

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

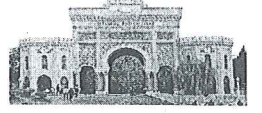
**OPTİMAL PARA POLİTİKASI ENSTRÜMANI
SEÇİMİ: TÜRKİYE UYGULAMASI**

AKMYRAT AMANOV

2501150275

TEZ DANIŞMANI
PROF.DR. AHMET İNCEKARA

İSTANBUL, 2018



Y Ü K S E K L İ S A N S
T E Z O N A Y I

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : AKMYRAT AMANOV

Numarası : 2501150275

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT POLİTİKASI

Danışman : PROF. DR. AHMET İNCEKARA

Tez Savunma Tarihi : 29.01.2018

Tez Savunma Saati : 11:00

Tez Başlığı : OPTİMAL PARA POLİTİKASI ENSTRÜMAN SEÇİMİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. AHMET İNCEKARA		KABUL
2- PROF. DR. YUSUF TUNA		KABUL
3- DOÇ. DR. HALİL TUNALI		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. CEM SAATÇIOĞLU		
2- DOÇ. DR. BAŞAK TANINMIŞ YÜCEMEMİŞ		

ÖZ

OPTİMAL PARA POLİTİKASI ENSTRÜMANI SEÇİMİ:

TÜRKİYE UYGULAMASI

Akmyrat AMANOV

İktisat bilim dalının amacı sosyal refahı arttırmaktır. Bu amaca, uzun vadede, üretim faktörlerin daha verimli kullanılmasıyla ya da yeni kaynakların bulunmasıyla ulaşılabilir. Kısa vadede ise sosyal refah, konjonktürel dalgalanmaların minimize edilmesiyle sağlanmaktadır. Merkez bankaları konjonktürel dalgalanmaları minimize edebilmek için fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlamayı hedeflemektedir. Merkez bankaları bu amaçlara ulaşabilmek için bazı kurumsal ve operasyonel şartları sağlamak zorundadır. Bu çalışma merkez bankalarının operasyonel olarak sağlaması gereken optimal enstrüman seçimi konusu üzerinedir.

Çalışmanın ilk bölümü para politikasının önemini ve para politikası uygulamasında sağlanması gereken kurumsal ve operasyonel şartları açıklamaktadır. Ayrıca ilk bölümün sonunda, Türkiye ekonomisinde uygulanan para politikası uygulamaları hakkında kısaca bilgi verilmiş ve ön değerlendirme yapılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde parasal büyüklüklerin optimal enstrüman olup olmadığı irdelenmiştir. Parasal büyüklüklerin optimal enstrüman olma özelliği, para arzının içsellğine bağlıdır. Parasal büyüklükler para otoritesi tarafından kontrol edilemiyorsa ve nihai hedef üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip değilse, optimal enstrüman olma özelliğini kaybedecektir. Bu sebepten ötürü parasal taban, para arzı, yurtiçi krediler ve ÜFE değişkenleri arasındaki uzun ve kısa vadeli nedensellik ilişkileri incelenmiştir. Değişkenler arasındaki uzun vadeli ilişkilerin ortaya çıkarılması için Johansen eşbütünleşme analizi, kısa vadeli nedensellik ilişkilerinin bulunması için Granger nedensellik sınaması uygulanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, TCMB'nin küresel kriz sonrası yeni politika araçlarıyla uygulamaya başladığı karma para politikası stratejisinin etkinliği sorgulanmıştır. Bu nedenle, ara hedeflerin fiyat istikrarı üzerindeki etkileri ile politika araçlarının ara hedefler üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma yöntemi olarak değişkenlerin uzun vadeli ilişkilerini ortaya çıkarmak için Johansen eşbütünleşme sınaması ve VHDM; kısa vadeli nedensellik ilişkilerini saptamak içinse Granger nedensellik sınaması uygulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para politikası, Para Politikası Araçları, Para Arzının İçselliği, Parasal Aktarım Mekanizmaları, Johansen Eşbütünleşme Sınaması, Granger Nedensellik Sınaması

ABSTRACT

OPTIMAL POLICY INSTRUMENT SELECTION IN MONETARY POLICY: EVIDENCE FROM TURKEY

Akmyrat AMANOV

The purpose of economics is to increase social welfare. This aim can be achieved by more efficient use of factors of production or by finding new resources in the long term. Social welfare is ensured by minimizing cyclical fluctuations in the short term. Central banks are targeting price stability and financial stability in order to minimize the cyclical fluctuations. Central banks have to provide certain institutional and operational conditions to achieve these goals. This study is about the optimal instrument selection that the central banks should provide operationally.

The first chapter of the study describes the importance of monetary policy and institutional and operational conditions that must be met in the implementation of monetary policy. Moreover, brief information about the monetary policies implemented in Turkey's economy is given, and preliminary assessment is made.

In the second chapter, it was examined whether the monetary aggregates are the optimal policy instruments. The choice of monetary base as a policy instrument is dependent on the endogeneity of money supply. If monetary aggregates cannot be controlled by the monetary authority and have no predictable effect on the final target, it will lose the ability to become an optimal instrument. For this reason, long term and short term causality among monetary base, money supply, credit demands, and inflation are examined. As a research method, the Johansen cointegration test and VECM are used to show long-run causality and Granger causality test is used to examine short-run causality between the variables.

In the third chapter of the study, the effectiveness of modified monetary policy was questioned. The CBRT announced in April 2010 that included financial stability in its target function, and in November 2010 started implementing modified monetary policy strategy with new monetary policy tools. Thus, primarily the impacts of intermediate targets on price stability, then the impacts of policy instruments on intermediate targets have been investigated. As a research method, the Johansen cointegration test and VECM are used to show long-run relationships and causality between variables. Then, Granger causality test is used to examine short-run causality between the variables.

Keywords: Monetary Policy, Monetary Policy Instruments, Endogenous Money Supply, Monetary Transmission Mechanisms, Johansen Cointegration Test, Granger Causality Test

ÖNSÖZ

Para politikası uygulamasında optimal politika enstrümanı seçimi iktisatçılar arasında tartışılan önemli konulardan birisidir. Para otoritesi nihai hedefi tutturabilmek için belirli kriterleri taşıyan politika enstrümanını seçmek zorundadır. Politika enstrümanı kolay gözlemlenebilir ve ölçülebilir, para otoritesi tarafından kontrol edilebilir olmalı ve nihai hedef üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip olmalıdır. Bu tez çalışmasında Türkiye ekonomisinde fiyat istikrarının sağlanması için kullanılabilecek parasal büyüklükler ile küresel kriz sonrası uygulanmakta olan politika enstrümanların etkinliği uygun ekonometrik modeller kurularak incelenmiştir. Bulgular istatistiksel ve teorik olarak yorumlanmıştır.

Tez çalışmamın hazırlanma sürecinin her aşamasında değerli bilgilerini ve zamanını benden esirgemeyerek bana her fırsatta yardımcı olan ve yol gösteren değerli danışman hocam Ahmet İncekara'ya, ekonometrik modellemede değerli yorumları için hocalarım Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Aycan Hepsağ'a, desteklerini esirgemeyen değerli dostlarım Işıl Bacak ve Can Yılmaz'a teşekkürlerimi belirtmek isterim. Son olarak çalışmamda benden her türlü maddi ve manevi desteğini esirgemeyen, benim bu birikimlere sahip olmama vesile olan, hayattaki en değerli varlığım olan aileme sonsuz teşekkür ederim.

İSTANBUL, 2018

Akmyrat AMANOV

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
GRAFİKLER LİSTESİ	xiii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR LİSTESİ	xvi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI

1.1. PARA POLİTİKASININ ÖNEMİ	5
1.2. PARA POLİTİKASI UYGULAMASINDA ŞARTLAR	7
1.2.1. Kurumsal Şartlar.....	7
1.2.1.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı	10
1.2.1.2. Merkez Bankası Hesap Verilebilirliği	11
1.2.1.3. Merkez Bankası Şeffaflığı	12
1.2.2. Operasyonel Şartlar	12
1.2.2.1. Amaç Seçimi	12
1.2.2.2. Enstrüman Seçimi.....	16
1.3. TÜRKİYE’DE DÖNEMSEL PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	20

1.3.1.	1960 -1980 Dönemi	20
1.3.2.	1980-2002 Dönemi	21
1.3.3.	2002-2008 Dönemi	25
1.3.4.	Küresel Kriz Sonrası Para Politikası.....	29

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ENSTRÜMANI OLARAK PARASAL BÜYÜKLÜKLER

2.1.	PARA ARZININ İÇSELLİĞİ-DIŞSALLIĞI TARTIŞMALARI: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE	35
2.1.1.	Para Arzının Dışsallığı: Monetaristler	37
2.1.2.	Para Arzının İçselliği	40
2.1.2.1.	Uyumcu Post-Keynesyenler	44
2.1.2.2.	Yapısalcı Post-Keynesyenler	45
2.1.2.3.	Külçecilik ve Anti-Külçecilik Okulu	47
2.1.2.4.	Nakit ve Bankacılık Okulu	47
2.1.2.5.	Radcliffe Raporu	48
2.1.2.6.	Kurumsalcı İktisatçılar	49
2.1.2.7.	Yeni Uzlaş ve Merkez Bankası İçselliği	50
2.2.	LİTERATÜR TARAMASI	54
2.3.	EKONOMETRİK UYGULAMA	56
2.3.1.	Veri Seti	56
2.3.2.	Ekonometrik Yöntem	56
2.3.3.	Ampirik Bulgular ve Değerlendirilmesi	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ENSTRÜMANI OLARAK FAİZ ORANI VE ZORUNLU KARŞILIKLAR

3.1.	FAİZ ORANI	67
3.2.	ZORUNLU KARŞILIKLAR	72
3.3.	PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI	74
3.3.1.	Geleneksel Keynes Faiz Kanalı.....	74
3.3.2.	Varlık Fiyatı Kanalı	77
3.3.2.1.	Servet Etkisi Kanalı	78
3.3.2.2.	Tobin q Kanalı.....	79
3.3.2.3.	Döviz Kuru Kanalı.....	80
3.3.3.	Kredi Kanalı	81
3.3.3.1.	Banka Kredi Kanalı	83
3.3.3.2.	Bilanço Kanalı	84
3.3.4.	Zorunlu Karşılıklar Kanalı	85
3.3.4.1.	Doğrudan Maliyet Kanalı	85
3.3.4.2.	Faiz Riski ve Likidite Kanalı	86
3.3.5.	Beklentiler Kanalı.....	87
3.3.6.	Diğer Kanallar	88
3.4.	LİTERATÜR TARAMASI.....	88
3.5.	EKONOMETRİK UYGULAMA.....	92
3.5.1.	Veri Seti ve Birim Kök Sınaması	92
3.5.2.	Model 1 - Ara Hedeflerin Fiyat İstikrarı Üzerindeki Etkisi.....	93
3.5.3.	Model 2 - Politika Araçlarının Ara Hedefler Üzerindeki Etkileri.....	98

SONUÇ.....104

KAYNAKÇA.....107



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Sosyal Refahı Arttırmada Araç Seçiminin Rolü.....	7
Şekil 2: Post-Keynesyenlere ve Monetaristlere Göre Para Arzı	46
Şekil 3: Mal Piyasasının İstikrarsız Olduğu Durumda Para Arzı ve Faiz Oranı Hedeflemesi.....	51
Şekil 4: Para Piyasasının İstikrarsız Olduğu Durumda Para Arzı ve Faiz Oranı Hedeflemesi.....	52
Şekil 5: Okullara Göre Nedensellik İlişkileri	53
Şekil 6: IS-LM Dengesi	75

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Zorunlu Karşılık Oranlarının Basit Ortalaması	31
Grafik 2: TCMB'nin Politika Enstrümanı Olarak Kullandığı Faiz Oranları	32



TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: 2002-2008 Dönemleri Önemli Göstergeler	28
Tablo 2: Küresel Kriz Sonrası Önemli Göstergeler	33
Tablo 3: Para Arzının İçselliği-Dışsallığı Yabancı Çalışmalar	54
Tablo 4: Para Arzının İçselliği-Dışsallığı Yurtiçi Çalışmalar	55
Tablo 5: LNM2, LNRP, LNYİK ve LNUFE Zaman Serilerinin Birim Kök Sınaması Sonuçları	57
Tablo 6: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi	58
Tablo 7: Pantula Prensibi Test Sonuçları	59
Tablo 8: Johansen (1988, 1995) Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	60
Tablo 9: Zayıf Dışsallık Sınaması Sonuçları.....	61
Tablo 10: Eşbütünleşim Uzayında Bulunma Sınama Sonuçları.....	62
Tablo 11: Uzun Dönem Esnekliklikler	63
Tablo 12: Vektör Hata Düzeltme Modeli Sonuçlar	64
Tablo 13: Granger Nedensellik Sınaması Sonuçları.....	64
Tablo 14: Parasal Aktarım Mekanizmaları Yabancı Çalışmalar	89
Tablo 15: Parasal Aktarım Mekanizmaları Yurtiçi Çalışmalar	90
Tablo 16: LNOFF, LNREPO, LNGFARK, LNZKO, LNUSD, LNKREDİ ve LNTUFE Zaman Serilerinin Birim Kök Sınaması Sonuçları	92
Tablo 17: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi	94
Tablo 18: Johansen (1988, 1995) Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	95
Tablo 19: Zayıf Dışsallık Sınaması Sonuçları.....	96
Tablo 20: Uzun Dönem Esnekliklikler	97
Tablo 21: Vektör Hata Düzeltme Modeli Sonuçlar	98
Tablo 22: Granger Nedensellik Sınaması	98
Tablo 23: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi	99
Tablo 24: Johansen (1988, 1995) Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	99
Tablo 25: Zayıf Dışsallık Sınaması Sonuçları.....	100

Tablo 26: Uzun Dönem Esnekliklikler	101
Tablo 27: Vektör Hata Düzeltme Modeli Sonuçlar	101
Tablo 28: Granger Nedensellik Sınaması	102



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller (Genişletilmiş Dickey-Fuller)
AIC	: Akaike Information Criterion (Akaike Bilgi Kriteri)
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	: Federal Reserve System (Federal Rezerv Sistemi)
FPE	: Final Prediction Error (Son Tahmin Hatası)
GFARK	: Faiz Koridoru (Gecelik Borç Alma ve Gecelik Borç Verme Faiz Farkı)
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HQ	: Hannan-Quinn Information Criterion (Hannan-Quinn Bilgi Kriteri)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KREDİ	: Yurtiçi Kredi Arzı
LR	: Likelihood Ratio (Olabilirlik Oranı)
M2	: Geniş Para Arzı Tanımı
MB	: Merkez Bankası
OFF	: Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi
REPO	: 1 Haftalık Repo Faiz Oranı
RP	: Rezerv Para
SC	: Schwarz Criterion (Schwarz Bilgi Kriteri)

TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
USD	: Efektif Dolar Alış Kuru
ÜFE	: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi
YİK	: Yurtiçi Krediler
VAR	: Vector Auto – Regressive (Vektör Otoregresyon)
VECM	: Vector Error Correction Model (Vektör Hata Düzeltme Modeli)
ZKO	: Zorunlu Karşılık Oranlarının Basit Ortalaması

GİRİŞ

Bütün ülkelerin ana amacı vatandaşlarının daha iyi şartlarda yaşamasını sağlamaktır. Bu amacı gerçekleştirebilmek için ise birçok fikir ortaya atılmıştır. İktisat bilim dalı da bu sorulardan en önemlisine cevap aramaktadır. İktisat bilim dalı sosyal refahın nasıl arttırılabileceği sorusu üzerinde durmaktadır. Bilindiği üzere, kaynaklar kıt iken, insanların ihtiyaçları sınırsızdır. Öyleyse, ya kaynaklar daha verimli kullanılmalı ya da yeni kaynaklar bulunmalıdır. Ancak, bu iki amaç yalnız uzun vadede gerçekleştirilebilir. Kısa vadede yapılabilecek şey ise, uzun vadeli planlarla ters düşmeyecek biçimde optimal politikaların uygulanmasıdır. Yöneticilerin elinde iki tane ekonomi politikası aracı bulunmaktadır. Bunlar para ve maliye politikalarıdır. Söz konusu para politikalarını uygulayan kurumlar ülkelerin merkez bankalarıdır; ABD’de Federal Rezerv, Türkiye’de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’dır. Merkez bankaları yani para otoriteleri, para arzının yanında faiz oranlarını ve kredi miktarını belirleme gücüne sahiptir. Bunların üzerinde değişiklikler yapmak süreciyle ekonomideki tüm birimleri etkilemektedir. Toplam üretim, fiyatlar genel düzeyi ve finansal piyasalar, ekonomi politikalarından etkilenirler.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kuruluşu 11 Haziran 1930 olan bir anonim şirkettir. TCMB’nin birincil amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bunun yanısıra banka günümüzde fiyat istikrarını sağlamanın yanında finansal istikrarı sağlamayı da hedef olarak benimsemiştir. Söz konusu istikrarın sağlanması için para otoritesi, para ve döviz piyasalarıyla alakalı düzenleyici önlemleri alma yetkisine de sahiptir. Kısacası TCMB’nin finansal istikrarı sağlama amacı, birincil amaç olan fiyat istikrarı sağlama amacının yanında destekleyici olarak yer almaktadır. Fiyat istikrarı, iktisadi birimlerin iktisadi faaliyetlerini gerçekleştirirken veya planlama aşamasındayken fiyat düzeyi değişkenliklerini temel belirleyici değişken olarak baz almadıkları durumu, başka bir deyişle düşük ve istikrarlı enflasyon durumunu tanımlamaktadır. Finansal piyasaların istikrarlı olması ise, atıl durumda bulunan fonların verimli yatırım fırsatlarına dönüşmesi anlamına gelmektedir.

TCMB, nihai amacına ulaşmak için zaman tutarsızlığı, gecikmeler ve siyasi konjonktür devreleri gibi sorunlarla karşılaşabilmektedir. Bu sorunların minimize edilmesi için bazı kurumsal ve operasyonel şartlar sağlanmalıdır. Merkez Bankası, kurumsal olarak araç bağımsızlığını elde etmeli, açık iletişimde olmalı, uyguladığı politikalar hesap verilebilir ve şeffaf olmalıdır. Operasyonel olarak ise, optimal para politikası amacı ile bu amaca ulaştıracak enstrümanı seçmelidir. TCMB, uygun politika enstrümanı olarak parasal büyüklükleri, kısa vadeli faiz oranları ve zorunlu karşılıkları seçebilmektedir. Uygun politika enstrümanının seçilmesinde genellikle üç kriter kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, Merkez Bankasının politik duruşunu hızlıca yansıtabilmesi açısından, enstrüman kolay gözlemlenebilir ve ölçülebilir olmalıdır. İkincisi, enstrümanının yararlı işlevler görebilmesi için, para otoritesi enstrüman üzerinde kontrol gücüne sahip olmalıdır. Son kriter ise, enstrümanın faydalı olması için, politika enstrümanı ile nihai hedef arasında tahmin edilebilir bir ilişki bulunmalıdır.

Çalışmanın ilk bölümünde, para politikasının önemi ve merkez bankalarının para politikasında ortaya çıkabilecek sorunları minimize etmek için sağlaması gereken koşullar detaylıca açıklanmıştır. Ardından, Türkiye ekonomisinde dönemsel olarak uygulanmış para politikaları ve bu politikaların sonuçları değerlendirilmiştir. Özellikle, küresel kriz sonrası TCMB'nin uygulamaya başladığı karma para politikası stratejisinin amaç ve araç fonksiyonları ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, parasal büyüklüklerin optimal politika enstrümanı olup olmadığı sorgulanmıştır. Monetaristlere göre, parasal büyüklükler bütün seçim kriterlerini sağlamaktadır ve görüşlerini iki basit argümanla ortaya koymuşlardır. İlk argümanlarına göre tüm konjonktürel dalgalanmalar parasal büyüme oranındaki istikrarsızlıkla ilişkilidir. Gözlemlerine göre, üretimde gerçekleşen düşüşten önce para arzı kısılmıştır. "Post hoc ergo propter hoc" prensibine göre eğer iki olay varsa ve olaylardan bir tanesi bir diğerinden önce gerçekleşiyorsa bu durumda, önce gerçekleşen olay, sonra gerçekleşen olayın sebebidir. İkinci argümanlarına göre ise, para arzı tamamen dışsal olmak üzere merkez bankalarınca kontrol edilir. Philip Cagan'ın parasal

taban çarpanı modeline göre nedensellik ilişkisi yn parasal tabandan para arzına doğru gerçekleşmektedir. Parasal arpan modelinde, para arzı parasal taban tarafından belirlenir, sonuç olarak para arzı dışsal bir niteliğe sahiptir. Ancak, monetaristlerin görüşlerine bazı iktisatçılar karşı ıkmişlardır. Onlara göre, parasal taban merkez bankası tarafından dışsal olarak değil, içsel olarak piyasa tarafından belirlenmektedir. Para arzı, ekonominin para ve kredi ihtiyaı tarafından belirlenmektedir. Finansal deme yenilikleri, fon maliyetlerinin azalması, uluslararası parasal hareketler ve merkez bankasının son borç verici mercii olması dolayısıyla para arzı içseldir. Para arzının içsel olması, parasal büyüklükleri optimal enstrüman olmaktan çıkarır.

İkinci bölümde, bu görüşler üzerinde daha ayrıntılı olarak durulmuştur. Daha sonrasında, Türkiye ekonomisinde para arzının içsel olup olmadığı ekonometrik model kurularak incelenmiştir. Uygun ekonometrik yöntem olarak Johansen eşbütünleşme analizi ile Granger nedensellik sınaması uygulanmıştır. Bulgulara göre, TCMB para arzı ile parasal tabanı kontrol edememektedir. Kısa vadede, TCMB uyumcu bir politika izlemektedir. Uzun vadede ise, para arzının enflasyon üzerinde tahmin edilebilir bir etkisi yoktur. Ayrıca, para arzındaki dalgalanmalar enflasyonun nedeni değildir, tam tersine sonucudur. Bu bulgulara göre, TCMB parasal büyüklükler üzerinde kısıtlı kontrol gücüne sahiptir. Dolayısıyla, parasal büyüklükler optimal para politikası enstrümanı olmayabilir.

nc bölümde, küresel kriz sonrası TCMB'nin uygulamaya başladığı yeni karma stratejinin etkinliği sorgulanmıştır. Küresel kriz süresince enflasyon hedeflemesi stratejisini kullanan TCMB, küresel kriz sonrası finansman kalitesi kötü, cari açık problemiyle karşılaşmıştır. Tek amaç-tek araç stratejisi bu sorunu bertaraf etmede yetersiz kaldığı için, TCMB 2010 senesinin Kasım ayında yeni politika enstrümanlarıyla yeni para politikasını uygulamaya başlamıştır. Yeni karma stratejinin çerçevesinin daha iyi anlaşılması için, politika enstrümanlarından faiz oranı ile zorunlu karşılıklar hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonrasında, bu enstrümanların nihai hedefleri etkileyebilecekleri parasal aktarım mekanizmaları detaylıca açıklanmıştır. Karma

stratejinin etkinliğinin sorgulanabilmesi için, ara hedeflerin enflasyon üzerindeki etkileri ile para politikası enstrümanlarının ara hedefler üzerindeki etkileri incelenmiştir. Değişkenler arasındaki uzun vadeli ilişkilerin ortaya çıkarılması için Johansen eşbütünleşme analizi, kısa vadeli nedensellik ilişkilerinin bulunması için Granger nedensellik sınaması uygulanmıştır. Bulgulara göre, uzun vadede, kredi ve döviz kuru enflasyon üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahipken, ortalama fonlama faizi bir etkiye sahip değildir. Kısa vadede, döviz kuru, kredi ve ortalama fonlama faizindeki hareketler enflasyon üzerindeki hareketlerin nedenidir. Ayrıca, uzun vadede enflasyon ile kredi arzı arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu bulgu da, ikinci bölümde ortaya çıkan bulguyla örtüşmektedir. Politika enstrümanlarından ise, zorunlu karşılıklar ile faiz koridoru kredi arzı üzerinde açıklayıcı olurken, ortalama fonlama faizi ile politika faiz oranı kredi arzı üzerinde açıklayıcı değildir. Ayrıca, uzun vadede, hiçbir para politikası enstrümanı döviz kuru üzerinde etkili değildir. Yalnız kısa vadede, ortalama fonlama faizi döviz kuru üzerinde etkili olmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI

1.1.PARA POLİTİKASININ ÖNEMİ

İktisat biliminin ana amacı sosyal refah düzeyini arttırmaktır. Bunu sağlamak için mevcut olan kıt kaynaklarla maksimum çıktıyı elde etmek gerekmektedir. Söz konusu maksimum çıktıyı elde etmek için kıt kaynakları arttırmalı yani yeni üretim faktörleri bulunmalı veya eldeki üretim kaynaklarına katma değer eklenmelidir. Ancak bu amaca uzun vadede ulaşılabilir. Kısa vadede yapılabilecek şey ise, uzun vadeli planlarımızla ters düşmeyecek biçimde optimal politikaların uygulanmasıdır. Burada önemli olan nokta uygulanacak politikalar mal ve varlık piyasalarının istikrarı için uygulanacaktır. Bu süreçte yöneticilerin elinde iki tane ekonomi politikası aracı bulunmaktadır. Bunlar para ve maliye politikalarıdır. Para politikası araç bağımsızlığına sahip olan merkez bankaları tarafından yürütülürken, maliye politikası ise seçilmiş olan hükümetler tarafından yürütülür. Para politikası genellikle kısa vadeli ayarlamalar için tercih edilir. Merkez bankaları yani para otoriteleri para arzının yanında faiz oranlarını ve kredi miktarını belirleme gücüne sahiptirler. Bunların üzerinde oynamalar yapmak ise ekonomideki tüm birimleri etkiler. Toplam üretim, fiyatlar genel düzeyi ve finansal piyasalar, ekonomi politikalarından etkilenir.

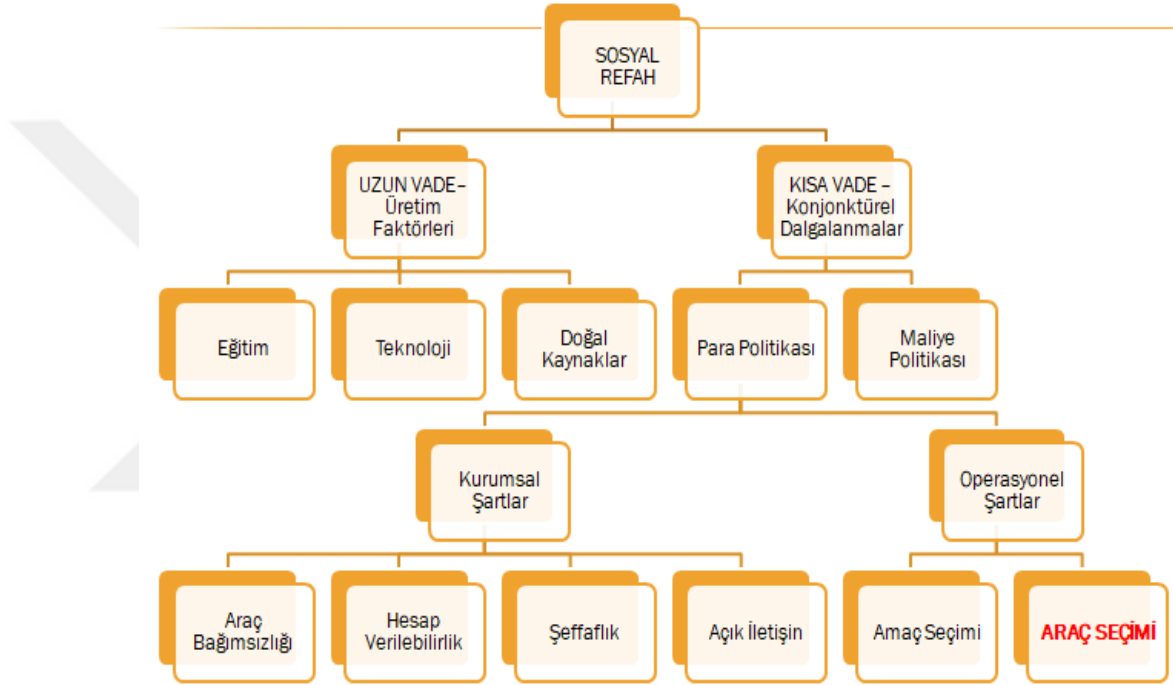
Para arzı, konjonktür dalgaları, enflasyon ve faiz oranları bir ekonominin en önemli kavramlarından. Para, halkın mal ve hizmet değiş tokuşlarında ve borç ödenmelerinde kullandığı bir ödeme aracıdır. Şunu unutmamak gerekir ki para da bir maldır ve fiyatı da faiz oranıdır. Para ya da para arzı; yukarıda saydığımız kavramlarla çok yakından etkileşim halindedir. ABD'deki yaşanmış örnekler incelendiğinde paranın konjonktür dalgalanmaları ile aynı yönlü hareket halinde olduğu ve esasen konjonktür dalgalanmalarının temelinde olan yönlendirici gücün para olduğu sonucuna varılmıştır (Friedman ve Schwartz, 1975: 32-64). İktisadi ajanların yani şirketlerin, tüketicilerin ve hükümetlerin aldığı kararlarda birincil olarak dikkat ettikleri faiz ve enflasyon

oranlarının da para veya para arzıyla çok yakın bir ilişkide olduğunu belirtmeliyiz. Bu sebeplerden ötürü iktisadi faaliyetleri bu denli etkileyen para veya para arzını, daha genel olarak para politikasını öğrenmek elzemdir.

Para otoriteleri veya merkez bankaları, uyguladıkları para politikalarıyla hedeflerine uygun düşecek şekilde faiz oranlarını belirlerler. Örneğin bir merkez bankası fiyat istikrarını hedefliyorsa ve ekonomide genel olarak talep enflasyonu etkinse, merkez bankası yükselen fiyatlar genel düzeyine karşı faiz oranlarını yükseltecektir. Eğer para otoritesi mevcut enflasyon oranını kabul edilebilir görüyorsa ve bir nebze de yükselmesini makul buluyorsa, iktisadi büyüme için faiz oranlarını düşürme yoluna gidecektir (eğer yatırımların faiz oranı esnekliği yeterli düzeydeyse). Bilindiği üzere, daha düşük faiz oranlarının toplam yatırımlar üzerinde arttırıcı etkide bulunduğu kabul edilmektedir. Para otoriteleri amaçladığı hedefler doğrultusunda (örneğin ekonomik büyüme, fiyat istikrarı, yüksek istihdam) faiz oranlarını belirleyecektir. ABD’de Federal Rezerv federal fon oranını, Türkiye’de TCMB politika faiz oranlarını belirlemektedirler. Merkez bankaları son kredi mercii sıfatına sahip olarak, piyasaları yönlendirmek için belirledikleri faiz oranından piyasaları fonlarlar veya piyasalardan borç almaktadırlar. Eğer ekonomi ısıyor olarak kabul ediliyor yani ekonomi potansiyel büyüme oranından daha yüksek bir büyüme oranına sahipse faiz oranları yükseltilerek ekonomi soğutulmaya çalışılır. Ters bir durumda, eğer ekonomi potansiyel büyüme oranının altında bir büyüme oranı gerçekleştiriyorsa faiz oranları düşürülerek ekonomi ısıtılmaya çalışılır. Bilindiği gibi potansiyel büyüme oranı uzun yıllar boyunca gerçekleşmiş olan büyüme oranlarının ortalamasıdır. Şunu da eklemek gerekir ki, bahsedilen para politikası ekonomiyi faiz kanalı aracılığıyla etkiler. Faiz kanalı aracılığıyla toplam talep etkilenir. Toplam arz ise bu uygulamadan etkilenmez. Para politikasının kısa dönem ve uzun dönem etkileri de farklıdır. Kısa dönemde para politikası toplam arz eğrisinin yatay olması sebebiyle iktisadi faaliyetler üzerinde kolayca kontrol sağlayabilmektedir. Para otoritesinin uygulayacağı para politikası ile enflasyon ve işsizlik arasında ödünleşim sağlanabilmektedir (Phillips, 1958: 283-299). Ancak uzun dönemde toplam arz eğrisinin dik olması sebebiyle para politikası iktisadi faaliyetler üzerinde hiç etkili

olmamakta sadece fiyatlar genel düzeyini değiştirmektedir. Dolayısıyla, enflasyon ve işsizlik arasındaki ödünleşim ilişkisi ortadan kalkmaktadır (Friedman,1977: 451-471).

Şekil 1: Sosyal Refahı Arttırmada Araç Seçiminin Rolü



1.2.PARA POLİTİKASI UYGULAMASINDA ŞARTLAR

1.2.1. Kurumsal Şartlar

Para politikalarının uygulanmasında bazı sorunlar çıkabilmektedir. Bunlar zaman tutarsızlığı, gecikmeler ve siyasi konjonktür devreleri gibi sorunlardır. Bu sebepten dolayı para otoritesi para politikasını uygularken belirli kurumsal ve operasyonel şartları yerine getirmek zorundadır.

Bir kesim, söz konusu sorunların önüne geçebilmek için iradi politikalara karşı kurula dayalı politikalar izlenmesini savunmaktadır. Diğer kesim ise kurula dayalı

politikalara karşı olup iradi politikaların uygulanmasını desteklemektedir. Bu görüşe sahip iktisatçılara göre para politikası gerektiğinde esnek olabilmeli, iktisat politikaları katı kurallara bağlanmamalıdır.

Kydland ve Prescott (1977: 473-491), çalışmalarında zaman tutarsızlığı sorununu ortaya atmışlardır. Zaman tutarsızlığı sorunu, gelecekle ilgili olarak, belirlendiği zamanda optimal olan politikanın zaman geçtikçe optimal politika olmaktan çıkması sorunudur. Örnek olarak işsizlik ve enflasyonu ele alalım. Bilindiği üzere bu ikili arasında uzun vadede herhangi bir ilişki mevcut değildir. Para otoriteleri amaçlarının sıfır enflasyon olduğunu açıklasalar bile, enflasyonu sıfıra indiremezler. Bunun sebebi uzun vadede işsizlik ve enflasyon arasında ilişki olmamasına rağmen kısa vadede olmasıdır. İktisat politikası belirleyicileri, halk enflasyon beklentilerini belirledikten sonra daha düşük bir işsizlik oranı elde edebilecek duruma geldikleri için, sıfır enflasyon veya fiyat istikrarı üzerine verdikleri sözden dönerler. Çünkü söz konusu politika az önce de bahsettiğimiz gibi optimal olmaktan çıkmıştır, bu durumda yeni bir optimal politika belirmiştir.

Bu konu daha detaylı incelenmeye değerdir. Para otoritesinin elinde iki tane para arzı artışı seçeneği olduğunu kabul edelim. Bunlar sırasıyla %3 ve %7 olsun (sırasıyla M_a ve M_b). Para arzı artış oranıyla gerçekleşecek enflasyonu da aynı kabul edelim. Eğer sendikaların nominal ücret pazarlıkları enflasyon beklentilerine bağlıysa, para arzının %3 arttığı durumda enflasyon oranı da o kadar artacak ve sendika %3 oranında bir ücret artışı (W_a) talep edecektir. Para arzının %7 oranında artacağı durumda ise %7'lik bir ücret artışı (W_b) için pazarlık edilecektir.

Enflasyon oranı nominal ücret değişmesine eşitse işsizliği %5, daha büyükse işsizlik %3, daha düşük olduğu durumda ise %7 olduğunu kabul edelim. Bu durumda dört farklı senaryomuz olacaktır.

1) M_a ve W_a : enflasyon = %3, işsizlik = %5

2) M_a ve W_b : enflasyon = %3, işsizlik = %7

3) Mb ve Wb : enflasyon = %7, işsizlik = %5

4) Mb ve Wa : enflasyon = %7, işsizlik = %3

Bir diğer varsayımımız iktisat politikası belirleyecilerinin işsizliği düşürmek için daha yüksek bir enflasyon oranını göze alabildikleridir. Bu durumda eğer sendika Wa'yı yani %3'lük bir nominal gelir artışını seçerse, politika belirleyici Mb'yi seçecektir. Daha yüksek bir enflasyon oranı olmasına rağmen daha düşük bir işsizlik oranı elde edileceği için bu seçim yapılır. Sendikanın Wb'yi seçmesi durumunda ise politika belirleyici Mb'yi tercih edecektir. Bunun sebebi daha düşük işsizlik oranını elde etmesidir. Her iki durumda da para otoritesi enflasyonist politikayı tercih eder. Kaçınılmaz seçimin farkında olan sendika ise her ihtimalde Wb'yi seçecektir. Bu durumda para otoritesi Mb'yi tercih edecektir. %7 enflasyon oranı ve %5 işsizlik oranı elde edilecektir.

Önce ücretlerin, daha sonra politika seçiminin yapıldığı durumda her iki kesim de enflasyonist seçeneğe yönelecektir. Eğer otorite düşük enflasyon taahhüdünü işçi kesimine kabul ettirebilirse bu durumda etkin bir sonuç elde edebilir. Ancak bu durum gerçekte meydana gelmemekte ve merkez bankasının düşük enflasyon sözünün inandırıcılığı da olmamaktadır. Çünkü bu söze güvenilip ona göre nominal ücret pazarlığı yapılması durumunda para otoritesinin eline sözden dönme fırsatı verilmektedir (Aslan, 2008: 79-81).

Para politikasının kuralla bağlı olmasını savunan iktisatçılar bir diğer gerekçe olarak gecikmeler argümanını ortaya atmaktadırlar. Bu teoriye göre para politikası uygulamalarında çeşitli gecikmeler mevcuttur. Bunlar üç tane olup ilk ikisi içsel, sonuncusu ise dışsal olarak adlandırılırlar.

Bunlardan ilki teşhis gecikmesi adı verilen içsel gecikme türlerinden biridir. Teşhis gecikmesi ekonomik bir istikrarsızlığın ortaya çıkması ve bu istikrarsızlığın bir para politikası uygulamasıyla düzeltilmesinin farkına varılması arasında geçen süreci belirtir.

İkinci içsel gecikme ise uygulama gecikmesidir. Buna göre para politikasının uygulanmasına karar verilmesiyle uygulamaya konması arasında geçen süre uygulama gecikmesi olarak adlandırılır.

Üçüncü gecikme ise etki gecikmesidir. Etki gecikmesi dışsal bir gecikme olup para politikası uygulaması ve söz konusu politikanın etkilerinin ortaya çıkması arasında geçen süreci açıklamaktadır. Çok basit bir örnekle, bir ekonominin durgunluğa girdiğini varsayalım. Bu durumda ekonomiyi durgunluktan çıkartmaya yönelik uygulanacak bir para politikasının etkileri bir sene sonra ortaya çıktığını varsayalım. Bu bir senelik süre içerisinde söz konusu ekonomi, durgunluk safhasından çıkmış olabilir. Bu durumda bir sene sonunda etkileri çıkan para politikası uygulaması enflasyonist bir politikaya dönüşecektir (Ünsal, 2017: 643).

Siyasi konjonktür devreleri ise, iktidara yakın olan bir para otoritesinin, seçim sonuçlarını etkileme amacıyla seçim öncesi istihdam ve üretimi uyarmak için genişletici politikalar uygulaması durumunda meydana gelir. Bilindiği gibi bu çeşit genişletici politikaların enflasyonist etkileri aylar sonra ortaya çıkmaya başlar. Bu durumda söz konusu enflasyonist etkiler seçim sonrasında görünmeye başlar (Aslan, 2008: 78).

1.2.1.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Para politikasının fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi belirlenmiş hedefler doğrultusunda etkin bir biçimde kullanımı için merkez bankalarının bağımsız hale getirilmeleri zorunludur. Gelişmekte olan ekonomilerde ise yüksek bütçe açıkları sonucu para politikasının bağımsız bir biçimde hedefler doğrultusunda kullanımı pek mümkün olmamaktadır. Söz konusu bağımsızlığın tanımı, paranın değerine siyasal iktidarların çıkarları uğruna zarar verilmemesinin garanti altına alınmasıdır. Bağımsızlık tanımını biraz daha açmak gerekirse para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasında bankanın serbest hareket etme gücü en temel göstergedir (Fischer, 1995: 201-206; Alesine ve Summers, 1993: 151-159).

Para otoritesinin bağımsızlığı konusunda bir sınıflandırma yapmak gerekirse; bunlardan ilki amaç ve araç bağımsızlığı, ikincisi yasal ve fiili bağımsızlıktır. Amaç bağımsızlığı, para otoritesinin para politikası hedeflerini kendi kendine belirleme erkine sahip olduğu zaman söz konusu olur. Söz konusu bağımsızlık para otoritesinin fiyat istikrarı hedefini hiçbir siyasetçinin resmi veya gayriresmi talimatı veya dayatması olmadan yürütmesi anlamına gelmektedir (Castello-Branco ve Swinburne, 1992: 19). Araç bağımsızlığı ise para politikası araçlarının, belirlenen hedefler doğrultusunda en uygun olacak şekilde merkez bankası tarafından seçilmesi anlamına gelir (Bofinger, 2001: 209-210).

Yasal bağımsızlık yönetim ve yürütme faaliyetlerini siyasi dayatmalardan uzak tutmak amaçlıdır. Bu amaçla gerekli yasal faaliyetler düzenlenir. Bu bağlamda başkanın atanması, görev süresinin ve görevden alınması, para politikaları uygulamaları konusunda para otoritesinin hangi oranda sorumlu olacağı, hükümete kullanılacak kredilerin aktarılması için gerekli şartların belirlenmesi, merkez bankası fonlarının siyasal iktidar gelirleri içindeki nispi öneminin azalması gibi başlıklar yer almaktadır. 8 yıl ve üzeri görev süresi bağımsızlığı ortaya koyar. Eğer görev süreleri siyasal iktidarın görev sürelerine eşit tutulursa, siyasal iktidar para otoritesini baskı altında tutabilecek, etkileyebilecek ve kısa vadeli menfaatleri için fon elde edebilecektir. Fiili bağımsızlık ise; yasal bağımsızlığın uygulama açısından ne ölçüde başarıldığının göstergesidir (Oktar, 1996: 85). Günümüzde birçok ekonomide görüldüğü üzere kanunlarla sıkıca belirlenmiş olan bağımsızlık konusu, uygulama aşamasına gelindiğinde hükümet baskıları ve ekonomik konjonktür gibi faktörlerden ötürü anlam kaybetmektedir.

1.2.1.2. Merkez Bankası Hesap Verilebilirliği

Hesap verme merkez bankalarının topluma karşı olan bir sorumluluğudur. Para otoritesi aldığı kararlar, uygulamaları ve bunların sonuçlarından topluma karşı

sorumludur. Söz konusu sorumluluk merkez bankalarını şüphesiz daha güvenilir kılacak, dolayısıyla hedeflerine ulaşması daha az maliyetli olacaktır.

1.2.1.3. Merkez Bankası Şeffaflığı

Şeffaflık para otoritesinin uygulamalarının ve amaçlarının halk tarafından anlaşılabilir şekilde sunulmasıdır. Yukarıda değindiğimiz hesap verme sorumluluğu ile şeffaflık iç içe iki kavramdır. Şeffaflık ile birlikte merkez bankası halka hesap verme sorumluluğunu yerine getirmiş olmaktadır (Geraats, 2002: 533-563). Düzenli bir şekilde yayımlanan enflasyon raporları, merkez bankası yöneticilerinin açıklamaları, merkez bankası internet sayfası sayılabilecek iletişim aracından birkaçıdır.

1.2.2. Operasyonel Şartlar

1.2.2.1. Amaç Seçimi

Para otoritesi uygulayacağı politikayı seçerken çok dikkatli olmalıdır. Bilindiği gibi uygulanacak politika tüm ekonomiyi bozabilir ve yanlış bir uygulama ekonominin sağlığını etkileyecektir. Yanlış zamanlama veya yanlış dozaj iktisadi dengesizliklere yol açabilir. Eğer bir dengesizliğin kendiliğinden düzeleceği öngörülüyorsa bu durumda merkez bankası herhangi bir müdahalede bulunmamalıdır. Merkez bankalarının ana amacı olan fiyat istikrarının yanında başka amaçları da olabilir. Söz konusu amaçlar fiyat istikrarı, finansal piyasalarda istikrar, tam istihdam, iktisadi büyüme, faiz oranında istikrar ve ödemeler dengesinde istikrar olabilir.

Düşük ve istikrarlı enflasyon olarak tanımlanan fiyat istikrarı merkez bankalarının birincil amacı olarak belirlenmiştir. Bir başka deyişle fiyat istikrarı, iktisadi birimlerin iktisadi faaliyetlerini gerçekleştirirken veya planlama aşamasındayken fiyat düzeyi değişkenliklerini temel belirleyici değişken olarak baz almadıkları durumu

tanımlar. Yapılan araştırmalar, enflasyonun sosyal ve iktisadi maliyetlerinin yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. İstikrarsız olarak kabul edilebilecek bir fiyatlar genel düzeyi, ekonomik aktörler için belirsiz bir ortam oluşturmaktadır. Meydana gelen belirsizlik piyasadaki aktörlerin karar almalarını zorlaştırmakta, sorumlu kurumların uygulayacakları politikalara duyulan güveni azaltmakta, finansal sistemin işleyişini sekteye uğratmakta, kısacası ekonomik büyümenin yani sosyal refah arttırma hedefine ulaşılması sürecine zarar vermektedir (Fischer & Modigliani, 1978: 810-833). Ayrıca kronik ve yüksek enflasyonun yaşandığı ekonomilerde ulusal para birimine güven duyulmamakta ve dolarizasyon yani para ikamesi yaşanmaktadır. Para ikamesi bir ülkenin halkının yerli para yerine nispeten güvenilir bulduğu bir yabancı parayı tercih etmesi, yabancı para talebinde bulunmasıdır. Düşük ve istikrarlı kabul edilen bir enflasyon oranı, ekonominin uzun dönem sağlığı için elzem olduğundan merkez bankaları nominal çapa kullanmaktadırlar. Nominal çapa kullanımı, kronik enflasyondan muzdarip ekonomilerde fiyat istikrarını sağlamak amacıyla, döviz kuru veya para arzı gibi değişkenleri sabitlemesidir. Söz konusu sabit tutulan değişkenlerden birinin artış oranı enflasyon oranının artış hızından daha düşük tutulduğunda enflasyon oranının da bu değere yaklaşacağı yani azalacağı kabul edilmektedir. Kullanılan bu nominal çapa beklentiler kanalı yoluyla fiyat istikrarına katkıda bulunmakta ve zaman tutarsızlığı sorununu azaltmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın nihai amaçlarından ilki fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı, fiyat düzeyinin hiç değişmemesi anlamına gelmemekte olup, uzun vadede yüzde 5 oranında bir enflasyon düzeyidir. Fiyat istikrarı hedefi, uzun vadeli ekonomik amaçlara (ekonomik büyüme, tam istihdam, finansal piyasanın istikrarı) ulaşabilmek için çok önemli rol taşımaktadır. Ancak şuna da değinmek gerekir ki, sıfır enflasyonun da sakıncaları vardır. Bunun sebebi sıfır enflasyon durumunda ekonominin durgunluğa girme ihtimali daha yüksek olmaktadır.

Fiyat istikrarı merkez bankalarının birincil amacı olmasına rağmen, merkez bankalarının ulaşmak istedikleri ikincil ve üçüncül hedefleri (belki daha da çok) de

olabilir. Cari açık sorunu yaşayan bazı ülkelerde ise merkez bankaları birden fazla nihai amaç belirleyebilmektedirler. Mesela, TCMB küresel finansal kriz sonrası finansal istikrarı amaç fonksiyonuna dahil etmiştir. Finansal piyasaların istikrarlı olması demek, atıl durumda bulunan fonların verimli yatırım fırsatlarına dönüşmesi anlamına gelmekte ve bu da iktisadi büyümeye katkıda bulunmaktadır. Bilindiği gibi bankacılık sektöründe fonların büyük bir bölümü vadesiz ve kısa vadeli mevduatlardan meydana gelirken plasmanlar genellikle uzun vadeli kredilere yönlendirilir. Bu durum bankaların, mudilerin nakit taleplerini yerine getirmelerini zaman zaman tehlikeye sokabilir. Bu süreçte merkez bankaları son kredi mercii olarak hayati bir fonksiyona sahiptir. Bunun tersi bir durum ise 1929 yılındaki bunalım gibi ekonominin sağlığını bozmakta, iktisadi büyümeyi düşürmekte, işsizliği yükseltmekte ve fiyat istikrarını bozmaktadır (Orhan, Erdoğan, 2015: 70).

TCMB, Türkiye ekonomisindeki finansal istikrarı sağlamak için birkaç ara hedefin tutturulması gerektiğini belirtmektedir. Bu ara hedefler: kredi arzı artışındaki kontrol ve kısa vadeli sermaye girişlerindeki kontroldür. Bazı ampirik çalışmalar, cari açığındaki artışın ve cari dengedeki finansman bozuklukların Türkiye ekonomisinde ciddi ekonomik krizleri tetiklediğini göstermektedir. Buna örnek olarak 1994, 2001 ve 2008 krizleri gösterilebilmektedir. Bu üç kriz yakından incelendiğinde, kriz öncesi Türkiye ekonomisinde cari açığının artmaya başladığı, ve cari açığın finansmanının doğrudan yatırımlar ve uzun dönemli sermaye hareketlerinden, kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarından sağlandığı görülmektedir.

Merkez bankalarının ikincil amaçlarından birisi ise yüksek istihdamdır. Yüksek istihdamın arzu edilmesinin sebeplerinden biri, tersi bir durumun (yüksek işsizlik) büyük sosyal maliyetlere sahip olmasıdır. Yüksek işsizlik durumunda insanların psikolojisi ve toplumun dengesi bozulmakta, en önemli erdemlerden biri olan ümitlerini kaybetmektedirler. En başta değinildiği gibi iktisat biliminin ana amacı sosyal refahı arttırmaktır. Bu durumda yüksek işsizlik veya düşük, yetersiz istihdam bu amaçla tam anlamıyla ters düşmektedir. Yüksek işsizlik oranları toplumsal refahı da doğal olarak

aşağıya çekecektir. Yüksek istihdamın arzu edilmesinin diğer sebebi ise, alternatif durumda (yüksek işsizlik) ekonomide atıl kaynakların olmasıdır. Atıl kaynakların olması durumunda (çalışmayan insanlar ve fabrikaların) ulusal ekonomi etkili ve verimli çalışamayacaktır. Bu sebeplerden dolayı ekonomi üretim kaybıyla karşılaşacaktır.

İktisadi büyüme veya reel üretim artışı da merkez bankalarının ulaşmak istedikleri hedeflerden bir diğeridir. Ekonomik büyüme hedefi az önce değindiğimiz yüksek istihdam hedefiyle bir arada kabul edilebilir. Unutulmamalıdır ki ekonomi tam istihdamda olsa bile işsizlik problemi ortadan kalkmaz. Doğal işsizlik oranı olarak kabul görmüş bir olgu karşımıza çıkar.

Değinmemiz gereken hedeflerden sonuncusu ise ödemeler bilançosu dengesidir. Ödemeler bilançosu bilindiği üzere bir ekonominin bir yıl içerisinde dış dünyaya yaptığı ödemelerle, dış ülkelerden elde ettiği yabancı paraları ortaya koyan bilançodur. Bir diğer deyişle ödemeler bilançosu, bir ülkedeki yerleşik kişilerin, başka bir ülkedeki yerleşik kişilerle yaptıkları ekonomik faaliyetlerin kaydının tutulduğu tablodur. Ödemeler bilançosu dengesi ise öngörülebileceği üzere döviz kuru istikrarıyla yakın bir ilişki içerisinde. Döviz piyasalarında oluşabilecek herhangi bir istikrarsızlık ilk olarak ekonominin ödemeler bilançosu dengesini sarsacaktır. Milli paranın değer kazanımı (kayı) ülke ekonomisinin ihracatını azaltmakta (arttırmakta), ithalatını ise arttırmaktadır (azaltmaktadır). Ulusal paranın değer kazandığı durumda ihraç malları dış dünya için nispeten pahalılaşacaktır. Ulusal paranın değer kazanması sonucunda ise ithalat nispeten ucuzlayacak ve buna bağlı olarak ithalat artış gösterecektir (Carbough, 1995: 150-151). Bu duruma göre piyasada faaliyet gösteren iktisadi ajanların karar almaları zorlaşacaktır. Sabit döviz kurunun taahhüt ettiği istikrarlı bir döviz kuru, esnek döviz kuru rejimini benimsemiş bir ekonomide olamayacağı için döviz kuru piyasalarında belirsizlik meydana gelecektir. Böyle bir belirsizlik ortamında yatırımcıların yabancı para cinsinden borçlanmalarının ne kadar girift bir karar alma sürecinden geçeceğini öngörebilmekteyiz. Söz konusu istikrarsızlık durumu aynı zamanda, döviz ağırlıklı borçlanmış bulunan iktisadi aktörleri de zor bir duruma

düşürecektir. Yabancı para cinsinden borçlanma yüksek bir düzeyde gerçekleşmekte ise, ulusal paranın değer kaybı birçok firmayı iflasın eşiğine kadar getirebilecektir. Döviz piyasalarındaki istikrarsızlık aynı zamanda fiyatlar genel düzeyi üzerinde de büyük etkilere sahiptir. Üretim sürecinde kullanılan bazı girdilerin dış ekonomilerden temin edildiği göz önünde bulundurulduğunda, ulusal paranın değer kaybetmesi demek söz konusu malların ithalatını pahalılaştıracaktır. Bunun anlamı şudur: üretim sürecinde kullanılan girdilerin maliyetleri yükselecek, bu da nihai mal ve hizmetlerin fiyatlarını arttıracaktır. Bu durumda fiyatlar genel düzeyi yukarı yönlü hareket edecektir. Bu sebeplerden ötürü açık ekonomilerin merkez bankaları döviz piyasalarındaki istikrara büyük önem vermektedirler.

Özetlemek gerekirse, merkez bankaları birincil amaç olarak fiyat istikrarını benimserler. Fiyat istikrarı ve saydığımız diğer hedefler uzun vadede birbirleriyle çatışmamaktadırlar. Uzun vadede fiyat istikrarı diğer amaçların hepsi ile tutarlı olduğu için merkez bankalarının birincil amacı fiyat istikrarı olmalıdır. Ancak kısa vadede fiyat istikrarı amacı ile yüksek istihdam ve faiz oranı amaçları arasında bir trade-off (değiş-tokuş) söz konusu olabilir. Aynı şekilde kısa vadede fiyat istikrarı amacına sıkı sıkıya bağlı kalan bir merkez bankası, konjonktürel dalgalanmalar sebebiyle ortaya çıkan üretim dalgalanmalarına izin verebilir. Böyle durumlarda merkez bankaları uzun dönemde birincil amaçlarının fiyat istikrarı olduğunu kabul ederek, ikili görev çerçevesinde davranabilir.

1.2.2.2. Enstrüman Seçimi

Para politikasının uygulayıcısı olan para otoriteleri daha önce açıklamış olduğumuz amaçlara ulaşabilmek için, dört farklı para politikası stratejisi belirleyebilirler. Bunlar sırasıyla parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve örtülü nominal çapaya dayalı para politikasıdır. Örtülü nominal çapaya dayalı para politikası stratejisini ise çoğunlukla gelişmiş ekonomiler tercih etmektedirler. Gelişmekte olan

ekonomiler ise bunların yanısıra döviz kuru hedeflemesi stratejisini de tercih etmektedirler. Unutulmamalıdır ki saydığımız bu stratejilerin tamamı birincil amaç olarak ifade ettiğimiz fiyat istikrarını sağlamayı hedefler.

Merkez bankaları para politikası stratejilerini uygularken politika araçlarına cevap veren ve para politikasının gidişatını gösteren değişkenlere sahiptir. Bu değişkenler aynı zamanda politika enstrümanları veya operasyon enstrümanları olarak da adlandırılmaktadır. Söz konusu politika enstrümanlarını saymak gerekirse bunlar: rezerv büyüklükler, faiz oranları, zorunlu karşılıklar ve döviz kurudur (genellikle küçük ekonomiler).

Bu enstrümanların seçim aşamasında üç farklı kriter göz önünde bulundurulur: (1) seçilen enstrümanın gözlemlenebilir ve ölçülebilir olması, (2) para otoritesi tarafından kontrol edilebilir olması, ve (3) hedefler üzerinde öngörülebilir bir etkiye sahip olmasıdır. Enstrümanın gözlemlenebilir ve ölçülebilir olması, politikanın hızlı bir şekilde uygulamaya geçirilmesini mümkün kılar. Bu kritere göre tercih yapacak olursak, faiz oranları parasal büyüklüklerden daha üstün bir enstrüman olacaktır. Enstrümanın kontrol edilebilir olması, para otoritesinin istenilen zaman ve dozajda enstrümanı değiştirebilme imkanının olması anlamına gelmektedir. Bu kriter açısından enstrüman seçimini ele aldığımızda ise hiçbir enstrümanı bir diğerinden üstün kabul edemiyoruz. Sonuncu kriter olarak hedefler üzerinde tahmin edilebilir olması, enstrümanla para otoritesi hedefi arasında yakın ve güvenilir bir ilişkinin olması anlamına gelmektedir. Son zamanlardaki çalışmalar, faiz oranı-enflasyon arasındaki ilişkinin, para arzı-enflasyon arasındaki ilişkiden daha güçlü olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sebepten ötürü faiz oranı, parasal büyüklükler yerine tercih edilmektedir. Unutulmaması gereken önemli bir detay ise para otoritesinin iki enstrümanı aynı anda kullanamamasıdır. Seçeneklerden yalnızca birini tercih edebilir. Son olarak eklenmesi gereken bir husus, politika enstrümanı direkt para politikası hedefine değil de, ara hedefe de bağlı olabilir. Ara hedefler, para politikası hedefleri ile politika enstrümanları arasında yer alır ve para

politikası hedefleri ile yakından ilişkili olma şartını taşımaktadırlar (Mishkin, 2006: 414).

İlk seçim kriterine göre, hem kısa vadeli faiz oranları hem de parasal büyüklükler optimal enstrümanlardır. Kısa vadeli faiz oranlarından bankalarası piyasada oluşan gecelik faiz, TCMB'nin resmi faiz oranları ile TCMB ortalama faiz oranları kolaylıkla ölçülebilmekte ve çabuk gözlemlenmektedirler. Aynı zamanda, parasal büyüklüklerden parasal taban ile para arzı tanımları da bu kriteri sağlamaktadırlar.

İkinci kritere göre ise, para otoritesi gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranlarını, geç likidite penceresi oranlarını ve bir hafta vadeli repo faiz oranını belirleyebilmektedir. Merkez bankası kısa vadeli faiz oranları üzerinde büyük bir güce sahiptir. Bankalar bankalarası (interbank) piyasadan borçlanmayı veya borç vermeyi tercih etmezlerse merkez bankasından ihtiyaçlarını görebilirler. Hazine bonoları ve uzun vadeli devlet tahvillerinin faiz oranlarını da merkez bankaları beklentiler aracılığıyla kontrol altında tutmaktadırlar. Uzun vadeli faiz oranları anlık kısa vadeli faiz oranlarından değil, kısa vadeli faiz oranlarının gidişatına göre belirlenmektedir. Beklentiler aracının etkin olarak kullanılabilmesi için olmazsa olmaz olan şart merkez bankasının hesap verebilirliğinin ve dolayısıyla şeffaflığının yüksek olmasıdır. Bu da piyasayla iletişimin yüksek ve açık olmasıyla sağlanabilir. Merkez bankası gelecekteki faiz oranları ile ilgili işaretlerde bulunarak piyasaya yön verir, bu şekilde uzun vadeli faiz oranlarını uyarlar(Woodford, 2001: 11). Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını faiz koridorunu kullanarak kolaylıkla kontrol edebilmektedirler. Parasal büyüklükler ise, ders kitaplarına göre kolaylıkla kontrol edilebilir olarak gösterilmektedirler. Parasal taban ile para arzı arasındaki ilişki incelendiğinde yüksek korelasyon ortaya çıkmaktadır. Bu sebepten dolayı, merkez bankaları parasal taban ile para arzını kolaylıkla yönlendirebilme gücüne sahiptirler. Phillip Cagan'ın parasal taban çarpanı modeli bu görüşü yansıtan en ünlü modellerden birisidir. Parasal taban çarpanı modeline göre, nedensellik ilişkisi parasal tabandan para arzına doğrudur. Ancak, bazı iktisatçılar bu görüşe karşı çıkarak, yüksek korelasyonun

her zaman nedenselliği beraberinde getirmeyeceğini, hatta bazı durumlarda ters nedenselliğin bile olabileceğini ileri sürmüşlerdir. Bu iktisatçılara göre, nedensellik ilişkisi toplam üretimden para arzı ile parasal tabana doğru olabilmektedir. Böyle bir durumda, merkez bankası para arzını doğrudan kontrol edememiş olacaktır.

Üçüncü kritere göre ise, merkez bankasının kontrol ettiği faiz oranlarının nihai hedef üzerindeki etkisinin parasal aktarım mekanizmaları ile açıklanmaya çalışıldığını görmekteyiz. Geleneksel faiz kanalına göre, kısa vadeli faiz oranları sermayenin borçlanma maliyetini etkileyerek, tüketim ve yatırım harcamalarını etkilemektedirler. Servet kanallarına göre ise, faiz oranlarındaki değişiklikler hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyerek, tüketim ve yatırım kararlarında önemli olmaktadır. Geleneksel olmayan kredi kanallarına göre ise, faiz oranlarındaki değişiklikler ahlaki risk ile tersine seçimi etkileyerek, toplam talep üzerinde etkili olmaktadır. Bu aktarım mekanizmalarının etkin çalışması durumunda, faiz oranlarının merkez bankasının hedefleri ile güvenilir ve yakın ilişkilerinin bulunduğu anlamına gelmektedir. Öte yandan, monetaristler, parasal büyüklüklerin nihai hedeflerle yakın ilişkilerinin bulunduğunu savunmuşlardır. Monetaristlere göre, para arzı ile toplam talep arasında yüksek bir korelasyon vardır. Para arzındaki bir değişim, toplam talebi de aynı yönde etkilemektedir. Zamanlama bulgusunun “post hoc ergo propter hoc” ilkesi, ilk gerçekleşen olayın sonraki olayın nedeni olacağını ifade etmektedir. Böylece, para arzındaki değişim, toplam talepteki değişimlerin nedeni olacaktır. Bu argümanın geçerliliği durumunda parasal büyüklükler üçüncü kriteri de sağlamış olacaktır. Ancak, bazı iktisatçılar yukarıdaki ilkenin yalnızca ilk olayın dışsal olduğu durumlarda geçerli olduğunu ifade ederek, parasal büyüklüklerin nihai hedef üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip olmadığını savunmuşlardır.

Türkiye ekonomisinde Merkez Bankası, para politikası enstrümanı olarak haftalık repo faiz oranı, zorunlu karşılık oranı, faiz koridoru ve ağırlıklı ortalama fonlama faizini tercih etmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2008 yılındaki küresel ekonomik kriz sonrasında “Çıkış Stratejisi (2010)” ile finansal istikrar hedefi ve

para ve döviz piyasalarıyla ilgili düzenleyici tedbirler almayı da fiyat istikrarı hedefinin yanında benimsenmiştir. Ünlü iktisatçı Jan Tinbergen'in ortaya koyduğu, para politikası uygulamalarında amaç sayısı kadar enstrümanın da olması gerektiği unutulmamalıdır. Buna göre TCMB amaç sayısını arttırırken araç sayısını da beraberinde arttırmıştır. TCMB aktif para politikası aracı olarak zorunlu karşılık oranları ile faiz koridorunu da kullanmaya başlamıştır. Bir sonraki bölümlerde, enstrüman seçimi konusu üzerinde daha ayrıntılı olarak durulacaktır.

1.3.TÜRKİYE'DE DÖNEMSEL PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

1.3.1. 1960 -1980 Dönemi

1960'lı yıllarda kurulan Devlet Planlama Teşkilatı ve akabinde uygulanan planlı dönemle birlikte temelleri Cumhuriyetin kuruluşuna dayanan ithal ikameci politikalar başarıyla uygulanmıştır. Söz konusu sanayileşme politikası ithalatı yapılan mal veya mal gruplarının ülke içinde üretimlerinin yapılmasıdır. Bu politika başarıyla uygulanabilirse söz konusu ulusal ekonominin dış kaynaklara olan bağılılığı azalacaktır. Yerli sanayi gelişecek ve ekonomideki payı büyüyecektir. Bu politikada yerli sanayinin gelişimi için gümrük vergileri yüksek tutulur ve kotalar uygulanır. Bu politikada devlet müdahalesi çok yoğun olarak gerçekleşmektedir (Yenal, 2001:126).

İki aşamada uygulanan bu sistemi 1970 öncesi ve 1970 sonrası olmak üzere ikiye ayırabiliriz. 1970 öncesi dönem ithal ikameci sanayileşmenin birinci aşamasını, 70 sonrası dönem ise sermaye ve ara mallarının yurtiçi üretiminin hedeflendiği ikinci aşamayı meydana getirir (Öniş, 1989:6). Bu dönemin belirgin özelliklerinden birkaçı da aşırı değerli döviz kuru ve yoğun devlet kısıtlamalarıdır.

Genel olarak bakıldığında ithal ikameci politikaların hedeflediği uluslararası rekabet gücü yüksek ve dışa bağımlılığı düşük bir sanayi kurulamamıştır. Özel sektör hedef olarak iç piyasayı seçmiştir, ithalata bağımlılık zaman içinde artmıştır.

1.3.2. 1980-2002 Dönemi

1980 tarihi Türkiye ekonomisi için bir kilometre taşı olarak kabul edilebilir. Bunun sebebi ithal ikameci politikaların terk edilip dışa açık sanayileşme politikasının başlamasıdır. 24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye %46.6 oranında devalüasyon ilan etmiş ve ardından ihracata dayalı sanayileşme dönemi başlamıştır. Bu tarihten sonra ithalat serbestleştirilmiş, sabit döviz kuru sisteminden esnek döviz kuru sistemine geçiş yapılmıştır. Bu dönem deregülasyon dönemi olarak adlandırılabilir ve bu sebepten ötürü bir kilometre taşı olarak nitelendirilebilir.

1980-1985 arası dönemde döviz kuru rejiminde radikal değişiklikler meydana gelmiştir. Sabit döviz kuru rejimi süresince Türk lirası zamandan zamana aşırı değerli hale gelmekteydi. Aşırı değerli ulusal para ise ödemeler dengesini bozmaktaydı. Aşırı değerli ulusal para ithalatı nispeten ucuzlatmakta, ihracatı ise pahalılaştırmaktaydı. 24 Ocak Kararları sabit döviz kuru sistemini terk etme sinyalleri vermiştir. İlk olarak Türk lirası %46.6 oranında devalüasyona uğramıştır. Bunun ardından da ufak oranlarda ama birden fazla olmak üzere ufak devalüasyonlar yapılmıştır. 1981’de ise kur ayarlama yetkisi Maliye Bakanlığı’ndan alınarak para otoritesi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’na verilmiş ve bunun akabinde esnek döviz kuru sistemine geçilmiştir (Barutçugil, 1989:43).

24 Ocak kararlarını takip eden ilk birkaç yıl boyunca genişletici bir para politikasından ziyade sıkı bir para politikası uygulanmıştır. 1984 yılından itibaren ise bu durum tersine dönmüştür. 1980 yılı merkez bankası kredi miktarındaki artış %66 olarak gerçekleşirken bu oran 1982 yılında %29’a kadar düşmüştür. 1984 yılında ise para otoritesinin doğrudan kredileri %96 oranında bir artış göstermiş ve sıkı para politikası

yerini genişletici para politikasına bırakmıştır. Bunu takip eden senelerde de artış oranı %60 civarlarında seyretmiştir. Söz konusu parasal genişleme durumunun sebebi bütçe açıklarıdır. Süratli bir kalkınma için arttırılan kamu sabit yatırımları, vergi gelirleriyle finanse edilemeyince kamu kesimi borçlanma ihtiyacı yukarılara tırmanmış, bu da doğal olarak para otoritesini genişletici politikalara yöneltmiştir (Güneş, 1990:18-19).

1980 istikrar önlemleriyle para arzının kontrolü ve dolayısıyla hedeflemesi amaçlanmıştır. Bunun anlamı para ve kredi hacmi büyümesinin, enflasyon oranından düşük tutulmasıdır. Ancak söz konusu plan pratikte yalnızca 1984 ve 1988 senelerinde gerçekleştirilebilmiştir. Diğer senelerde ise para ve kredi hacmi artışı enflasyon oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Buradan yapılabilecek çıkarım 1980'li yıllarda gevşek para politikası uygulandığıdır.

1985 senesinde Hazine'nin haftalık iç borçlanma ihaleleri başlamıştır. 1986 yılının Haziran ayında açık piyasa işlemlerine tam serbestlik gelmiş uygulamaları ise 1987 Şubatı'nda başlamıştır. Aynı zamanda, 1986 yılında, bankalararası (interbank) para piyasası kurulmuş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tekrardan faaliyete geçmiş ve biraz sonra üzerinde duracağımız özel sektör bono ve tahvillerinin faizleri üzerlerindeki kontroller ortadan kaldırılmıştır.

Söz konusu dönemde dış ticaretteki serbestleşme girişimi başarıyla sonuçlandırılmıştır. Dış ticarette serbestleşmeyle beraber mali serbestleşme de denenmiş ancak başarılı olunamamıştır. Söz konusu politikaların uygulanabilirliğini arttıracak önlemler yeterli ölçüde alınamamıştır. Bunlara rağmen Gümrük Birliği'nin getirdiği yükümlülüklerle birlikte dış ticaret liberalizasyonu normal şekilde ilerleme göstermiştir.

1980 öncesinde faiz oranları hükümet kontrolündeydi. 1980 tarihinde ise kredi ve mevduat faizlerine uygulanan tavan faiz oranı belirlenmesi son bulmuştur. Bu baskı en başta, önemli görülen sektörlerle fon sağlama ve kamu kesiminin düşük maliyetle borçlanmasını kolaylaştırma amacıyla gerekli görülüyordu. Ancak bu süreçte gerçekleşen yüksek enflasyon oranı reel faizleri negatif değerlere düşürmüş ve doğal

olarak tasarrufları bankacılık sektöründen çekmiştir. Faizler üzerindeki hükümet baskısı ortadan kalkınca mevduat hacminde kayda değer bir artış gözlenmiş ve reel faiz oranları yükselme trendine geçmiştir. Ancak 1988 tarihine kadar faiz kontrolü kademe kademe azaltılmıştır. 1988 tarihinde mevduat faiz oranları tamamen serbest hale getirilmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 356-357).

Bu süreçte göze çarpan ek önlemler mevcuttur. Karşılık oranlarının yukarı çekilmesi ve bu karşılıkların daha kısa bir sürede yatırılması şartının yanında döviz tevdiat hesaplarına karşılık oranı uygulanması, TL'ye olan güvenin artmasıyla sonuçlanmıştır. 8 Ağustos 1988 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kur belirleme seansları ile döviz ve efektif piyasa faaliyetleri başlatmış, Eylül 1988'de TL-döviz, efektif-efektif (TL karşılığı swap), TL ve döviz depoları işlemleri piyasalarının faaliyetleri başlatılmıştır. Bu bilgiler ışığında 1980 yılında gerçekleşen ticari serbestleşmeyi 1988 yılında gerçekleşen mali serbestleşme izlemiştir. Mali serbestleşmenin en önemli adımı ise Ağustos 1989'da çıkan ve tüm yabancı sermaye akımlarını serbestleştiren 32 sayılı karardır. Buna rağmen, mali serbestleşmenin başarılması bir ekonomik istikrarsızlık dönemine denk geldiğinden, geçilen yeni ekonomik yapıyla uyumlu bir istikrar arayışını da beraberinde getirmiştir (Dinçel, 1998:192).

Bu tarihi takip eden 1989-1999 aralığında müdahaleli bir esnek döviz kuru rejimi uygulamaya konmuştur. Doksanlı yılların başında para otoritesinin aşırıya kaçan müdahaleleri sonucu TL aşırı değerli bir hale gelmiştir. Yapılan devalüasyonlar ve 4 Nisan 1994 tarihli Ekonomi İstikrar Önlemleri söz konusu durumu değiştirmeye yetmemiştir. 1999 yılında IMF'yle bir stand-by anlaşması imzalanmıştır. Bu anlaşmayla birlikte para kurulu rejimine geçilmiş ve sıkı maliye politikası uygulanmıştır. Döviz kuru ilan edilen aralık içerisinde tutulmaya çalışılmıştır. Bu katı bir sabit döviz kuru rejimi çeşididir. Para otoritesi para arzını ülkeye döviz girişi olduğunda arttırma yetkisine sahiptir. Para kurulu sistemi, siyasi iktidarların para arzı üzerindeki güçlerini çok katı bir biçimde ortadan kaldırır. Başlıca para politikası araçlarından olan açık piyasa işlemleri

ve reeskont kredisi gibi araçlar ile para tabanı değiştirilemez. Özel ve kamu kurumlarına fon sağlayamaz. Parasal taban sadece ve sadece özel veya kamu kesiminin merkez bankasına önceden belirlenmiş sabit kurda döviz satması durumunda arttırılabilir. Özel sektörün ödemeler bilançosu açıklarını kompanse etmek için döviz satın alındığı durumlarda ise parasal taban azalır. Para kurulu sistemi ulusal paranın güçlü bir yabancı paraya veya para sepetine bağlandığı bir döviz kuru rejimidir (Gültekin ve Yılmaz, 1996:1). Bu tarz bir sabit döviz kuru rejimi döviz spekülasyonunu arttırmış ve 2000 yılında ekonomik krizi patlak vermiştir. IMF kredileriyle bu durumun üstesinden gelinmeye çalışılmış ancak başarılı olunamamıştır. Döviz spekülasyonları durmamış, ekonomiden fon çıkışının önü alınamamıştır. Şubat 2001 yılının Şubat ayında yeni bir ekonomik kriz meydana gelmiştir. 2001 yılının ikinci yarısı itibariyle ise “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile birlikte esnek döviz kuru sistemine geçilmiştir (Seyidoğlu, 2003:559-560).

2001 yılının ikinci yarısı itibariyle açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli ön koşulların olmadığı düşünüldüğünden, örtük enflasyon hedeflemesi benimsenmiştir. Bu koşullardan ilki, çok yüksek enflasyon oranının olmamasıdır. Çok yüksek bir enflasyon oranı, beklentilerin kontrol edilebilmesini riskli hale getirebilmektedir. Bir başka ön koşul ise, teknik ve kurumsal altyapının enflasyon hedeflemesine uygun olmasıdır. Ancak, Türkiye ekonomisinde kurumsal altyapı döviz kuru hedeflemesi ile parasal hedeflemeye uygun olduğu için, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Türkiye ekonomisi için en önemli koşullardan bir diğeri ise, mali baskınlığın giderilmesidir. Para politikası uygulamalarında, mali baskınlık her zaman potansiyel bir tehdit oluşturmuştur. Açık enflasyon hedeflemesine geçişi zorlaştıran başka bir sebep ise dolarizasyondur. Bütün bu koşulların yanında en kritik koşul merkez bankasının araç bağımsızlığıdır. 2001 senesinde değiştirilen Merkez Bankası Kanunu, TCMB’ye araç bağımsızlığını tanımıştır. Bu sayılan koşulların fiili olarak sağlanamamış olması, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmasına neden olmuştur (Kara ve Orak, 2008: 37-41).

1.3.3. 2002-2008 Dönemi

Merkez Bankası, 2002-2005 dönemleri aralığında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimini, açık enflasyon hedeflemesi rejimine hazırlık olarak değerlendirmiştir ve açık enflasyon hedeflemesi için uygun ön koşulların sağlanması için büyük çaba sarf etmiştir.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın kabulüyle birlikte belli başlı değişiklikler yapılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Hazine'ye ve diğer kamu kuruluşlarına kredi vermesi yasaklanmış, MB ilk ve nihai amacının fiyat istikrarı olduğu duyurulmuştur. Bununla beraber TCMB'nin yetkilerinde değişikliklere gidilmiştir. Para otoritesi nihai amacı olan fiyat istikrarı için uygulayacağı para politikasını ve kullanmayı uygun gördüğü para politikası araçlarını kendisi seçer. Enflasyon hedefini ise banka, hükümetle birlikte tespit eder. Merkez bankası kararları ve uygulamaları şeffaf bir hale getirilerek, hesap verilebilir bir konuma gelmiştir. Bu bağlamda uygulanmış ve uygulanacak olan para politikaları hakkında her sene Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunulmasına karar verilmiştir. Buna ek olarak Meclis Plan ve Bütçe Komisyonu'nun senede iki defaya mahsus olmak üzere para politikası uygulamaları konusunda bilgilendirilmesi kararı çıkmıştır. Öte yandan TCMB'nin işlemleri bağımsız denetim kurumlarınca denetlenmeye açılmıştır.

Para politikası kurulu oluşturulmuştur. Kurul, merkez bankası başkanı, 4 başkan yardımcısı, Banka Meclisi tarafından üyeler arasından seçilen bir üye ve başkan önerisiyle ortak kararla atanacak bir üye olarak oluşturulmuştur. Hazine Müsteşarı veya uygun gördüğü bir yardımcısı oy hakkına sahip olmamakla birlikte görüşmelere katılabilir. Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasından vazgeçildiği için, para arzı artışı net dış varlıklara bağlı olmayacaktır. 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı döviz kuruna geçilmesiyle birlikte döviz kuru aracının fonksiyonu değişiklik göstermiştir. Döviz kuru aracı, bununla birlikte, enflasyon beklentilerini hedeflenen enflasyon oranına yöneltme fonksiyonunu kaybetmiştir.

Para arzı artık para otoritesinin kamu kesimine verdiği krediler nedeniyle artmayacaktır. Söz konusu karşılıksız para basılması durumu, Hazine'ye, kamu kuruluşlarına avans ve kredi sağlanması yasaklanarak bertaraf edilmiştir. Kamu kuruluşlarının piyasaya sürdükleri iç borçlanma senetlerinin birincil piyasadan satın alınmasına yasak getirilmiştir. Bunlar performans kriterleri olarak değerlendirilmektedir. Başkan ve üyelerin görev süreleri 5 yıla çıkarılmış, görev süreleri sona ermeden değiştirilmeleri yasaklanmıştır (İncekara, 2011: 54-56).

Üç senelik "Güçlü ekonomiye geçiş" programının başlangıç yılı 2002 olmuştur. Hedeflenen parasal büyüklük olarak parasal taban seçilmiştir. Parasal hedeflemeyle birlikte 2002 yılı parasal taban artışının, nominal milli gelir büyüme hızı oranında gerçekleşmesi amaçlanmıştır. Hedef olarak seçilen para tabanında ve performans kriterleri olarak seçilen net uluslararası rezerv ve net iç varlık kalemlerinin büyüklüklerinde hedeflenen sonuçlar yakalanmıştır. 2003 yılında ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, birincil amacı olan fiyat istikrarı çerçevesinde, bir politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını, önceden belirlediği enflasyon hedefine ulaşmada aktif bir biçimde kullanmıştır.

Bir diğer bahsedilmesi gereken konu ise esnek döviz kuru rejiminin benimsenmesine rağmen merkez bankasının, döviz kurundaki büyük dalgalanmaları ufak müdahalelerle yumuşatmaya çalışma kararı alınmasıdır. Buna ek olarak beraber döviz rezervi elde etmek için şeffaf ihalelerle döviz alımları yapılması kararlaştırılmıştır. Ayrıca, açık enflasyon hedeflemesine geçiş yılı olan 2005 senesinde, Türk Lira'sından altı sıfır atılmış ve para politikasının istikrarına dair güven daha da artmıştır.

TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde açık enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşulların sağlandığını düşündüğü için, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamıştır. Yeni stratejinin genel çerçevesine göre, enflasyon hedefleri, yıllık TÜFE enflasyonu üzerinden ve nokta hedefi olarak tanımlanmaktadır. TÜFE enflasyonu ve nokta hedefi, kolay anlaşılabilir olmaları ve iletişim avantajları sağlamaları nedeniyle seçilmiştir. Hedeften sapma durumunda ise,

TCMB'nin hükümete ve kamuoyuna yazılı bildirmesi gerekmektedir. Ayrıca, 2007 yılında enflasyon tahminleri iki yıl olarak açıklamayı kararlaştırmıştır. Enflasyon hedefine ulaşmak için ise, Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanmakta olan gecelik faiz oranlarını kullanmaya başlamıştır. Yeni politika çerçevesinde, Para Politikası Kurulu tavsiye verici rolünden, karar alıcı konumuna getirilmiştir. Ayrıca, beklentileri kontrol altına alabilmek amacıyla kullanılan temel iletişim aracı Enflasyon Raporu yayımlanmaya başlamıştır(Kara ve Orak, 2008: 44-48).

Açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde, bir dizi dışsal şoklar ve küresel enflasyon artışı, TCMB'nin enflasyon hedeflerini tutturamamasına neden olmuştur. 2006 yılının sonlarında yaşanan küresel likidite tercihlerinin gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere doğru geçişi, gelişmekte olan ülkelere fon çıkışına yol açmıştır. Türkiye ekonomisinden de yüksek miktarda sermaye çıkışı, yerli paranın değer kaybetmesine yol açmış ve enflasyon beklentilerinin bozulmasına neden olmuştur. Ayrıca, enerji ve gıda fiyatlarındaki artış ile arz şokları enflasyon düşüşünü engelleyen bir diğer neden olmuştur. TCMB, beklentilerin sarsılmaması için, çekirdek enflasyona vurgu yapmış ve gerçekleşen enflasyon artışının geçici olduğunu duyurmuştur. Ancak, şokların kalıcı olması ve yurtiçi siyasi belirsizliklerin artması bu iletişim stratejisinin etkinliğini düşürmüştür. Daha sonra TCMB, beklentileri kontrol altına alabilmek için Haziran 2008'de Hükümete hitaben açık mektup yazmıştır. Mektupta, orta vade için yeni ve daha gerçekçi hedeflerin belirlenmesini önermiştir ve öneri hükümet tarafından da kabul görmüştür. Ayrıca, sıkılaştırıcı para politikası uygulamasıyla da enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almıştır. Bu önlemlerin yanısıra, TCMB tahmin ufkunu üç yıla uzatmış ve gıda ile enerji fiyatlarına dair alternatif senaryoları sunmaya başlamıştır(Kara ve Orak, 2008: 48-58).

Örtük enflasyon hedeflemesi dönemini kısaca değerlendirecek olursak, TCMB bu dönemde enflasyon hedefleri bir üst sınır olarak tasarlamıştır. Enflasyon oranının çok yüksek seviyede olması nokta hedeflemesi stratejisinin riskli olabileceğini düşünmüştür.

TCMB, yıl sonu TÜFE enflasyon hedefini 2002 senesi için %35, 2003 senesi için %20, 2004 senesi için %12 ve 2005 senesi için %8 seviyelerinin altına çekmek olduğunu belirtmiştir. Bu dönem aralığında, TCMB gayet başarılı bir politika yürütmüş ve her sene enflasyon hedefini tutturmuştur. 2001 senesinde %68 olan enflasyon oranı, 2005 yılı sonunda %7.7'e düşmüştür. Ayrıca, bu dönemler aralığında mali baskınlığın da azalmaya başladığı görülmektedir. 2002 senesinde kamu borcunun yurtiçi hasılaya oranı %60 iken, 2005 sene sonunda bu oranın %40'a düşmüştür. Yukarıda bahsedilen ön koşulları sağlamak için sarfedilen çaba, sonunda meyvesini vermiştir.

Tablo 1: 2002-2008 Dönemleri Önemli Göstergeler

Sene	Enflasyon Hedefi	Gerçekleşen Enflasyon	Büyüme Oranı*	Kamu Net Borç Stoku /GSYİH	Cari Açık /GSYİH
2002	%35	%29.7	%6.4	%59.9	%0.26
2003	%20	%18.4	%5.6	%53.6	%2.42
2004	%12	%9.3	%9.6	%47.6	%3.5
2005	%8	%7.7	%9	%40.1	%4.18
2006	%5	%9.7	%7.1	%32.7	%5.64
2007	%4	%8.4	%5	%28.2	%5.47
2008	%4	%10.1	%0.8	%26.8	%5.16

Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine Müsteşarlığı, World Bank

*GSYİH alıcı fiyatlarıyla, zincirlenmiş hacim

Açık enflasyon hedeflemesi dönemini kısaca değerlendirecek olursak, bu dönemde TCMB'nin enflasyon hedeflerini tutturmakta başarısız olduğu görülmektedir. TCMB, yıl sonu TÜFE enflasyon hedefini 2006 yılı için %5, 2007 ve 2008 yılları içinse %4 olarak ve belirsizlik aralığının hedef etrafında 2 yüzdelik puan olduğunu beyan etmiştir. Ancak gösterilen bütün çabalara rağmen, TCMB yıl sonu TÜFE enflasyon hedeflerini belirsizlik alanı içinde dahi tutturamamıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep kanalıyla enflasyonu etkilediği ortaya çıkmasına rağmen, TÜFE'nin yüksek bir kısmını gıda ile enerji fiyatları oluşturması enflasyon üzerindeki kontrolü sınırlı kılmıştır.

Ayrıca, bu dönemde mali baskınlığa karşı mücadele devam etmiş ve kamu borcunun yurtiçi hasılaya oranı 2008 yılında %27'ye düşmüştür.

1.3.4. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası

2008 küresel finansal krizi Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Eski stratejinin sadece fiyat istikrarını hedeflemesi, makroekonomik istikrarda önemli olan finansal istikrarın göz ardı edilmesine neden olmuştur. Özellikle cari açık sorunu olan gelişmekte olan ülkelerde tek amaç-tek araç stratejisi önemli makroekonomik göstergeler üzerinde ödünleşim yapılmasına yol açmıştır. Küresel risk iştahının arttığı dönemlerde, gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye girişleri yaşanmıştır. Yüksek miktarda kısa vadeli sermaye girişi yerli parayı değerli hale getirerek ithalat talebini uyarmıştır. Ayrıca sermaye girişlerindeki artış bankacılık sisteminin daha fazla kredi vermesine olanak sağlayarak yurtiçi kredi arzını arttırmıştır. Emtia fiyatları hızla artmış ve iç talep ile dış talep ayrışması yaşanmaya başlamıştır. En önemlisi de finansman kalitesi kötü olan cari açık artmaya başlamıştır. Bütün bu durumların yaşanması Türkiye ekonomisini kırılgan hale getirmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 1-3).

TCMB bu durumlara, yalnızca kısa vadeli faiz oranlarıyla cevap veremezdi. Kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak için uygulanacak düşük faiz politikası, sermaye girişleri üzerinde caydırıcı bir etkiye sahipken iç talep üzerinde uyarıcı etkilere sahiptir. Böyle bir durum finansal istikrar amacını gözetmek isteyen Merkez Bankasının, fiyat istikrarı amacını göz ardı etmesine yol açıyordu. Bu sebepten dolayı TCMB yeni bir karma strateji arayışına girmiştir. TCMB 2001-2010 seneleri aralığında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamıştır. Anlaşılması kolay ve iletişim gücü yüksek olan bu Yeni Keynesçi yaklaşım tek amaç olan fiyat istikrarı ile tek araç olan kısa vadeli politika faizini kapsıyordu. TCMB 2010 Nisan ayında yayımladığı “çıkış stratejisi”nde amaç fonksiyonuna finansal istikrarı da eklediğini açıklamış, aynı senenin Kasım ayında ise

yeni para politikası araçları ile yeni karma para politikası stratejisini uygulamaya başlamıştır.

TCMB, kredi genişlemesini yavaşlatmak amacıyla zorunlu karşılıkları aktif olarak kullanmaya başlamıştır. TCMB, zorunlu karşılıkları kademeli olarak arttırmış, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamını genişletmiş ve zorunlu karşılıklarda vadeye göre farklılaştırılmaya gitmiştir. Ayrıca, 2010 Eylül ayından itibaren zorunlu karşılıkların daha etkin olabilmesi için, karşılıklara faiz ödenmesine son vermiştir. Sonuç olarak, Nisan 2011 itibariyle zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalaması %13.3 seviyesine çıkmıştır.

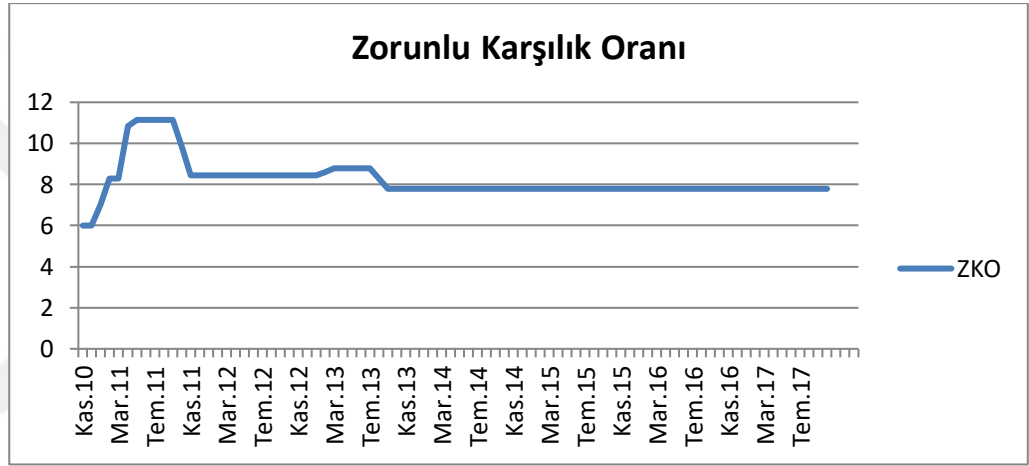
TCMB, kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmak amacıyla, gecelik borçlanma faizini 500 baz puan düşürerek faizlerdeki oynaklığı arttırmış ve politika faizini 75 baz puan indirerek sermayenin getirisini düşürmüştür. Böylece, kısa vadeli sermaye girişlerinin maruz kaldıkları faiz riski artmış ve sermaye girişleri azalmıştır. 2012 yılına gelindiğinde ise cari açığın finansmanının yüksek bir kısmının uzun vadeli kaynaklarla karşılandığı görülmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 3-7).

TCMB'nin yeni kullanmaya başladığı karma para politikası stratejisini kısaca açıklayalım. TCMB'nin öncesinde kullandığı enflasyon hedeflemesi stratejisinde tek amaç fiyat istikrarıydı. Yeni para politikası stratejisinde ise iki amaç gözetilmektedir, bunlar fiyat istikrarı ve finansal istikrardır.

Zorunlu karşılıklar TCMB'nin yıllar sonra yeniden kullanmaya başladığı politika aracıdır. Politika faizinin aksine yalnızca belirli faizler üzerinde etkili olarak, sermaye akımlarını etkilemeden yurtiçi talebi etkileyebilmesidir. Maliyet ve likidite kanalları üzerinden kredi ve mevduat faizlerini etkilemektedir. Zorunlu karşılıklar, bankaların ve finansal kuruluşların mevduat ve belirli yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankası nezdinde tutulması gereken kısmıdır. Zorunlu karşılıklar üç sebepten ötürü kullanılmaktadır: (1) ihtiyat, (2) likidite yönetimi ve (3) parasal kontrol. Zorunlu karşılıkların önemi parasal kontrol rolünde yatmaktadır. İç ve dış talepte

gözlemlenen ayrışma ile birlikte finansal istikrar önemli bir amaç haline gelmiştir. Her iki amaca tek bir araç ile ulaşılabilmesi sebebi ile, zorunlu karşılıklar aktif olarak kullanıma girmiştir. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını hızlandırmadan sıkılaştırıcı para politikasının uygulanmasına olanak sağlamaktadır.

Grafik 1: Zorunlu Karşılık Oranlarının Basit Ortalaması



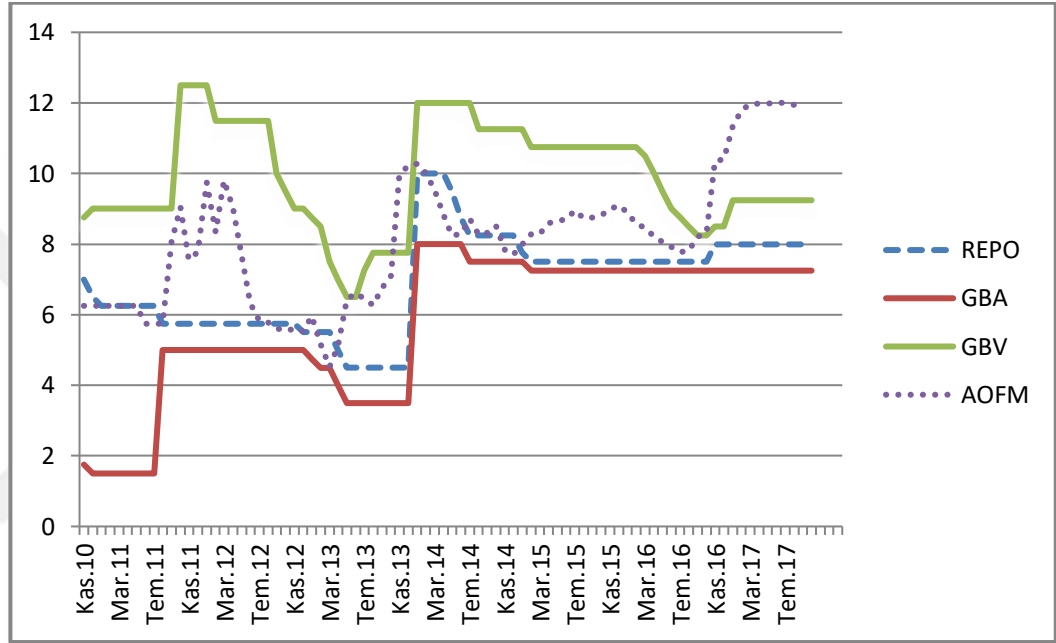
Kaynak:TCMB

TCMB'nin kullandığı politika araçlarından birisi politika faiz oranıdır. Politika faiz oranının nihai hedef üzerinde beklentiler kanalıyla etkili olması beklenmektedir. Düşürülmesi beklenen politika faiz oranı bir yanda kısa vadeli sermaye girişlerini azaltıcı etki yaratırken, öbür yanda iç talebin canlanmasına neden olmaktadır.

TCMB'nin karma stratejisindeki yeni araçlardan birisi faiz koridorudur. Faiz koridoru, TCMB'nin belirlediği gecelik borç verme faizi ve gecelik borç alma faizi aralığındaki alandır. TCMB faiz koridoru parametreleri üzerinde değişikliklere giderek her iki ara hedef üzerinde etkili olabilmektedir. TCMB gecelik borçlanma faizini düşürerek kısa vadeli faizlerdeki belirsizlikleri ve oynaklıkları arttırarak, kısa vadeli sermaye yatırımlarının getiri/risk oranını düşürebilmektedir. Böylece kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde önemli derecede kısıtlayıcı etki yaratmaktadır. Ayrıca faiz koridorundaki belirsizlik bankaların kredi arzı üzerinde daha temkinli davranmasını sağlayarak iç talebi daraltıcı etki göstermesine neden olmaktadır. TCMB, 2017 yılında

marjinal borçlanma imkanını kısıtlayarak, bankaları geç likidite penceresine yönelmeye zorlamıştır. Böylece, faiz koridoru parametrelerini değiştirmiştir.

Grafik 2: TCMB'nin Politika Enstrümanı Olarak Kullandığı Faiz Oranları



Kaynak: TCMB

Likidite yönetimi, TCMB'nin Dünya'da ilk olarak kullanmaya başladığı politika aracıdır. TCMB resmi olarak ilan ettiği kısa vadeli faizlerle fiili faizlerin farklılaşmasını sağlayabilmektedir. TCMB bankacılık sisteminde bulunan likidite açığını ihtiyacın altında vererek sıkılaştırıcı, ihtiyacın üzerinde vererek destekleyici ve ihtiyacı kadar vererek yansız likidite yönetimi stratejisi uygulayabilmektedir. Faizlerin farklılaşması TCMB'nin fonlama kompozisyonu stratejisini uygulamasına olanak sağlamaktadır. Normal şartlar altında TCMB'nin piyasadaki likidite talebinin tamamının politika faiz oranı olan haftalık repo üzerinden yapılması beklenmektedir. Böylece kısa vadeli faiz oranlarının da politika faiz oranlarına yakın seyirler izlemesini sağlamış olacaktır. Ancak TCMB bazı dönemlerde bilinçli olarak resmi ve fiili faiz oranlarını farklılaştırarak politika duruşunu değiştirebilmektedir. Sıkılaştırıcı likidite yönetimi stratejisinde TCMB bankaların likidite ihtiyacını haftalık repo ihaleleri ile

karşılamayarak, onları hazır imkanlardan faydalanmalarına zorlayabilmektedir. Bu yolla bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin maliyetini arttırmaktadır. TCMB likidite talebinin bir kısmını haftalık repo fonlaması bir kısmını da marjinal fonlama üzerinden yaparsa, fiili faiz oranları resmi faiz oranı olan repo faiz oranından daha yüksek seviyeye çıkacaktır. Bu da TCMB'nin resmi faizler üzerinde hiçbir değişiklik yapmadan politik duruşunu değiştirebilme şansını sağlamış olacaktır.

Küresel kriz sonrası dönemi değerlendirecek olursak, TCMB'nin fiyat istikrarının yanında finansal piyasaların istikrarını sağlamaya çalıştığını görmekteyiz. Bu dönem aralığında, ülkeye kısa vadeli sermaye girişleri artmış, yerli para değer kazanmış ve bunun sonucunda cari açık artmaya başlamıştır. Ayrıca, cari açığın finansmanı uzun vadeli kaynaklardan ziyade, kısa vadeli kaynaklarla sağlanmıştır. Böyle bir durum karşısında, TCMB ekonominin genel sağlığı için muhim olan finansal istikrarı sağlamak için yeni politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. 2009 yılında cari açığın milli hasılaya oranı %1.78 iken, 2011 yılında %8.87'ye tırmanmıştır. Yeni karma stratejinin uygulanmaya başlamasıyla, cari açığın milli gelire oranı %3.8'e düşmüştür. TCMB'nin küresel kriz sonrası finansal istikrar amacını sağlamada başarılı olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 2: Küresel Kriz Sonrası Önemli Göstergeler

Sene	Enflasyon Hedefi	Gerçekleşen Enflasyon	Büyüme Oranı*	Kamu Net Borç Stoku /GSYİH	Cari Açık /GSYİH
2009	%7.5	%6.5	%-4.7	%30.9	%1.76
2010	%6.5	%6.4	%8.5	%27.3	%5.78
2011	%5.5	%10.4	%11.1	%20.8	%8.87
2012	%5	%6.2	%4.8	%15.3	%5.49
2013	%5	%7.4	%8.5	%10.9	%6.7
2014	%5	%8.2	%5.2	%9.1	%4.7
2015	%5	%8.8	%6.1	%6.9	%3.7
2016	%5	%8.5	%3.2	%8.4	%3.8

Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine Müsteşarlığı, World Bank

*GSYİH alıcı fiyatlarıyla, zincirlenmiş hacim.

Ancak, TCMB aynı başarıyı fiyat istikrarını sağlama da başaramamıştır. TCMB, enlasyon hedefini 2009 yılı için %7.5, 2010 yılı için %6.5, 2011 yılı için %5.5 ve geri kalan yıllar için %5 olarak belirtmiştir. Merkez Bankası, 2009 ile 2010 yıllarında enflasyon hedefini başarıyla tuttururken, geri kalan senelerde hedefi tutturamamıştır. Ayrıca, bu dönemde de mali baskınlığa karşı olan mücadele kolaylıkla görülebilmektedir. Kamu borcunun yurtiçi gelire olan oranı, 2006 yılı sonunda %8.4'e inmiştir.

TCMB'nin yeni karma stratejisinin etkinliği, bu çalışmanın üçüncü bölümünde daha detaylı olarak incelenecektir. Bu doğrultuda, uygun ekonometrik model kurulacaktır. Ara hedeflerin nihai hedef üzerindeki etkileri ile para politikası araçlarının ara hedefler üzerindeki etkileri incelenecektir. Böylece, daha uygun bir değerlendirme yapılmış olacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ENSTRÜMANI OLARAK PARASAL BÜYÜKLÜKLER

2.1.PARA ARZININ İÇSELLİĞİ-DİŞSALLIĞI TARTIŞMALARI: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE

Bölüme Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın para tanımlarıyla başlayalım. M1 nakit ve vadesiz mevduat toplamından oluşur. M2 ise dar para tanımı olan M1'e vadeli mevduatın eklenmesi ile elde edilir. Normalden farklı olarak TCMB, M2Y adını verdiği farklı bir para tanımı hesaplamaktadır. Söz konusu para tanımı, M2'ye döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle bulunmaktadır. M2Y para tanımı, uzunca bir süre boyunca gerçekleşmiş olan yüksek enflasyon oranlarının bir sonucu olarak oluşan dolarizasyon süreci nedeniyle para tanımları arasında yer bulmuştur. M3, geniş para tanımı M2'ye resmi mevduat ve merkez bankasındaki diğer mevduatın eklenmesiyle elde edilmektedir. Ayrıca, M3'e döviz tevdiat hesapları eklenerek M3Y para tanımı da yapılmaktadır. M3Y para tanımı da dolarizasyon veya para ikamesi sonucu para tanımı olarak literatürde yerini almıştır. Parasal taban ise, ekonomideki dolaşımdaki para ile bankaların merkez bankasındaki zorunlu rezervlerinin toplamından meydana gelmektedir.

Para stoku, enflasyon olgusunun açıklanmasında uzun bir zamandır önemli bir yere sahip olduğundan; para arzının kontrolü iktisat literatüründe büyük bir önem arz etmektedir. Bu konuda deneysel ve kuramsal çalışmalar yoğun bir şekilde devam etmektedir ve gözüken odur ki etmeye de devam edecektir. Para stoku ve parasal taban arasındaki ilişkilerin üzerine yapılan araştırmalar, para stokunun ana belirleyicisinin, parasal tabandaki değişiklikler olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun yanı sıra para otoritesinin para stoku miktarını bağımsız bir biçimde belirlemesi, para tabanının

yanında parasal taban çarpanının da belirlenmesini şart koşmaktadır (Parasız, 2005: 340).

Para otoritelerinin, para politikasının ulusal ekonomi üzerindeki etkileri ve zamanlaması konusundaki tahmin ve değerlendirmelerinin kesin olmaları gerekmektedir. Bu sebepten ötürü para politikasının ekonomiyi hangi kanallarla etkilediği büyük önem arz eder. İki tür temel ampirik bulgu elde edilmiştir: Yapısal model bulgusu ve indirgenmiş biçim bulgusu. Yapısal model bulgusu, iki değişkenin birbirlerini hangi kanallarla etkilediğini ortaya koyan, iki değişkenin arasındaki ilişkiyi inceler. Bir örnekle yapısal model bulgusunu somutlaştıralım. Keynes'in analizinde, para arzındaki bir değişme en başta faiz oranlarını değiştirecek, bunun akabinde faize duyarlı yatırım harcamaları değişecek ve toplam üretim miktarı da bu değişimden etkilenecektir.

$$\Delta MS \rightarrow \Delta R \rightarrow \Delta I \rightarrow \Delta Y$$

İndirgenmiş model bulgusu ise, doğrudan iki değişken arasında ilişki olup olmadığını incelemektedir. Örnekleme gerekirse, miktar teorisinde para arzının toplam harcamaları etkilediğini söylemekle beraber hangi yollarla harcama miktarını değiştirdiğinden bahsedilmez. Bunun yerine para arzı ile toplam harcamanın arasında mevcut olan korelasyon katsayısını inceler. Burada atlanmaması gereken detay, yüksek korelasyonun beraberinde nedenselliği getirmeyebileceğidir, yani yüksek korelasyon bu hususu incelerken yanıltıcı olabilir. İndirgenmiş biçim bulgusu üçe ayrılır: zamanlama bulgusu, istatistiksel bulgu ve tarihsel bulgu. Zamanlama bulgusu, bir değişkendeki hareketin diğer değişkendeki hareketten önce gerçekleşip gerçekleşmediğine bakar. Bu yaklaşım, iki olayın söz konusu olduğu durumda, eğer bir olay söz konusu ikinci olaydan önce gerçekleşirse, birinci olay ikincisinin nedenidir ilkesine dayanır. Çok önemlidir ki bahsettiğimiz ilke, birinci olayın dışsal olduğu durumda geçerlidir. Örneğin para arzı dışsal kabul ediliyorsa yani tamamen para otoritesi tarafından belirlendiği varsayılıyorsa (piyasanın para arzı üzerinde bir etkisi olmadığı kabul ediliyorsa) ve para arzındaki (MS) bir artışın toplam üretimi arttırdığı gözleniyorsa, bu durumda, para

arzındaki değişiklikler toplam üretimdeki değişkenliklerin nedenidir. Burada atlanmaması gereken bir diğer önemli detay para arzı artışının toplam üretim artışından önce yapılmış olmasıdır. İstatistiksel bulgu, bir değişkendeki değişkenliklerin diğer değişkendeki değişkenlikler ile korelasyonuna ilişkin istatistiksel testler gerçekleştirir. Tarihsel bulgu ise, belirli bir dönemde bir değişkendeki hareketin başka değişkendeki değişkenliğin nedeni olup olmadığını inceler.

Her yaklaşımın avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Genelleme yapmak gerekirse, modelin doğru yapısı bilindiği takdirde, yapısal model yaklaşımının indirgenmiş model yaklaşımından daha iyi olduğu kanısı kabul görmektedir (Mishkin, 2006: 583-596).

2.1.1. Para Arzının Dışsallığı: Monetaristler

Monetarist iktisatçılara göre kurala bağlı parasal hedefleme stratejisi mutlaka benimsenmesi gereken bir uygulamadır. Bununla beraber, monetaristlere göre parasal hedefleme uygulamasında optimal olan politika enstrümanı da parasal tabandır. Görüşlerini savunma aşamasında ise iki basit argüman ortaya koymuşlardır. İlk argümanlarına göre tüm konjonktürel dalgalanmalar parasal büyüme oranındaki istikrarsızlıkla ilişkilidir. ABD tarihindeki konjonktürel dalgalanmalar incelendiğinde görülen şudur: Üretimde gerçekleşen düşüşten önce para arzı kısılmıştır (Friedman ve Schwartz, 1975: 32-64). “Post hoc ergo propter hoc” prensibine göre eğer iki olay varsa ve olaylardan bir tanesi bir diğerinden önce gerçekleşiyorsa, bu durumda önce gerçekleşen olay sonra gerçekleşen olayın nedenidir.

Monetarist yaklaşımda para arzı ve para talebi birbirlerinden bağımsız iki olgudur. Yani para arzı ve para talebinin belirleyicileri farklı farklıdır. Piyasalar para talebinde bulunurken para otoritesi para arzını belirler. Monetarist görüşe göre para talebi istikrarlıdır. Bunu yok sayan yöneticiler parasal istikrarsızlığın baş aktörleridirler. Monetaristlerin önemli bir sözü vardır: “Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir

olgudur.” Bu şu anlama gelmektedir; enflasyon, para arzının, gerektirdiğinden fazla arttırıldığı durumda olur. Bu görüşe göre piyasalar tarafından yapılan para talebi istikrarlı olduğundan, piyasalar parasal istikrarsızlığın sebebi olamazlar. İstikrar yönetimler tarafından bozulmadığı sürece para talebi beklenen şekilde yani istikrarlı hareket edecektir (Paya, 2013: 118).

İkinci argümana göre ise, para arzının tamamen dışsal olmak üzere merkez bankalarınca kontrol edilmesidir. Philip Cagan’ın parasal taban çarpanı modeline göre nedensellik ilişkisi yn parasal tabandan para arzına doğru gerçekleşmektedir. Bunun devamında para arzından da fiyatlar genel düzeyine doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Yani para arzındaki bir artış doğrudan enflasyona yol açmaktadır. Parasal arpan modelinde, para arzı parasal taban tarafından belirlenir, sonuç olarak para arzı dışsal bir niteliğe sahiptir. Buna göre para arzı bağımlı değişken ve parasal taban bağımsız değişken olmak üzere nedensellik ilişkisi parasal tabandan para arzına ynnedir. Yani parasal taban genişlemesi para arzını da arttıracaktır. Bu sebeplerden ötürü merkez bankaları politika enstrümanı olarak faiz oranları yerine parasal tabanı tercih etmelidir (Friedman, 1959; Friedman, 1968; Friedman ve Schwartz, 1963; McCallum; 1988).

Para arzının tam dışsal olması ise belli şartlara bağlıdır. Parasal tabanla para arzı arasındaki ilişki merkez bankasının, bankaların ve halkın davranışlarına bağlıdır. Merkez bankası parasal tabanı ve zorunlu karşılık oranını kontrol eder; halkın davranışı nakit/mevduat oranını belirler, bankalar ise para arzı sürecine serbest rezervler yoluyla ve halkın ödeme alışkanlıklarını değiştirebilecek finansal yeniliklerle katılırlar. Para otoritesi zorunlu karşılıklar/mevduat, serbest rezervler/mevduat ve nakit/mevduat oranını tahmin edebiliyorsa para arzı merkez bankasınca dışsal olarak belirlenebilecektir (Aslan, 2008: 267-269). Bu doğrultuda, yani para otoritesinin parasal tabanı kontrol etmek için tercih edebileceği dört politika aracı vardır. Söz konusu araçlar sırasıyla açık piyasa işlemleri, reeskont oranı, zorunlu karşılık oranı ve yabancı para işlemleridir.

Açık piyasa işlemleri veya kısaca APİ, merkez bankasının en önemli politika araçlarından biridir. Yine parasal taban üzerinde değişiklik yapmak için, hazine bono ve tahvilleri satın alma veya satma uygulamasıdır. Bu uygulamaya özel sektör tahvil ve bonoları dahil edilmemektedir. Bunun sebebi para politikası araçlarının kişisel menfaatler için kullanılmasının önüne geçmektir. Para otoritesi söz konusu tahvilleri satın aldığı anda piyasayı fonlamış olacak ve bunun sonucunda parasal taban büyüyecektir. Satın aldığı tahviller ise finansal varlıklarını arttıracaktır. Tam tersi durumda yani para otoritesi tahvil sattığındaysa piyasadan bunun karşılığında fon çekecek yani parasal taban daralacaktır, finansal aktifleri azalacaktır (Sachs & Larrain, 1993: 256-257).

Reeskont oranı ise merkez bankasının bankacılık kesimini reeskont kredileri ile fonlarken uyguladığı faiz oranıdır. Bankalar açısından ele alındığında bu araç, rezervlerini istenilen şekilde ayarlamak ve karlı kredi fırsatları meydana çıktığında el altında fon tutmak amacıyla kullanılır. Örnekleme gerekirse, özel sektörden bir şirket elindeki ticari senedini bir ticari bankaya giderek iskonto ettirir. Ticari banka elindeki senedi merkez bankasına götürerek söz konusu senedi tekrar iskonto ettirir (Sachs & Larrain, 1993: 264).

Zorunlu karşılık oranı aracı ise para otoritesinin başka bir politika aracıdır. Zorunlu karşılık oranının arttırılması bankaların elinde kredi vermek için daha az rezerv kalması anlamına gelmektedir. Bilindiği gibi zorunlu karşılık oranı, mevduat kabul eden bankaların, yatırılan mevduatın yüzde kaçının merkez bankasına yatırılması gerektiğini belirleyen orandır. Zorunlu karşılık oranının arttırılması durumunda para arzı daraltılmış; düşürülmesi durumunda ise para arzı genişletilmiş olacaktır.

Son politika aracı olan yabancı para alım satımına da değinecek olursak, yabancı para alım satım işlemi sabit döviz kuru rejiminde önceden taahhüt edilmiş olan döviz kuru hedefini tutturmak için yapılmaktadır. Esnek döviz kuru rejiminde ise para otoritesi döviz kurundaki dalgalanmalara müdahalede bulunmaz. Ancak kirli dalgalı kur rejimi (veya dirty floating) benimsenmişse, merkez bankası döviz kuru dalgalanmalarına ufak

çapta müdahalelerde bulunabilir. Müdahaleli esnek döviz kuru rejiminde döviz piyasasına girip döviz alımı veya satışı yapan merkez bankası, söz konusu faaliyeti sonucu ortaya çıkabilecek ekonomik etkileri bertaraf etmek için sterilizasyona başvurur. Örneğin para otoritesi meydana gelmiş olan bir döviz kuru dalgalanmasını döviz piyasasından döviz satın alarak bertaraf ediyorsa, bu durumda piyasaya ulusal para satmış olacaktır. Bu parasal tabanın genişlemesine yol açacak, para otoritesi açık piyasa işlemleriyle tahvil satıp ulusal parayı çekecektir ve parasal tabandaki genişlemeyi telafi edecektir. Bu durumda para otoritesinin döviz piyasasına girip alım satım yapmasıyla parasal taban değişmiş olacaktır (Dornbusch & Fischer, 1987: 379).

Monetarist görüşe karşı çıkan iktisatçılar ise yüksek korelasyonun her zaman nedensellik ilişkisi doğurmayacağını, hatta ters nedensellik ilişkisiyle bile karşılaşılabileceğini ifade etmişlerdir. Ayrıca nedensellik ilişkisinin toplam üretimden para arzına doğru olabileceğini de eklemişlerdir. Bir başka eleştiri ise monetaristlerin zamanlama üzerine vardıkları hükmün yanlış olmasıdır. “Post hoc, ergo propter hoc” yani “bundan sonra, öyleyse bu yüzden” bakış açısı ancak ve ancak ilk olay dışsalsa geçerli olacaktır. Ayrıca monetaristlerin parasal taban çarpan modelinde belirtilen, parasal büyüklüklerin dışsal olarak belirlendiği görüşüne de karşı çıkmışlardır. Öte yandan para arzı piyasalarda içsel olarak da belirlenmektedir. Bu durum banka kredileri, finansal yenilikler ve kamu bütçe açıklarının finansmanı ile gerçekleşmektedir (Tobin, 1970; Moore, 1983; Lavoie, 1984).

Monetaristlerin savunduğu nedensellik ilişkisi aşağıdaki gibi gösterilebilir:

Δ Parasal Taban $\rightarrow$ Δ Para Arzı $\rightarrow$ Δ Fiyatlar Genel Düzeyi

2.1.2. Para Arzının İçselliği

Para arzının dışsallığı iktisatçılar için önemli bir konu olmuştur. Eğer para arzı tamamen dışsal değilse, yalnızca para otoritesi tarafından belirlenmiyorsa, diğer

belirleyicileri nelerdir. Burada içsel para arzı teorisine değineceğiz. İçsel para arzı teorisi, para arzının ekonominin para ve kredi ihtiyacı tarafından belirlendiğini öne sürer. Bu teori Post Keynesyen iktisatçılar tarafından ileri sürülmüştür. Bu teoriye göre para arzı artışı, piyasalardan gelen taleplerle belirlenmektedir. Örneğin talep cephesi kredi talebini yani para talebini arttırırsa, para arzı da bu yönde hareket edecek ve artacaktır. Burada önemli olan nokta şudur: piyasaların para talebi değişkenlik gösterdiğinde, söz konusu iktisadi ajanların talepleri banka kesiminden onay görecektir. Kullanılan kredi miktarı arttıkça da bu kredilerin bir kısmı mevduata dönüştüğünden para arzı bu durumdan şüphesiz etkilenecektir. Para otoritesi artan para talebi durumunda finansal istikrar hedefini de güttüğünden, banka kesiminin ihtiyaç duyduğu fon miktarını sağlayacaktır. Bu durumda para arzı içsel olarak gerçekleşecektir. Merkez bankası finansal piyasanın para talebine karşılık verecek ve para arzını da arttıracaktır (Aslan, 2008; 273). Ayrıca, finansal ödeme yenilikleri, fon maliyetlerinin azalması ve uluslararası parasal hareketler gibi kredi sisteminin modern olarak kabul edilebileceği bir ekonomide Post-Keynesyen iktisatçılar, paranın dışsallığının söz konusu olmadığını savunmaktadırlar (Cin, 2012; 68).

Post-Keynesyenler üretim ve yatırım aşamalarında talep edilen kredilerin ya da yeni girişimler sürecinde meydana gelen borçlanma ihtiyacının, bu tartışmada yani parasal genişlemede ana etken olduğuna inanmaktadırlar. Firmaların üretim yapabilmeleri için borca yani krediye ihtiyaçları vardır. Söz konusu fon ihtiyacı ya yeni bir kredi anlaşmasını ya da eski bir kredi anlaşmasının yenilenmesini gerektirmektedir. Parasal genişleme bu yönden bakıldığında üretime bağımlıdır (Lavoie, 1984: 791).

Bu konuda yani para arzının içsel olup olmadığı konusunda Kaldor, merkez bankası üzerinde durarak paranın içselliği tartışmasına katılmıştır. Son kredi mercii olan merkez bankasının güvenilir ve kabul edilebilir ticari senetleri kabul etmeyip geri çevirmesinin mümkün olamayacağını, şayet geri çevirdiği durumda, son borç veren unsur olarak varoluş amacına ters düşeceğini ve finansal sistemde çok önemli bir yeri olan güvenilirliğini tüketeceğini belirtmiştir. Duruma bu açıdan bakıldığında para arzı

içsel olmakta, yani piyasada yer alan ekonomik ajanların nakit olarak ellerinde tutmak istedikleri para miktarı ile banka mevduatlarına göre değişmektedir. Özet olarak para arzı, dışsaldan ziyade içsel olarak değişmektedir (Kaldor, 1982:51).

Bunlara ek olarak para arzının içselliği hususunda mutlaka üstünde durulması gereken konu Parasal Dolaşım Kuramıdır. Bu kurama göre; kredi banka tarafından geri ödeme sözüne dayanılarak yaratılan ve gerçekte değeri olmayan sembolik bir varlıktır. Genel görüşün aksine mevduatlardan krediler yönünde değil; kredilerden mevduatlara doğru bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Paranın, talep cephesi tarafından belirlenmekte olan bir içselliği vardır. Bu görüşe göre bankacılık sistemi sonsuz para yaratma erkine sahiptir. Para arzını içsel hale getiren para talebi ikiye ayrılır: İlki Keynes'in finans güdüsü olarak adlandırdığı, üretim sürecini finanse etmek için olan para talebidir. Diğeri ise, para talebinin nedenleri olan işlem-ihtiyat-spekülasyon güdüleriyle yapılan para talebidir. Bir girişimci şüphesiz ilkiyle, yani finans güdüsüyle yapılan para talebiyle anılacaktır. Söz konusu bakış açısı, paranın miktar teorisini boşa çıkardığı gibi paranın yansız ve dışsal olduğu şeklindeki teoriye de karşıdır (Cin, 2012: 78).

Parasal Dolaşım aşağıdaki aşamaları izlemektedir:

- 1- Banka kesimi, şirketlerin talep ettiği fonların tamamını veya bir kısmını temin ederek dolaşım sürecini başlatırlar.
- 2- Firmalar üretimde kullanmak üzere girdi (işgücü, hammadde, sermaye) satın alır ve ücret ödemelerinde bulunur. Bunun sonucunda para üretim faktörlerini temin edenlere geçer. Örneğin paranın bir kısmı işçilere ücret olarak aktarılır.
- 3- Emek hizmeti satın alındığında firmalar üretim sürecini devam ettirir. Firmalar homojen mal üretirler.
- 4- Firmalar üretim sürecinin sonunda nihai malı veya hizmeti piyasaya arz ederler. Malın fiyatı mark up fiyatlandırma ilkesine göre belirlenir. Bilindiği üzere tam rekabet piyasalarında bir malın fiyatı marjinal maliyete eşit olur. Ancak söz konusu piyasa bir tam rekabet piyasası değilse yani bir eksik

rekabet piyasası söz konusu ise burada mark up fiyatlandırma söz konusu olacaktır. Buna marjinal maliyetin üstüne belli bir oranda firmanın inisiyatifine kalmış olan kar payıdır diyebiliriz. Söz konusu firmanın piyasa derinliği ne kadar büyükse, mark up oranının da o denli büyük olması beklenecektir. İşçilerin marjinal tüketim eğilimi (yani elde ettikleri gelirin ne kadarının tüketime harcadığı) bire eşit ise işgücüne yapılan toplam ücret ödemeleri geri dönecektir ve mark up'ı da içeren mal sahipliği devam edecektir. Ancak marjinal tüketim eğiliminin bir değerini alması pratikte pek mümkün olmadığından ve eğer ki bir değerinden küçükse, işçiler ya nakit şeklinde ekonomi dışında atıl fon tutuyor olacak ya da hisse senedi, tahvil gibi finansal varlıklar satın alarak tasarruflarını değerlendireceklerdir. Çok zor olmakla beraber eğer tüm tasarruflar finansal piyasalardan hisse senedi alımına yönlendiriliyorsa, bu durumda da toplam ücret ödemeleri geri dönecek varsayımında bulunabiliriz.

- 5- Mallar, hizmetler ve hisse senetleri satıldığında firmalar bankalara ödemelerini yaparlar ve parasal dolaşım süreci böylece sona erer (Cin, 2012: 78).

Post-Keynesyenlerin para arzının içselliği konusunda değindikleri hususlar şöyle özetlenebilir. Post-Keynesyenler kredi çarpanını, parasal tabandan para stokuna dışsal bir nedensellik atfettikleri durumdan farklı olarak düşünmektedirler. Nedensellik kredi ihtiyacından banka mevduatlarına ve banka rezervlerinin yükseltilmesi yönünde olmaktadır. Para otoriteleri, ticari bankaların ihtiyaçlarına göre hareket ederler. Merkez bankaları para stokunu kontrol etmek istese bile bunu ancak faiz oranı hedefi ile yapabilirler. Bu faiz oranı hedefi finansal piyasaları rahatsız etme maliyetiyle son bulacaktır. Dolayısıyla para arzına dayalı bir para politikası fayda sağlamayan ya da istikrar getirmeyen politikalar olarak kalacaktır.

2.1.2.1. Uyumcu Post-Keynesyenler

Monetaristlerin dışsal para arzı görüşüne karşı gelen ilk iktisat okulu uyumcu Post-Keynesyen ekolüdür. Uyumcu Post-Keynesyenler para arzının kredi taleplerine göre belirlendiğini öne sürmüşlerdir. Onlara göre para arzı içsel bir nitelik taşımaktadır.

Önde gelen iki iktisatçı olan Moore (1979, 1983, 1988 ve 1989) ve Lavoie (1984 ve 1985) ise bu süreci şöyle açıklamışlardır: Ekonomik aktörler üretim ve yatırım süreçlerinde kredi talebinde bulunmaktadırlar. Firmalar üretime devam edebilmek için üretim sürecinin başında ve ortasında harcamalar yaparlar. Ancak kazanç üretim sürecinin sonunda, mal ve hizmetlerin satışından sonra elde edilir. Bu noktada krediler, maliyet artışlarını karşılayacak olan tampon stok görevini üstlenirler. Kredi talepleri, ticari bankalarca genellikle kabul edilirler. Ticari bankalarca kabul edilen söz konusu kredi talepleri, yeni mevduatların ortaya çıkmasına yol açarak para arzını artırırlar. Buna ek olarak, merkez bankası son kredi mercii görevini üstlendiğinden, ticari bankaların rezerv ihtiyaçlarını reeskont penceresi kanalından karşılamaktadır. Bu şekilde, kredi talepleri para arzının ve parasal tabanın belirleyicisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Burada nedensellik ilişkisi, para arzından toplam üretime doğru olmak yerine toplam üretimden para arzına doğrudur. Bunun sonucu olarak merkez bankası para arzı ve parasal tabanın belirleyicisi olmaktan çıkmaktadır. Para otoritesi para arzı yerine faiz oranlarını belirleme gücüne sahiptir. Bu yaklaşımın bir diğer adı onaylacıyı içsellik anlayışıdır.

Uyumcu içsellik yaklaşımı, bankaların ve diğer mali araçların rezervlerinin yetersiz olduğu durumlarda para otoritelerinin, fiyat istikrarıyla birlikte gözettileri finansal istikrar hedefleri doğrultusunda, yani finans sektörünün istikrarı adına fon taleplerini zorunlu olarak karşılayacaklarını iddia eder. Bunun aksi bir tutum, finansal sistemin yani genel ekonominin istikrarını tehlikeye sokacaktır. Bununla beraber, araç bağımsızlığına sahip olan para otoriteleri, rezerv ihtiyaçlarını karşılamada uygun gördükleri politika araçlarını kendileri tercih ederler. Bu tercih iki seçenektir. Birincisi, açık piyasa işlemleri yoluyla rezervlerin arttırılması veya bankaların reeskont

penceresi yoluyla borçlanmalarıdır. Merkez bankaları reeskont kredileri yoluyla kredi taleplerini karşılamak yükümlülüğüne sahip olduklarından, bankalar rezerv bulmak konusunda herhangi bir kısıtlamaya tabi tutulamayacaklardır.

Uyumcu içsellik yaklaşımında, bankaların, repütasyonlarının iyi düzeyde oldukları durum süresince istedikleri zaman ek rezervlere ulaşabilmeleri konuyu şu noktaya götürür: Piyasa döneminde, para arzı fonksiyonu, merkez bankasının rezerv arz fiyatını yansıtan reeskont oranı seviyesinden yatay olarak çizilir. Kısa dönem faiz oranı dışsal bir politika aracıdır. Buna göre para otoriteleri rezerv miktarını belirleyemezler, yalnızca rezerv arz fiyatını belirleyebilirler (Moore, 1988: 372-385).

Uyumcu Post-Keynesyenlerin savunduğu nedensellik ilişkisi aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$\Delta \text{Kredi Talebi} \rightarrow \Delta \text{Para Arzı} \rightarrow \Delta \text{Parasal Taban (Merkez Bankası)}$$

2.1.2.2. Yapısalcı Post-Keynesyenler

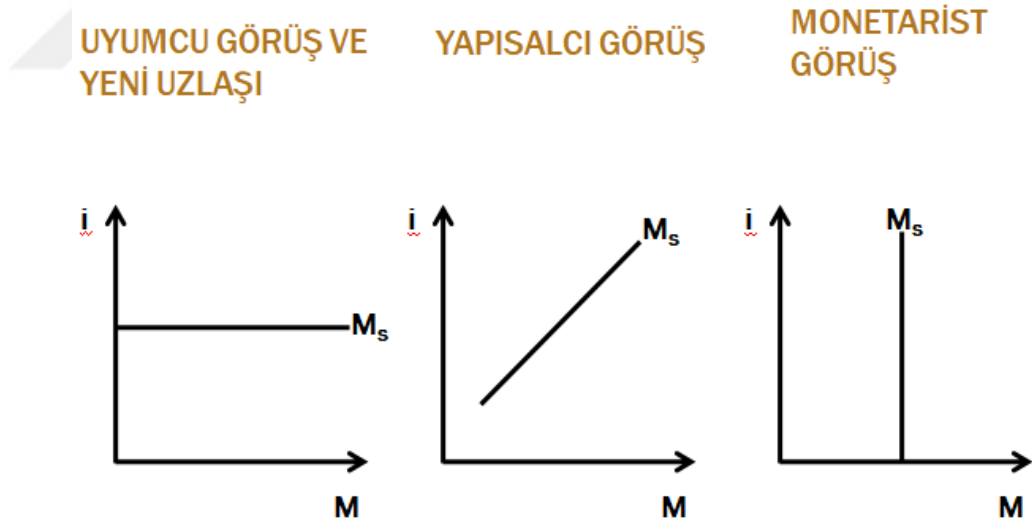
Post-Keynesyen iktisatçıların bir kısmı onaylacıyı içsellik yaklaşımına katılmayıp, yapısal içsellik modelini ortaya atmışlardır. Minsky ve takipçilerine göre para otoritesi, ticari bankaların rezerv ihtiyaçlarını zaman zaman karşılamayabilir. Buna rağmen, ticari bankalar rezerv ihtiyaçlarını finansal yenilikler ve yenilikçi borç yönetimi yöntemleriyle karşılayabilirler. Bu durumda, para arzı hem parasal taban hem de kredi talepleri tarafından belirlenecektir.

Yapısal içsellik yaklaşımında, onaylayıcı içsellik yaklaşımındaki reeskont penceresi aracıyla sınırsız fon elde etme imkanı ortadan kalkmaktadır. Açık piyasa işlemleriyle beraber merkez bankaları rezerv varlığını önemli ölçüde kısıtlayabilmektedir. Buna göre reeskont penceresi, açık piyasa işlemlerinin alternatifi olamayacaktır. Ancak para otoriteleri rezervleri kısıtladıklarında dahi bu uygulama banka sektörünün ilave rezerv bulmasının önüne geçemeyecektir. Liberalleşme ile

birlikte ABD'deki federal fon piyasaları, Eurodolar piyasaları ve mevduat sertifikaları piyasalarından söz konusu ilave rezervler temin edilebilecektir.

Yapısal içsellik yaklaşımı uyumcu içsellik anlayışının tam zıddı bir şekilde pozitif eğimli bir para (kredi) arzı fonksiyonunu ortaya koymaktadır. Para otoriteleri banka rezervlerinde miktar kısıtlamasına gidebilirler. Bu sınırlama ise yukarıda saydığımız piyasalardan fon temin etmeyle dengelenecektir. Özetle banka rezervleri dışsal olarak ancak bir noktaya kadar kontrol altına alınabilecektir. Para arzı içsel olarak kalacaktır. Bu nedenle, para arz eğrisi kısa dönemde pozitif eğimlidir (Pollin, 1991: 367-377).

Şekil 2: Post-Keynesyenlere ve Monetaristlere Göre Para Arzı



Aşağıda yapısal içsellik anlayışının nedensellik ilişkisi gösterilmiştir:

Δ Kredi Talebi ve Δ Parasal Taban $\rightarrow$ Δ Para Arzı $\rightarrow$ Δ Parasal Taban (Finansal Yenilikler)

2.1.2.3. Külçecilik ve Anti-Külçecilik Okulu

Bu iki ekol adlarını, İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) banknotlarının altın konvertibilitesinin ortadan kaldırıldığı dönemdeki tartışma konularından almışlardır. 18. yüzyıldaki İngiltere ve Fransa arasında geçen savaşların finansmanı için İngiltere Merkez Bankası altın ve kağıt banknotlar arasındaki konvertibilitiyi kaldırmıştır. Bu politika sonrası döviz kuru değerlenmiş ve fiyatlar genel düzeyi hızla artmaya başlamıştır. Söz konusu iki ekolden para otoritesini destekleyenler Anti-Külçeciler, desteklemeyenler ise Külçecilerdir (Işık, 2004: 39).

Külçecilerin dayanak noktaları, savaş süresince gerçekleşen yüksek enflasyon oranları ve döviz kurunun değerlenmesidir. Külçeciler kendi içlerinde koyu ve ılımlı olmak üzere ikiye ayrılmışlardır. Koyu külçecilere göre yüksek enflasyon oranları ve yerli paranın değer kaybının sebebi, para otoritesinin aşırı banknot ihracıdır. İlimlilere göre ise aşırı banknot ihracı ile birlikte reel şoklar da yerli paranın değer kaybının sebebidir. Ayrıca aşırı banknot ihracı ancak uzun vadede bu tür sonuçlara yol açmaktadır. Bu sebeple para otoritesi ancak uzun dönemde yüksek enflasyonun ve döviz kurundaki hareketlerin sorumlusudur.

Anti külçeciler ise ekonomik dalgalanmaları parasal şoklardan ziyade reel şoklarla ilişkilendirmektedirler. Yerli paranın değer kaybının ve yüksek enflasyonun sebebi savaş için yapılan ödemeler ile ürün kıtlığıdır. Bankacılık sistemi kredi taleplerini karşıladığı sürece para arzı içseldir. Dolayısıyla aşırı banknot ihracı hiçbir zaman enflasyona neden olmayacaktır (Işık, 2004: 42).

2.1.2.4. Nakit ve Bankacılık Okulu

İngiltere Merkez Bankası 1821 yılında altın konvertibilitesini geri getirmiştir. Ancak bazı iktisatçılar, ödemelerin ve konvertibilitenin yeniden askıya alınmasından şüphe etmişlerdir. Nakit Okulu-Bankacılık Okulu tartışması ise altın rezervlerinin

korunması ve konvertibilitenin sürekliliğinin sağlanması için aşırı banknot ihracının önlenmesi üzerinedir. Nakit Okulu para arzını dışsal olarak ele alırken, Bankacılık Okulu para arzının içsel olduğunu iddia etmektedir (Işık, 2004: 44).

Nakit Okulu'na göre konvertibilitenin sağlanması, aşırı banknot ihracını önlemekle mümkün olmaktadır. Dolayısıyla para ihracı ancak yüzde yüz oranında altın karşılığı mevcutsa yapılabilecektir. Nakit Okulu'nun baskıları sonucu 1844 yılında bankacılık sistemine yeni kurallar getirilmiştir.

Bankacılık Okulu ise sıkı kurallara bağlı düzenlemelere karşı çıkmıştır. Reflux Yasası'na göre (Geri Dönüş Yasası), aşırı banknot ihracı önlenemez ve gerçekleştiğinde dahi söz konusu aşırı banknotlar yeniden sisteme herhangi bir probleme mahal vermeden dönüş yapacaktır. Kısacası dolaşımdaki para miktarı banknot ihracı tarafından değil, ticari faaliyetler tarafından belirlenmektedir (Langus ve Lipatov, 2001: 8).

2.1.2.5. Radcliffe Raporu

Radcliffe raporu 1959 yılında İngiltere'de parasal sistemin gidişatını konu alan bir rapordur. Burada tartışılan konu İkinci Dünya Savaşı'nı takip eden dönemde piyasalardaki likidite bolluğunun toplam harcamaları aşırı arttırma ihtimali ve bunun gerçekleşmesi durumunda para politikasının bu akımı durdurma gücüne sahip olmasının sorgulanmasıydı.

1950'li yıllarda hükümet, harcamaların aşırı artması sonucu meydana gelebilecek yüksek enflasyon oranlarını tehlikeli olarak değerlendirdiğinden ilk olarak bankalardan piyasaya verdikleri kredi miktarını kısımlarını istemiştir ve nominal faiz oranlarını yukarı çekmiştir (Ross, 1992: 199-200). Bunu izleyen süreçte söz konusu tedbirlerin harcamaları kısımadığı görülmüştür. Para arzı daraldığında paranın dolanım hızı artmakta ve harcamaların artışının önüne geçilememekteydi.

Buradaki önemli olan nokta, faiz oranlarının yükseltilmesinin harcamaların kısılmasına yol açmamasıydı. Burada ekonominin genel likiditesinin ölçülmesi gerektiğini öne sürmüşlerdir. Talep ekonominin genel likidite düzeyine, genel likidite düzeyi ise özel sektörün elindeki finansal varlıkların piyasa fiyatları tarafından belirlenmekteydi. Böyle bir durumda ilave finansal varlıkların ihracı toplam talebi de arttırıcı bir etki yaratacaktır (Jasay, 1960: 170-171).

Bu rapor para arzının kısılmasının harcamaları kısmada neden başarılı olmadığını gözler önüne sermiştir. Önemli olan bankalardan kredi verme koşullarının ağırlaştırılması veya para arzını kısmak değil; genel likidite koşullarıdır.

2.1.2.6. Kurumsal İktisatçılar

Para talebinin içselliğini savunan bir başka ekol ise kurumsalcılardır. Bu ekole göre para arzının içselliği ve dışsallığı, söz konusu ekonominin parasal ve finansal sisteminin gelişmişliğine göre değişkenlik göstermektedir. İlk aşamada, ekonomi mal para rejimini veya sıkı bir altın karşılığı parasal sistemi benimsemiş olsun. Bu tarz bir yapıda para arzı dışsal gerçekleşecektir.

İkinci aşamada ise, küçük ve organize olmamış bankalar ortaya çıkmakta ve söz konusu bankaların rezervleri üzerinde herhangi bir yasal kural olmamış olduğunu varsayalım. Bu durumda ise para arzı içseldir. Üçüncü aşamada ise, merkez bankası rezervler üzerinde yasal zorunluluklar (zorunlu karşılık) ilan etmiş olsun. Bu durumda ise para arzı dışsal nitelik taşıyacaktır.

Dördüncü aşamada, bankacılık sektörü finansal sistemdeki rezerv ihtiyacını karşılayacak yeni teknikler bulmuş olsun. Burada unutulmaması gereken nokta şudur ki, iktisadi ajanlar aynı zamanda uluslararası piyasalardan kredi bulabilmektedirler. Bu şartlar altında para arzı içsel olmaktadır.

Son aşamada ise, merkez bankası son kredi mercii fonksiyonunu, finansal piyasaların istikrarın korumak adına tam olarak yerine getirmekte ve dolayısıyla rezerv ihtiyaçlarının tamamını karşılamaktadır. Bu durumda para arzı içsel olarak gerçekleşecektir (Niggle, 1991: 144-147). Kurumsal iktisatçıların içsel para arzı teorisi Post-Keynesyenlerin teorisiyle büyük benzerlikler içermektedir:

Δ Kredi Talebi $\rightarrow$ Δ Para Arzı $\rightarrow$ Δ Parasal Taban (Merkez Bankası, Finansal Yenilikler)

2.1.2.7. Yeni Uzlaş ve Merkez Bankası İçselliği

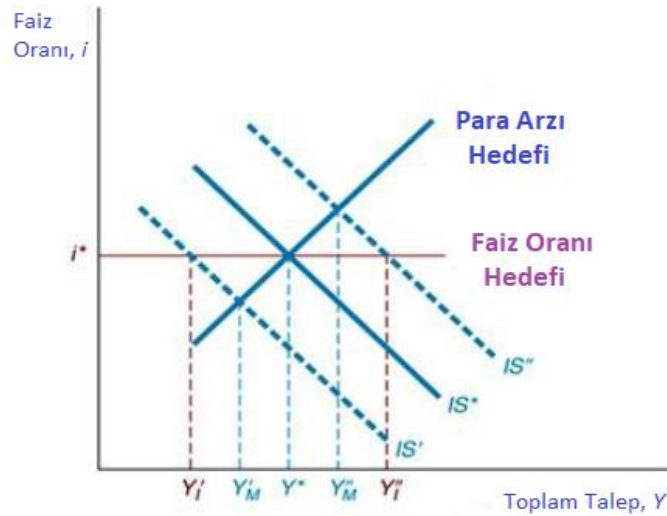
Monetaristlerin dışsal para arzı modeline karşı gelen bir başka ekol ise Yeni Keynesyen ekolüdür. Yeni Keynesyenlere göre, parasal dalgalanmalar toplam çıktının sebebi değil tam tersine sonucudur (Fontana, Vera, 2003: 513). Buna ek olarak, içsel para arzının bir diğer kaynağı ise merkez bankası içselliğidir. Bu türde bir içsellik merkez bankasının politika uygulamalarına bağlı olmaktadır. Merkez bankası uygun politika enstrümanını meydana gelen şokun para veya mal piyasasında meydana gelmesine göre seçer. Poole'un (1970: 197-203) çalışmasına göre mal piyasalarında meydana gelen bir şoka karşı optimal politika uygulaması parasal hedefleme stratejisidir. Parasal hedefleme ve faiz oranı hedeflemesini karşılaştırdığımızda parasal hedefleme benimsendiğinde toplam üretimde nispeten daha az bir dalgalanmayla karşı karşıya kalmaktayız.

Faiz oranı hedeflemesi ise dalgalanma para piyasası kaynaklıysa optimal strateji olmaktadır. Son yıllarda para piyasası şokları, para talebindeki istikrarsızlıklar, finansal yenilikler ve finansal marketlerde yeni yönetim biçimlerinden dolayı artış göstermektedir. Bu sebepten ötürü, merkez bankaları faiz oranını para piyasası şoklarına karşılık vermek için kullanmaya başlamışlardır. Bu durumun bir diğer sonucu ise para arzının içsel olmasıdır. Yeni Keynesyenlere göre nedensellik:

Δ Toplam Talep $\rightarrow \Delta$ Para Arzı

Daha önce de belirttiğimiz gibi para otoriteleri yalnızca bir tane politika enstrümanını kontrol altında tutabilir. Eğer para otoritesi parasal hedefleme uyguluyorsa bu durumda faiz oranı hedeflemesi yapamayacaktır. Bundan dolayı para otoriteleri hangi uygulamanın ekonomiyi yönetmede daha iyi olduğunu bulmaya çalışırlar. Şimdi faiz oranı hedeflemesi ve parasal hedeflemenin hangi zamanlarda optimal olduğu irdelenecektir. Üstünde duracağımız inceleme William Poole'un (1970: 197-203) çalışmasından alınmıştır.

Şekil 3: Mal Piyasasının İstikrarsız Olduğu Durumda Para Arzı ve Faiz Oranı Hedeflemesi

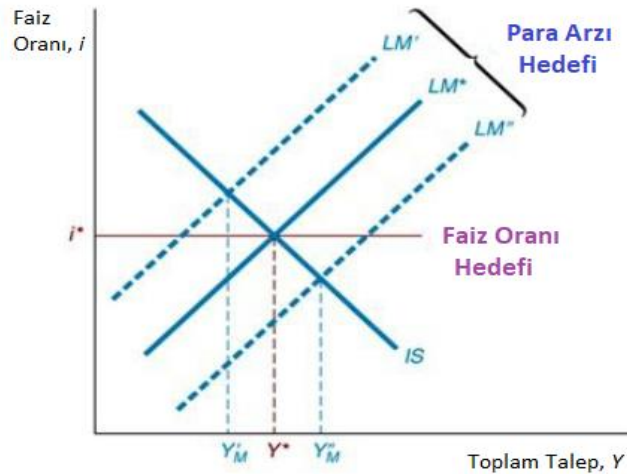


Şekil 3'e bakınca ilk görülen LM eğrisinin yani para piyasasının istikrarlı olmasıyken IS eğrisinin yani mal piyasasının istikrarsız oluşudur. Grafikte de gördüğümüz gibi, (i^*) faiz oranı hedeflemesini, (LM^*) para arzı hedeflemesini göstermektedir. Mal piyasasının şekildeki gibi (IS') ve (IS'') hareket ettiğini varsayalım. Para otoritesi faiz oranı hedeflemesini benimsemişse ve IS eğrisindeki kaymalar faiz oranını da değiştirdiğine göre bu durumda merkez bankası faiz hedefini tutturmak için politika araçlarıyla müdahalelerde bulunacaktır. Burada tercih edeceği politika aracı açık

piyasa işlemleri olacaktır. Şekildeki gibi IS eğrisinin sağa doğru kaydığı senaryoda, faiz oranları yükseliş gösterir. Para otoritesi faiz oranını eski haline getirmek için piyasadan tahvil alımı yapacak ve karşılığında ulusal para verecektir. Para otoritesinin piyasayı fonlaması durumunda LM eğrisi sağa doğru bir hareket gerçekleştirecektir. Böylece faiz oranları hedeflenene değere geri dönecek ve toplam hasıla Bu işlem sonucunda LM eğrisi sağa kayacak, faiz oranı hedefine ulaşacak ve toplam üretim, (Y_i^*) 'dan (Y_i'') 'ye gelecektir. Faiz oranı hedeflemesinde toplam hasıla (Y_i'') ve (Y_i^*) arasında dalgalanma gösterecektir.

Diğer senaryoda yani para otoritesi para arzı hedeflemesi uygulamasını benimsemişse bu durumda LM eğrisi sabit tutulacaktır ve toplam üretim (Y_m') ve (Y_m^*) arasındaki kadar dalgalanacaktır. Sonuç olarak söz konusu dalgalanmalar faiz oranı hedeflemesindeki dalgalanmalardan daha küçüktür. Buradan şu sonuca varabiliriz; eğer ki dalgalanmalar istikrarsız bir mal piyasasından yani IS eğrisinden kaynaklanıyorsa para arzı hedeflemesi faiz oranı hedeflemesine tercih edilecektir.

Şekil 4: Para Piyasasının İstikrarsız Olduğu Durumda Para Arzı ve Faiz Oranı Hedeflemesi



Şekil 4'te gördüğümüz üzere bu sefer mal piyasası istikrarlı ancak para piyasası istikrarsızdır. LM piyasası para talebindeki istikrarsızlıklardan ötürü sağa ve sola

kaymaktadır. Bu tarz bir durumda para otoritesinin hangi enstrümanı tercih etmesi gerektiğini araştıracağız.

Faiz oranı hedeflemesinde, LM eğrisi sola doğru kaydığında yani (LM^*) 'den (LM') 'e doğru kayma gösterdiğinde ve merkez bankası genişletici para politikası uygulamasıyla açık piyasa işlemleri aracını kullanarak piyasadan tahvil alıp ulusal para satacaktır. Bu durumda (LM') eğrisi eski yerine yani (LM^*) 'e kayacak ve faiz oranı eski seviyesine inecektir. Sonuç olarak LM eğrisinin istikrarsız olduğu durumda faiz oranı hedeflemesinde toplam hasıla eski haline dönecek, para arzı dalgalanacaktır.

Para arzı hedeflemesinde, para arzı sabit olacağından LM eğrisi (LM') ve (LM^*) arasında dalgalanacak ve hasılanın (Ym') ve (Ym^*) arasında dalgalanmasına sebep olacaktır. Sonuç olarak, eğer mal piyasası veya IS eğrisi, para piyasasına veya LM eğrisine göre daha istikrarlı ise, faiz oranı hedeflemesi para arzı hedeflemesine tercih edilecektir. 1980'lerde finansal piyasalarda gerçekleşen yeniliklerden ötürü para talebi istikrarsız bir hale gelmiştir. Bu durum neden 1980'lerde parasal hedefleme uygulamasının gözden düştüğünü gözler önüne sermektedir.

Şekil 5: Okullara Göre Nedensellik İlişkileri



2.2.LİTERATÜR TARAMASI

Para arzının içselliği-dışsallığı tartışması üzerine birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Bu ampirik çalışmalara yönelik literatür taraması yabancı çalışmalar için Tablo 3’te, Türkiye için çalışmalar Tablo 4’te verilmiştir.

Tablo 3: Para Arzının İçselliği-Dışsallığı Yabancı Çalışmalar

Yazar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Sonuç
Kaldor (1982)	İngiltere 1966-1979	EKK modeli	Para arzı kredi talebi tarafından belirlenmektedir. Para arzı içseldir.
Moore (1983)	ABD 1964-1979		Şirketler dönen sermayelerinin finansmanı için bankalardan kredi talebinde bulunmaktadır. Kredi talepleri para arzını etkilemektedir.
Nell (2000)	G.Afrika 1966-1997	Eşbütünleşme modeli	Toplam banka kredilerinden M3’e doğru uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir. Para arzı içseldir.
Vera (2001)	İspanya 1987-1998	Granger nedensellik testi	Kredi talebinden para arzı çarpanlarına ve parasal tabana tek yönlü bir nedensellik vardır. Para arzı içseldir.
Lavoie (2005)	Kanada		Para talebindeki dalgalanmalara karşı Merkez Bankası uyumcu para politikası izlemektedir. Politika aracı olarak bankalarası gecelik faiz oranını kullanmıştır.
Ahmad ve Ahmed (2006)	Pakistan 1980-2003	Granger nedensellik testi	Kısa dönemde para arzı içsel olarak belirlenmektedir. Uzun dönemde ise Merkez Bankası’nın para arzı üzerinde önemli etkileri vardır.
Howells ve Hussain (1998)	G-7 ülkeleri 1957-1992	Eşbütünleşme, VECM modeli	Para arzının içselliği toplam kredi genişlemesi ile geniş para arzı tanımı üzerinden sınanmıştır. Para arzı özellikle Almanya ve

			Japonya ekonomilerinde içsel çıkmıştır.
Nayan, Kadir, Abdullah ve Ahmad (2013)	177 ülke 1970-2011	Panel veri modeli	Para arzının içselliğini para arzı, GSYİH, kredi, enflasyon değişkenlerini kullanarak sınımlardır. Son dönemlerde para politikası uygulamalarında faiz oranı hedeflemesi stratejisinin kullanılması sebebiyle para arzı içseldir.

Tablo 4: Para Arzının İçselliği-Dışsallığı Yurtiçi Çalışmalar

Yazar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Sonuç
Işık (2000)	Türkiye 1987-1999	VAR modeli	Para arzının içselliğini para çarpanı, banka kredileri, parasal taban değişkenlerini kullanarak sınımlar. Krediler ile para arzı çarpanı ve krediler ile rezerv para arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur. Para arzı kısmen içsel çıkmıştır.
Karabulut (2005)	Türkiye	Granger nedensellik testi	Para arzının içselliğini kredi genişlemesi, emisyon, M1 değişkenlerini kullanarak sınımlar. Bulgulara göre kredi genişlemesinden emisyonu ve M1'e nedensellik ilişkisi söz konusudur. Para arzı içseldir.
Çifter ve Özün (2007)	Türkiye 1997-2006	Eşbütünleşme, VECM modeli	Parasal aktarım mekanizmaların çalışıp çalışmadığını sınımlardır. Bulgulara göre banka kredileri ile M2 arasında ilişki vardır, ancak banka kredileri ile M2Y arasında ilişki yoktur.
Tokucu (2008)	Türkiye 1986-2005	VAR modeli	Bankaların verdikleri krediler ile parasal taban arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi söz konusudur. Yapısalıcı içsellik vardır.

Aktop (2010)	Türkiye 1986-2009	Granger nedensellik testi (Hsiao versiyonu)	Vadesiz mevduatlar ile bankacılık kesimi toplam kredi stoku arasında nedensellik ilişkisi sınanmıştır. Krediler ile mevduatlar arasında çift yönlü bir ilişki mevcuttur. Para arzı içseldir.
Özgür (2011)	Türkiye 1987-2009	VECM ve Eşbütünleş me modeli	Para arzının içselliği bankacılık sektörünün özel sektöre verdiği krediler ile geniş para arzı değişkenleri kullanılarak sınanmıştır. Para arzı banka kredileri tarafından içsel olarak büyümektedir.

2.3.EKONOMETRİK UYGULAMA

2.3.1. Veri Seti

Çalışmada, M2, RP, YİK ve UFE değişkenleri kullanılmıştır. RP değişkeni TCMB'nin güçlü parasını; YİK değişkeni özel sektörün talep ettiği kredi miktarını; M2 değişkeni piyasadaki likiditeyi; ve UFE değişkeni genel fiyat düzeyini temsil etmektedir. UFE zaman serisinin baz yılı 2003'tür. Çalışma 1990q1-2016q4 dönemleri aralığını kapsamaktadır. RP, YİK ve M2 zaman serileri TCMB EVDS'den, UFE zaman serisi TÜİK'den alınmıştır. Değişkenler arasındaki esneklik ilişkisini bulmak için logaritmaları alınmıştır.

2.3.2. Ekonometrik Yöntem

Çalışma için uygun modeli bulabilmek için öncelikle birim kök sınaması uygulanmıştır. Birim kök sınaması sahte regresyon modelinden kaçınma imkanı sunar. İktisadi modeller genelde yüksek otoregresif süreci kapsadıklarından, ADF birim kök sınaması uygulanmıştır. ADF birim kök testini daha yüksek dereceden otoregresif süreçlerde de uygulamak mümkündür. İktisadi çalışmalarda bağımlı değişkenin

gecikmeli değerlerinin bulunması sebebiyle ADF birim kök sınaması yaygın olarak kullanılmaktadır.

Bu sınama uygulanırken uygun gecikme uzunluğu Akaike ve Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir. Ayrıca Phillips-Perron birim kök sınaması da uygulanmıştır. Sonuçlar Tablo 5’te gösterilmiştir.

Tablo 5: LNM2, LNRP, LNYİK ve LNUFE Zaman Serilerinin Birim Kök Sınaması Sonuçları

	ADF		Phillips-Perron	
	Seviye	Birinci Fark	Seviye	Birinci Fark
LNM2	-0.917935 (1)	-7.255241* (0)	-0.688034 (6)	-7.288101* (3)
LNRP	-0.265434 (1)	-11.96945* (0)	-0.507381 (0)	-11.96945* (0)
LNYİK	-1.816585 (8)	-7.456321* (0)	-0.888141 (7)	-7.872306* (7)
LNUFE	-1.110194 (1)	-7.374668* (0)	-0.722053 (6)	-7.440612* (4)
MacKinnon (1996) tek yön p-değerleri				

* %5 göre anlamlıdır.

Seriler üzerinde birim kök sınaması uygulandığında, serilerin birinci dereceden durağan olduğu gözlemlenmiştir. Zaman serileri birinci dereceden I(1) eşbütünleşiklerdir. Zaman serileri düzey seviyelerinde durağan olmamalarına rağmen, aralarında uzun vadeli bir ilişki bulunabilir. Bu sebepten dolayı **Johansen yaklaşımı (1988; 1995)** kullanılmıştır.

Modelin kurulması için ilk yapılması gereken uygun gecikme uzunluğunun seçilmesidir. Bu yolla Gaussian temiz-dizi olması sağlanır. VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu tahmin edilmelidir. Uygun gecikme uzunluğu FPE, AİC ve LR kriterlerine göre 3 olmalıdır. Bundan yola çıkarak VAR(3) modeli kurulmalıdır. Ayrıca belirtmek gerekirse SC kriteri 1 ve HQ kriteri 2 gecikme uzunluğunu önermiştir. Sonuçlar Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	614.7472	NA	1.80e-10	-11.08791	-10.69056*	-10.92680
2	646.4606	58.72859	1.35e-10	-11.37890	-10.58419	-11.05668*
3	665.3696	33.61593*	1.28e-10*	-11.43277*	-10.24071	-10.94943
4	677.8362	21.23938	1.37e-10	-11.36734	-9.777925	-10.72289
5	691.2442	21.85007	1.45e-10	-11.31934	-9.332573	-10.51378
6	703.2152	18.62154	1.58e-10	-11.24473	-8.860609	-10.27805
7	720.7954	26.04477	1.57e-10	-11.27399	-8.492519	-10.14620
8	731.4000	14.92499	1.77e-10	-11.17407	-7.995251	-9.885177

* uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir

Kısa dönem VAR modelinin ve uzun dönem eşbütünleştirici denkleminin kesme ve trend içerip içermediği önemlidir. Kesme ve trend dikkate alınarak beş farklı model kurulabilir:

- 1- Hem uzun dönem hem kısa dönem modelinde kesme ve trend yoktur. ($\delta_1=\delta_2=\mu_1=\mu_2=0$) Model: $\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \beta Z_{t-1} + \varepsilon_t$.
- 2- Uzun dönem modelinde kesme var trend yok, kısa dönem modelinde hem kesme hem de trend yoktur. ($\delta_1=\delta_2=\mu_2=0$) Model: $\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha(\beta \mu_1) (Z_{t-1} \mathbf{1}) + \varepsilon_t$.
- 3- Uzun dönem modelinde kesme var trend yok. Kısa dönem modelinde kesme var trend yok. ($\delta_1=\delta_2=0$) Model: $\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha(\beta \mu_1) (Z_{t-1} \mathbf{1}) + \mu_2 + \varepsilon_t$.
- 4- Uzun dönem modelinde hem kesme hem trend vardır. Kısa dönem modelinde kesme var trend yoktur. ($\delta_2=0$) Model: $\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha(\beta \mu_1 \delta_1) (Z_{t-1} \mathbf{1} \mathbf{t}) + \mu_2 + \varepsilon_t$.
- 5- Uzun dönem modelinde hem kesme hem de kuadratik trend vardır, kısa dönem modelinde kesme ve trend vardır.

Model 1'in gerçek hayatta oluşması zor iken, Model 5'in yorumlanması çok zordur. Bu sebeplerden dolayı Model 1'in ve Model 5'in iktisadi çalışmalarda kullanılması pek olası ve yaygın değildir (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 584-586). Geriye kalan modellerin içinden deterministik bileşenlere göre uygun modelin seçiminde Pantula prensibi (1989) kullanılmıştır. Pantula prensibi üç modelin tahminini vermekle birlikte en kısıtlanmış hipotezden başlayarak sonuçları vermektedir. Pantula prensibi test sonuçları Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7: Pantula Prensibi Test Sonuçları

r	m-r	Model 2	Model 3	Model 4
0 (none)	4	69.717* →	62.454* →	78.631* →
1 (at most 1)	3	→ 30.835!	28.394	43.694*

İz istatistiğinin anlamlılığı Osterwald-Lenum (1992) göre belirlenmiştir. * Sıfır hipotezinin ilk reddedilemediği yeri göstermektedir.

Üç modelin de iz istatistik değerleri anlamlılık düzeyine göre incelenmiştir. Model 2'nin ikinci satırdaki değeri 30,835 sıfır hipotezinin ilk reddedilemediği seviyedir. Bu sebepten dolayı uygun model olarak Model 2 ve Π matrisi için uygun aşama olarak aşama 1 seçilmiştir. Model 2'ye göre eşbütünleştirici modelde kesme bulunmakta ancak trend bulunmamaktadır, VECM(2) modelinde ise ne trend ne de kesme vardır. VECM (2) modeli $\Pi = \alpha\beta$ bileşenleri ile şöyle gösterilmiştir:

$$\begin{pmatrix} \Delta \ln m2_t \\ \Delta \ln rp_t \\ \Delta \ln yik_t \\ \Delta \ln ufe_t \end{pmatrix} = \Gamma 1 \begin{pmatrix} \Delta \ln m2_{t-1} \\ \Delta \ln rp_{t-1} \\ \Delta \ln yik_{t-1} \\ \Delta \ln ufe_{t-1} \end{pmatrix} + \Gamma 2 \begin{pmatrix} \Delta \ln m2_{t-2} \\ \Delta \ln rp_{t-2} \\ \Delta \ln yik_{t-2} \\ \Delta \ln ufe_{t-2} \end{pmatrix} \\
 + \begin{pmatrix} a_{11} \\ a_{21} \\ a_{31} \end{pmatrix} (\beta_{11} \quad \beta_{12} \quad \beta_{13} \quad \beta_{14} \quad \beta_{15}) \begin{pmatrix} \ln m2_{t-1} \\ \ln rp_{t-1} \\ \ln yik_{t-1} \\ \ln ufe_{t-1} \end{pmatrix} + \varepsilon_t$$

Π matrisinin uygun aşamasının ve eşbütünleştirici vektör sayısının bulunması için Johansen İz ve Maks İstatistikleri incelenmiştir. Test istatistiği, karakteristik kökleri en büyükten en küçüğe doğru sıralayarak, bu köklerin sıfırdan farklı olduğunu sınamaya kalkar. Maks İstatistiği'nde, $\text{Rank}(\Pi)=r$ sıfır hipotezine karşılık, $r+1$ alternatif hipotezi sınanmaktadır. Sıfır hipotezi, en çok r sayıda eşbütünleştirici ilişkinin olduğunu varsaymaktadır. Alternatif hipotez ise, $r+1$ sayıda eşbütünleştirici vektör olduğunu ileri sürmektedir. İz İstatistiği'nde, Π matrisinin iz'i kullanılarak elde edilen olabilirlik oranı (LR) testi kullanılır. r 'inci özdeğere yeni bir özdeğer eklendiğinde matrisin iz'inin artıp artmadığı ele alınır. Sıfır hipotezi eşbütünleştirici vektör sayısının r 'den küçük veya eşit olduğu biçimde kurulmaktadır. Alternatif hipotez ise, eşbütünleştirici vektör sayısının $r+1$ 'e eşit veya büyük olduğunu savunmaktadır. Maksimum özdeğer ve iz test istatistikleri kritik değerlerden daha büyük çıkarsa sıfır hipotezi red edilmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 586-589) .

Tablo 8: Johansen (1988, 1995) Eşbütünleşme Test Sonuçları

λ_{iz} istatistiği			
Hipotezler	Eigenvalue (λ_i)	λ_{iz}	Kritik Değer % 5
$H_0 : r = 0, H_1 : r = 1$	0.302333	69.71746*	54.07904
$H_0 : r \leq 1, H_1 : r = 2$	0.149899	30.83596	35.19275
$H_0 : r \leq 2, H_1 : r = 3$	0.077049	13.29674	20.26184
λ_{maks} istatistiği			
Hipotezler	Eigenvalue (λ_i)	λ_{maks}	Kritik Değer % 5
$H_0 : r = 0, H_1 : r \geq 1$	0.302333	38.88150*	28.58808
$H_0 : r \leq 1, H_1 : r \geq 2$	0.149899	17.53922	22.29962
$H_0 : r \leq 2, H_1 : r \geq 3$	0.077049	8.659337	15.89210

* %5 göre anlamlıdır.

Hem İz İstatistiğine hem de Maks İstatistiğine göre uygun aşama 1 çıkmıştır. Değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünleştirici bir tane ilişki söz konusudur. Sonuçlar Tablo 8’de gösterilmiştir.

Kritik değerler [MacKinnon-Haug-Michelis \(1999\)](#) p-değerleridir. Modeldeki değişkenler eşbütünleşiklerdir. Π matrisinin aşaması bire eşit olduğundan, değişkenler arasında bir tane eşbütünleştirici ilişki vardır.

Zayıf dışsallık sınaması yapılmıştır. Zayıf dışsallık sınaması α matrisi satırının sıfıra eşit olduğunun testi ile gerçekleştirilmektedir. Test her değişken için ayrı ayrı yapılmaktadır. Eğer sıfır hipotezi reddedilemezse ilgili değişken zayıf dışsaldır. Zayıf dışsallık, bir değişkenin sadece kendi gecikmeli değerlerinden etkilenmesini ifade etmektedir ([Sevüktekin ve Çınar, 2014: 589-590](#)).

Tablo 9: Zayıf Dışsallık Sınaması Sonuçları

Değişkenler	Sıfır Hipotezi	LR (aşama=1)	Prob.
LNM2	$H_0 : a_{11} = 0$	20.84298*	0.000005
LNRP	$H_0 : a_{21} = 0$	7.664555*	0.005632
LNŸİK	$H_0 : a_{31} = 0$	4.579045*	0.032365
LNUFE	$H_0 : a_{41} = 0$	0.941251	0.331956

* %5 göre anlamlıdır.

Aşama daha önceki testlerde bir bulunduğu için, 1 değeri verilmiştir. Burada LNM2, LNRP, LNŸİK ve LNUFE değişkenlerinin zayıf ekzojen olması için sırasıyla birinci denklemde LNM2 değişkeninin, ikinci denklemde ise LNRP değişkeninin, üçüncü denklemde LNŸİK değişkeninin, dördüncü denklemde LNUFE değişkeninin kendi gecikmeli değerinin bir fonksiyonu olması gerekmektedir. Sıfır hipotezleri LNM2, LNRP ve LNŸİK değişkenlerinde reddedilmektedir. Bu değişkenler zayıf dışsal olduklarından birer içsel değişkenlerdir. Modelin bu değişkenler açısından ele alınması gerekmektedir. Sonuçlar Tablo 9’da gösterilmiştir.

Bir sonraki aşama olarak ise eşbütünleştirici vektörün uzayda bulunup bulunmadığı sınanmıştır. Bu sınamada, eşbütünleştirici vektörün parametreleri (β) üzerinde gerekli kısıtlamalar yapılmaktadır. Ancak bu aşamada tek bir parametre üzerinde değil, birden fazla parametre üzerinde kısıt konulmaktadır. Eğer sıfır hipotezi reddedilemezse eşbütünleştirici vektör eşbütünleşim uzayında değildir. Eşbütünleşim uzayında bulunmama durumu, eşbütünleştirici vektörün tesadüfi bir şekilde oluştuğunu ifade etmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 591).

Bu amaçla eşbütünleştirici vektörün parametreleri üzerinde gerekli kısıtlamalar yapılmıştır. Test sonuçlarına göre sıfır hipotezleri reddedilmiştir, eşbütünleştirici vektör uzayda bulunmaktadır. Sonuçlar Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10: Eşbütünleşim Uzayında Bulunma Sınama Sonuçları

Değişkenler	Sıfır Hipotezi	LR (aşama=1)	Prob.
LNM2	$H_0 : \beta_{11} = 1, \beta_{12} = 0, \beta_{13} = 0, \beta_{14} = 0$	22.56643*	0.000050
LNRP	$H_0 : \beta_{11} = 0, \beta_{12} = 1, \beta_{13} = 0, \beta_{14} = 0$	21.22445*	0.000095
LNİYİK	$H_0 : \beta_{11} = 0, \beta_{12} = 0, \beta_{13} = 1, \beta_{14} = 0$	22.04299*	0.000064
LNUFE	$H_0 : \beta_{11} = 0, \beta_{12} = 0, \beta_{13} = 0, \beta_{14} = 1$	24.01905*	0.000025

* %5 göre anlamlıdır.

2.3.3. Ampirik Bulgular ve Değerlendirilmesi

Yukarıdaki sonuçlara göre LNM2, LNRP, LNİYİK ve LNUFE arasında uzun dönemli ilişki olduğu ve bu ilişkinin bir tane eşbütünleştirici vektör ile sunulabileceği bulunmuştur. Değişkenlerden LNM2, LNRP ve LNİYİK içsel, LNUFE dışsal bulunduğu için üç tane model kurulmuştur. Uzun dönemli ilişki içsel değişkenin katsayısının ters işaretiyle çarpılması sonucu normalleştirilmiştir. Normalleştirilen katsayılar uzun dönemli ilişkiyi yansıtmalarının yanı sıra, uzun dönem esneklikleri de göstermektedirler. Normalleştirilmemiş uzun dönem katsayılar Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11: Uzun Dönem Esnekliklikler

	M2	RP	YİK	UFE	KESME
M2 MODELİ					
Katsayılar	1.000000	0.279170*	-0.539322*	-0.842256*	-10.22356*
Standart Hata		(0.10169)	(0.06014)	(0.05423)	(0.65853)
RP MODELİ					
Katsayılar	3.582049*	1.000000	-1.931878*	-3.017003*	-36.62130*
Standart Hata	(0.80324)		(0.33460)	(0.60105)	(6.91172)
YİK MODELİ					
Katsayılar	-1.854180*	-0.517631*	1.000000	1.561695*	18.95632*
Standart Hata	(0.25806)	(0.18177)		(0.16912)	(1.88036)

* %5 göre anlamlıdır.

M2 modeli incelendiğinde bütün değişkenler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. RP'deki %1'lik bir artış M2'yi %0.27 azaltmaktadır, YİK'deki %1'lik bir artış M2'yi %0.53 arttırmaktadır, UFE'deki %1'lik bir artış M2'yi %0.84 arttırmaktadır. Bu modelde değişkenler arasında esnek olmayan bir durum söz konusudur. RP M2 üzerinde negatif bir etki gösterirken, YİK ve UFE M2 üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.

RP modeli incelendiğinde bütün değişkenler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. M2'deki %1'lik bir artış RP'yi %3.57 azaltmaktadır, YİK'deki %1'lik bir artış RP'yi %1.93 arttırmaktadır, UFE'deki %1'lik bir artış RP'yi %3.01 arttırmaktadır. Bu modelde değişkenler arasında esnek olan bir durum söz konusudur. M2 RP üzerinde negatif bir etki gösterirken, YİK ve UFE RP üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.

YİK modeli incelendiğinde bütün değişkenler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. M2'deki %1'lik bir artış YİK'i %1.85 arttırmaktadır, RP'deki %1'lik bir artış YİK'i %0.51 arttırmaktadır, UFE'deki %1'lik bir artış YİK'i %1.56 azaltmaktadır. Bu modelde değişkenler arasında hem esnek hem de esnek olmayan bir durum söz konusudur. UFE YİK üzerinde negatif bir etki gösterirken, M2 ve RP YİK üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.

Tablo 12: Vektör Hata Düzeltme Modeli Sonuçlar

	M2	RP	YİK	UFE
Katsayılar	-0.274590*	-0.270279*	-0.132094*	-0.050872
Standart Hata	(0.04678)	(0.08984)	(0.05594)	(0.04446)

* %5 göre anlamlıdır.

Vektör hata düzeltme modelinde uzun dönem dengesinde meydana gelecek sapmaların ne sürede düzeleceği ortaya çıkmaktadır. Hata düzeltme modelindeki katsayılar negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu katsayılar serilerin durağan olmamalarından kaynaklanan kısa vadeli sapmaların bir sonraki dönemde ayarlanma hızını ortaya koymaktadır (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 599). M2’de ortaya çıkan kısa dönem dengesizlik yaklaşık on bir ayda, RP’de kısa dönemde ortaya çıkan dengesizlik yaklaşık on bir ayda, YİK’de ortaya çıkan kısa dönem dengesizlik yaklaşık yirmi iki ayda uzun dönem denge seviyesine ayarlanmaktadır.

Tablo 13: Granger Nedensellik Sınaması Sonuçları

Bağımlı değişken: D(LNM2)			Bağımlı değişken: D(LNRP)		
Excluded	Chi-sq	Prob.	Excluded	Chi-sq	Prob.
D(LNRP)	3.583082	0.1667	D(LNM2)	0.154375	0.9257
D(LNYİK)	7.860545*	0.0196	D(LNYİK)	0.879232	0.6443
D(LNUFE)	0.830862	0.6601	D(LNUFE)	2.418571	0.2984
Bağımlı değişken: D(LNYİK)			Bağımlı değişken: D(LNUFE)		
Excluded	Chi-sq	Prob.	Excluded	Chi-sq	Prob.
D(LNM2)	8.302649*	0.0157	D(LNM2)	16.78757*	0.0002
D(LNRP)	6.735262*	0.0345	D(LNRP)	4.850561**	0.0885
D(LNUFE)	7.585983*	0.0225	D(LNYİK)	4.577005	0.1014

* %5 göre anlamlıdır.

Kısa dönem nedensellik ilişkisini bulmak için Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Sonuçlar Tablo 13’te verilmiştir.

Değişkenler arasındaki kısa dönemli nedensellik ilişkisi Granger nedensellik testine göre şöyledir:

$$\text{LNYİK} \rightarrow \text{LNM2} \rightarrow \text{LNUFE},$$

$$\text{LNM2-LNRP-LNUFE} \rightarrow \text{LNYİK}.$$

Test sonuçlarına göre, para arzı Türkiye’de içsel olarak belirlenmektedir. Para arzı, rezerv para ve kredi talepleri arasında uzun dönemde karşılıklı bir ilişki mevcuttur. Para arzı, ne parasalcıların savunduğu gibi sadece merkez bankası tarafından ne de uyumcu post-Keynesyenlerin savunduğu gibi sadece kredi talepleri tarafından belirlenmektedir. Para arzı uzun dönemde yapısalıcı post-Keynesyenlerin savunduğu gibi hem piyasa hem de merkez bankası tarafından belirlenmektedir. Kısa dönemde ise para arzı sadece kredi talepleri tarafından tamamen içsel belirlenmektedir.

İkinci önemli bulgu ise, para arzı ile enflasyon arasındaki nedensellik ilişkisidir. Bulgulara göre uzun dönemde enflasyondan para arzına doğru bir nedensellik var iken, kısa dönemde tersi bir nedensellik söz konusudur. Uzun dönemde toplam talep parasal büyüklüklerdeki hareketlerin sebebidir.

Bulgulara göre kısa dönemde TCMB parasal büyüklükleri kontrol edememektedir. Bunun yerine kısa dönem nominal faiz oranını kontrol edebilmektedir. TCMB kısa dönemde uyumcu bir politika uygulamaktadır. Uzun dönemde ise parasal büyüklükler enflasyon üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip değildir. Bu sebepten dolayı TCMB fiyat istikrarı amacına ulaşmak için parasal büyüklükleri kullanamamaktadır. Para arzındaki dalgalanmalar enflasyonun sebebi değil, tam tersine sonucudur.

Bu sonuçlara göre, parasal taban fiyat istikrarını sağlamak için optimal para politikası enstrümanı olmayabilir. Hem kısa hem de uzun dönemli sonuçlar TCMB'nin parasal büyüklükler üzerinde kısıtlı kontrol gücüne sahip olduğunu göstermektedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ENSTRÜMANI OLARAK FAİZ ORANI VE ZORUNLU KARŞILIKLAR

3.1.FAİZ ORANI

İkinci bölümün sonunda kısaca üstünde durulan para politikasında enstrüman seçimi birçok iktisatçıyı karşı karşıya getirmiştir. Buradaki soru şudur: Para otoritesi parasal büyüklüklerden (M1, M2, RP) ve faiz oranlarından (gecelik, hazine, repo) hangisini enstrüman olarak seçmelidir? Politika uygulaması iradi mi kurala dayalı mı olmalıdır? Bu soruya yanıt olarak Poole talep yönlü bir modelle cevap vermiştir. [Poole'a \(1970\)](#) göre enstrüman seçimi istikrarsızlığın mal piyasasından mı yoksa para piyasasından mı kaynaklandığına göre yapılmalıdır. [Sargent ve Wallace \(1975\)](#) ise rasyonel beklentiler modelini baz alarak enstrüman seçiminin ne seçilirse seçilsin etkisiz olduğunu, politika uygulamalarının reel ekonomi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını belirtmişlerdir. [B. Friedman \(1990\)](#) ve [McCallum \(1981\)](#) ise nominal çapayı uygulamasının benimsenmesinin fiyat istikrarını önemli ölçüde etkilediğini ve nominal parasal büyüklüklerin güvenilir bir nominal çapa olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Bu kadar fazla görüş olmasına rağmen sorumuza hala bir yanıt bulamamaktayız. Bu çalışmada parasal büyüklüklerin optimal enstrüman olup olmadığını araştırılmıştı. Şimdi ise bir para politikası enstrümanı olarak faiz oranı ve zorunlu karşılıklar üzerinde durulacak.

Faiz oranının seçiminde birtakım sorunlarla karşı karşıya kalınmaktadır. İlk soru para otoritesinin hangi faiz oranlarını kontrol edebildiğidir. İkinci soru ise hangi faiz oranının veya oranlarının toplam hasıla ve enflasyonun kontrolünde etkili olduğudur. Üzerinde büyük oranda uzlaşılan düşünceye göre, uzun vadeli reel faiz oranları toplam yatırımlar dolayısıyla toplam hasıla ve enflasyon oranı üzerinde etkilidir. Ancak merkez bankası uzun vadeli reel faiz oranları üzerinde değil, kısa vadeli nominal faiz oranları üzerinde kontrol gücüne sahiptir. Bu durumda şunun sorulmasında herhangi bir sakınca olmayabilir: Durum böyleyken neden faiz oranları politika enstrümanı olarak tercih

edilmektedir? Bunun cevabı ilk olarak ileri gelen kimi iktisatçıların görüşleri açıklanarak, daha sonrasında da belirli kriterler üzerinden değerlendirmeler yapılarak ortaya koyulacaktır.

Blinder (1999: 18-22), nötr reel faiz oranının para politikası enstrümanı olmasını ortaya koymuştur. Nötr reel faiz oranı, hata teriminden arındırılmış uzun vadeli IS eğrisinin, dik olan potansiyel GSYİH eğrisiyle kesiştiği yere tekabül eden faiz oranı olarak tanımlanmıştır. Burdan şu sonuca varmaktayız: Uzun dönem enflasyon hedefi tam anlamıyla para otoritesinin sorumluluğundadır. Bunun sebebi, gerçekleşecek enflasyon oranı yalnızca ve yalnızca merkez bankasının faiz oranını nötr reel faiz oranına göre uygun bir şekilde ayarlayamamasından kaynaklanacaktır. Bu uygulamayla birlikte para politikası uygulamaları da nispeten basitleşecektir. Para otoritesi daraltıcı bir para politikası uygulamayı uygun gördüğünde, faiz oranını nötr reel faiz oranı üzerine çıkaracaktır. Ters durumda yani genişletici para politikası uygulamayı uygun gördüğündeyse faiz oranlarını nötr reel faiz oranının aşağısına çekecektir. Blinder nötr faiz oranıyla ilgili olarak bir noktaya daha değinmiştir. Söz konusu faiz oranı sabit bir değer değildir. Uzun vadede kalıcı IS şokları sonucunda değişkenlik göstermektedir. Karşımıza çıkan daha büyük bir sorun ise nötr reel faiz oranının tahmin edilmesinin çok zor olmasıdır. Son olarak Blinder, nötr reel faiz oranının bir denge seviye olarak kullanımını savunmaktadır.

Taylor (1993: 199-203) ise, faiz oranının kurala bağlı olarak kullanılması gerektiğini dile getirmiştir. Eğer para otoriteleri kurala bağlı faiz ayarlama uygulamasını benimseyeceklerse önlerinde üç tane seçenek olacaktır: Para arzının hedeften sapması durumuna göre ayarlama, döviz kurunun hedeften sapması durumuna göre ayarlama ve son olarak enflasyon oranının ve reel çıktının hedeften ağırlıklı sapmasına göre faiz oranını ayarlamaktır. Taylor üçüncü seçeneği optimal bulmuştur. Yani Taylor'a göre, FED politika faiz oranını enflasyondaki ve reel üretimdeki değişikliklere göre değiştirmelidir:

$$i=p+0.5y+0.5(p-2)+2$$

Bu denklemdeki i FED politika faiz oranını, p önceki dört çeyreklik dönemdeki enflasyon oranını, y ise GSYİH'nin trend değerinden yüzde olarak sapmasını, 2 ise Taylor'un seçtiği denge reel faiz oranını (son terim) ve enflasyon hedefini (parantez içindeki terim) belirtmektedir. Bu denkleme göre para otoritesi, enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranını geçerse ya da GSYİH potansiyel büyüme oranının üzerinde gerçekleşirse, kontrol ettiği faiz oranını yukarıya çekecektir. Bu uygulama Taylor Kuralı olarak adlandırılmaktadır. Burada da görüldüğü gibi Taylor Kuralı geriye dönük bir şekilde işlemektedir. Bunun yanı sıra milli gelir ve enflasyona da eşit ağırlık verilmektedir.

B. Friedman (1994: 4-8) ise, faiz oranının politika enstrümanı olarak kullanımının merkez bankasının kredibilitesinin yüksek olmasına bağlı olduğunu savunmuştur. Merkez bankası parası olarak kabul edilen rezerv paranın toplam üretim içindeki payı çok küçüktür. Bu duruma rağmen merkez bankası faiz oranlarını kontrol edebilmektedir. Bu durumu açıklamakta devreye para çarpanı ve merkez bankasının rezervler üzerindeki monopol gücü girmektedir. Daha önce de değindiğimiz gibi para otoritesi gelecek faiz oranları ile ilgili sinyaller verip beklentileri ayarlayabilme gücüne sahiptir. Uzun vadeli faiz oranları olarak bahsettiğimiz oranlar kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasıdır. Merkez bankasının söz konusu gelecek faiz oranları üzerine bir demeci gelecek faiz oranları beklentilerini değişikliğe uğratarak uzun vadeli faiz oranlarını ayarlayabilir. Uzun dönem faiz oranları toplam talep bileşenlerini büyük ölçüde belirlediğinden para otoritesi bu şekilde ekonominin gidişatının belirleyicisi olarak kabul edilebilir. Ancak unutulmaması gereken nokta şudur: Merkez bankasının ekonomiyi beklentiler yoluyla etkilemesi kredibilitesinin yüksek olmasına bağlıdır. Örneğin ABD merkez bankası FED para politikası enstrümanı olarak federal fon oranını (gecelik bankalararası faiz oranı) tercih etmektedir. Söz konusu faiz oranı nominal bir büyüklük olmasına rağmen, FED enflasyon beklentileri aracılığıyla reel büyüklükleri belirleyebilmektedir. Hedeflerini tutturamayan, şeffaf olmayan bir merkez bankasının demeçlerine güven duyulmayacağından beklentiler yoluyla ekonomiyi etkilemesi mümkün olmayacaktır.

Merkez bankası para politikası uygulamalarından başarılı sonuçlar elde etmek için aynı zamanda maliye politikasını yürüten hükümetle birlikte ve uyum içinde çalışmalıdır.

Şimdi ise, faiz oranının optimal enstrüman olup olmadığını anlamak için daha önce de değinilen kriterlerden yola çıkılacak. Söz konusu üç kriter: Seçilen enstrümanın gözlemlenebilir ve ölçülebilir olması, para otoritesi tarafından kontrol edilebilir olması, ve hedefler üzerinde öngörülebilir bir etkiye sahip olmasıdır.

İlk kriter gere, faiz oranı hızlı ve doğru bir şekilde gözlemlenebilir, bu konuda iktisatçılar uzlaşa içindedir. İkinci kriter gere ise, para otoritesi gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranlarını, geç likidite penceresi oranlarını ve bir hafta vadeli repo faiz oranını belirleyebilmektedir. Merkez bankası kısa vadeli faiz oranları üzerinde büyük bir güce sahiptir. Bankalar bankalararası (interbank) piyasadan borçlanmayı veya borç vermeyi tercih etmezlerse merkez bankasından ihtiyaçlarını görebilirler. Hazine bonoları ve uzun vadeli devlet tahvillerinin faiz oranlarını da merkez bankaları beklentiler aracılığıyla kontrol altında tutmaktadırlar. Uzun vadeli faiz oranları anlık kısa vadeli faiz oranlarından değil, kısa vadeli faiz oranlarının gidişatına göre belli olmaktadır. Beklentiler aracının etkin olarak kullanılabilmesi için olmazsa olmaz olan şart merkez bankasının hesap verebilirliğinin ve dolayısıyla şeffaflığının yüksek olmasıdır. Bu da piyasayla iletişimin yüksek ve açık olmasıyla sağlanabilir. Merkez bankası gelecekteki faiz oranları ile ilgili işaretlerde bulunarak piyasaya yön verir, bu şekilde uzun vadeli faiz oranlarını uyarlar (Woodford, 2001: 10-14). Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını faiz koridorunu kullanarak kolaylıkla kontrol edebilmektedirler.

Üçüncü kriter gere geçtiğimizde ise, merkez bankasının kontrol ettiğı faiz oranlarının nihai hedef üzerindeki etkisinin parasal aktarım mekanizmaları ile açıklanmaya çalışıldığını görmekteyiz. Geleneksel faiz kanalına göre, kısa vadeli faiz oranları sermayenin borçlanma maliyetini etkileyerek, tüketim ve yatırım harcamalarını etkilemektedirler. Servet kanallarına göre ise, faiz oranlarındaki değişiklikler hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyerek, tüketim ve yatırım kararlarında önemli olmaktadır.

Geleneksel olmayan kredi kanallarına göre ise, faiz oranlarındaki değişiklikler ahlaki risk ile tersine seçimi etkileyerek, toplam talep üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca, beklentiler kanalı para politikasının başarısında oldukça önemlidir. Para otoritesinin kredibilitesi ne kadar yüksekse para politikaları uygulamaları da o denli etkin olacaktır. Bu aktarım mekanizmalarının etkin çalışması durumunda, faiz oranlarının merkez bankasının hedefleri ile güvenilir ve yakın ilişkilerinin bulunduğu anlamına gelmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2001 yılında "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"nı uygulamaya koymasıyla beraber nihai amaç olarak fiyat istikrarını yasal düzenlemelerle ilan etmiştir. Fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını tercih etmiştir. 2008 yılındaki küresel ekonomik kriz sonrasında ise "Çıkış Stratejisi (2010)" ile finansal istikrar hedefi ve para ve döviz piyasalarıyla ilgili düzenleyici tedbirler almayı da fiyat istikrarı hedefinin yanında benimsenmiştir. Ünlü iktisatçı Jan Tinbergen'in ortaya koyduğu, para politikası uygulamalarında araç sayısı kadar enstrümanın da olması gerektiği unutulmamalıdır. Buna göre TCMB amaç sayısını arttırırken araç sayısını da beraberinde arttırmıştır. Türkiye ekonomisinde, enstrüman niteliğini taşıyan birçok kısa vadeli faiz oranları vardır.

Bunlardan ilki, TCMB'nin fonlama faizleridir. TCMB piyasaya haftalık repo, gecelik borç verme ve geç likidite penceresinden likidite sağlayabilmektedir. Bankalar, fonlama ihtiyacının yüksek bir kısmını TCMB'den sağladıkları için, bu faiz oranlarını yakından takip etmektedirler. Ayrıca, bankacılık sistemi, fazladan fonlarını TCMB'de tutarak gecelik borçlanma faizinden değerlendirebilmektedirler. Yukarıda bahsi geçen faiz oranları, TCMB'nin resmi faiz oranları olup, TCMB tarafından kontrol edilmektedirler. Kısa vadeli faiz oranlarından öbürü, TCMB ortalama fonlama faiz oranıdır. Bu faiz oranı, bankacılık sisteminin TCMB'den borçlandığı miktarın ortalama maliyetini göstermektedir. TCMB küresel kriz sonrası yeni karma stratejiyi uygulamaya başlamış ve faizlerin farklılaştırmasını aktif olarak kullanıma sokmuştur. TCMB ortalama fonlama faizi, bu politikanın bir sonucudur. Bu faiz oranı, haftalık repo faizi ile gecelik fonlama faizinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. TCMB, gecelik

fonlama faizi ile haftalık repo faizi üzerinde tam kontrol gücüne sahip olmasından dolayı, ortalama fonlama faizi üzerinde de tam kontrol gücüne sahiptir. Ayrıca, ortalama fonlama faizi gerçek borçlanma maliyetini göstermesinden dolayı, nihai hedefler üzerinde etkili rol oynamaktadır. Bir başka kısa vadeli faiz oranı ise bankalararası piyasada oluşan gecelik faizdir. Bankalar ve finansal kuruluşlar, bazı durumlarda kendi aralarında borçlanabilmektedirler. Bahsi geçen faiz oranı, TCMB tarafından dolaylı olarak kontrol edilebilmektedir. Finansal kuruluşların kısa vadeli fonlamalarında daha sık olarak bu yolu kullanmaya başlamaları durumunda, bankalararası piyasada oluşan gecelik faizin önemi daha da artabilecektir.

3.2.ZORUNLU KARŞILIKLAR

Zorunlu karşılıklar, mevduat kabul eden bankaların ve finansal kuruluşların mevduatlarının, merkez bankasında bulundurmaları gereken kısmıdır. Zorunlu karşılık oranı merkez bankası tarafından belirlenir ve bu oran değiştirilmek suretiyle para politikası aracı haline gelir.

Bankalar, 19.10.2005 tarih, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 40-II maddesine istinaden çıkarılan 2005/1 Sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğe göre belirlenen yükümlülükleri için Merkez Bankası nezdinde zorunlu karşılık tesis etmektedir (Yasalar, 2005).

Zorunlu karşılıklar enstrümanı üç amaç için tercih edilmektedir: ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol. Zorunlu karşılıklar aracı etkinliğini gelişmiş finansal piyasalara sahip ekonomilerde nispeten kaybetmiş olsa da beklenmedik likidite çekimlerine karşı ihtiyat tedbiri (ihtiyat rezervi sağlayarak) olarak para otoritelerince tercih edilmektedir Zorunlu karşılıklar bu yolla likidite ve ödeme gücü risklerine karşı bir koruma yaratır. Buna rağmen söz konusu enstrümanın hayat verdiği ihtiyati faydaların, sermaye yeterlilik ve likidite yükümlülükleri tarzı bankacılık düzenleme ve gözetim uygulamalarıyla, para otoritelerinin sağladığı likidite penceresi gibi

uygulamalarla ya da mevduat sigortası faaliyetleriyle nisbi olarak daha etkin bir biçimde sağlanabilmesi, zorunlu karşılıkların ihtiyati rolünün giderek azalmasına ve söz konusu araçların daha etkin hale gelmesine neden olmuştur. Bunların yanısıra, gelişen finansal piyasaların sunduğu imkânlarla bankaların zamanı geldiğinde kullanabilecekleri likit varlıkların meblağı da kayda değer biçimde artış göstermiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda zorunlu karşılıklara olan ihtiyaç görece olarak azalmıştır.

Zorunlu karşılıklar para otoritelerinin likidite yönetiminde büyük rol oynamaktadırlar. Para otoritesi, para piyasasındaki likiditenin talepten fazla ya da az olması durumunda (yani dengesizlik), bu dengesizliğin para piyasası faiz oranlarını veya döviz kurlarını baskılamaması için zorunlu karşılıkları, likidite fazlası ya da açığı etkilerini ortadan kaldıracak yönde ayarlamaktadır. Günümüzde likidite, açık piyasa işlemleri yoluyla da etkin şekilde yönetilebilmektedir. Ancak yapısal nitelikte daha kalıcı dengesizliklerin düzeltilebilmesi için zorunlu karşılıklar politika aracının kullanılması daha uygun bir seçenek olarak kabul edilmektedir. Zorunlu karşılıklar aracının tercih edilmesinin gerekçelerinden üçüncüsü: zorunlu karşılıkların, küresel kriz ve sonrasında önemini tekrar kazanarak, para otoritelerinin makroekonomik istikrarı sağlama amacıyla tercih ettiği bir parasal kontrol enstrümanı olmasıdır (Alper ve Tiryaki, 2011: 2-3)

Türkiye ekonomisi açısından 2010 yılından itibaren zorunlu karşılıklar yeniden aktif biçimde kullanılmaya başlanmıştır. Politika faizinin aksine, değiştirilmek istenen faiz oranları üzerinde etkili olması munzam karşılıkların önemini artıran bir etkidir. Dolayısıyla zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını etkilemeden yurtiçi talebi üzerinde etkili olmaktadır.

İç ve dış talepte gözlenen ayrışma kredi genişlemesinin hızlanmasına ve bunun beraberinde cari açığın artmasına sebep olmuştur. Söz konusu ayrışma TCMB'nin finansal istikrara dair riskleri yakından takip etmesini gerektirmiş, zorunlu karşılıkların aktif şekilde kullanımına ihtiyaç duyulmasına yol açmıştır. Burada bahsedilen ihtiyacın sebebi, para politikasının fiyat istikrarı temel amacından ödün vermeden finansal

istikrarı de aktif bir şekilde gözetebilmesi için tek bir politika aracının yetersiz olmasıdır. Bu sebepten ötürü TCMB, birincil politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yanında zorunlu karşılık oranlarını ve diğer likidite yönetim araçlarını etkin bir şekilde kullanmaktadır.

3.3.PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

Klasik iktisatçılara göre, para uzun vadede yansızdır. Herhangi bir para politikası uygulamaları istihdam ve büyüme gibi reel büyüklükleri etkilememektedir. Genişlemeci para politikası uygulaması sadece fiyatlar genel düzeyini arttırmaktadır. Bu sebepten dolayı aktif devlet müdahalesinden kaçınılmalı ve piyasa kendi akışına bırakılmalıdır. Ancak bu yaklaşımın bazı eksik yanları bulunmaktadır. İlk olarak aktarım değişkeni olarak sadece para miktarı kullanılmıştır. Reel sektörü etkileyen faiz oranı dışlanmıştır. Ayrıca kullandıkları indirgenmiş biçim yaklaşımı, dinamik etkileşimleri açıklayamamaktadır. Para politikasına dair alınan kararların ekonomik göstergeler üzerindeki etkilerinin gücü ve etkileşim süreci belirsiz kalmaktadır. **Bernanke ve Gertler (1995:27)**, bu belirsizlik sürecini kara kutu olarak nitelendirmişlerdir. Para politikasındaki bu belirsizliği ortadan kaldıran, dinamik etkileşimleri açıklamaya çalışan mekanizmaya parasal aktarım mekanizması denilmektedir. Bu kısımda, politika enstrümanlarından faiz oranı ile zorunlu karşılıkların nihai hedefleri hangi kanallar üzerinden etkileyebilecekleri araştırılmıştır.

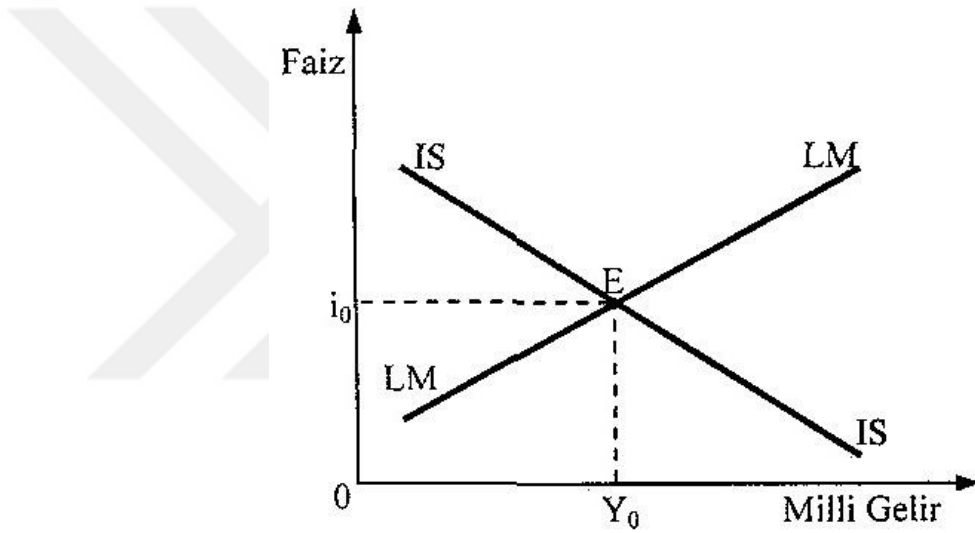
3.3.1. Geleneksel Keynes Faiz Kanalı

Para politikasındaki etkileşimleri açıklayan yaklaşımlardan ilki, paranın iktisadi faaliyetlerdeki önemiyetinin incelenmesidir (indirgenmiş biçim), ikincisi ise para politikasının toplam talebi etkileme kanallarının incelenmesidir (yapısal biçim). Yapısal biçim yaklaşımının en önde gelenlerinden biri geleneksel faiz oranı kanalı olmuştur. Bu

aktarım mekanizması IS-LM ve AD/AS analizlerinde karşımıza çıkan en önemli kabul edilebilecek olan aktarım mekanizmasıdır.

Konuyu daha iyi açıklamak için diğer aktarım mekanizmalarına geçmeden önce IS-LM modeline kısaca bir göz atılabilir.

Şekil 6: IS-LM Dengesi



LM eğrisi para piyasası dengesini gösterir. Para arzı ve para talebinin birbirine eşit olduğu noktadaki faiz oranı-millî gelir düzeyini ortaya koyar. LM eğrisi üzerindeki herhangi bir noktada olmak demek para piyasasının dengede olduğu anlamına gelmektedir. Grafikte de görüldüğü üzere LM eğrisi pozitif eğimli bir eğridir. Bunun sebebi para arzı ve para talebinin hem faiz oranının hem de gelirin fonksiyonu olmasıdır. Bilindiği üzere üç saikle para talebinde bulunulur. Bunlar işlem, ihtiyat ve spekülasyondur. Toplam talep düzeyinin yükselmesi durumunda işlem amaçlı para talebi de şüphesiz yükselmiş olacaktır. Bu durumda faiz oranları yukarı yönlü hareket gerçekleştirecek ve spekülatif para talebi azalacaktır. Buradan ortaya çıkan para artmış olan işlem amaçlı para talebini karşılayacaktır. Bu sebepten ötürü LM eğrisi pozitif eğimli olmaktadır.

LM eğrisinin eğimi ise para talebinin faiz ve gelir esnekliklerine bağlı olarak belirlenmektedir. Kolayca tahmin edilebileceği gibi para talebinin faiz oranına veya gelire olan duyarlılığı arttıkça LM eğrisi daha yatık hale gelecektir.

IS eğrisi ise mal piyasası dengesini göstermektedir. IS eğrisi üzerinde olan her noktada ise yatırımlar ve tasarruflar birbirlerine eşit gerçekleşmektedir. LM eğrisinin aksine IS eğrisi negatif eğime sahiptir. Negatif eğimin sebebi ise yatırımların faiz oranının azalan bir fonksiyonu olmasıdır. Faiz oranlarındaki bir düşüş yatırımları arttırıcı bir etki yaratacaktır.

IS eğrisinin eğimi ise yatırımların faiz oranına olan duyarlılığına ve çarpan katsayısının büyüklüğüne göre belirlenecektir. Yatırımların faize olan duyarlılığı yükseldikçe IS eğrisinin eğimi de artacaktır. Çarpan mekanizması ise bilindiği üzere otonom harcamalardaki bir artışın milli geliri kendisinde gerçekleştiren artıştan daha fazla arttıracağını ortaya koyan mekanizmadır. Çarpan katsayısı büyüdükçe IS eğrisinin eğimi de artacaktır.

Söz konusu iki eğrinin kesiştiği nokta ise ekonominin talep tarafının denge hasıla ve denge faiz oranını ortaya koyar. Burada son olarak değinilmesi gereken ise IS ve LM eğrilerinin hangi durumlarda hareket ettikleridir. LM eğrisini fiyatlar genel düzeyinde, para talebinde ve nominal para arzında meydana gelen değişiklikler kaydırırken; IS eğrisini vergiler, otonom tüketim harcamaları, kamu harcamaları, net ihracat ve yatırım harcamaları kaydırır.

Merkez bankasının uyguladığı genişletici para politikası para arzını arttırarak nominal faiz oranlarını düşürür. Fiyatların yapışkan olduğu varsayıldığından, nominal faiz oranlarındaki değişme reel faiz oranları üzerinde de aynı etkiyi göstermektedir. Reel faiz oranlarının düşmesi, üreticilerin sermayenin borçlanma maliyetini düşürmekte, dolayısıyla yatırım harcamalarını arttırmaktadır. Yatırım harcamalarına dayanıklı tüketim malı ve konut yatırımları da dahildir. Tüketiciler ise harcamalarını ve tasarruflarını arttırmaktadırlar. Toplam yatırım harcamalarının ve tüketim

harcamalarının artmasının nihai sonucu ise toplam talep ve toplam üretimin aynı yönde artmasıdır. Ancak yatırımların faiz esnekliğinin sıfır ve para talebinin faiz esnekliğinin sonsuz olduğu durumlarda bu mekanizma çalışmamaktadır.(Hicks, 1937: 157-158). Geleneksel faiz kanalı şematik olarak şöyle gösterilebilir:

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

Burada M para arzını, i_r yurtiçi reel faiz oranını, I yatırım harcamalarını(dayanıklı tüketim malı ve konut yatırımları da dahil) ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

Faiz kanalının yetersiz bulunduğunu öne süren iktisatçıların (Meltzer, 1995: 51-52; Bernanke, 1993: 50-55) temel eleştiri noktaları ise şunlardır:

1. Kredi piyasasındaki işlemlerin önemi üzerinde durulmaması (sadece para ve tahvil olarak iki varlık çeşidinin bulunması, bunlar dışındaki varlıkların ekonomi açısından hiçbir öneminin bulunmaması),
2. Bankaların aktarım mekanizması sürecinden dışlanması (sadece tasarruf mevduatları toplayarak, kredi verme işlevinin bulunması),
3. Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranını kontrol edebilmesi ve yatırım kararlarının uzun vadeli faiz oranlarından etkilenmesine rağmen, faizin vadesi üzerinde durulmaması.

3.3.2. Varlık Fiyatı Kanalı

Faiz oranı kanalının dışında başka aktarım mekanizmaları da mevcuttur. Bunları üç gruba ayırabiliriz: Varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalıdır. Varlık fiyatları kanalı, finansal ve reel varlıkların nispi fiyatları üzerindeki değişmelerin toplam harcamalar ve üretim üzerindeki etkilerini göstermektedir. Varlık fiyatı kanalı da geleneksel faiz kanalı gibi, piyasanın mükemmel olduğu varsayımına dayanmaktadır. Varlık fiyatı aktarım mekanizmalarını üç kategoride inceleyebiliriz.

3.3.2.1. Servet Etkisi Kanalı

Parasal aktarım mekanizmasında varlık fiyatı kanallarından ilki, servet etkisi kanalıdır (Ando ve Modigliani, 1963; Modigliani ve Brumberg, 1954). Franco Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezine göre, tüketim harcamalarının belirleyicisi cari gelir değil, tüketicilerin yaşam boyunca elde etmeyi düşündükleri gelirdir. Yaşam boyu kaynakları; beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşmaktadır. Yaşam boyu kaynakları da büyük oranda finansal servet içerisinde hisse senetlerinden meydana gelmektedir. Örneğin genişletici bir para politikası uygulamasında, halkın elinde tutmak istediğinden daha fazla miktarda para bulunacaktır ve halk fazla olan kısmı hisse senedi satın alarak değerlendirecektir. Hisse senetlerine olan talep yükseldiği için hisse senedi fiyatları yükselecek, bu durumda halkın serveti artacak, bunun sonucunda yine toplam talep ve toplam üretim artacaktır. Servet etkisi kanalını şematik olarak şöyle gösterebiliriz:

$$M \uparrow \rightarrow Pe \uparrow \rightarrow W \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını, Pe hisse senedi fiyatlarını, W halkın servetini, C tüketim harcamalarını ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

Hisse senetlerinin dışında konut ve arazi değerlerini de servet etkisine örnek olarak kullanabiliriz. Bu durumda genişletici bir para politikası uygulamasıyla konut talebi de artacak, konut fiyatları yükselecek ve konut sahiplerinin serveti artacaktır. Bu durumda tüketim harcamaları, devamında da milli gelir artacaktır. Bu kanalı şematik olarak gösterecek olursak:

$$M \uparrow \rightarrow Ph \uparrow \rightarrow W \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını, Ph konut fiyatlarını, W halkın servetini, C tüketim harcamalarını ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

3.3.2.2. Tobin q Kanalı

Varlık fiyatı kanallarından ikincisi, Tobin q teorisi kanalıdır (Tobin, 1970: 301-317). Hatırlanacağı gibi faiz kanalında, para politikası ve yatırımlar arasındaki ilişki tahvil ve para piyasası üzerinden kurulmaktadır. Bu kanal da ise para politikası ve yatırımlar arasındaki ilişki hisse senedi fiyatları üzerinden açıklanmaktadır. Hisse senedi fiyatlarındaki değişimler şirketlerin piyasa değerini etkilemekte ve yatırım kararları üzerinde etkili olmaktadır.

Kanalın daha iyi anlaşılması için, merkez bankasının yine bir genişletici para politikası uyguladığını düşünelim. Bu durumda halkın elinde daha fazla para olacak ve halk söz konusu fazlalığı organize piyasalara giriş yapıp hisse senedi satın alarak değerlendirirler. Hisse senedi talebinin yükselmesi hisse senedi fiyatlarının da yükselmesi sonucunu doğuracağı için, bu durum q'nun da (yani firma hisselerinin piyasa değeri/sermaye yenileme maliyeti) yükselmesi anlamına gelmektedir. Bu oranın bir firma için yükselmesi, söz konusu firmanın yapacağı bir yatırım artışının eskiye nazaran daha kazançlı bir hale gelmesi anlamına gelmektedir. Daha yüksek q değeri, şirketin piyasa değerine oranla sermaye yenileme (yeni fabrika ve teçhizat elde etme) maliyetinin düşük olması anlamına gelir. Şirketler daha az miktar hisse senedi ihraç ederek daha çok yatırım malları satın alabilmektedirler. Böylece yatırım harcamaları ve dolayısıyla toplam üretim artacaktır. Tobin q kanalı şematik olarak şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \rightarrow Pe \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını, Pe hisse senedi fiyatları, q firma hisselerinin piyasa değeri/sermaye yenileme maliyetini, I yatırım harcamalarını ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

Bu kanal konut ve arazi fiyatları üzerinde de uygulanabilir. Genişlemeci bir para politikası uygulaması konut ve arazi fiyatları üzerinde bir artışa sebep olur. Bu artış hem hanehalkının servetinin artmasına hem de konutların piyasa değerini yenileme maliyetine oranla yükseltmektedir. Dolayısıyla q değeri yükselecek ve konut yapımı

artacaktır. Artan tüketim ve yatırım harcamaları sonuç olarak toplam üretimi arttıracaktır. Konut fiyatlarına uyarlanan q kanalı şematik olarak şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \rightarrow Ph \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını, Ph konut fiyatlarını, q firma hisselerinin piyasa değeri/sermaye yenileme maliyetini, I yatırım harcamalarını ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

Eğer q değeri bir ve birden büyükse (hisse senedi değerinin yenileme maliyetinden yüksekse) kapasite genişlemesine gitmek söz konusu firma için kazançlı kabul edilmektedir. Q değeri birden küçük gerçekleşmişse bu durumda yapılacak yeni yatırımların maliyetinin getireceği kazançtan küçük olması beklenir. Bu durumda yeni yatırımlar yapmak cazip olmayacaktır.

3.3.2.3. Döviz Kuru Kanalı

Varlık fiyatı kanallarının sonuncusu, döviz kuru kanalıdır. Günümüzde ekonomilerin dış ticarete açılmasıyla birlikte esnek döviz kurları daha yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır. Esnek döviz kuru uygulamalarına geçilmesi [Mundell \(1963\)](#) ve [Fleming \(1962\)](#) modeline olan ilgiyi arttırmıştır. Döviz kuru kanalı, para politikası ve döviz kuru arasındaki ilişkinin toplam üretim ve fiyatlar üzerindeki etkilerini açıklamaya çalışmaktadır. Döviz kuru kanalı: (1) esnek döviz kuru rejimini kullanan ekonomilerde, (2) sermaye hareketlerinin faiz esnekliğinin yüksek olduğu durumlarda, (3) açıklık derecesinin yüksek olduğu (ihracat ve ithalatın GSYİH içerisindeki payı yüksek olduğu) ekonomilerde daha etkin çalışmaktadır.

[Mundell \(1963\)](#) ve [Fleming \(1962\)](#), para otoritesi genişletici para politikası uyguladığında, yurtiçi reel faiz oranları düşüşe geçer ve bu durum yerli varlıklara olan yabancı talebin ilgisini azaltır. Düşen taleple birlikte ulusal varlıkların fiyatı aşağı iner, ulusal para değer kaybı yaşar. Ulusal paranın değer kaybı ise ihracatı arttırırken ithalatı

(görelî pahalılandığı için) azaltır. Kısaca net ihracat ve toplam üretim artış gösterir. Bu kanalı şematik olarak da gösterelim:

$$M \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını, i_r yurtiçi reel faiz oranını, E döviz kurunu, NX net ihracatı ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

Tersi bir senaryoda yani para otoritesi daraltıcı para politikası uygulamaya karar verdiğinde ise reel faiz oranları yükselecek, bu durumda yerli varlıklara olan yabancı talep artacak ve ekonomiye döviz girişı olacaktır. Yerli finansal varlıkları satın almak için ulusal para satın almak gerektiğinden, ulusal para birimi değeri lenenecektir. Bunun sonucunda ithalat görelî ucuzlayacak; ihracat ise yabancılar için pahalılaşacaktır. Net ihracat azalacak ve milli gelir düşüşe geçecektir. Bu süreci şematize etmemiz gerekirse:

$$M \downarrow \rightarrow i_r \uparrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

3.3.3. Kredi Kanalı

Kredi kanalı ise bir diğer aktarım mekanizmasıdır. Faiz kanalı ve varlık aktarım mekanizmalarının yeterli derecede açıklayıcı olamamalarından ötürü ortaya çıkmıştır.

Kredi kanalına göre para politikası ile faiz oranı arasındaki ilişki dış finans primindeki içsel değışmeler tarafından açıklanmaktadır. Dış finans primi, ihraç edilen fonların maliyeti ile bu fonların getirileri arasındaki farka eşittir. Dış finans priminin yüksek olması finansal piyasalarda asimetrik bilgi sorununu doğurmaktadır. Daha yüksek dış finans primine sahip şirketler daha riskli teşebbüslere ve daha kötü şartlarda dahi borçlanmaya meyillidirler. Burada kaçınılmaz olarak borç alıcı borç vericiden daha fazla bilgiye sahip olmaktadır. Durumun böyle olması finansal piyasalarda ahlaki risk sorununu doğurmaktadır. Uygulanan para politikası yalnızca faiz oranını değil, aynı zamanda dış finans primini de etkilemektedir. Dış finans priminin analize dahil

edilmesi, geleneksel faiz kanalında belirtilen eksikleri de bertaraf etmektedir. Kredi görüşüne göre, faiz oranındaki değişimler dış finans primini aynı yönde etkilemektedir (Bernanke ve Gertler, 1995: 28-29).

Daha önce bahsedilen aktarım mekanizmalarının temel varsayımı, finansal piyasaların mükemmel işlediği ve asimetrik bilgi sorunun (finansal kaynak arz edenlerin, kaynak talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmamaları) olmadığı yönündeydi. Halbuki gerçek hayatta finansal piyasalar mükemmel işlememektedir. Finansal piyasalarda borç alıcılar ve borç vericiler arasında bilgi asimetriktir. Bu sebepten dolayı şirketler finansman türlerinden kolayca faydalanamamakta, dolayısıyla yatırım kararları etkilenmektedir. Kredi kanalı, finansal piyasalarda ortaya çıkan asimetrik bilgi probleminin olduğunu varsayarak para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisini ortaya koymaya çalışmaktadır.

Genel olarak kabul edildiği üzere küçük veya orta ölçekli şirketler menkul kıymet ihracında bulunarak fon bulamadıklarından banka kredilerine bağlı bir şekilde yatırımlarını gerçekleştirebilmektedirler. Eğer ki bankalar söz konusu firmalara kredi vermeyi riskli olarak değerlendiriyorlarsa bu durumda kredi tayinlaması politikası yürüteceklerdir. Kredi tayinlaması kısaca, banka kredisi talebinde bulunan bir firmanın kredi talebinin reddedilmesi veya istediği miktardan daha az bir miktarı elde edebilmesidir. Eğer banka söz konusu firmayı geri ödememe riski taşıyor olarak nitelendiriyorsa bu yola başvurabilmektedir.

Kredi kanalında para politikası ekonomiyi iki kanal üzerinden etkilemektedir. Bunlardan ilki banka kredi kanalı, ikincisi bilanço kanalıdır. Bu iki kanal birbirlerini tamamlamakta olup, her iki kanal da asimetrik bilgi sorununun bulunduğu varsayımına dayanmaktadır. Bankaların ekonomi içindeki rolünü banka kredi kanalı açıklamakta iken, para politikasındaki değişimlerin şirketler üzerindeki etkilerini bilanço kanalı açıklamaktadır.

3.3.3.1. Banka Kredi Kanalı

Kredi kanalının birinci unsuru, banka kredileri kanalıdır (Bernanke ve Gertler, 1995: 40-42) ve (Bernanke ve Blinder, 1988: 435). Banka kredi kanalı, bankaların ekonomi ve özellikle finansal yapı içerisindeki rolü üzerinde durmaktadır. Daha önceki kanalların aksine üç tane farklı ve birbirlerinin tam ikamesi olmayan aktif bulunmaktadır. Bunlar para, menkul kıymet ve banka kredileridir. Ayrıca banka kredi kanalında borç alıcılar arasındaki farklılığa da önem verilmektedir. Daraltıcı politikalardan özellikle menkul ihraç edemeyecek ve banka dışı kesimden borçlanamayacak kadar güvenilirliği düşük olan küçük şirketler etkilenmektedir. Bankacılık sektörünün şirketlerin ana fon kaynağı olduğu ülkelerde bu kanal daha etkili çalışmaktadır.

Para otoritesi genişletici para politikası uyguladığında, banka rezervleri ve mevduatları artış gösterecek ve kullanılabilir kredi miktarı artacaktır. Bu şekilde küçük ve orta ölçekli firmalar daha kolay kredi alabilecek ve planladıkları yatırımları gerçekleştirebileceklerdir. Bu durum yatırım ve tüketim harcamalarını arttıracak ve sonuçta toplam hasıla artacaktır. Tersine bir durumda ise, banka rezervleri ve mevduatları azalacak. Bankalar bu durum karşısında ya menkul kıymet satacak ya da kredi arzını kısıacaklardır. Kredi arzının kısılması durumunda küçük ve orta ölçekli şirketler kredi bulamayacak ve planladıkları yatırım harcamalarını yapamayacaklardır. Sonuç olarak toplam hasıla düşecektir. Banka kredi kanalı şematik olarak şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \rightarrow D \uparrow \rightarrow Cr \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını, D banka mevduatlarını, Cr banka kredilerini, I yatırım harcamalarını ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

3.3.3.2. Bilanço Kanalı

Kredi kanalından bahsederken üzerinde durulması gereken ikinci unsur ise, bilanço kanalıdır (Bernanke ve Gertler, 1995: 35-38). Bilanço kanalında şirketlerin güvenilebilirliği ve finansal pozisyonları üzerinde durulmaktadır. Uygulanacak para politikası şirketlerin finansal pozisyonu ile birlikte dış finansman primini de etkilemektedir. Bir şirketin net değeri, o şirketin varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki farktır. Net değeri yüksek olan şirketler borçları karşılığında daha yüksek teminat gösterebilmektedirler. Bu sebepten dolayı güvenilebilirliği yükselen şirketler daha kolay ve ucuz kredi bulabilmektedirler.

Merkez bankasının yine bir genişletici para politikası uyguladığını varsayalım. Daha önce detaylı bir şekilde üzerinde durulduğu gibi hisse senedi fiyatları yükselecek, firmaların piyasa değerleri artacaktır. Firmaların piyasa değerlerinin artmasından önce özsermayesi düşük olan firmaların kredi almaları düşük teminat gösterebildiklerinden zor bir süreçtir. Özsermayesi yetersiz olan firmalar daha az borçlanır ve dolayısıyla yatırımları da o denli az gerçekleşir. Hisse senetlerinin ve firma piyasa değerlerinin artmasıyla birlikte firma özsermayeleri ve net değerleri bu süreçten olumlu etkilenir. Bu durumla beraber ters seçim problemi ortadan kalkmaya başlar ve ahlaki risk azalır. Kredilerin batma riski azalır, sağlıklı krediler artar ve bunların sonucunda yatırım harcamaları ve toplam üretim artış gösterir. Bilanço kanalı şematik olarak şöyle gösterilebilir:

$$M \uparrow \rightarrow Pe \uparrow \rightarrow \text{tersine seçim ve ahlaki risk} \downarrow \rightarrow Cr \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını, Pe hisse senedi fiyatlarını, Cr banka kredilerini, I yatırım harcamalarını ve son olarak Y milli geliri ifade etmektedir.

3.3.4. Zorunlu Karşılıklar Kanalı

Zorunlu karşılıklar ekonomiyi maliyet ve likidite kanalları üzerinden etkilemektedirler. Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını değiştirdiğinde, bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki fark değişir ve bankaların merkez bankasına olan kısa vadeli ihtiyaçları değişerek kredi davranışları da değişiklik gösterir. Bu şekilde, para otoritesi zorunlu karşılıklarla ekonomiyi etkilemiş olur.

3.3.4.1. Doğrudan Maliyet Kanalı

Zorunlu karşılıkların aktarım mekanizmalarının birincisi doğrudan maliyet kanalıdır. Doğrudan maliyet kanalı para otoritesinin zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla faaliyet göstermektedir. Doğrudan maliyet, mevduat faizi ile zorunlu karşılıkların çarpımı ile bulunur. Zorunlu karşılıklardaki değişimler, bankaların yükümlülüklerinin maliyetini değiştirmektedirler. Bankalar, söz konusu yeni maliyeti, kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı ayarlayarak telafi etmeye çalışmaktadırlar. Kredi ve mevduat faizindeki değişimler de doğrudan yatırım ve tüketim kararları üzerinde etkili olmaktadır. Doğrudan maliyet kanalının işleyebilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmeli ve bankaların gönüllü olarak tuttuğu karşılıkların zorunlu olarak tuttukları miktardan az olması gerekmektedir. Ayrıca, finansal sektörün yapısı, bankaların finansal kuruluşlarla rekabet derecesi ve bankalararası rekabet düzeyi bu kanalın etkinliğinde önemli bir yer tutmaktadır. Bankaların banka dışı finansal kuruluşlarla olan rekabet seviyesi zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin mevduat ve kredi faizlerini ne ölçüde etkileyeceğini belirlemektedir. Ayrıca bankalararası rekabet derecesi ortaya çıkan maliyetin banka ile müşteri arasında ne ölçüde paylaşılacağını belirlemektedir (Reinhart ve Reinhart, 1999: 51-52).

3.3.4.2. Faiz Riski ve Likidite Kanalı

Zorunlu karşılıklar nihai hedefler olan fiyat istikrarını ve finansal istikrarı faiz riski ve likidite kanalı ile etkilemektedir. Likidite kanalı, merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların davranışlarını etkilemesiyle çalışmaktadır. Zorunlu karşılıklardaki değişimler ile bankalardan likidite çekilmiş olacaktır. Fazladan çekilen likidite karşısında, bankalar merkez bankasından yeniden borçlanarak likidite açığını kapatmaya uğraşacaklardır. Yeniden borç alma durumunda, bankalar para otoritesinin kısa vadeli kaynaklarına daha bağımlı duruma geleceklerdir. Bankaların kredi seviyeleri aynı kalmasına rağmen, kaynaklar ve krediler arasında vade uyumsuzluğu ortaya çıkacaktır (Vargas ve diğerleri, 2012: 2-4). Bankalar, vade uyumsuzluğundan doğan faiz riski karşısında iki çözümden birini seçeceklerdir: (1) faiz riskini kredi faiz oranlarına yansıtacaklar, (2) kısa vadeli kaynaklara olan bağımlılıklarını azaltmak için kredilerini kısacaklardır. Seçilen uygulamaya göre yatırım ve tüketim harcamalarını da etkileneceklerdir.

Faiz riski ve likidite kanalının işlemesi, merkez bankasının kısa vadeli fonlarının diğer yükümlülükler ile ikame edebilirlik derecesine bağlıdır. Merkez bankasının fonları başka fonlarla tam ikame edilebilirse, zorunlu karşılıklardaki değişimler bankalar için faiz riski yaratmayacaktır. Bankalar kısa vadeli ihtiyaçlarını diğer kuruluşlardan karşılayabilecek ve kredi faizleri artmayacaktır. Ayrıca, para otoritesi belirsizliği ve oynaklığı arttırarak bu kanalın daha etkin hale gelmesini sağlayabilmektedir. Politika faiz oranının gelecekteki değeriyle ilgili belirsizlik, bankaların merkez bankasına olan bağımlılıklarını arttıracak ve bu şekilde söz konusu kanalın daha etkili olmasına yol açacaktır. Merkez bankası, zorunlu karşılığa tabi yükümlülükleri vadeye göre farklılaştırarak da faiz riski ve likidite kanalının etkinliğini arttırabilmektedir.

3.3.5. Beklentiler Kanalı

Merkez bankası kısa vadeli faiz oranları üzerinde büyük bir güce sahiptir. Bankalar bankarası (interbank) piyasadan borçlanmayı veya borç vermeyi tercih etmezlerse merkez bankasından ihtiyaçlarını görebilirler. Hazine bonoları ve uzun vadeli devlet tahvillerinin faiz oranlarını da merkez bankaları beklentiler aracılığıyla kontrol altında tutmaktadırlar. Uzun vadeli faiz oranları anlık kısa vadeli faiz oranlarından değil, kısa vadeli faiz oranlarının gidişatına göre belli olmaktadır. Beklentiler aracının etkin olarak kullanılabilmesi için olmazsa olmaz olan şart merkez bankasının hesap verebilirliğinin ve dolayısıyla şeffaflığının yüksek olmasıdır. Bu da piyasayla iletişimin yüksek ve açık olmasıyla sağlanabilir. Merkez bankası gelecekteki faiz oranları ile ilgili işaretlerde bulunarak piyasaya yön verir, bu şekilde uzun vadeli faiz oranlarını uyarlar (Woodford, 2001: 10-14). Para otoritesi yalnızca kısa vadeli faiz oranlarını ayarlayabilir, uzun vadeli faiz oranları üzerindeki kontrol gücü ise az önce de değindiğimiz gibi kısa vadeli faiz oranlarının beklenen değerlerine bağlıdır. Özetle para otoritesinin kredibilitesi ne kadar yüksekse para politikası uygulamaları da o denli başarılı olacaktır.

Beklentiler kanalının önemine birçok merkez bankası vurgu yapmaktadır. Gelecekteki ekonomik olaylar ile ilgili bir belirsizlik ekonomik aktörlerin geleceğe yönelik bir beklentiye girmesine sebep olmaktadır. Beklentiler geçmiş bilgilere, karar alma aşamasında edinilen bilgilere, ekonominin yapısına, enformasyona ulaşılabilirlik düzeyine bağlıdır. Merkez bankasının amacı iktisadi aktörlerin enflasyona yönelik beklentilerinin, kendi hedefi ile uyumlaştırmaktır. Bunu gerçekleştirebilmek için ise güvenilirliği sağlamak önemlidir. Merkez bankasının faiz oranını arttıracığı üzerine açıklamalar ve uygulamalar, tüketici ve üreticiler üzerinde etkili olmaktadır. Fiyat istikrarı ile ilgili taahhüdün ve ilan edilen hedefin, gerçek değerlerle ve uygulanan politikalarla tutarlı olması merkez bankasının kredibilitesini yükselterek beklentiler kanalının daha etkin çalışmasına önayak olmaktadır.

3.3.6. Diğer Kanallar

Daha önce bahsettiğimiz temel parasal aktarım mekanizmalarından arda kalanlara bu altbölüm içinde değinilmiştir. Bahsedilmesi gereken aktarım mekanizmalarından biri nakit akımı kanalıdır. Nakit akımı bilindiği üzere nakit gelirler ve nakit giderler arasındaki farktır. Genişletici bir para politikası, faiz oranlarını düşürür, nakit akımını arttırır, firmaların likit kaynakları artar ve bilançoları düzelme gösterir. Bankalar bilançoları düzelen firmalara kredi vermeye daha sıcak bakarlar. Sonuç olarak ters seçim ve ahlaki risk azalarak borçlanma imkanları ve dolayısıyla yatırım harcamaları ve toplam üretim yükselir.

Kanalların öbürü ise fiyat düzeyi kanalıdır. Genişletici bir para politikası uygulaması, genel fiyat düzeyini zamanla yükseltir (enflasyon), firmaların reel yükümlülüklerinin değerleri düşer, bununla beraber varlık fiyatları artan talep dolayısıyla artış gösterir. Bunun sonucunda firmaların reel net değerleri yükselir, tersine seçim ve ahlaki risk azalarak borçlanma imkanları, yatırım harcamaları ve toplam üretim yükselir.

Başka bir kanal ise hanehalkı likidite etkisi kanalıdır. Genişletici bir para politikası uygulaması, hisse senedi fiyatlarını yükselterek halkın finansal varlıklarının değerlerini arttırır ve bireylerin finansal sıkıntıya uğrama riski azalır. Bireylerin kendilerini ekonomik anlamda daha güvenli hissetmeleriyle birlikte dayanıklı tüketim mallarına ve konutlara olan talepleri yükselir. Talepteki bir artış, zaman içinde toplam üretimi de arttırır(Mishkin, 2006, 602-604).

3.4.LİTERATÜR TARAMASI

Parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi üzerine birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Bu ampirik çalışmalara yönelik literatür taraması yabancı çalışmalar için Tablo 14'te, Türkiye için çalışmalar Tablo 15'te verilmiştir.

Tablo 14: Parasal Aktarım Mekanizmaları Yabancı Çalışmalar

Yazar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Sonuç
Smets ve Wouters (1999)	Almanya 1975-1997	VAR modeli	Döviz kuru kanalı geçerli. Parasal daralma sonrası döviz kuru değer kazanmakta, bunun sonucunda ithalat malları yurtiçi malları ile ikame edilmiştir. İhracat talebi ve yurtiçi talep düşmüş, reel GSYİH düşmüştür.
Camarero vd. (2002)	İspanya 1986-1998	Eşbütünleşik VAR modeli	Geleneksel faiz kanalı ve döviz kuru kanalı çalışmaktadır. Parasal daralma kısa ve uzun dönem faiz oranlarını arttırmakta, döviz kurunu değerlendirmekte ve toplam çıktıda azalmaya sebep olmaktadır.
Ahmed and İslam (2004)	Bangladeş 1979-2005	VAR modeli	Banka kredileri kanalı ve döviz kuru kanalının varlığına dair zayıf kanıtlar mevcut.
Nagayasu (2007)	Japonya 1970-2006	VAR modeli	Döviz kuru kanalı toplam çıktıyı önemli ölçüde etkilememektedir. Parasal genişleme Yen'in değerini düşürmekte, ancak bu değişimin toplam çıktıyı etkilediğine dair bulgu yetersiz çıkmıştır.
Saibu (2013)	Nijerya 1986-2009	VAR modeli	Geleneksel faiz oranı kanalı tarım ve sanayi sektöründe etkin, döviz kuru kanalı ise inşaat, maden, hizmet sektörlerinde etkin çıkmıştır.
Mehrotra (2007)	Japonya, Hong Kong ve Çin 1991-2004	Yapısal VAR modeli	Japonya ve Hong Kong'da döviz kuru kanalı etkin olarak çalışmaktadır. Çin'de ise sermaye kontrolü sebebiyle döviz kuru kanalı çalışmamaktadır.

Taylor (1995)	ABD 1974-1995		Faiz kanalı tüketim ve yatırım harcamalarını önemli derecede etkilemektedir.
Zhang ve Sun (2006)	Çin	Genel denge modeli	Tüketim malları dayanıklı ve dayanıksız olarak kategorize edilmiştir. Tüketici kredi piyasası genişlemesi kredi kanalı ile faiz kanalının işleyişini etkinleştirmektedir. Geleneksel faiz oranı kanalı çalışmaktadır.
Butzen, Fuss ve Vermeulen (2001)	Belçika 1985-1998	Yapısal VAR modeli	Geleneksel faiz oranı kanalı ve banka kredi kanalı çalışmaktadır.

Tablo 15: Parasal Aktarım Mekanizmaları Yurtiçi Çalışmalar

Yazar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Sonuç
Örnek (2009)	Türkiye 1990-2006	VAR modeli	Geleneksel faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanalı çalışmaktadır. Varlık kanalı ve banka kredi kanalı çalışmamaktadır.
Cengiz (2009)	Türkiye		Parasal aktarım mekanizmalarının işleyişini incelemiştir. Ülkelerin kurumsal ve ekonomik yapıları ile dışa açıklıklarının farklı olduğu için ampirik çalışma yapılamayacağını savunmuştur.
Büyükakın, Cengiz ve Türk (2009)	Türkiye 1990-2007	VAR modeli	Döviz kuru kanalı önemli parasal aktarım mekanizmalarından biridir. Para politikası şokları fiyatlar üzerinde önemli değişimlere neden olmaktadır.
Cambazoğlu ve Güneş (2011)	Türkiye ve Arjantin 2003-2010	VAR modeli	Türkiye için para kanalı, Arjantin için ise banka kredi kanalı çalışmaktadır.

Cambazoğlu ve Karaalp (2012)	Türkiye 2003-2010	VAR modeli	Döviz kuru kanalı önemi parasal aktarım mekanizmalarından birisidir.
Akbaş, Zeren ve Özekicioğlu (2013)	Türkiye 2005-2013	VAR modeli	Geleneksel faiz kanalı ve döviz kuru kanalı sanayi üretimini, dolayısı ile toplam çıktıyı kısa dönemde etkilemektedir.
Köse ve Saraçoğlu (1999)	Türkiye 1980-1996	VAR modeli	Döviz kuru kanalı çok önemli bir aktarım mekanizmasıdır.
Gündüz (2001)	Türkiye 1986-1998	VAR modeli	Döviz kuru kanalı çalışmaktadır.
Kasapoğlu (2007)	Türkiye 1990-2006	VAR modeli	Geleneksel faiz oranı kanalı etkin çalışmaktadır. Döviz kuru kanalı reel aktiviteler üzerinde değil, sadece fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olmaktadır. Varlık kanalı ve kredi kanalı çalıştığına dair ampirik bulgu yetersiz kalmıştır.
Erdoğan ve Yıldırım (2009)	Türkiye 1995-2007	VAR modeli	Geleneksel faiz oranı kanalı kısa vadede oldukça etkin çalışmaktadır.
İncekara, Demez ve Ustaoglu (2012)	Türkiye 1989-2011	Johansen eşbütünleşme ve VAR modeli	Uzun vadede, Fisher etkisi Türkiye ekonomisinde geçerlidir.
Yücememiş, Alkan ve Dağıdır (2015)	Türkiye 2003-2014	Maki eşbütünleşme analizi	Faiz koridoru enflasyon üzerinde etkilidir ve enflasyonun belirleyicisi bir para politikası aracıdır.
Binici, Kara, Özlü (2016)	Türkiye 2010-2014	Panel veri analizi	Para politikası araçlarının kredi ve mevduat faizi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Kredi ve mevduat faizleri üzerinde, fiili faiz oranlarının resmi faiz oranlarından daha belirgin olduğu ortaya çıkmıştır.

3.5.EKONOMETRİK UYGULAMA

3.5.1. Veri Seti ve Birim Kök Sınaması

Çalışmada, küresel finansal kriz sonrası Türkiye ekonomisinde parasal aktarım mekanizmalarının çalışıp çalışmadığı incelenmiştir. Bu sebepten dolayı öncelikle ara hedeflerin fiyat istikrarı üzerindeki etkisi, daha sonra politika araçlarının ara hedefler üzerindeki etkisi araştırılmıştır. TUFE değişkeni enflasyon oranını, KREDİ değişkeni yurtiçi kredi arzını, USD değişkeni efektif dolar alış kurunu, OFF değişkeni TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini, REPO değişkeni 1 haftalık repo faiz oranını, GFARK TCMB gecelik borç alma ve gecelik borç verme faiz farkını, ZKO değişkeni zorunlu karşılık oranlarının basit ortalamasını temsil etmektedir. Zaman serilerinin frekansı aylıktır. Çalışma 2010m11-2017m08 dönemleri aralığını kapsamaktadır. Zaman serileri TCMB EVDS sisteminden ve TCMB istatistiklerinden alınmıştır. Ayrıca değişkenler arasındaki esneklik ilişkisinin kurulabilmesi için değişkenlerin logaritması alınmıştır.

Tablo 16: LNOFF, LNREPO, LNGFARK, LNZKO, LNUSD, LNKREDİ ve LNTUFE Zaman Serilerinin Birim Kök Sınaması Sonuçları

		ADF		
	Seviye	Seviye Prob.	Birinci Fark	Birinci Fark Prob.
LNOFF	-1.478987	0.5392	-7.917444	0.0000
LNREPO	-1.922421	0.3206	-8.571575	0.0000
LNGFARK	-1.413236	0.5718	-7.665608	0.0000
LNZKO	-1.891042	0.3347	-6.330430	0.0000
LNUSD	-0.483170	0.8882	-6.822440	0.0000
LNKREDİ	-2.501080	0.3270	-8.532326	0.0000
LNTUFE	-3.452962	0.0516	-4.868728	0.0009

* %5 göre anlamlıdır.

Çalışma için uygun modeli bulabilmek üzere öncelikle birim kök sınaması uygulanmıştır. Bu yolla Gaussian temiz-dizi olması sağlanır. İktisadi modeller genelde yüksek otoregresif süreci kapsadıklarından ADF birim kök sınaması uygulanmıştır. ADF birim kök testini daha yüksek dereceden otoregresif süreçlerde de uygulamak mümkündür. İktisadi çalışmalarda bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bulunması sebebiyle ADF birim kök sınaması yaygın olarak kullanılmaktadır. Gecikme sayısı AIC, SC kriterleri aracılığıyla bulunabilir.

Bu sınama uygulanırken uygun gecikme uzunluğu Akaike ve Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir. Sonuçlar Tablo 16’da gösterilmiştir.

Seriler üzerinde birim kök sınaması uygulandığında, serilerin birinci dereceden durağan olduğu gözlemlenmiştir. Zaman serileri birinci dereceden $I(1)$ eşbütünleşiklerdir. Zaman serileri düzey seviyelerinde durağan olmamalarına rağmen, aralarında uzun vadeli bir ilişki bulunabilir. Bu sebepten dolayı **Johansen yaklaşımı (1988, 1995)** kullanılmıştır.

3.5.2. Model 1 - Ara Hedeflerin Fiyat İstikrarı Üzerindeki Etkisi

Modelin kurulması için ilk yapılması gereken VAR modeli için uygun gecikme uzunluğunun seçilmesidir. Tablo 17’de gösterildiği üzere uygun gecikme uzunluğu LR, FPE ve AİC kriterlerine göre 5 olmalıdır. Bundan yola çıkarak VAR(5) modeli kurulmalıdır. Ayrıca belirtmek gerekirse HQ kriteri 1 ve SC kriteri 1 gecikme uzunluğunu önermiştir.

Kısa dönem VAR modelinin ve uzun dönem eşbütünleştirici denkleminin kesme ve trend içerip içermediği önemlidir. Kesme ve trend dikkate alınarak beş farklı model kurulabilir:

- 1- Hem uzun dönem hem kısa dönem modelinde kesme ve trend yoktur.

$$(\delta_1=\delta_2=\mu_1=\mu_2=0) \text{ Model: } \Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \beta Z_{t-1} + \varepsilon_t$$

- 2- Uzun dönem modelinde kesme var trend yok, kısa dönem modelinde hem kesme hem de trend yoktur. ($\delta_1=\delta_2=\mu_2=0$) Model: $\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha(\beta \mu_1) (Z_{t-1} \mathbf{1}) + \varepsilon_t$.
- 3- Uzun dönem modelinde kesme var trend yok. Kısa dönem modelinde kesme var trend yok. ($\delta_1=\delta_2=0$) Model: $\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha(\beta \mu_1) (Z_{t-1} \mathbf{1}) + \mu_2 + \varepsilon_t$.
- 4- Uzun dönem modelinde hem kesme hem trend vardır. Kısa dönem modelinde kesme var trend yoktur. ($\delta_2=0$) Model: $\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha(\beta \mu_1 \delta_1) (Z_{t-1} \mathbf{1} \mathbf{t}) + \mu_2 + \varepsilon_t$.
- 5- Uzun dönem modelinde hem kesme hem de kuadratik trend vardır, kısa dönem modelinde kesme ve trend vardır.

Tablo 17: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	299.2649	NA	4.96e-09	-7.770129	-7.647459	-7.721105
1	772.8614	884.8777	2.93e-14	-19.81214	-19.19879*	-19.56702*
2	787.9566	26.61522	3.01e-14	-19.78833	-18.68430	-19.34711
3	804.1820	26.89993	3.02e-14	-19.79426	-18.19955	-19.15694
4	820.9973	26.10806	3.00e-14	-19.81572	-17.73033	-18.98230
5	839.7644	27.16291*	2.87e-14*	-19.88854*	-17.31246	-18.85901
6	854.0000	19.10557	3.14e-14	-19.84210	-16.77535	-18.61648

* uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir

Model 1'in gerçek hayatta oluşması zor iken, Model 5'in yorumlanması çok zordur. Bu sebeplerden dolayı Model 1'in ve Model 5'in iktisadi çalışmalarda kullanılması pek olası ve yaygın değildir (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 584-586). Deterministik bileşenlerine göre uygun model Pantula (1989) prensibine göre seçilmiştir. Pantula prensibi üç modelin tahmini vermekle birlikte en kısıtlanmış hipotezden başlayarak

sonuçları vermektedir. İz istatistikleri ile kritik değerler incelenmektedir. Pantula ilkesine göre uygun model Model 2 olmalıdır.

Tablo 18: Johansen (1988, 1995) Eşbütünleşme Test Sonuçları

<i>λ_{iz} istatistiği</i>			
Hipotezler	Eigenvalue (λ_i)	λ_{iz}	Kritik Değer % 5
$H_0 : r = 0, H_1 : r = 1$	0.452943	77.72558*	54.07904
$H_0 : r \leq 1, H_1 : r = 2$	0.183619	30.07266	35.19275
$H_0 : r \leq 2, H_1 : r = 3$	0.119721	14.04560	20.26184
$H_0 : r \leq 3, H_1 : r = 4$	0.049034	3.971853	9.164546
<i>λ_{maks} istatistiği</i>			
Hipotezler	Eigenvalue (λ_i)	λ_{maks}	Kritik Değer % 5
$H_0 : r = 0, H_1 : r \geq 1$	0.452943	47.65292*	28.58808
$H_0 : r \leq 1, H_1 : r \geq 2$	0.183619	16.02706	22.29962
$H_0 : r \leq 2, H_1 : r \geq 3$	0.119721	10.07375	15.89210
$H_0 : r \leq 3, H_1 : r \geq 4$	0.049034	3.971853	9.164546

* %5 göre anlamlıdır.

Daha sonraki aşamada ise model için uygun aşamanın belirlenmesi gerekmektedir. Uygun model olarak Model 2, yani eşbütünleştirici modelde kesme bulunmakta ancak trend bulunmamaktadır, VECM(4) modelinde ise ne trend ne de kesme vardır. Π matrisinin uygun aşamasının ve eşbütünleştirici vektör sayısının bulunması için Johansen İz ve Maks İstatistikleri incelenmiştir. Test istatistiği, karakteristik kökleri en büyükten en küçüğe doğru sıralayarak, bu köklerin sıfırdan farklı olduğunu sınamaya kalkar. Maks İstatistiği'nde, $\text{Rank}(\Pi)=r$ sıfır hipotezine karşılık, $r+1$ alternatif hipotezi sınanmaktadır. Sıfır hipotezi, en çok r sayıda eşbütünleştirici ilişkinin olduğunu varsaymaktadır. Alternatif hipotez ise, $r+1$ sayıda

eşbütünleştirici vektör olduğunu ileri sürmektedir. İz İstatistiği'nde, Π matrisinin iz'i kullanılarak elde edilen olabilirlik oranı (LR) testi kullanılır. r'inci özdeğere yeni bir özdeğer eklendiğinde matrisin iz'inin artıp artmadığı ele alınır. Sıfır hipotezi eşbütünleştirici vektör sayısının r'den küçük veya eşit olduğu biçimde kurulmaktadır. Alternatif hipotez ise, eşbütünleştirici vektör sayısının r+1'e eşit veya büyük olduğunu savunmaktadır. Maksimum özdeğer ve iz test istatistikleri kritik değerlerden daha büyük çıkarsa sıfır hipotezi red edilmektedir(Sevüktekin ve Çınar, 2014: 586-589). Sonuçlar Tablo 18'de verilmiştir.

Hem İz İstatistiğine hem de Maks İstatistiğine göre uygun aşama 1 çıkmıştır. Değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünleştirici bir tane ilişki söz konusudur.

Zayıf dışsallık sınaması yapılmıştır. Zayıf dışsallık sınaması α matrisi satırının sıfıra eşit olduğunun testi ile gerçekleştirilmektedir. Test her değişken için ayrı ayrı yapılmaktadır. Eğer sıfır hipotezi reddedilemezse ilgili değişken zayıf dışsaldır. Zayıf dışsallık, bir değişkenin sadece kendi gecikmeli değerlerinden etkilenmesini ifade etmektedir(Sevüktekin ve Çınar, 2014).

Tablo 19: Zayıf Dışsallık Sınaması Sonuçları

Değişkenler	Sıfır Hipotezi	LR (aşama=2)	Prob.
LNTUFE	$H_0 : a_{11} = 0$	16.92329	0.000039
LNKREDİ	$H_0 : a_{21} = 0$	5.189135	0.022729
LNUSD	$H_0 : a_{31} = 0$	3.721256	0.053724
LNOFF	$H_0 : a_{41} = 0$	0.012666	0.910391

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

Rank daha önceki testlerde 1 bulunduğu için, 1 değeri verilmiştir. Burada LNTUFE, LNKREDİ, LNUSD ve LNOFF değişkenlerinin zayıf ekzojen olması için sırasıyla birinci denklemde LNTUFE değişkeninin, ikinci denklemde ise LNKREDİ değişkeninin, üçüncü denklemde LNUSD değişkeninin ve dördüncü denklemde LNOFF

değişkeninin kendi gecikmeli değerinin bir fonksiyonu olması gerekmektedir. Yukarıdaki tablo incelendiğinde sıfır hipotezleri LNTUFE ve LNKREDİ değişkenlerinde reddedilmektedir. Bu değişkenler zayıf dışsal olduklarından birer içsel değişkenlerdir. Modelin bu değişkenler açısından ele alınması gerekmektedir.

Ara hedeflerin fiyat istikrarı üzerindeki etkilerini görmek için, LNTUFE modeli kurulmuştur. Modelin bulguları Tablo 20’de verilmiştir.

Tablo 20: Uzun Dönem Esnekliklikler

	TUFE	KREDİ	USD	OFF	C
	TUFE MODELİ				
Katsayılar	1.0000	-0.340961*	-0.142446*	-0.010943	1.871182*
Standart Hata		(0.04437)	(0.07074)	(0.03524)	(0.88671)

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

$$LNUFE = C + 0.34LNKREDİ + 0.14LNUSD$$

Bulgulara göre fiyatlar genel düzeyi üzerinde kredi arzı ile dolar kuru etkili olurken, faiz oranı doğrudan etkili değildir. Kredi arzının %10 artması, TUFE’nin %3,4 artmasına neden olmaktadır. Dolar kurunun artışı da ithalat edilen girdilerin maliyetini arttırdığından, fiyatlar genel düzeyini arttırmaktadır. Dolar kurunun %10 artışı, fiyatların %1,4 artmasına neden olmaktadır. Durumun daha iyi anlaşılması için şöyle bir örnek verelim. Kredi arzının %20, dolar kurunun da %20 arttığı bir ekonomide beklenen enflasyon oranı %9.6 olur. Krediler ve dolar kuru hem istatistiksel hem de teorik olarak anlamlıdır. Ayrıca belirtmek gerekirse, kredi arzı üzerindeki hareketlere enflasyon neden olmaktadır. Enflasyon ile kredi arzı arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi mevcuttur.

Vektör hata düzeltme modeli, uzun vadeli denge ilişkisinde ortaya çıkabilecek kısa dönemli şokların ne kadar sürede düzeleceğini göstermektedir. Hata düzeltme

modelindeki katsayılar beklendiği gibi negatiftir. Bu katsayılar, durağan olmayan zaman serilerinden kaynaklanan şokların bir sonraki döneme kadar uzun vadeli dengeye yaklaşma hızını göstermektedir. Kısa dönemde TUFİ değişkeninde ortaya çıkacak dengesizlik yaklaşık yirmi beş ayda; KREDİ değişkeninde ortaya çıkacak dengesizlik de yaklaşık yirmi iki ayda uzun dönem dengeye doğru gelecektir.

Tablo 21: Vektör Hata Düzeltme Modeli Sonuçlar

	TUFİ	KREDİ	USD	OFF
Katsayılar	0.040444*	-0.046057*	-0.068093	-0.047530
Standart Hata	(0.01602)	(0.00895)	(0.03530)	(0.41642)

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

Tablo 22: Granger Nedensellik Sınaması

	KREDİ	USD	OFF
Bağımlı Değişken: D(LNTUFİ)			
Chi-sq	13.01693*	25.49425*	10.64606*
Prob.	0.0112	0.0000	0.0308

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

Kısa vadeli nedensellik ilişkisinin bulunabilmesi için Granger Nedensellik sınaması uygulanmıştır. Sınamaya göre kısa vadede kredi arzı, dolar kuru ve fonlama faizi fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olmaktadır.

3.5.3. Model 2 - Politika Araçlarının Ara Hedefler Üzerindeki Etkileri

Uygun gecikme uzunluğu belirlenerek VAR modeli kurulmuştur. Tablo 23'te gösterildiği üzere uygun gecikme uzunluğu LR ve FPE kriterlerine göre 3 olmalıdır. Bundan yola çıkarak VAR(3) modeli kurulmalıdır.

Tablo 23: Uygun Gecikme Uzunluğu Seçimi

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	238.5665	NA	8.86e-11	-6.120172	-5.936167	-6.046635
1	831.4110	1076.481	3.84e-17	-20.77397	-19.48594*	-20.25921*
2	879.5707	79.84384	2.84e-17	-21.09397	-18.70190	-20.13798
3	928.0595	72.73312*	2.14e-17*	-21.42262	-17.92652	-20.02541
4	965.4443	50.17436	2.25e-17	-21.45906*	-16.85893	-19.62063
5	1001.234	42.38234	2.63e-17	-21.45352	-15.74936	-19.17386
6	1028.490	27.97311	4.20e-17	-21.22341	-14.41522	-18.50253

* uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir

Uygun model olarak Model 2, yani eşbütünleştirici modelde kesme bulunmakta ancak trend bulunmamaktadır, VECM(2) modelinde ise ne trend ne de kesme vardır. Π matrisinin uygun aşamasının ve eşbütünleştirici vektör sayısının bulunması için Johansen İz ve Maks İstatistikleri incelenmiştir. Hem İz İstatistiğine hem de Maks İstatistiğine göre uygun aşama 2 çıkmıştır. Değişkenler arasında uzun dönemde eşbütünleştirici bir tane ilişki söz konusudur. Sonuçlar Tablo 24’te verilmiştir.

Tablo 24: Johansen (1988, 1995) Eşbütünleşme Test Sonuçları

<i>λ_{iz} istatistiği</i>			
Hypotheses	Eigenvalue (λ_i)	λ_{trace}	Critical Value % 5
$H_0 : r = 0, H_1 : r = 1$	0.568479	162.7678	0.0000
$H_0 : r \leq 1, H_1 : r = 2$	0.428306	96.37317	0.0008
$H_0 : r \leq 2, H_1 : r = 3$	0.297820	52.20024	0.0728
$H_0 : r \leq 3, H_1 : r = 4$	0.153861	24.26861	0.4456

λ_{maks} istatistiği			
Hypotheses	Eigenvalue (λ_i)	λ_{max}	Critical Value % 5
$H_0 : r = 0, H_1 : r \geq 1$	0.568479	66.39467	40.95680
$H_0 : r \leq 1, H_1 : r \geq 2$	0.428306	44.17294	34.80587
$H_0 : r \leq 2, H_1 : r \geq 3$	0.297820	27.93162	28.58808
$H_0 : r \leq 3, H_1 : r \geq 4$	0.153861	13.19863	22.29962

* %5 göre anlamlıdır.

Zayıf dışsallık sınaması uygulanmıştır. Zayıf dışsallık sınaması sonuçları Tablo 23'te verilmiştir. Zayıf dışsallık sınaması sonuçlarına göre LNKREDİ ve LNZKO içsel; LNUSD, LNOFF, LNREPO ve LNGFARK dışsal çıkmıştır. Bu sebepten dolayı model sadece LNKREDİ üzerinden kurulacaktır.

Tablo 25: Zayıf Dışsallık Sınaması Sonuçları

Değişkenler	Sıfır Hipotezi	LR (aşama=2)	Prob.
LNKREDİ	$H_0 : a_{11} = 0,$ $H_0 : a_{12} = 0$	24.46891	0.000005
LNUSD	$H_0 : a_{21} = 0,$ $H_0 : a_{22} = 0$	5.405076	0.067035
LNOFF	$H_0 : a_{31} = 0,$ $H_0 : a_{32} = 0$	1.413746	0.493184
LNREPO	$H_0 : a_{41} = 0,$ $H_0 : a_{42} = 0$	0.504597	0.777013
LNGFARK	$H_0 : a_{51} = 0,$ $H_0 : a_{52} = 0$	3.208764	0.201014
LNZKO	$H_0 : a_{61} = 0,$ $H_0 : a_{62} = 0$	23.91185	0.000006

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

KREDİ modelinin bulguları Tablo 26'da verilmiştir.

Tablo 26: Uzun Dönem Esnekliklikler

	KREDİ	USD	OFF	REPO	GFARK	ZKO
KREDİ MODELİ						
Katsayılar	1.0000	0.0000	-0.470163	0.454388	0.294745*	2.454170
Standart Hata			(0.32777)	(0.33970)	(0.11205)	(0.55094)

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

$$\text{LNKREDİ} = C - 0.29\text{LN}(\text{GFARK}) - 2.45\text{LN}(\text{ZKO})$$

Kredi modelinde, LNOFF ve LNREPO değişkenleri istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Zorunlu karşılıklardaki %10'luk bir artış kredi arzını %25 azaltmaktadır. Zorunlu karşılıklar hem istatistiksel hem teorik olarak anlamlı çıkmıştır. Ayrıca faiz oranlarındaki oynaklık (gecelik borçlanma ve gecelik borç verme faizi arasındaki fark) kredi arzını negatif etkilemektedir. Oynaklığın %10 artması, kredi arzını %3 azaltmaktadır. Bir örnek vermek gerekirse, zorunlu karşılık oranının %5'ten %5.5 çıkarılması, kredi arzını %25 azaltacaktır. Faiz koridorunun 6-8 arasından, 4-8 olarak değiştirilmesi ise kredi arzını %29 kısacaktır. Dolar kuru değişkeni ise dışsal çıktığı için modeli kurulmamıştır. Ayrıca uzun vadede politika araçları dolar kuru üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip değildir.

Tablo 27: Vektör Hata Düzeltme Modeli Sonuçlar

	KREDİ	USD	OFF	REPO	GFARK	ZKO
Katsayılar	0.041216*	-0.029659	-0.029486	-0.058673	-0.089767	-0.1670*
Standart Hata	(0.00917)	(0.02160)	(0.08001)	(0.07081)	(0.11619)	(0.02481)

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

Hata düzeltme modelindeki katsayılar beklendiği gibi negatiftir. Bu katsayılar, durağan olmayan zaman serilerinden kaynaklanan şokların bir sonraki döneme kadar uzun vadeli dengeye yaklaşma hızını göstermektedir. Kısa dönemde KREDİ

değişkeninde ortaya çıkacak dengesizlik yaklaşık yirmi dört ayda; ZKO değişkeninde ortaya çıkacak dengesizlik de yaklaşık altı ayda uzun dönem dengeye doğru gelecektir. Vektör hata düzeltme modeli sonuçları Tablo 27’de verilmiştir.

Kısa vadeli nedensellik ilişkisinin bulunabilmesi için Granger Nedensellik sınaması uygulanmıştır. Sınamaya göre kısa vadede kredi arzı zorunlu karşılıklardan ve faiz oynaklığından etkilenirken; dolar kuru ortalama fonlama faizinden etkilenmektedir. Sonuçlar Tablo 28’de verilmiştir.

Tablo 28: Granger Nedensellik Sınaması

	KREDİ	USD	OFF	REPO	GFARK	ZKO
Dependent variable: D(LNKREDI)						
Chi-sq		2.231547	4.701622	3.193872	5.942132*	19.00958*
Prob.		0.3277	0.0953	0.2025	0.0512	0.0001
Dependent variable: D(LNUSD)						
Chi-sq	2.111280		9.178997*	2.223339	1.872301	5.336628
Prob.	0.3480		0.0102	0.3290	0.3921	0.0694

* %5 düzeyine göre anlamlıdır.

Uzun dönemli bulgulara göre, kredi arzı ile dolar kuru fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olurken, ortalama fonlama faizinin etkili olmadığı gözlemlenmiştir. Yurtiçi kredi arzı artışı, tüketim ve yatırım harcamalarını arttırarak yurtiçi toplam talebin genişlemesine sebep olmaktadır. Dolar kurundaki artış ise, ithal edilen girdi mallarının maliyetini yükselterek fiyatlar genel düzeyinin artmasına sebep olmaktadır. KREDİ’deki %10’luk bir artış, TUFİ’nin %3.4 artmasına neden olmaktadır. USD’deki %10’luk bir artış ise, TUFİ’nin %1.4 artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca belirtmek gerekirse, kısa dönemde kredi arzı, dolar kuru ve ortalama fonlama faizi TUFİ’deki değişimlere neden olmaktadır.

Bulgulara göre, uzun dönemde zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru kredi arzını etkilerken, ortalama fonlama faizi ile politika faiz oranı kredi arzını etkilememektedir.

Zorunlu karşılıklardaki artış, doğrudan maliyet ve likidite riski kanalları üzerinden verilebilecek kredi miktarını daraltmaktadır. Zorunlu karşılıklardaki %10'luk bir artış, KREDİ'nin %25 daralmasına neden olmaktadır. Ayrıca, faiz koridoru aralığının genişletilmesi, faiz oranındaki oynaklığı ve belirsizliği arttırarak kredi arzının daralmasına neden olmaktadır. Faiz koridorunun %10 genişletilmesi, kredi arzının %3 daralmasına neden olmaktadır. Ayrıca, uzun dönemde para politikası araçlarının dolar kuru üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip olmadığı görülmüştür. Kısa dönemli etkilere bakacak olursak, zorunlu karşılıklar kredi arzındaki hareketlere neden olurken, ortalama fonlama faizi dolar kurundaki hareketlere neden olmaktadır.

SONUÇ

Sosyal bir bilim dalı olan iktisat biliminin temel amacı ulusların refahını arttırmaktır. Ekonomiler, bu amaç uğrunda kullanabilecekleri iki ekonomi politikası aracına sahiptir. Bunlar para ve maliye politikalarıdır. Para politikasını belirleme yetkisine sahip yegane kurumlar olan merkez bankaları uygulamalarıyla para arzını, faiz oranlarını ve kredi miktarını belirleme erkine sahiptir. Söz konusu uygulamalar hasıla düzeyinden döviz kuruna, fiyatlar genel düzeyine, kısaca tüm ekonomide değişikliklere yol açar.

Çalışmanın birinci bölümü para politikasının önemi ve para politikası uygulamasında sağlanması gereken şartlar üzerinedir. Para politikası uygulamalarında, zaman zaman, zaman tutarsızlığı, gecikmeler ve siyasi konjonktür devreleri gibi sorunlar söz konusu olabilmektedir. Açıklanmış olan bu sorunların minimize edilmesi için belirli operasyonel ve kurumsal şartların sağlanması gerekmektedir. İşbu çalışmanın ilk kısmında bu sorunlar ve şartlar detaylıca açıklanmıştır. İlk bölümde son olarak Türkiye ekonomisinde uygulanmış olan para politikası uygulamaları ve bu uygulamaların Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri ortaya koyulmuştur.

Çalışmanın ikinci kısmı parasal büyüklüklerin optimal para politikası enstrümanı olarak kullanılıp kullanılamayacağı üzerinedir. Monetaristler para arzının dışsallığını savunurken bu görüşe karşı çıkan birçok iktisatçı olmuştur. Diğer görüşe göre para arzı içseldir. Bu tartışmanın sonucunda bir uzlaşuya varıldığını söylemek zordur. Çalışmanın devamında, Türkiye ekonomisindeki para arzının içselliği ve para arzı-enflasyon arasındaki ilişki 1990-2016 dönemleri aralığı için sorgulanmıştır. Uygun yöntem olarak Johansen eşbütünleşim analizi ve Granger nedensellik testi seçilmiştir. Araştırmada parasal taban, para arzı, yutiçi krediler ve enflasyon oranı değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir.

Elde edilen bulgulara göre, para arzı Türkiye’de içsel olarak belirlenmektedir. Uzun dönemde para arzı, rezerv para ve kredi talepleri arasında karşılıklı bir ilişki

mevcuttur. Uzun dönemde para arzı yapısalcı post-Keynesyenlerin savunduğu gibi hem piyasa hem de merkez bankası tarafından belirlenmektedir. Kısa dönemde ise, para arzı sadece kredi talepleri tarafından belirlenmektedir. Böylece, kısa dönemde, para arzı uyumcu post-Keynesyenlerin savunduğu gibi sadece piyasa tarafından tamamen içsel olarak belirlenmektedir. Bu durum, merkez bankasının parasal büyüklükler üzerinde kısıtlı kontrol gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca, uzun dönemde, enflasyondan para arzına doğru bir nedensellik mevcut iken, kısa dönemde tersi bir nedensellik vardır. Yani uzun dönemde toplam talep parasal büyüklüklerin nedenidir. Nedensellik ilişkisinin toplam talepten parasal büyüklüklere doğru olması, parasal büyüklüklerin enflasyon üzerinde tahmin edilebilir bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir.

Sonuç olarak, TCMB'nin parasal büyüklükler üzerinde kısıtlı kontrol gücüne sahip olmasından ve parasal büyüklükler ile enflasyon arasında tahmin edilebilir bir ilişkinin olmamasından dolayı parasal büyüklükler optimal para politikası enstrümanı değildir.

Çalışmanın üçüncü kısmında söz konusu yeni karma stratejinin etkinliği sorgulanmıştır. Küresel kriz boyunca enflasyon hedeflemesi uygulamasını sürdürmüş olan merkez bankası, bu politikanın finansal istikrarı sağlamada yetersiz kaldığını görmüş ve 2010 yılında politika değişikliğine gitmiştir. TCMB 2010 yılının Nisan ayında amaç fonksiyonuna finansal istikrarı da eklediğini açıklamıştır. Aynı senenin Kasım ayında ise yeni politika araçlarıyla yeni karma para politikası stratejisini uygulamaya başlamıştır. Yeni karma stratejinin etkinliğini incelemek için önce ara hedeflerin nihai hedef üzerindeki etkisi, daha sonrasında ise para politikası araçlarının ara hedefler üzerindeki etkileri 2010-2017 dönemleri aralığı için sorgulanmıştır. Ekonometrik yöntem olarak uzun vadeli etkileşimleri incelemek için Johansen eşbütünleşim analizi ve VECM; kısa dönem nedensellik ilişkilerini incelemek için ise Granger nedensellik testi kullanılmıştır.

Elde edilen bulgulara göre, uzun vadede, kredi arzı ve döviz kuru değişkenleri enflasyon oranını belirlemektedir. Ortalama fonlama faizi ise enflasyon oranının belirleyicilerinden biri olarak tespit edilmemiştir. Yurtiçi kredi arzı artışı, tüketim ve yatırım harcamalarını arttırarak yurtiçi talebi genişletir. Kredi arzındaki %10 oranındaki bir artış TÜFE'yi %3.4 oranında arttırmaktadır. Bunun yanısıra döviz kurundaki bir artış ithal girdi fiyatlarını yükselterek enflasyon oranını arttırmaktadır. Dolar kurundaki %10'luk bir artış ise TÜFE'yi %1.4 oranında arttırmaktadır. Bununla beraber enflasyon oranı ve kredi arzı karşılıklı nedensellik ilişkisine sahiptir. Bu bulgu, çalışmanın ikinci kısmında kurulan eşbütünleşme modelindeki bulguyu desteklemektedir. Kısa vadede döviz kuru, kredi arzı ve ortalama fonlama faizindeki hareketler enflasyon oranındaki hareketlerin nedeni olarak saptanmıştır.

Politika enstrümanlarından zorunlu karşılık oranı ve faiz koridoru kredi arzını açıklayıcı nitelikte bulunmuştur. Zorunlu karşılık oranındaki %10'luk bir artış kredi arzını %25 kadar daraltmaktadır. Faiz koridorunun %10 genişletilmesi, kredi arzını %3 daraltmaktadır. Ortalama fonlama faiz oranı ve politika faiz oranı ise kredi arzı üzerinde etkiye sahip değildir. Son olarak değinilmesi gereken uzun vadede hiçbir para politikası enstrümanının döviz kuru üzerinde etkili olmadığıdır. Kısa vadede ise ortalama fonlama faiz oranının döviz kuru üzerinde etkili olduğu saptanmıştır.

KAYNAKÇA

- Ahmad N., & Ahmed, F.: 2006 “The Long-run and Short-run Endogeneity of Money Supply in Pakistan: An Empirical Investigation”, **SBP Research Bulletin**, 2(1), 267-278.
- Ahmed, S., & Islam, M. E.: 2004 “The monetary transmission mechanism in Bangladesh: Bank lending and exchange rate channels”, **The Bangladesh Development Studies**, 31-87.
- Akbaş, Y. E., Zeren, F., & Özekicioğlu, H.: 2013 “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: Yapısal VAR Analizi”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 14(2), 187-198.
- Aktop, S. V.: 2010 “Türkiye’de Para Arzının İçselliği: Ekonometrik Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, **Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- Alesina, A., & Summers, L. H.: 1993 “Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 25(2), 151-162.
- Alper, K., & Tiryaki, T.: 2011 “Zorunlu karşılıkların para politikasındaki yeri”, **CBT Economic Note**, 11/08.
- Ando, A., & Modigliani, F.: 1963 “The" life cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests”, **The American economic review**, 53(1), 55-84.

- Aslan, M. H.: 2008 “Makro İktisat Politikası”, **Alfa Aktüel Yayınları**, Bursa.
- Barutçugil İ. S.: 1989 “Cumhuriyet’ten Bu Yana Türkiye Ekonomisinin Gelişimi ve Geleceğe Bakış”, **İstanbul Ticaret Odası Yayınları**, 1989-1.
- Başçı, E., & Kara, H.: 2011 “Finansal istikrar ve para politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, 26(302), 9-25.
- Bernanke, B. S.: 1993 “Credit in the Macroeconomy” **Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York**, 18, 50-70.
- Bernanke, B. S., & Blinder, A. S.: 1988 “Credit, money, and aggregate demand”, **NBER Working Paper Series**, 2534.
- Bernanke, B. S., & Blinder, A. S.: 1992 “The federal funds rate and the channels of monetary transmission”, **The American Economic Review**, 901-921.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M.: 1995 “Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission”, **Journal of Economic perspectives**, 9(4), 27-48.
- Binici, M., Kara, H., & Ozlu, P.: 2016 “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazi Bulgular”, **TCMB Çalışma Tebliği**, (16-08).
- Blinder, A. S.: 1999 “Central banking in theory and practice”, **MIT Press**, Cambridge.

- Bofinger, P., Reischle, J., & Schächter, A.: 2001 “Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments”, **Oxford University Press**, Oxford.
- Butzen, P., Fuss, C., Vermeulen, P., & Worms, A.: 2001 “The interest rate and credit channels in Belgium: an investigation with micro-level firm data”, **ECB Working Paper Series**, 107.
- Büyükakın, F., Cengiz V. ve Türk A.: 2009 “Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye’de Döviz Kuru Kanalı VAR Analizi” **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 24(1), 171-191.
- Camarero, M., Ordóñez, J., & Tamarit, C.R.: 2002 “Monetary transmission in Spain: a structural cointegrated VAR approach” **Applied Economics**, 34(17), 2201-2212.
- Cambazoğlu, B., & Güneş, S.: 2011 “Monetary Transmission Mechanism in Turkey And Argentina”, **International Journal of Economics And Finance Studies**, 3(2), 23-33.
- Cambazoğlu, B., & Karaalp, H. S.: 2012 “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği” **Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 19(2), 53-66.
- Carbaugh, R.: 1995 “International Economics (5th edition)”, **Cengage Learning**, New York.
- Castello-Branco, M., & Swinburne, M.: 1992 “Central bank independence”, **Finance and Development**, 29(1), 19-30.

- Cengiz, V.: 2009 “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 33, 225-247.
- Cin, M. F.: 2012 “Post-Keynezyen İktisat”, **Elif Yayınevi Yayınları**, İstanbul.
- Çifter, A., Özün, A.: 2007 “The Monetary Transmission Mechanism in the New Economy: Evidence from Turkey (1997-2006)”, **South East European Journal of Economics and Business**, 2(1), 15-24.
- Dinçel, G.: 1998 “75 Yılda Para’nın Serüveni”, **Tarih Vakfı Yurt Yayınları**, İstanbul.
- Dornbusch, R. & S. Fischer: 1987 “Macroeconomics (4th edition)”, McGraw-Hill Education, NewYork.
- Erdoğan, S., & Yıldırım, D. Ç.: 2009 “Türkiye’de Faiz Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 4(2), 57-72.
- Fischer, S., & Modigliani, F.: 1978 “Towards an understanding of the real effects and costs of inflation”, **Review of World Economics**, 114(4), 810-833.
- Fischer, S.: 1995 “Central-bank independence revisited”, **The American Economic Review**, 85(2), 201-206.
- Fleming, J. M.: 1962 “Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates”, **Staff Papers**, 9(3), 369-380.

- Fontana, G., & Palacio-Vera, A.: 2002 “Monetary policy rules: what are we learning?”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 24(4), 547-568.
- Fontana, G., & Palacio-Vera, A.: 2003 “Is there an active role for monetary policy in the endogenous money approach?”, **Journal of Economic Issues**, 37(2), 511-517.
- Friedman, B. M.: 1990 “Targets and instruments of monetary policy”, **Handbook of monetary economics**, 2, 1185-1230.
- Friedman, B. M.: 1999 “The future of monetary policy: the central bank as an army with only a signal corps?”, **International finance**, 2(3), 321-338.
- Friedman, M.: 1959 “A program for monetary stability”, **Fordham University Press**, 332(15).
- Friedman, M., & Schwartz, A.: 1963 “A monetary history of the United States”, **Princeton University Press**, Princeton.
- Friedman, M.: 1968 “The role of monetary policy”, **The American Economic Review**, 58(1), 1-17.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J.: 1975 “Money and business cycles”, **The state of monetary economics**, 32-78.
- Friedman, M.: 1977 “Nobel lecture: inflation and unemployment”, **Journal of political economy**, 85(3), 451-472.

- Geraats, P. M.: 2002 “Central bank transparency”, **The economic journal**, 112(483), 533-563.
- Gündüz, L.: 2001 “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı”, **İMKB Dergisi**, 18, 13-30.
- Güneş H.: 1990 “Türkiye’de Para Arzını Arttıran Nedenler”, **İstanbul Ticaret Odası Yayınları**, 1990(8).
- Gültekin N. B., Yılmaz K.: 1996 “Para Kurulu: Nedir, Ne Zaman Gerekir?”, **TESEV**, İstanbul.
- Hazine Müsteşarlığı “Hazine Müsteşarlığı Veri Dağıtım Sistemi”, <https://hmvds.hazine.gov.tr/>.
- Hicks, J. R.: 1937 “Mr. Keynes and the classics; a suggested interpretation”, **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, 147-159.
- Howells, P., & Hussein, K.: 1998 “The endogeneity of money: evidence from the G7”, **Scottish Journal of Political Economy**, 45(3), 329-340.
- Işık, S.: 2000 “Para Arzının Endojenliği Tartışması: Türkiye Örneği”, **Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara.
- Işık, S.: 2004 “Para Finans ve Kriz”, **Akçag Yayınları**, Ankara.
- İncekara, A.: 2011 “Bankacılık ve Finansal Kurumlar”, **İktisadi Araştırmalar Vakfı**, İstanbul.

- İncekara, A., Demez, S., & Ustaoglu, M.: 2012 “Validity of Fisher effect for Turkish economy: cointegration analysis”, **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 58, 396-405.
- Jasay A.E.: 1960 “The Working of The Radcliffe Monetary System” **Oxford Economic Papers**, 12(2), 170-180.
- Johansen, S.: 1988 “Statistical analysis of cointegration vectors”, **Journal of economic dynamics and control**, 12(2-3), 231-254.
- Johansen, S.: 1995 “Identifying restrictions of linear equations with applications to simultaneous equations and cointegration”, **Journal of econometrics**, 69(1), 111-132.
- Kaldor, N.: 1982 “The scourge of monetarism”, **Oxford University Press**, Oxford.
- Kara, A. H., & Orak, M.: 2008 “Enflasyon hedeflemesi”, **Remzi Kitabevi**, 81-157.
- Karabulut, G.: 2005 “Paranın Endojenliği ve Türkiye Örneği”, **Yönetim/İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi**, 16(51), 25-31.
- Kasapoğlu, Ö.: 2007 “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara.
- Köse, N. ve B. Saraçoğlu: 1999 “Vektör Otoregresyon Yaklaşımı İle Enflasyonla Mücadelede Politika Seçimi: Türkiye Örneği 1980-1996”, **İktisat İşletme ve Finans**, 14(159), 12-27.

- Kydland, F. E., & Prescott, E. C.: 1977 “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”, **Journal of political economy**, 85(3), 473-491.
- LANGUS G., Lipotav W.: 2001 “Assess The "Real-Bills Doctrine" And The ‘Principle of Reflux’ Which Figured Prominently In The Three Cornered Debates Between The Currency School, The Banking School, and The Free Banking School In Mid-Nineteenth Century England”, **Central European University Department of Economics**.
- Lavoie, M.: 1984 “The endogenous flow of credit and the post Keynesian theory of money”, **Journal of Economic Issues**, 18(3), 771-797.
- Lavoie, M.: 1985 “Credit and money: the dynamic circuit, overdraft economics, and Post-Keynesian economics”, **Money and Macro Policy**, 63-84.
- Lavoie, M.: 2005 “Monetary base endogeneity and the new procedures of the asset-based Canadian and American monetary systems” **Journal of Post Keynesian Economics**, 27(4), 689-709.
- MacKinnon, J. G., Haug, A. A., & Michelis, L.: 1999 “Numerical distribution functions of likelihood ratio tests for cointegration”, **Journal of applied Econometrics**, 563-577.
- McCallum, B. T.: 1981 “Monetarist principles and the money stock growth rule”, **NBER Working Paper Series**, 630.

- McCallum, B. T.: 1988 “Robustness properties of a rule for monetary policy”, **Carnegie-Rochester conference series on public policy**, 29, 173-203.
- Mehrotra, A. N.: 2007 “Exchange and interest rate channels during a deflationary era—Evidence from Japan, Hong Kong and China”, **Journal of Comparative Economics**, 35(1), 188-210.
- Meltzer, A. H.: 1995 “Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective”, **The Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 49-72.
- Mishkin, F. S.: 2006 “The economics of money, banking, and financial markets”, **Pearson Addison Wesley**.
- Modigliani, F., & Brumberg, R.: 1954 “The Collected Papers of Franco Modigliani - Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data”, **The MIT Press**, 1, 388-436.
- Moore, B. J.: 1979 “The endogenous money stock”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 2(1), 49-70.
- Moore, B. J.: 1983 “Unpacking the post Keynesian black box: bank lending and the money supply”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 5(4), 537-556.
- Moore, B. J.: 1988 “The endogenous money supply”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 10(3), 372-385.

- Moore, B. J.: 1989 “The endogeneity of credit money”. **Review of Political Economy**, 1(1), 65-93.
- Moore, B. J.: 1991 “Money supply endogeneity: “reserve price setting” or “reserve quantity setting”?”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 13(3), 404-413.
- Mundell, R. A.: 1963 “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates”, **Canadian Journal of Economics and Political Science**, 29(4), 475-485.
- Nagayasu, J.: 2007 “Empirical analysis of the exchange rate channel in Japan”, **Journal of International Money and Finance**, 26(6), 887-904.
- Nayan, S., Kadir, N., Abdullah, M. S., & Ahmad, M.: 2013 “Post Keynesian endogeneity of money supply: Panel evidence”, **Procedia Economics and Finance**, 7, 48-54.
- Nell K. S.: 2000 “The Endogenous /Exogenous Nature Of South Africa’s Money Supply Under Direct and Indirect Monetary Control Measures”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 23(2), 313-329.
- Niggle, C. J.: 1991 “The endogenous money supply theory: an institutionalists appraisal”, **Journal of Economic Issues**, 25(1), 137-151.
- Oktar, S.: 1996 “Merkez Bankalarının Bağımsızlığı”, **Bilim Teknik Yayınevi**, İstanbul.

- Orhan, O. Z., & Erdoğan, S. : 2015 “Para Politikası”, 2. Baskı, **Umuttepe Yayınları**, Kocaeli.
- Öniş, Z.: 1989 “Türkiye’de Dış Ticaret Politikaları ve Dış Borç Sorunu 1980-1988”, **İstanbul Ticaret Odası Yayınları**, 1989(33).
- Örnek, İ.: 2009 “Türkiye’de parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi”, **Maliye Dergisi**, 156, 104-125.
- Özgür, G.: 2011 “Türkiye Ekonomisinde Para Arzının İçsel Süreci”, **Ekonomik Yaklaşım**, 22(78), 67-90.
- Pantula, S. G.: 1989 “Testing for unit roots in time series data”, **Econometric Theory**, 5(02), 256-271.
- Parasız, İ.: 2005 “Para Banka Finansal Piyasalar”, **Ezgi Kitabevi**, Bursa.
- Paya, M.: 2013 “Küresel Ortamda İktisat Politikaları”, **Türkmen Kitabevi**, İstanbul.
- Phillips, A. W.: 1958 “The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957”, **Economica**, 25(100), 283-299.
- Pollin, R.: 1991 “Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 13(3), 366-396.

- Poole, W.: 1970 “Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model”, **The Quarterly Journal of Economics**, 84(2), 197-216.
- Reinhart, C. M., & Reinhart, V. R.: 1999 “On the use of reserve requirements in dealing with capital flow problems”, **International Journal of Finance & Economics**, 4(1), 27-54.
- Ross D. M.: 1992 “British Monetary Policy and The Banking System in the 1950’s”, **Business and Economic History**, 21, 199-208.
- Sachs, J.D. and F. Larrain B.: 1993 “Macroeconomics in the Global Economy”, **Englewood Cliffs, N.J Prentice Hall**, NewYork.
- Saibu, M. O.: 2013 “The Monetary Transmission Mechanism in Nigeria: A Sectoral Output Analysis”, **International Journal of Economics and Finance**, 4(1), 204-212.
- Sargent, T. J., & Wallace, N.: 1975 “Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule”, **Journal of political economy**, 83(2), 241-254.
- Sevüktekin, M., & Çınar, M.: 2014 “Ekonometrik Zaman Serileri Analizi (4. baskı)”, **Dora Yayıncılık**, Bursa.
- Seyidoğlu, H.: 2003 “Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama (Geliştirilmiş 15. baskı)”, **Güzem Can Yayınları**, İstanbul.

- Smets, F., & Wouters, R.: 1999 “The exchange rate and the monetary transmission mechanism in Germany”, **De Economist**, 147(4), 489-521.
- Taylor, J. B.: 1993 “Discretion versus policy rules in practice”, **Carnegie-Rochester conference series on public policy**, 39, 195-214.
- Taylor, J.B.: 1995 “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, **The Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 11-26.
- TCMB “Elektronik Veri Dağıtım Sistemi”, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>.
- Tinbergen, J.: 1952 “On the Theory of Economic Policy”, **North-Holland Publishing Company**, Amsterdam.
- Tobin, J.: 1970 “Money and income: post hoc ergo propter hoc?”, **The Quarterly Journal of Economics**, 301-317.
- Tokucu, E.: 2008 “Yapısalcı Post Keynesyen İçsel Para Arzı Yaklaşımı ve Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği: 1986–2005”, Doktora Tezi, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul.
- TÜİK “İstatistik Göstergeler”, <https://biruni.tuik.gov.tr/gosterge/>.
- Ünsal, E. M.: 2017 “Makro İktisat (Genişletilmiş 11. Baskı)”, **Murat Yayınları**, Ankara.

- Vargas, H., & Cardozo, P.: 2012 “The use of reserve requirements in an optimal monetary policy framework”, **BancoDe La Republica Colombia**, 7161.
- Vera, A. P.: 2001 “The endogenous money hypothesis: some evidence from Spain (1987-1998)”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 23(3), 509-526.
- Woodford, M.: 2001 “Monetary policy in the information economy”, **National Bureau of Economic Research**, 8674.
- World Bank “The World Bank: Data”, <https://data.worldbank.org/>.
- Yasalar, T. C.: 2001 “TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Kanun No.4651, Madde.1”, **Resmi Gazete**, Ankara.
- Yasalar, T. C.: 2005 “5411 sayılı Bankacılık Kanunu”, **Resmi Gazete (25983 Mükerrer sayılı)**, Ankara.
- Yenal, O.: 2001 “Cumhuriyet’in İktisat Tarihi”, **Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Yayını**, İstanbul.
- Yücememiş, B. T., Alkan, U., & Dağıdır, C.: 2015 “Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 7(13), 449-478.
- Yüksel A. S.: 1993 “Merkez Bankasının Özerkliği ve Özellikle Enflasyonist Ekonomilerdeki İşlevleri”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Yayınları**, 393.

Zhang, Y., & Sun, G.: “China’s consumer credit sector expansion and monetary transmission mechanism: What should China’s central bank do?”, **Journal of Chinese Political Science**, 11(1), 79-93.
2006

