki kısa dönemli ilişki istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu sonuç teorik beklentilere uygunluk göstermektedir. Para politikası kararlarıyla değişen kısa vadeli faiz oranlarının öncelikli olarak aktarım kanallarının içeriğini oluşturan değişkenler üzerinde etkili olması beklenmektedir. Kısa dönemde kısa vadeli faiz oranlarının sanayi üretimine etkisi bulunmamaktadır.

Bununla birlikte, Tablo 3.7'de görüldüğü üzere EC_{t-1} hata düzeltme teriminin 0 ile -1 aralığında olması ve istatistiksel olarak anlamlı olması, kısa dönemdeki sapmaların

uzun dönemde dengeye geldiğini göstermektedir. Bu durum, TCMB kısa vadeli faiz oranları ile sanayi üretimi arasındaki tespit edilen uzun dönemli ilişkiyi doğrulamaktadır. EC_{t-1} hata düzeltme teriminin katsayısı -0.47'dir ve %1 düzeyde anlamlıdır. Buna göre t_{-1} dönemindeki sapmanın %47'sinin t döneminde düzeltileceğini belirtmektedir. EC_{t-1} hata düzeltme teriminin katsayısının negatif ve mutlak değerce düşük olması dengenin yeniden sağlanmakla birlikte yavaş bir hızla ayarlanmanın gerçekleşeceğini göstermektedir.

3.4.1. Sanayi Üretiminde Etkili Olan Aktarım Kanallarının Test Edilmesi

Türkiye'de sanayi üretimi üzerinde etkisi bulunan aktarım kanallarının tespiti için gerçekleştirilen eşbütünleşme testinin sonuçları Tablo 3.5'te belirtildiği gibi seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunduğunu göstermektedir. Sınır testi yaklaşımının ikinci aşamasında, başlıca dört aktarım kanalını temsil eden değişkenler (hazine bonusu faiz oranı, yurt içi kredi hacmi, BİST 100 endeksi ve reel efektif döviz kuru) ile sanayi üretimi arasındaki uzun dönem ilişkisinin katsayı tahminlerinin yapılabilmesi amacıyla FMOLS (Full Modified Ordinary Least Square) ve DOLS (Dynamic Ordinary Least Square) modeli tahmin edilerek ilişkinin büyüklüğü incelenmiştir. Modellerden elde edilen sonuçlar Tablo 3.8'te gösterilmektedir.

Tablo 3.8: FMOLS ve DOLS Test Sonuçları

$$SUE_{it} = a_o + \beta T_{it} + \beta K_{it} + \beta BİST_{it} + \beta RD_{it} + u_{it}$$

Tahmin Yöntemi	Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
FMOLS	T	0.001	1.95 (0.052)
	LK	0.15*	5.99 (0.00)
	LB	0.18*	3.26 (0.00)
	LRD	-0.17*	-4.05 (0.00)

DOLS	T	-6.7	0.04 (0.96)
	LK	0.15*	4.44 (0.00)
	LB	0.16*	2.54 (0.00)
	LRD	-0.34*	-2.42 (0.00)

Not: * % 1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

FMOLS ve DOLS test sonuçları değerlendirildiğinde, belirtilen dönem ve model için geleneksel faiz oranı kanalını temsilen modelde yer alan hazine bonusu faiz oranı istatistiksel olarak anlamsızdır. Bununla birlikte, kredi kanalını temsilen modelde yer alan yurt içi kredi hacmi katsayı olarak pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuca göre uzun dönemde, yurtiçi kredi hacmindeki artış sanayi üretimini pozitif olarak etkilemektedir. FMOLS ve DOLS test sonuçlarına göre yurt içi kredi hacmindeki %1'lik artış, Sanayi Üretim Endeksi'nde %0.15'lik bir artışı meydana getirmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında, kısa vadeli faiz oranlarındaki düşüşün yurt içi kredi hacminde artışa neden olduğu düşünülmektedir.

Varlık kanalını temsilen modelde yer alan BİST 100 endeksi katsayı olarak pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. FMOLS test sonucuna göre varlık fiyatlarındaki %1'lik artış, Sanayi Üretim Endeksi'nde %0.18'lik bir artışa neden olurken; DOLS test sonuçlarına göre de varlık fiyatlarındaki %1'lik artış, Sanayi Üretim Endeksi'nde %0.16'lik bir artışla sonuçlanmaktadır. Bu durum varlık fiyatlarındaki artışın uzun dönemde sanayi üretimini pozitif olarak etkilediğini göstermekte ve varlık fiyatları kanalı Türkiye'de çalışmaktadır.

Ayrıca, döviz kuru kanalını temsilen modelde yer alan reel efektif kuru katsayı olarak negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Reel efektif döviz kurunun artışı TL'nin güçlenmesi anlamına gelmektedir. Buna göre FMOLS test sonucu, döviz kurunda %1'lik artışın Sanayi Üretim Endeksi'nde %0.18'lik bir artışa neden olduğunu açıklamaktadır. Ek olarak DOLS test sonucuna göre de döviz kurundaki %1'lik artış, Sanayi Üretim Endeksi'nde %0.34'lik bir artış ile

sonuçlanmaktadır. Bu durum Türkiye’de döviz kuru kanalının çalışmakta olduğunu göstermektedir.

Başlıca dört aktarım kanalı ile sanayi üretimi arasındaki kısa dönemli ilişkinin tespitine yönelik kurulan ARDL modeline dayalı hata düzeltme modeli aşağıdaki gibidir.

$$\begin{aligned}
\Delta LNSUE_t = & \beta_0 + \beta_1 trend + \beta_2 EC_{t-1} + \beta_3 T_{t-1} + \beta_4 LNK_{t-1} + \beta_5 LNBİST_{t-1} \\
& + \beta_6 RD_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta \Delta LNSUE_{t-i} + \sum_{j=0}^m \phi T_{t-j} + \sum_{j=0}^m \varphi LNK_{t-j} \\
& + \sum_{j=0}^m \eta LNBİST_{t-j} + \sum_{j=0}^m \kappa LNRD_{t-j} + e_t
\end{aligned}
\tag{3.7}$$

Aşağıdaki tablo 3.9’da denklem (3.7)’deki kısa dönem ARDL modeli çerçevesinde AIC bilgi kriterine göre elde edilen hata düzeltme modeli bulunmaktadır.

Tablo 3.9: ARDL (2,0,1,0,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	T istatistiği
DT	-0.01	-0.80 (0.42)
DLK	0.93*	4.80 (0.00)
DLB	0.05	0.73 (0.46)
DLRD	-0.04	-0.28 (0.77)
Ect(-1)	-0.51*	-7.10 (0.00)

Not: * % 1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.9’deki sonuçlara göre EC_{t-1} hata düzeltme teriminin 0 ile -1 arasında ve istatistiksel olarak anlamlı olması, kısa dönemdeki sapmaların uzun dönemde dengeye geldiğini göstermektedir. Bu bulgu, Türkiye’de hazine bonusu faiz oranı, yurt içi kredi hacmi, BİST 100 endeksi, reel efektif döviz kuru ve sanayi üretimi arasında

uzun dönemli ilişkinin varlığını da doğrulamaktadır. Bununla birlikte, %1 düzeyde anlamlı bulunan ECT katsayısı -0.51 değerini almakta olup, t_{-1} dönemindeki sapmanın %51'inin t döneminde düzeltileceğini belirtmektedir.

Ayrıca, yurt içi kredi hacmi haricinde modelde tahmin edilen değişkenlerin kısa dönemli katsayıları istatistiksel olarak anlamsız bulunmaktadır. Yurt içi kredi hacmi ise sanayi üretimi arasında kısa dönemde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durum, belirtilen dönem ve model için kısa dönemde de Türkiye'de kredi kanalının aktif olarak çalıştığını, geleneksel faiz kanalı ve varlık fiyatları kanalının çalışmadığını ortaya koymaktadır.



SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın para politikası kararlarının üretim üzerindeki etkileri sanayi üretimi özelinde 2001-2018 dönemi için analiz edilmiştir. Bu ilişkinin analizine yönelik kurulan birinci modelde; Türkiye'de 2001 yılından itibaren uygulanmakta olan Enflasyon Hedeflemesi rejiminde TCMB'nin temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarının sanayi üretimi üzerindeki kısa dönem ve uzun dönem etkileri ARDL sınır testi çerçevesinde incelenmiştir. Modelde bağımlı değişken olarak yer alan sanayi üretimi serisinin I(1) olması ve gecelik faiz (On) serisinin I(0) olması, farklı durağanlık mertebelerinde analiz yapmaya imkan tanıyan ARDL sınır testinin ampirik analizde kullanılmasının gerekçesini oluşturmaktadır.

Modelde kısa vadeli faiz oranlarını temsilen yer alan gecelik faiz oranı ile sanayi üretimi arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra ARDL modelinin ikinci ve üçüncü aşamasını oluşturan uzun ve kısa dönem tahminleri gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, uzun dönemde kısa vadeli faiz oranının sanayi üretimine negatif etkisi saptanmıştır. Kısa dönemdeyse, TCMB gecelik faiz oranı ile sanayi üretimi arasındaki ilişki istatikselsel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte, kısa dönem hata düzeltme modeli katsayısının anlamlı ve 0 ile -1 arasında tespit edilmesi kısa dönemdeki sapmaların uzun dönemde dengeye geleceğini göstermekte ve tespit edilen uzun dönemli ilişki desteklemektedir. Bu bulgular, kısa vadeli faiz oranlarının sanayi üretimi üzerindeki negatif etkisini göstermesi açısından önem arz etmektedir.

Kısa vadeli faiz oranı ile sanayi üretimi arasındaki eşbütünleşme ve uzun dönem negatif ilişkinin tespitinin ardından, bu ilişkinin muhtevasını oluşturan aktarım kanallarının tespitine yönelik olarak kurulan ikinci bir ARDL modeliyle analizler gerçekleştirilmiştir. Bu modelle, Türkiye'de para politikasının hangi aktarım kanalı aracılığı ve ne ölçüde sanayi üretimini etkilediği araştırılmıştır. Bahsi geçen

modelde, teorik literatüre uygun olarak geleneksel faiz oranı kanalı, kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı ve döviz kuru kanalını temsil eden değişkenlere yer verilmiştir.

İkinci ARDL modelinde, parasal aktarım kanalları ile sanayi üretimi arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin tespitinden sonra, uzun dönem ve kısa dönem tahminleri yapılmıştır. Uzun dönem modelinin sonuçlarına göre kredi kanalını temsil eden yurtiçi kredi hacmi; varlık fiyatları kanalını temsil eden BİST 100 endeksi ve döviz kuru kanalını temsil eden reel efektif döviz kuru değişkenleri ile sanayi üretimi arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar belirtilen dönem ve tahmin edilen model için Türkiye’de kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı ve döviz kuru kanalının çalıştığını ortaya koymaktadır.

ARDL modeline dayanan kısa dönem hata düzeltme modelinden elde edilen bulgulara göre, sadece yurt içi kredi hacmi istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Buna göre, Türkiye’de uz dönemde olduğu gibi kısa dönemde de kredi kanalı çalışmaktadır. Ayrıca, kısa dönem hata düzeltme modeli katsayısının anlamlı ve 0 ile -1 arasında tespit edilmesi, kısa dönemdeki sapmaların uzun dönemde dengeye geleceğini göstermekte olup, aktarım kanalları değişkenleri ile sanayi üretimi arasındaki tespit edilen uzun dönemli ilişkiyi de desteklemektedir.

Günümüz ekonomilerinde artan finansal derinleşme ve finansal küreselleşme gibi etmenler nedeniyle para politikası yürütmenin eskisi kadar kolay olmadığı bilinen bir gerçektir. Çalışmadan elde edilen bulgular neticesinde, TCMB’nin para politikası kararları sonucu değişen kısa vadeli faiz oranlarının sanayi üretimi üzerinde negatif yönde etkisinin saptanması ve Türkiye’de kredilerin, varlık fiyatlarının ve döviz kurunun üretim üzerindeki anlamlı etkisinin tespiti; esasında, para politikası araçlarının reel ekonomi üzerindeki muhtemel etkilerini açıkladığı için politika yapıcısına müspet fayda temin edecektir.

Çalışmada, para politikasının teorik çerçevesinin ve Türkiye’de bu alanda son kırk yıldaki gelişmelerin ayrıntılı olarak ele alınmasıyla ekonometrik analizin arka planıyla ilgili bilgi verilmeye çalışılmıştır. Bununla birlikte, konunun ARDL modeli

yaklaşımıyla araştırılması, kısa dönem ve uzun dönemli ilişkinin araştırılması ve ilişkiyi açıklayan kanalların tespitinin yapılması nedeniyle literatüre olumlu bir katkı yapması beklenmektedir.

Sonuç olarak, Dünya'daki merkez bankacılığı gelişmelerine paralel olarak TCMB 2001 yılından bu yana enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde politika araçlarını çeşitlendirmiş ve araç bağımsızlığına kavuşmuştur. Bununla birlikte, TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamak amaçlı izlediği para politikaları sonucu değişen kısa vadeli faiz oranlarının üretim üzerindeki negatif etkisini göz önünde bulundurması faydalı olacaktır. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın para politikası stratejisi belirleme aşamasında, kısa dönem ve uzun dönemde sanayi üretimi üzerinde pozitif etkisi olan kredi kanalını dikkate alacak bir biçimde bankacılık sistemi üzerinden politika geliştirmesi para politikasının etkinliğini artıracaktır.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Öztin: **100 Soruda Türkiye'de Bankacılık**, İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1987
- Aksoy, Yunus,
M. León-Ledesma: "Interest rates and output in the long-run. European Central Bank", **ECB Working Paper**, No. 434, 2005.
- Aktan, Can: "Merkez Bankacılığının Doğuşu", (çevrimiçi), <http://www.canaktan.org/ekonomi/merkez-bankacilik/dogusu.htm>, 16 Haziran 2018.
- Alam, I,
Quazi, R: "Determinants Of Capital Flight: An Econometric Case Study Of Bangladesh", **International Review of Applied Economics**, 17(1), 2003, s. 85-103.
- Alberto, Alesina,
Lawrence Summers: "Central Bank Independence And Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", **Journal Of Money, Credit and Banking**, 25(2), 1993, p.p. 151-162
- Alkan, Ufuk: "Finans Sektöründen Reel Sektöre Parasal Aktarım Mekanizması: Bankacılık Sektörü Açısından Bir Uygulama", **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul, Marmara Üniversitesi, Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, 2014.
- Ando, Albert,
Modigliani Franco: "The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", **The American Economic Review**, Vol. 53, No. 1, 1963, p.p. 55-84
- Andreades, A.: **History of the Bank of England 1640-1903**, New York, Keller Pub., Press, 1966.
- Arabacı, Özer,
Meryem Filiz BAŞTÜRK: "Faiz Oranı Kanalı'nın 2001–2008 Döneminde Türkiye'de Etkinliğinin Değerlendirilmesi", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt.13, Sayı.2, 2013, s.15-33.
- Atgür, Musa,
N. Oğuzhan Altay: "Yeni Para Politikası Arayışları Bağlamında Parasal Aktarım Mekanizması Faiz Kanalı'nın İşleyişi: Türkiye Ve Endonezya Ülke Örnekleri", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 14, Sayı 3, 2018, s. 601- 624.

- Balabanova, Zlatina,
Ralf Brüggemann: “External Information and Monetary Policy Transmission In New Eu Member States: Results From Favar Models”, **Macroeconomic Dynamics**, 21, 2017, s. 311-335.
- Başçı, Erdem,
Hakan Kara: “Finansal İstikrar Ve Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, 26(302), 9-25, 2011, s. 9-25.
- Bernanke, Ben S.,
Alan S. Blinder: “Credit, Money, And Aggregate Demand”, **American Economic Review**, Vol. 78, No. 2, 1988, s. 435-439.
- Bernanke, Ben S.: “Credit in the Macroeconomy”, **Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York**, No.18, 1993 s. 50-70.
- Bernanke, B. S.,
Boivin, J., Eliasz, P.: “Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor Augmented Vector autoregressive (FAVAR) Approach”, **The Quarterly Journal of Economics**, 120(1), 2005, s. 387-422.
- Blinder, Allan: **The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern**, USA, Yale University Press, 2008.
- Blinder, Allan,
John Morgan: “Are Two Heads Better Than One? Monetary Policy By Committee”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 37, No. 5, 2005, s. 789-811
- Bernanke, Ben S.,
M. Gertler: “Inside The Black Box: The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission”, **Journal Of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995
- Bofinger, Peter: **Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments**, Oxford University Press, 2001.
- Boivin J.,
Giannoni M.P.,
D. Stevanovic: “Dynamic Effects of Credit Shocks in a Data-Rich Environment,” **Manuscript**, Columbia University, 2009, s.1-38
- Bredin, Don,
Gerard O’Reilly: “An Analysis Of The Transmission Mechanism Of Monetary Policy in Ireland”, **Applied Economics**, Vol.36, No.1, 2001, s.49-58.
- Büyükakın, Figen,
Hilal Bozkurt, “Türkiye’de Parasal Aktarımın Faiz Kanalınnın Granger Nedensellik Ve Toda-Yamamoto Yöntemleri İle

- Vedat Cengiz: **Analizi”, Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı. 33, 2008, s. 101-118.**
- Cambazoglu, Birgül,
Simay H. Karaalp: **“Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği” Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt.19, No.2, 2012, s. 311.**
- Capie, Forrest,
Charles Goodhart,
Norbert Schnadt: **The Development of Central Banking, Cambridge, Bank of England, 1994.**
- Celasun, Merih: **“Krizi. Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme, Küreselleşme”, (çevrimiçi), 29 Haziran 2018.**
- Cengiz, Vedat: **“Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 22, Sayı: 1, Ocak 2008, s.116.**
- Cengiz, Vedat,
Mehmet Duman: **“Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990-2006)”, Hacettepe Üniversitesi İİ BF Dergisi, Cilt. 26, No.2, 2008, s. 81-104.**
- Cengiz, Vedat: **“Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi Ve Ampirik Bulgular”, Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı.33, 2009, s. 225-247.**
- Çağatay, Neşet: **“Osmanlı İmparatorluğunda Riba-Faiz Konusu Para Vakıfları ve Bankacılık”, Vakıflar Dergisi, (9), 1969, s. 39-56.**
- Çiçek, Macide: **“Türkiye”de Parasal Aktarım Mekanizması: Var (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz”, İktisat İşletme ve Finans, Cilt. 20, Sayı. 233, 2005, s. 82-105.**
- De Bondt, G.J.: **“Credit and Asymmetric Effects of Monetary Policy in Six EU Countries: An Overview”, De Nederlandsche Bank Working Paper, 1998.**
- Dedola, Luca,
Francesco Lippi: **“The Monetary Transmission Mechanism: Evidence From The Industries Of Five OECD Countries”, European Economic Review, Vol.49, No.6., 2005, s. 1543-1569.**

- Delice Güven: “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Kayıt Düşmek”, **Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi**, 1(2), 2015, s. 21-55.
- Edoumiekumo, S. G., Karimo, T. M., Amaegberi, M: “Real Sector Responsiveness to Monetary Policy Shocks in Nigeria”. **Journal of Research in National Development**, 11(2), 2013, s. 269-277.
- Elitok, Özkan: “Sanayi Üretim Endeksi Üretici Fiyat Endeksi Ve Tüketici Fiyat Endeksi İle Yatırım Araçları Arasındaki İlişkinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi”, **TÜİK Uzmanlık Tezi**, Edirne, 2014, s.18.
- Eğilmez, Mahfi, Ercan Kumcu: **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, Remzi Kitabevi, 17. bsk., 2002.
- Erdoğan, Seyfettin, Sinem G. Beşballı: “Empirical Analysis Of The Bank Lending Channel in Turkey”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt.11, Sayı.1, 2009, s. 28-41.
- Eren, Ercan: **Makro İktisat**, Avcıol Basım Yayın, 4. Basım, İstanbul, 2006.
- Eriçok, R. E., Veli Yılcıncı: “Eğitim Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı”, **Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi**, 8(1), 2013, s. 87-101.
- Ergin, Ayşe, Halil İ. Aydın: “Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması”, **Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi**, 7(1/1), s. 63-75.
- Estrella, Arturo: “Financial Innovation And The Monetary Transmission Mechanism”, **Focus on Austria**, Vol.3, No:4, 2001, p.p. 1-13.
- European Central Bank: “Monetary Policy Transmission in The Euro-Area”, **Monthly Bulletin**, July, 2000.
- Fischer, Stanley: **Modern Central Banking**, England, The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England, 1995.
- Friedman, Milton: “The Role Of Monetary Policy”, **The American Economic Review**, 18(1), 1968, p.p. 1-17.

- Gertler, Mark,
Simon Gilchrist: “The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 95, No. 1, 1993, s. 43-64.
- Granger, C. W. J.,
Newbold, P., ”Spurious Regressions in Econometrics”, **Journal Of Econometrics**, 2, 1974, s. 111-120.
- Gujurati, D.N.: **Basic Economics**, 4. Bs., Mc-Graw-Hill, New York, 2004, s.797.
- Güloğlu, Bülent,
Sevinç Orhan: “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmalarının Makroekonomik Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt. 23, Sayı.268, 2008, s. 94-118.
- Grilli, Vittorio,
Donato Masciandaro,
Guido Tabellini: “Political And Monetary Institutions and Public Financial Policies in The Industrial Countries”, **Economic policy**, 6(13), 1991, s. 341-392.
- Hawtrey, Ralph G.: **Merkez Bankacılığında İdare Sanatı**, çev. Mahmut Nedim Sinaplı, Ankara, TCMB Yayınları, 1936.
- HUBBARD, R. Glenn: “Is There a Credit Channel for Monetary Policy”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, C.77, No:3, Mayıs-Haziran 1995, p.p. 63-77.
- Issing, Otmar,
v.d.: **Monetary Policy in The Euro Area: Strategy And Decision-Making at The European Central Bank**, England, Cambridge University Press, 2001.
- Joyce, Michael,
v.d.: “Quantitative Easing And Unconventional Monetary Policy–An İntroduction” **The Economic Journal**, 122(564), 2012, F271-288.
- Kalaycı, Şeref,
Levent Aytemiz,
Yeşim Helhel: “İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim İlişkileri: Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt.19, No.221, s.80-87.
- Kamin, Steven,
Philip Turner,
Josef Van’t Dack: “The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies”, **BIS Tebliği** , No 3, 1998, p.p. 5-64.
- Kara, A. Hakan,
Musa Orak: “Enflasyon hedeflemesi. Krizler, Para ve İktisatçılar”, Ed. Ercan Kumcu, İstanbul, **Remzi Kitabevi**, 81-157, 2008, s. 2.
- Kasapoğlu, Özgür: “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Türkiye

Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel
Müdürlüğü, Ankara, 2007.

- Kashyap, Anil K.,
Jeremy C. Stein: “Monetary Policy and Bank Lending” , **Monetary Policy**, Ed. N.Gregory Mankiw, The University of Chicago Press , 1994.
- Kesriyeli, Mehtap: “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB**, 97/4, 1997, s. 1-33.
- Meltzer, Allan: “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, **Journal Of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, s52.
- Mishkin, Frederic S., “Symposium On The Monetary Transmission Mechanism”. **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, p.p. 3-10.
- Mishkin, Frederic S., **Monetary Policy Strategy**, USA, Mit Press, 2007.
- Mishkin, Frederic S.,
M. Giuliadori,
K. Matthews:
Moenjak, Thomas: **The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets European Edition**, Pearson Education, 2013.
- Central Banking: Theory And Practice in Sustaining Monetary And Financial Stability**, USA, John Wiley & Sons., 2014, s. 127.
- Narayan, P. K: ”The Saving And Investment Nexus for China: Evidence From Cointegration Tests”, **Applied Economics**, 37(17), 1995, 1979-1990.
- Nogueira R. P.: "Is monetary Policy Really Neutral in The Long-Run? Evidence For Some Emerging and Developed Economies." **Economics Bulletin**, Vol. 29, No. 3, 2009, s. 2432-2437.
- Norman, Loayza,
K. Schmidt-Hebbel: “Monetary Policy Functions And Transmission Mechanisms: An Overview”, **Monetary Policy: Rules And Transmission Mechanisms**, Vol.1, No.4, 2002, 1, s. 1-20.
- Oduncu, Arif,
Ergun Ermişoğlu,
Yasin Akçelik: “Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 86, 2013, s. 43-52.

- Oktar Suat,
Nadir Eroğlu,
İlhan Eroğlu: “2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (Tcmb) Deneysel Politika Çabaları”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, Cilt 35, Sayı 2, 2013, s. 1-28.
- Orhan, Osman,
S. Erdoğan: **Para Politikası**, İstanbul, Avcı Ofset, 2005.
- Örnek, İbrahim: “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi” **Maliye Dergisi**, Sayı. 156, 2009, s.104-125.
- Özatay, Fatih: “Merkez Bankası Bağımsızlığı Kavramı”, (Çevrimiçi), (<https://www.dunya.com/kose-yazisi/merkez-bankasi-bagimsizligi-kavrami/422002>), 14 Temmuz 2018
- Özatay, Fatih: “Merkez Bankası’nın yeni para politikası: İki hedef-üç ara hedef-üç araç”, **İktisat, İşletme ve Finans**, 26(302), 2011, s. 29.
- Özatay, Fatih: **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi, 2011 (a)
- Öztürkler, H.,
Çermikli A. H.: “Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, 44(514), 2007, s. 57-68.
- Palley, Thomas I.: “The Stock Market And Investment: Another Look At The Micro- Foundations Of Q Theory”, **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 25, No. 5, 2001, 657-667.
- Pamuk, Şevket: **Osmanlı-Türkiye İktisadî Tarihi 1500-1914**, Ankara, İletişim Yayınları, 2017.
- Parasız, İlker: **Merkez Bankacılığı Ve Para Politikası**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2011.
- Paya, Merih: **Para Teorisi ve Para Politikası**, 6. b.s., İstanbul, Filiz Kitabevi, 2013.
- Peersman, Gert,
Frank Smets: “The Industry Effects Of Monetary Policy in The Euro Area”, **The Economic Journal**, Vol. 115, No.503, 2005, s. 319-342.
- Poterba, James M.: “Stock Market Wealth And Consumption”, **Journal Of Economic Perspectives**, Vol.14, No.2, 2000, s.108.

- Romer, David, “Keynesian Macroeconomics Without The LM Curve”, **Journal Of Economic Perspectives**, 14(2), 2000, p.p. 149-169.
- Paul, A. Samuelson, William D. Nordhaus: **Economics**, USA, McGraw-Hill Education Ltd, 2009.
- Pesaran, M. H., Y. Shin, R. J. Smith: “Bounds Testing Approaches to The Analysis of Level Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, 16, 2001, s. 289-326.
- Serin. Necdet: “Atatürk’ün İktisadi Politika Anlayışı”, **Ankara Üniversitesi Türk İnkılap Tarihi Enstitüsü Atatürk Yolu Dergisi**, 1(02), 1988, s. 215-222.
- Sezer, Burhan: “Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye’de İşleyişi”, **Basılmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.
- Smaghi, L. B.: Conventional and unconventional monetary policy, Speech at the Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 2009.
- Smaghi, L. B.: “Central Bank Independence in The EU: From Theory To Practice”, **European Law Journal**, 14(4), s. 446-460.
- Smets, Frank, Raf Wouters: “The Exchange Rate And The Monetary Transmission Mechanism in Germany”, **De Economist**, Vol.147, No.4, 1999, s.489-521.
- Stiglitz, Joseph E., Andrew Weiss: “Credit Rationing In Markets With Imperfect Information”, **The American Economic Review**, Vol.71, No.3, 1981, s. 393-410.
- Stone, Gerald W.: **Core Economics**, USA, Worth Publishers, 2008.
- Şıklar, İlyas: **Para Teorisi Ve Politikası**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2009.
- Taş, Derya: “Parasal Aktarım Mekanizması ve Var Analizi İle Türkiye Uygulaması”, **Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009.
- Taylor, John B.: “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, p.p. 11-26.
- Tekeli, İ., **Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Asama:**

- İlkin, S.: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, TCMB** Yayınları, Ankara, 1997, s. 68-70.
- The Riksbank: (çevrimiçi), <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/1600-1699/sveriges-riksbank-is-founded>, 15 Mayıs 2018.
- TCMB: **Bülten**, Ankara, Mart 2006.
- TCMB: **Bülten**, Ankara, Haziran 2006
- TCMB: **Bülten**, Ankara, Sayı:26, Haziran 2012
- TCMB: **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara, TCMB Yayını, 2008.
- TCMB: Merkez Bankası Tarihçesi, (Çevrimiçi), www.tcmb.gov.tr, Erişim: 23 Haziran 2018.
- TCMB: **Parasal Aktarım Mekanizması**, Ankara, TCMB Yayını, 2013, s.5.
- TCMB: Para Politikası Kurulu Kararları, (Çevrimiçi), www.tcmb.gov.tr, Erişim: 24 Haziran 2018.
- TCMB: 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, 2018.
- TCMB: 2015 Yılı Para Ve Kur Politikası, Ankara, TCMB Yayınları, 2014.
- TÜİK: Yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistikleri, (Çevrimiçi), <http://www.tuik.gov.tr>, 18 Eylül 2018.
- T.C. Resmi Gazete: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, 14 Ocak 1970.
- Toprak, Z.: **Türkiye'de" Millî İktisat" 1908-1918**, bas. 2, Yurt Yayınları, 1982.
- Yavuz, Nilgün Çil: **Finansal Ekonometri**, 2. Bs., Der Yayınları, İstanbul, 2015, s. 417.
- Zarakolu, H. A.: **Bankacılar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü,1988.