

**T.C.  
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**



**TÜRKİYEDE PARA POLİTİKASI ŞOKLARININ ÇIKTI ÜZERİNE  
ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Danışman  
Prof Dr. Tayfur BAYAT**

**Hazırlayan  
Serhat Onur KAPLAN**

**MALATYA 2022**

**T.C.  
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**TÜRKİYEDE PARA POLİTİKASI ŞOKLARININ ÇIKTI  
ÜZERİNE ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Serhat Onur KAPLAN**

**Danışman  
Prof Dr. Tayfur BAYAT**

**MALATYA 2022**

## ONUR SÖZÜ

Prof. Dr. Tayfur BAYAT danışmanlığında yüksek lisans tezi olarak hazırladığım TÜRKiYE’DE PARA POLİTİKASI ŞOKLARININ ÇIKTI ÜZERİNE ETKİSİ başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırır düşecek bir yardıma başvurmaksızın tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım bütün yapıtların hem metin içinde hem de kaynakçada yöntemine uygun bir biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurla doğrularım.

Serhat Onur KAPLAN

## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın amacı, 2011-2021 yılları arası Türkiye’de para politikası şoklarının çıktı üzerine etkisini incelemek için seçilen makroekonomik değişkenler arasında ilişkiyi inceleyip bu ilişkinin hangi yönde olduğunu analiz etmektir. Bu çalışmanın hazırlanma sürecinde bilgisini, tecrübesini ve kıymetli vaktini benimle paylaşarak bana her fırsatta yardımcı olan saygıdeğer hocam Prof. Dr. Tayfur Bayat’a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca eğitim hayatım boyunca bana her türlü desteği sağlayan annem Zeynep KAPLAN’a, babam Dursun KAPLAN’a, babaannem Fatma KAPLAN’a ve geniş ailemin her bir ferdine minnet borçluyum.



## ÖZET

Para politikası uygulamalarının çıktı üzerinde yaratacağı etkilerin önceden belirlenebilmesi politika uygulayıcılarının alacağı kararlar açısından oldukça önemlidir. Bundan dolayı uygulanan para politikalarının oluşturacağı etkilerin dikkate alınması politikanın başarısı açısından etkili olabilmektedir. Para politikası şokları, literatüre baktığımızda birçok makro değişken üzerinde etkisi olduğu gibi çıktı üzerinde de etkisi görülmektedir. Bu şoklar makroekonomik değişkenler üzerinde daralma ve genişleme yönünde yaratacağı etkilerin hızı, şiddeti, yönü ve ekonominin içerisinde bulunduğu döneme göre birbirinden farklılık göstermektedir. Bu çalışmanın amacı da Türkiye’de uygulanan para politikası şoklarının çıktı üzerinde yarattığı etkileri incelemektir. Bu doğrultuda Türkiye ekonomisi için Ocak 2011 ile Kasım 2021 dönemleri arası aylık veriler kullanılarak Türkiye’de para politikası şoklarının çıktı üzerinde etkileri analiz edilmiştir. Ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve sanayi üretim endeksi kullanılarak birim kök testi, eşbütünleşme yöntemi ve nedensellik analizi uygulanmıştır. Bu test sonucunda ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin pozitif şokundan sanayi üretim endeksinin negatif şokuna ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin negatif şokundan sanayi üretim endeksinin pozitif şokuna doğru nedensellikler tespit edilmiştir. Ayrıca daraltıcı bir para politikası şoku (faizlerin artışı), kısa ve uzun dönemde sanayi üretim endeksinin de (çıktı düzeyi) artış olduğu tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Para Politikası, para politikası şokları, Para politikası stratejileri

## ABSTRACT

Determining the impact of monetary policy practices on output is very important for the decisions of policymakers. Therefore, taking into account the effects of the monetary policies applied can be effective for the success of the policy. When we look at the literature on monetary policy shocks, it has an impact on many macro variables as well as on output. These shocks differ from each other according to the speed, severity, direction and period of the economy, which will have effects on macroeconomic variables in terms of contraction and expansion. The aim of this study is to examine the effects of monetary policy shocks applied in Turkey on output. Accordingly, the effects of Turkish monetary policy shocks on output were analyzed using monthly data for the Turkish economy between January 2011 and November 2021. Using weighted average funding cost and industrial production index, Unit root test, cointegration method and causality analysis were applied using weighted average funding cost and industrial production index. As a result of this test, causalities were determined from the positive shock of the weighted average cost of funding to the negative shock of the industrial production index and from the negative shock of the weighted average cost of funding to the positive shock of the industrial production index. In addition, it was found that there was a narrowing monetary policy shock (an increase in interest rates) and an increase in the industrial production index (output level) in the short and long term.

**Keywords:** Monetary policy, monetary policy shocks, monetary policy strategies

## İÇİNDEKİLER

ONUR SÖZÜ.....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### GENEL KAVRAMLAR VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Para Talebi Tanımı.....	4
1.1.1. Para Talebi Kuramları.....	5
1.1.1.1. Para Talebinin Miktar Teorisi.....	5
1.1.1.2. Likitide Tercihi Kuramı.....	6
1.1.1.3. Friedman'ın Modern Miktar Teorisi.....	7
1.1.1.4. Cambridge Yaklaşımı.....	7
1.2. Para Arzı Tanımı.....	8
1.3. Para Politikası Şoklarının Tanımı.....	10
1.3.1. Para Politikası Şoklarının Nedenleri.....	11
1.3.1.1. Parasal Taban Kaynaklı Nedenler.....	12
1.3.1.1.1. MB Tercihinde Değişmeler.....	12
1.3.1.1.2. Sosyal Maliyetlerin Yorumlanmasındaki Değişmeler.....	12
1.3.1.1.3. Ölçüm Hataları.....	12
1.3.1.2. Para Politikası Şoklarının Para Çarpan Kaynaklı Nedenleri.....	13
1.3.1.2.1. Banka Panikleri.....	13
1.3.1.2.2. Balonların Patlaması.....	14
1.3.1.2.3. Reel ve Uluslararası Şoklar.....	14
1.3.1.2.4. Belirsizlik Ortamı.....	15

<b>1.4. Para Politikasının İşlevleri .....</b>	<b>15</b>
<b>1.4.1. Para Politikası Amaçları.....</b>	<b>15</b>
1.4.1.1. Fiyat İstikrarı .....	16
1.4.1.2. İktisadi Büyüme .....	17
1.4.1.3. Tam İstihdam .....	18
1.4.1.4. Finansal İstikrar .....	19
1.4.1.5. Faiz İstikrarı.....	19
1.4.1.6. Ödemeler Dengesi .....	20
<b>1.4.2. Para Politikası Araçları .....</b>	<b>21</b>
1.4.2.1. Dolaysız Para Politikası Araçları .....	22
1.4.2.1.1. Kredi Tavanı.....	22
1.4.2.1.2. Faiz Denetimi.....	22
1.4.2.1.3. Diğer Dolaysız Para Politikası Araçları .....	23
1.4.2.2. Dolaylı Para Politikası Araçları.....	23
1.4.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	23
1.4.2.2.1.1. Açık Piyasa İşlemlerinin Avantajları ve Dezavantajları .....	24
1.4.2.2.2. Reeskont Politikası .....	24
1.4.2.2.3. Zorunlu Karşılık Oranı .....	25
1.4.2.2.4. Gecelik Faiz Oranları .....	26

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASINA DAİR TEORİK YAKLAŞIMLAR VE TÜRKİYEDE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

<b>2.1. Para Politikasına Dair Teorik Yaklaşımlar .....</b>	<b>28</b>
2.1.1. Klasik İktisadi Görüş .....	28
2.1.2. Keynesyen İktisat.....	32
2.1.3. Monetarist Görüş.....	35
2.1.4. Yeni Keynesyen İktisat.....	39
2.1.5. Neo Klasik İktisat .....	43
<b>2.2. Türkiye’de Para Politikası Stratejileri.....</b>	<b>46</b>
2.2.1. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi .....	47
2.2.1.1. Avantajları.....	47



2.2.1.2. Dezavantajları .....	48
2.2.1.3. Türkiye’de Döviz Kuru Hedefleme Politikası .....	49
2.3. Parasal Hedefleme Stratejisi .....	50
2.3.1. Avantajları .....	51
2.3.2. Dezavantajları.....	52
2.4. Enflasyon Hedefleme Stratejisi .....	53
2.4.1. Avantajları .....	56
2.4.2. Dezavantajları.....	56
2.4.3. Türkiye’de Enflasyon Hedefleme Stratejisi .....	57
2.5. Faiz Oranı Hedefleme Stratejisi .....	59
2.6. Nominal GSYH Hedeflemesi .....	60
2.6.1. Avantajları .....	62
2.6.2. Dezavantajları.....	63
2.7. Türkiye’de Uygulanan Para Politikası Araçları .....	64
2.7.1. Zorunlu Karşılıklar .....	64
2.7.2. Faiz Koridoru.....	65
2.7.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması .....	66
2.7.4. Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti.....	67

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI ŞOKLARININ ÇIKTI ÜZERİNE ETKİSİ’NİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. Literatür Taraması .....	69
3.2. Ampirik Sonuçlar.....	80
3.2.1. Korelasyon Katsayıları .....	82
3.2.2. Genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi .....	83
3.2.3. Nedensellik Sonuçları.....	84
SONUÇ .....	91
KAYNAKÇA.....	95

## KISALTMALAR

ADF	: Augmented Dickey-Fuller: Genişletilmiş Dickey Fuller
ARDL	: Autoregressive Distributed Lags
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
PXY	: Gayri Safi Yurtiçi Hasılayı
MB	: Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
YP	: Vadesiz Mevduat
EKK	: En Küçük Kareler
VAR	: Vektör Otoregresif Model
GCC	: Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
NİV	: Net İç Varlıklar
NDV	: Net Dış Varlıklar
AOFM	: Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
SUE	: Sanayi Üretim Endeksi
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
GLP	: Geç Likidite Penceresi
QE	: Niceliksek Gevşeme
RENr	: Rasyonel Doğal Oran Hipotezi
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Para politikası şoklarının nedenleri .....	11
Şekil 2.1. Klasik parasal aktarım mekanizması .....	31
Şekil 2.2. Para arzı değişim grafiği.....	32
Şekil 2.3. Keynesyen iktisatta fiyat-hasıla seviyesinin belirlenmesi.....	33
Şekil 2.4. Para politikaları stratejileri .....	46
Şekil 2.5. Türkiye’de hedeflenen enflasyon ve beklenen enflasyon oranları.....	58
Şekil 2.6. Faiz koridoru .....	65
Şekil 3.1. Ocak 2011- Kasım 2021 dönemi AOFM ve SUE .....	81
Şekil 3.2. Akaike bilgi kriterine göre ilk 20 model .....	86
Şekil 3.3. Modele ait CUSUM ve CUSUMQ grafikleri.....	87

## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1.1.</b> Para Politikası Araçları .....	21
<b>Tablo 2.1.</b> Genişletici Para Politikasının Reel Yurtiçi Gelir Seviyesi Üzerinde Olası Etkileri.....	46
<b>Tablo 2.2.</b> Enflasyon Hedefleme Stratejisi .....	53
<b>Tablo 3.1.</b> Korelasyonlar ve Tanımlayıcı İstatistikler.....	82
<b>Tablo 3.2.</b> ADF (1981) Birim Kök testi Sonuçları.....	83
<b>Tablo 3.3.</b> Hatemi J-Roca (2014) Asimetrik Nedensellik Test Sonuçları.....	85
<b>Tablo 3.4.</b> Asimetrik ARDL Sınır Testi Sonuçları .....	85
<b>Tablo 3.5.</b> Asimetrik ARDL(1,0,2) Kısa Dönem Tahmin Sonuçları.....	87
<b>Tablo 3.6.</b> Asimetrik ARDL Uzun Dönem Tahmin Sonuçları .....	89

## GİRİŞ

Merkez bankalarının ülke ekonomilerinde istikrarı sağlamak için etkin bir para politikası uygulayarak, politika araçları belirleyebilmeleri ve belirlenen hedeflere ulaşabilmeleri oldukça önem arz etmektedir. Bu doğrultuda merkez bankasının temel amacı olan ekonomide fiyat istikrarını sağlamak, ekonomik büyümeyi sürdürülebilir hale getirmek ve istihdamı sağlamak için belirlediği hedefler doğrultusunda uygun politika araçlarını devreye sokması oldukça önemlidir.

Merkez bankalarının bu hedefler doğrultusunda ekonomide beklenmeyen bir politika uygulaması da şok olarak karşımıza çıkmaktadır. Literatüre baktığımızda para politikası şoklarının ekonomide birçok makro değişkenler üzerinde etkisi olduğu gibi çıktı üzerinde de etkisi olduğu görülmektedir. Bu şoklar makroekonomik değişkenler üzerinde daralma veya genişleme yönünde yaratacağı etkilerin hızı, şiddeti, yönü ve ekonominin içerisinde bulunduğu döneme göre birbirinden farklılık göstermektedir. Bu çalışmada Türkiye de uygulanacak olan para politikası şoklarının çıktı üzerinde nasıl ve ne derecede etkili olduğu araştırılmaktadır.

1929 Dünya İktisadi bunalım, ekonomik yaşamı oldukça derinden sarsarak keynesyen iktisadi görüşün daha fazla benimsenmesine neden olmuştur. Bu dönemde ekonomide oluşabilecek bir şokun geçici olduğu ve ekonomide tam istihdamın sağlanacağı görüşü oldukça yaygındı. Bu yaşanan buhran ile birlikte ekonomide oluşan bir şokun müdahale edilmeden çözüme kavuşamayacağı kabul edilmeye başlanmıştı. Keynes'in ekonomiye müdahale edilmesi gerektiği ve bunu maliye politikaları uygulayarak yapılacağı 1970'li yıllarda yaşanan petrol krizine kadar oldukça benimsenmiş ve uygulama alanı bulmuştu. Fakat bu krizden sonra uygulanan maliye politikaları sorgulanmaya başlanmış, Keynes'in önerdiği ekonomiye müdahale ve maliye politikaları bu krizden sonra etkisini kaybetmiştir. Bunun sonucunda para politikaları uygulamaları Friedman ile Monetarist yaklaşım daha çok gündeme gelmiş ve ekonomiye para arzı ile müdahale edilmesi gerektiğini savunmuşlardır.

Neoklasik iktisatçılar ise emisyon yaparak ekonomide dengenin sağlanamayacağını belirterek bu durumun fiyatlarda yükselişi sebep olacağını belirtmişlerdir. Neoklasik iktisatçılar ekonomide beklenen bir şokun reel değişkenlerin yani üretim, gelir ve

istihdam gibi para arzı değişimlerinden etkilenmediğini söylemişlerdir. Beklenmeyen bir şokun ise ekonominin üretim seviyesinde değişimlere sebep olabildiğini ifade etmişlerdir. Burada yeni keynesyenciler, yeni klasik modelin tam esnek ücret ve fiyat görüşüne reddetseler de, toplam arzın belirlenmesi konusunda bekleyişlerin önemli bir yere sahip olduğunu ve rasyonel beklentiler hipotezinin bekleyişlerin oluşumuna ilişkin geçerli bir hipotez olduğunu kabul etmektedirler. Ayrıca yeni keynesyenler piyasaların tam olarak temizlendiği varsayımını ortaya koymuşlardır. Bu durumda yeni keynesyen model, bekleyişlerin rasyonel olduğunu varsayarken, ücret ve fiyatların esnekliğini reddederek ücret ve fiyatların yapışkan olduğunu varsaymaktadır. Yeni keynesyen iktisatçılar maliye politikasının ekonomik ve politik bakımdan uygulanmaması gerektiğini ve para politikası uygulamalarını öneren ilk bakışta monetaristlerle aynı fikirde olduğunu gösteren bir politika benimsemişlerdir. Yeni keynesyenciler para politikasını önermesinin nedeni, enflasyonu ciddi bir sorun olarak gördüğü için bu durumu önlemenin para arzının artış hızını azaltıp veya yükselterek ekonomide enflasyonist eğilimlerin ortaya çıkmasını engelleyecek yol olarak görmelerinden kaynaklanmaktadır.

Bu iktisat literatüründe ortaya çıkan farklı görüşlerin benzer tarafı çoğunun ekonomide yaşanan buhran ve kriz sonrasında ortaya çıktığı görülmektedir. Bütün bu tartışmaların sonucunda para politikası uygulamalarının ekonomiyi ve ekonomik değişkenleri nasıl etkilediği sorusu tartışılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmada ki amaç da Türkiye ekonomisinde para politikası şoklarının çıktı üzerindeki etkisini inceleyerek, pozitif ve negatif şokların çıktı üzerindeki etkisini incelemektedir.

Bu çalışmada Türkiye ekonomisi için Ocak 2011 ile Kasım 2021 dönemleri arasında aylık veriler kullanılarak TCMB'nin uyguladığı ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin pozitif ve negatif şoklarının sanayi üretim endeksi üzerinde etkisi incelenmektedir. Bu kapsamda yapılan analizde birim kök testi olarak ADF (Augmented Dickey-Fuller: Genişletilmiş Dickey Fuller) testi kullanılmıştır. Uzun ve kısa dönem analizler için kullanılan ARDL (Autoregressive Distributed Lags) yöntemi kullanılmış ve daha sonra nedensellik analizini test etmek için de Hatemi J-Roca nedensellik analizi yapılmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde para ile ilgili temel kavramlar açıklanıp para politikasının tanımı, para politikası şoklarının tanımı ve nedenleri açıklandıktan sonra para politikası işlevleri olan para politikası amaç ve araçlarının neler olduğuna yer verilmiştir.

İkinci bölümde ise para politikasına dair teorik yaklaşımlar incelenmiş ve ayrıca Türkiye de uygulanan para politikası uygulamaları açıklanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde konu ile ilgili literatür taraması yapılarak, Türkiye de para politikası şoklarının çıktı üzerinde etkileri ekonometrik yöntem aracılığıyla analiz edilmiştir.

Sonuç bölümünde ise elde edilen bulgular ve sonuçlar değerlendirilmiştir.

# TÜRKİYEDE PARA POLİTİKASI ŞOKLARININ ÇIKTI ÜZERİNE ETKİSİ

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GENEL KAVRAMLAR VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

#### 1.1. Para Talebi Tanımı

Para talebi, kişilerin veya kurumların ödeme aracı için kullandıkları ayrıca ceplerinde, kasalarında veya bankalardaki vadesiz mevduat hesaplarında buldukları başka bir ifadeyle kişilerin veya kurumların yanlarında bulundurmaları istedikleri para miktarına denir (Aslan, 2009: 136-138).

Para talebi, insanların portföylerinde tutmayı seçtikleri nakit ve çek hesapları gibi parasal varlıkların miktarıdır. Bu nedenle, ne kadar para talep edileceğini seçmek, daha geniş portföy oluşturma kararının bir parçasıdır. Genel olarak, diğer varlıklara olan talep gibi paraya olan talep de paranın ve diğer varlıkların beklenen getirisine, riskine ve likiditesine bağlıdır. Uygulamaya baktığımızda paranın iki özelliği dikkat çekmektedir. İlk olarak, para en likit varlıktır. Bu likidite, para tutmanın birincil yararlarıdır. İkincisi, para düşük bir getiri öder (aslında, para birimi sıfır nominal getiri öder). Paranın diğer varlıklara göre kazandığı düşük getiri, para tutmanın en büyük maliyetidir. İnsanların para talebi, likidite ihtiyacını daha düşük getiri maliyetine karşı nasıl takas ettikleri ile belirlenir. Para talebi üzerinde en büyük etkiye sahip makroekonomik değişkenler fiyat düzeyi, reel gelir ve faiz oranlarıdır. Daha yüksek fiyatlar veya gelirler insanların likidite ihtiyacını arttırır ve böylece para talebini yükseltir (Abel ve Bernanke, 2001: 251).

Paranın ekonomideki rolüyle ilgili geleneksel görüş klasik iktisatçıların düşüncelerine dayanmaktadır. Paranın ve para talebinin ekonomi üzerindeki etkileri hakkında keynesyen görüşten önemli katkılar bulunmuş konuyla ilgili düşünceler monetarizmin öncülerinden Friedman'ın para talebi fonksiyonu ve modern miktar teorisiyle daha da olgunlaşmıştır. Para politikası etkinliğinin ekonomi üzerindeki etkilerinin daha iyi anlaşılması için iktisadi birimlerin yani hane halkı, firmalar ve devletin konuyla ilgili davranışları para talebinin tahmini ve bu talebin istikrarlı olup



olmadığının daha iyi anlaşılması için para talebinin bilinmesi gerekmektedir (Aslan, 2009: 136-138).

Para talebine mikro düzeyden bakacak olursak sadece bireylerin veya kurumların, makroekonomi için ise, ülke ekonomilerinin ellerinde tutmak istedikleri para düzeyini ifade etmektedir. Kişilerin veya kurumların hisse senedi, tahvil gibi gelir getiren menkul kıymetler dururken neden gelir getirmeyen parayı ellerinde tutmak istedikleri para talebi kuramının zor taraflarından bir tanesidir. Kişilerin veya kurumların ellerinde para tutmanın yüksek maliyetli olduğunu ve fiyatlar genel seviyesinin sürekli arttığı ekonomilerde bu gibi durumların olmasına rağmen kişiler ve kurumlar varlıkların bir kısmını yine de ellerinde bulundurmak isterler. Para talebi kuramlarıyla ilgili literatürde birçok araştırma yapılmış ve bu talebi belirleyen unsurlar incelenmiştir (Öztürk, 2017: 37-38).

### **1.1.1. Para Talebi Kuramları**

#### **1.1.1.1. Para Talebinin Miktar Teorisi**

Klasik miktar teoremi Amerikalı iktisatçı Irving Fisher'ın 1911 yılında yayınlanan kitabında bu teoreme yer vermiştir. Burada paranın dolaşım hızı yani paranın el değiştirme oranı olarak ifade edilen toplam harcamaların para miktarına bölünmesi ile bulunmaktadır.

$$V = \frac{P \times Y}{M}$$

V= Paranın Dolaşım Hızı

P= Fiyatlar Düzeyi

Y= Toplam Üretim

M= Para Arzı

Burada PXY (Gayri Safi Yurtiçi Hasılayı) ifade etmektedir. Örnek olarak bir yılda GSYH üç milyon Türk lirası olarak ele alındığında para arzı miktarı o yıl için bir ise paranın dolaşım hızı üç olarak bulunur. Bu da ülke ekonomisinde üretilen toplam nihai mal ve hizmetlerin satın alınırken kullanılan bir TL'lik paranın ortalama olarak üç kez kullanıldığını ifade etmektedir (Mishkin, 2000: 166-167).

Yukarıdaki denklemin her iki tarafını da M (Para Arzı) ile çarparsak nominal geliri, para miktarı ve dolaşım hızı ile ilişkilendiren değişim denklemini elde etmiş oluruz.

$M \times V = P \times Y$  yani bun denkleminde para arzı miktarı ile paranın dolaşım hızı çarpımını PXY yani nominal gayri safi yurtiçi hasılaya eşittir. Bu da para arzında ki değişim ile GSYH arasında doğrudan bir ilişki olduğu görülmektedir.

Değişim denkleminde Fisher klasik yaklaşımın varsayımlarının kabul ettiğinden dolayı V ve Y'yi sabit kabul etmiş olup bunun sonucunda ise para arzındaki her değişim fiyatlar genel düzeyinde değişmelere neden olduğunu belirtmiştir (Mishkin, 2000:166-167).

#### **1.1.1.2. Likitide Tercih Kuramı**

Keynesyen 1936 tarihinde yazdığı, Fisher ve klasikçilerin paranın dolaşım hızının sabit olduğu varsayımını reddetmiş ve faiz oranın önemli olduğunu vurgulayan bir para talebi teorisi geliştirmiştir. Keynesyen'e göre para talep etme nedeninin üç amacı olduğu bunların işlem amacı, ihtiyat amacı ve spekülasyon amacı olarak belirtmiştir.

İşlem amacıyla para talebi bireylerin günlük ihtiyaçlarını karşılamak için ellerinde para tuttıklarını belirtmiştir. Burada Klasik iktisatçılar gibi Keynesyen iktisatçıların da bireylerin işlem amaçlı para talebinde bulunmalarını gelirle doğru orantılı olduğunu kabul etmişlerdir.

İhtiyat amaçlı para talebi, bireylerin olağanüstü durumlara karşı ellerinde tuttıkları para miktarını ifade etmektedir. İhtiyat amaçlı para talebi daha çok gelir ve harcama düzeyi ile ilişkilidir. Gelecek önceden kesin olarak kestirilemediğinden dolayı ekonomik birimlerin cari harcamaları için bir miktar üzerinde para bulundurmaları isterler. Bu amaç doğrultusunda elde tutulan para miktarı, gelir ve harcamalardaki dalgalanmalara ve harcama miktarı ile ilişkilidir. Bu doğrultuda hem işlem amacıyla para talebi hem de ihtiyat amacıyla para talebi gelire bağlıdır (Oktay, 2006: 91).

Keynes'e göre gelir ile doğru orantılı olan gösterge, ihtiyat amacıyla elde tutulan para miktarıdır. Çünkü bireylerin ihtiyat amaçlı elde tutmak istedikleri para miktarı gelecekte gerçekleştirmek istedikleri işlemler gelirle orantılıdır (Mishkin, 2000:166-167).

Spekülatif amaçlı para talebi bireylerin paradan para kazanma diğer bir ifadeyle kar amacı ile elde tuttıkları para miktarını ifade etmektedir. Ekonomik aktörlerin gelir ve

fiyatlar genel düzeyinden bağımsız tamamen faiz oranına bağlı olarak gelir veya servetlerini nakit olarak elde tutmak istemeleri olarak da ifade edilebilir (Alptekin, 2016: 515-516). Keynes'in spekülasyon amacı ile para talebi, faiz oranlarına bağlı olduğundan faiz haddini elde para tutmanın maliyeti olarak görmüştür. Kişiler veya kurumlar faiz oranı düşükken ellerinde daha fazla para tutarken, faiz oranları yüksekken ellerinde daha az para bulundurmaya isterler. Bireyler faiz oranları değiştiğinde bunun tahvil fiyatlarını etkileyeceğini bildikleri için ellerinde tahvil tutmak veya bunu satmak suretiyle spekülasyon yaparak kazanç sağlamaktadırlar. Burada faiz oranlarında artış beklentisi olması durumunda bireyler, ellerinde bulundukları parayı tahvile yatırmamakta ve bu parayı nakit olarak tutmayı tercih etmektedir. Faiz oranlarda düşüş beklentisi olması durumunda ise bireyler, ellerinde bulundukları parayı tahvile yatırıp tahvil satın alarak kazanç elde etmektedirler (Öztürk, 2017: 39). Spekülatif para talebi keynesyen analizin tersine parayı sadece bir değişim aracı olarak görmediği bununla beraber servet biriktirme ve finansal fırsatları değerlendirme aracı olarak da yorumlamıştır. Yani klasiklerin para talebinden farklı olarak ekonomik aktörlerin reel servetlerini bir faiz getirisi olan tahvil ve hiçbir getirisi olmayan para gibi iki farklı yerde saklayabileceğini kabul etmektedir (Alptekin, 2016: 515-516).

#### **1.1.1.3. Friedman'ın Modern Miktar Teorisi**

Miktar teorisini yeni ifadesini Milton Friedman 1956 yılında yaptığı çalışmada modern miktar teorisi olarak belirtmiştir. Modern miktar teorisinde Friedman sürekli gelir, paradan beklenen getiri, tahvillerden beklenen getiri, hisse senetlerinden beklenen getiri ve beklenen enflasyon oranı para talebinin fonksiyonları olarak ifade etmektedir. Friedman'ın modern miktar teorisinde para talebinin sürekli gelir ile arasında pozitif bir ilişki söz konusu olduğunu belirtmiştir. Friedman bireylerin mevcut sermayesini paranın dışında tahvil, hisse senedi ve mallar olarak tutabileceğini belirtmiştir. Yukarıda belirtilen para talebini fonksiyonlarında yer alan tahvillerden beklenen getiri, hisse senetlerinden beklenen getiri ve paradan beklenen getirilerin yükselmesi durumunda para talebinin azalacağını ifade etmiştir (Rehman, 2017: 12).

#### **1.1.1.4. Cambridge Yaklaşımı**

Para talebinin bir diğer yaklaşımı Cambridge yaklaşımıdır. Cambridge yaklaşımının temsilcileri Cambridge okuluna dahil olmakla birlikte teori adında bu

okuldan almaktadır. Bu yaklaşım insanların parayı uygunluğu nedeniyle tuttuğunu savunmuşlardır. Buna ek olarak insanlar ellerindeki parayı nakit tutmaları, gelecekte faiz geliri elde edilmediği anlamına da gelmektedir. Bundan dolayı insanların ellerinde ne kadar nakit tutacakları önem arz etmektedir (Uzunoğlu ve Sönmezler, 2012: 206).

Cambridge yaklaşımı, Fisher yaklaşımından farklı olarak mal ve hizmet alımını bireyin sağladığı tatmine bağlamıştır. Bundan dolayı para talebi işlem amaçlı olarak zorunlu tutulan bir nesneden, elde tutunmak istenen bir nesneye dönüştürülmüştür. Cambridge yaklaşımında para talebi zorunlu olmaktan çıkıp bireyin kendi tercihine bırakılmıştır. Ayrıca bu yaklaşımda bireyin toplam varlığına bağlı olarak elde tutmak istediği para miktarının bir üst sınırı vardır. Bu sınırı aşmama koşulu ile birey, hisse senedi ve tahvil gibi alternatif varlıklara yönelebilir (Cin ve Doğru, 2016: 308).

Cambridge denkleminde;

$M = k \times P \times Y$  nakit dengesini veren bu ifadeyi kısaca açıklayalım.

M= Ekonomideki her türlü para arzını

Y= Reel milli geliri

K= Karar birimlerinin yanlarında bulundurmak istedikleri para miktarının nominal milli gelir içindeki payını

P= Fiyatlar genel düzeyini ifade etmektedir.

Denklemden görüldüğü üzere denklemin sol tarafı para arzını, sağ tarafı ise para talebini göstermektedir. Bu denklemden fiyatlar genel düzeyini yalnız bıraktığımız zaman;

$$P = \frac{M(\text{Para Arzı})}{kY(\text{reel Para Talebi})}$$

Yeni oluşan bu denklemden görüldüğü gibi para arzının artması söz konusu olduğunda, fiyatlar genel seviyesi de doğru orantılı bir şekilde artış gösterecektir (Dinler, 2010: 435-436). Bu doğrultuda para tutumu yaklaşımı ile mübadele yaklaşımı aynı sonucu vermektedir.

## 1.2. Para Arzı Tanımı

Literatürde paranın kesin ve açık bir tanımı olmamakla beraber paranın tanımı da ülkeden ülkeye değişebileceği gibi ekonominin kendi içerisinde de farklılık

göstermektedir. Bilindiği üzere para arzı ekonomi içerisinde dolaşımda var olan para miktarını ifade etmektedir. Para arzı piyasada bulunan kâğıt ve madeni paralara ek olarak bankalardaki mevduatlar ve diğer mevduatların toplamını gösteren bir kavramdır. Diğer bir ifadeyle, piyasada bulunan mal ve hizmetlerin toplamının nakdi değerini gösteren, para arzı kavramıdır. Para arzı dar anlamıyla ekonomide dolaşan toplam para miktarını ifade etmektedir. Dar anlamlı para arzı dolaşımdaki para miktarı ile vadesiz banka mevduatlarını ele alırken geniş anlamlı para arzı buna ek olarak vadeli mevduatları da içerisinde bulundurmaktadır (Aslan, 2009: 136-138).

Modern bir ekonomide para aynı anda üç fonksiyonu birden yerine getirir:

İlki mübadele aracı olma, bura da mal ve hizmet karşılığında değiş tokuş edilebilen ve böylece ticareti kolaylaştıran bir nesnedir. Bir nesnenin değişim aracı olarak kullanılabilmesi için, standart, bölünebilir, taşınması kolay, çabuk deforme olmayan ve kolay taklit edilemeyen olması gerekmektedir.

Bir diğeri değer saklama aracı olma, bura da ise ekonomik aktörlerin paranın satın alma gücünü geleceğe aktarmalarını sağlar.

Son olarak hesap birimi veya nispi değer ölçüsü olma fonksiyonu, bu fonksiyonda ise modern ekonomiler parayı farklı mal ve hizmetlerin fiyatlarını ifade eden evrensel bir değer ölçüsü ile hesap birimi olarak kullanmaktadırlar (Acemoğlu, Laibson, ve List, 2015: 243-244).

TCMB 2011 yılından itibaren kullandığı para arzı tanımı şu şekildedir:

M1: Dar para arzı olarak ifade edilir. Burada M1 değişim aracı olarak ifade edilebilir.

$M1 = \text{Dolaşımdaki para (Nakit)} + \text{Vadesiz Mevduat (TL)} + \text{Vadesiz Mevduat (YP)}$

M2: Geniş para arzı olarak tanımlanır. Burada M2 vadeli mevduatlarında likit olma özelliğini varsaymaktadır.

$M2 = M1 + \text{Vadeli Mevduat (TL ve YP)}$

M3: En geniş para arzını ifade eder. Burada M3 para ve para tamamlayıcılarını da içermektedir (Arıkan, 2019: 8-9).

$M3 = M2 + \text{Repo işlemlerinden sağlanan faydalar} + \text{Para piyasası fonları} + \text{İhraç edilen menkul kıymetler}$

Frederich S. Mishkin para arzı sürecindeki dört oyuncuyu şöyle sıralamıştır:

- 1) MB bankacılık sisteminin denetiminde ve para politikasının yürütülmesinden sorumlu kurum,
- 2) Mevduat toplayan bankalar ve kredi açan finansal araçlar,
- 3) Mevduat sahipleri ya da bankalarda mevduat bulunduran kişi veya kurumlar,
- 4) Bankalardan kredi kullananlar (Mishkin, 2000: 23).

Burada dört oyuncuya baktığımızda Merkez Bankasından başlayıp bankalar, finansal araçlar, mevduat sahipleri ve kredi kullananlar para arzını belirleyen aktörlerdir. Burada para arzı sürecinde bu dört oyuncudan en önemlisi Merkez Bankasıdır. Çünkü Merkez Bankası para politikasını ve para arzını yönlendiren en önemli kurumdur.

Para arzı miktarını belirleyen tanımlar arasında bulunan baz para (rezerv para), parasal taban, MB parası, MB TL ve döviz yükümlülükleri gibi tanımlar yer almaktadır.

Baz Para= Emisyon + Bankaların merkez bankaları nezdinde tuttıkları mevduat (Zorunlu karşılıklar + serbest mevduat)

Parasal Taban = Baz Para + APİ (Açık Piyasa İşlemleri)

MB Parası = Parasal Taban + MB Nezdindeki Kamu Mevduatı

### 1.3. Para Politikası Şoklarının Tanımı

Bir ekonomide fiyat istikrarı, ekonomik büyüme ve istihdamı sağlamak için para politikasının doğru ve etkin bir şekilde kullanılması ne kadar önemliyse, para politikası uygularken oluşabilecek şoklar da oldukça önem arz etmektedir.

Literatürde birçok anlamı olan para politikası şoku, parasal şok, para arzı şoku ve para şoku gibi kavramlar kullanılmıştır. Para politikası şoku günümüz ekonomisinde kısaca parasal göstergelerin yani parasal büyüklükler ve faiz oranı gibi beklenmeyen politika sonucunda oluşan veya diğer bir ifadeyle gerçekleşen ile beklenmeyen arasındaki farktır diyebiliriz (Ergeç, 2007: 5-6).

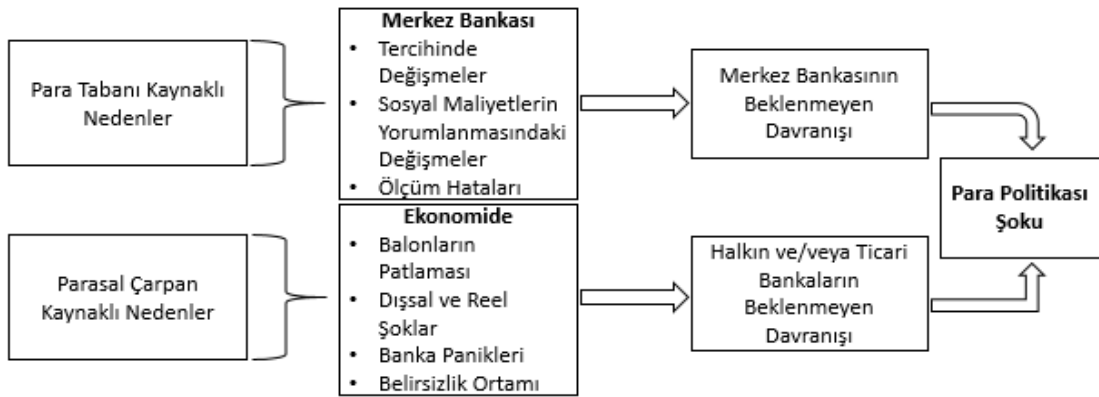
Christiano ve diğerleri (1999), yaptıkları çalışmada para politikası şokunu şöyle bir fonksiyon ile tanımlamaktadır.

$$S_t = f(\Omega_t) + \sigma_s \varepsilon_t^s$$

Burada  $S_t$  para otoritesinin aracını yani faiz oranı veya parasal büyüklüğü ifade etmektedir. Burada  $f$ ,  $S_t$  ile  $\Omega_t$  yi ilişkilendiren doğrusal bir işlemdir. Yani  $S_t$  ile  $\Omega_t$  para otoritesinin bir fonksiyonudur.  $\sigma_s \varepsilon_t^s$ . Bu kısım ise rastgele seçilen para politikası şokunu ifade etmektedir.  $\varepsilon_t^s$  burada birim varyansı ifade ederken  $\sigma_s$  ise para politikası şokunun standart sapmasını ifade etmektedir (Christiano, Eichenbaum ve Evans, 1999: 75).

Günümüz ekonomisinde yukarıda gösterilen fonksiyonda hangi değişkenin para politikası aracı olarak kullanılması gerektiği ekonomistler arasında tartışma konusu olmuştur. Göstergelerdeki beklenmeyen değişimlerin yaratabileceği olumsuz sonuçlar konusunda birçok ekonomist VAR metodolojisinden yararlanma taraftarıdır. Çalışmaların temelini oluşturan göstergeler, faiz oranı veya parasal büyüklük gibi değişkenlerde tespit edilen değişimlerin, uygulanan para politikasındaki dışsal değişimlere ek olarak ekonominin duruma verdiği tepkiyi göstermektedir (Ergeç, 2007: 5-6).

### 1.3.1. Para Politikası Şoklarının Nedenleri



Kaynak: Ergeç, 2007: 14

**Şekil 1.1.** Para politikası şoklarının nedenleri

Yukarıda gösterilen grafiğe baktığımızda para politikası şoklarını parasal taban ve parasal çarpan kaynaklı nedenler olarak iki ayrı başlıkta gösterilmiştir. Bu başlığın altında yer alan nedenlere aşağıda kısaca değineceğiz.

### **1.3.1.1. Parasal Taban Kaynaklı Nedenler**

Parasal taban kaynaklı nedenler merkez bankası tercihinde değişmeler, sosyal maliyetlerin yorumlanmasındaki değişmeler ve ölçüm hataları olarak sınıflandırılmıştır.

#### **1.3.1.1.1. Merkez Bankası Tercihinde Değişmeler**

Para politikası şoklarından en önemli bir tanesi merkez bankasının para politikasında beklenmeyen tercih değişimleri göstermesidir. Para politikasını belirlerken merkez bankaları karar vermede tutarlı olmaya çalışırlar. Tutarlılık, yalnızca daha tutarlı bir şekilde öğrenmelerini ve ekonomide kendi eylemleriyle tedirginliklere neden olmamalarını sağlamakla kalmaz, başkalarının ne yapmaya çalıştıklarını anlamalarına yardımcı olur. Kendilerini daha öngörülebilir hale getirerek, insanların politika sürprizlerine karşı çok fazla 'sigorta' yapmak zorunda olmadıkları için eylemlerinin topluma maliyetlerini azaltabilirler. Merkez bankaları normalde birincil hedefleri olarak fiyat istikrarına sahip olduklarından, davranışlarını daha ikna edici olacak şekilde yapılandırmak, fiyat beklentilerini politika hedefine daha sıkı bir şekilde tutturmaya ve dolayısıyla maliyetini düşürmeye yardımcı olacaktır (Huang, Margaritis ve Mayes, 2001: 7-12).

#### **1.3.1.1.2. Sosyal Maliyetlerin Yorumlanmasındaki Değişmeler**

Merkez bankasına bağlı para politikası şoklarından bir diğeri ise sosyal maliyetlerin yorumlanmasındaki değişmelerdir. Örneğin; nihai hedefi fiyat istikrarı olan bir merkez bankasının ekonomideki cari açığın oluşturduğu sosyal maliyeti düşürmek için nihai hedef olan fiyat istikrarını göz ardı ederek cari açığa müdahale etmek için beklenmeyen bir politika uygulayabilir. Burada merkez bankasının uyguladığı beklenmeyen bir şokun, kendi iradesi doğrultusunda mı veya siyasi otoritelerin yönlendirilmesi sonucu olup olmadığı merkez bankasının bağımsızlığı açısından oldukça önemlidir. Merkez bankası bağımsızlığına bu şekilde müdahalede bulunan siyasi otoritenin beklenmeyen bir politika değişimi de para politikası şoklarına neden olabilmektedir (Ergeç, 2007: 15-16).

#### **1.3.1.1.3. Ölçüm Hataları**

Merkez bankasına bağlı para politikası şoklarından üçüncüsü ise ölçüm hatalarından kaynaklanan değişimlerdir. Burada merkez bankası enflasyon oranı, işsizlik



oranı, büyüme oranı ve GSYH gibi değişkenlerin verilerini toplarken ölçüm hatası yapmış olabilir. Burada ölçüm hataları belirtilen değişkenlerin değerlerinin tespit edilememesinden oluşacağı gibi, fonksiyonel yapının yanlış oluşturulmasından dolayı da kaynaklanabilir.

### **1.3.1.2. Para Politikası Şoklarının Para Çarpan Kaynaklı Nedenleri**

Para politikası şoklarının para çarpanı kaynaklı nedenleri banka panikleri, balonların patlaması, dışsal ve reel şoklar ve belirsizlik durumu olarak gösterilmiştir. Bilindiği üzere para politikası göstergelerinden kısa dönemli faiz oranları, parasal büyüklükler gibi göstergeler yalnız merkez bankası tarafından belirlenmemektedir. Para arzının belirlenmesinde halkın ve ticari bankalar bu süreçte yer almaktadır. Burada halkın veya ticari bankaların beklenmeyen bir durum izlemesi beklenmeyen bir değişim olarak ifade edilmektedir. Diğer bir ifadeyle parasal şoka neden olabilmektedir. Bu davranışlar, parasal taban ve para çarpanında değişmelere neden olduğu için parasal büyüklük ve faiz oranlarında da değişmelere neden olabilmektedir (Ergeç, 2007: 17).

#### **1.3.1.2.1. Banka Panikleri**

Rezervleri az olan bir banka, mevduat sahiplerinin toplu halde bankadan para çekmek istemeleri durumunda banka ciddi tehlike ile karşı karşıya kalmış olacaktır. Diğer mevduat sahipleri de bankanın iflas edebileceğini düşünerek diğer mevduat sahiplerinde önce paralarını çekmek isteyeceklerdir. Bu durumda diğer mevduat sahipleri de başkalarının böyle yapacağına inanıp bankalardaki parayı çekmek için yarışırsa bir panik ortamının oluşup bankalara hücum etmeye başlayacaklardır ve bu duruma banka panikleri denmektedir. Böyle bir durumda rezervleri çok olan banka bile ayakta kalması güçleşecektir. Banka paniklerinin söz konusu olduğu durumda insanlar, paralarını bankaya yatırıp mevduat olarak tutmaktansa nakit olarak yastık altında tutmayı tercih ederler ve bu durum nakit mevduat oranını yükseltecektir.

Banka panikleri bir ekonomide beklenmeyen bir durumdur. Bu durum, halkın ve bankaların davranış biçimlerini etkilediği gibi para tabanı ve parasal çarpan değerinde değişmelere neden olacaktır. Merkez bankası artan para talebine karşılık aynı oranda piyasaya para arz edip, piyasada dengeyi sağlayarak oluşan paniğin önüne geçecektir

(Parasız ve Bildirici, 2015: 185). Söz konusu bu durumda ise faiz oranları ve para arzı beklenmeyen bir şekilde değişecektir.

#### **1.3.1.2.2. Balonların Patlaması**

Varlık fiyatlarında oluşan balonların patlamasına neden olan gelişme ise para politikası şoklarının bir başka talep kaynaklı nedenidir. Burada kullanılan balon deyimini, gelecekte oluşabilecek gürültüyü veya patlamayı vurgulamak için kullanılmaktadır. Balonlar, fiyatlardaki aşağı veya yukarı yönlü gelişmeleri kapsayacak şekilde olsa da varlık fiyatlarında bir anda düşecek şekilde yukarıya doğru hareketlenmesi anlamında kullanılır (Ergeç, 2007: 18-19).

Fiyatların yükseliş döneminde hakim olan “geri bildirim etkisi” piyasanın hızlanmasını sağlamaktadır. Bu durumda spekülasyon bir fiyat artışı durumunda bazı yatırımcıların kar elde ettiği kamuoyunun dikkatini çekmekte ve kulaktan kulağa yayılmaktadır. Fiyat beklentilerin yükselmesiyle talep artar ve balon şişmeye başlar. Sürdürülemez bir noktada balon patlar ve bundan sonra fiyatlar düşmeye başlar (Hatipoğlu, 2012: 76). Bu düşüş sonucunda bankalarda bulunan aktifler, banka mevduatları ve firma bilançolarının azalmasına neden olacaktır. Bu durumda varlık fiyatlarında oluşan balonun patlaması banka ödünçlerinde azalış şeklinde sonuçlanacaktır.

#### **1.3.1.2.3. Reel ve Uluslararası Şoklar**

Ekonomi de beklenmeyen para politikasına sebep olan bir diğer şok ise, reel sektörde oluşan şoklar ve uluslararası piyasalardan kaynaklı şokları gösterebiliriz. Şokları Lastrapes modelinde ikiye ayırmıştır. İlki nominal şoklar diğeri ise reel şoklardır. Nominal şoklar para arzındaki değişimlerden kaynaklanırken, reel şoklar arz ve talepteki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Söz konusu bu modelde reel şoklardan kaynaklı nedenlerden en önemlisi reel döviz kurlarında görülen dalgalanmalar olarak ifade edilebilir (Alper, 2011: 37).

Üretim seviyesi, fiyatlar ve servet gibi ekonomik göstergeler üzerinde etki yaratabilen reel şoklar, halkın ve ticari bankaların davranışları değiştirebilmekte, parasal gösterge ise bu durumda değişim göstermektedir. Benzer etki uluslararası şoklar için de geçerlidir. Finansal piyasalarda yaşanan bir şok veya uluslararası ekonomide ortaya çıkan

bir şok da halkın ve bankaların davranışlarını değiştirebilmekte dolayısıyla reel ve uluslararası şoklarda beklenmeyen bir değişme, para politikasında yaşanan değişmelerin de beklenmeyen bir değişme olarak tanımlanmasına yol açmaktadır (Ergeç, 2007: 19).

#### **1.3.1.2.4. Belirsizlik Ortamı**

Belirsizlik kavramı piyasadaki aktörlerin, yöneticilerin, hane halkları ve politika yapıcılarının geleceğe dair birçok ihtimali göz önünde bulundurma durumu olarak ifade edilebilir.

Finansal piyasalarda belirsizlik ortamı yaratabilecek ekonomik ve siyasi belirsizlik ortamı, halkın ve ticari bankaların beklenmeyen davranışlar sergilenmesine yol açacaktır. Bu davranışlar sonucunda piyasalarda asimetrik bilgilenme, ters seçim ve kötü niyet problemleri de artacaktır. Bu artış sonucunda halkın bankaları kullanım oranı azalacak ve ticari bankaların da bu durumda halka mevduat toplatma isteği de aynı yönde azalacaktır. Oluşan bu durum sonucunda, para politikası araç değişkenlerinde beklenmeyen değişimlere sebep olacağı gibi aynı zamanda para politikası şoku da ortaya çıkacaktır (Ergeç, 2007: 19).

### **1.4. Para Politikasının İşlevleri**

#### **1.4.1. Para Politikası Amaçları**

Para politikasının birkaç önemli aracı vardır. Bunlar tam istihdam, fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, ödemeler dengesi ve faiz istikrarı olarak söylenebilir. Bu amaçlar arasında bir tane nihai araç para politikasına yön verecektir. Para politikasının amacı refahı sağlamak olduğu için uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamak para politikasının temel amacıdır diyebiliriz. Merkez bankaları uzun ve kısa dönemde kendilerine bazı hedefler koyar. Bu hedefler doğrultusunda para politikası amaçlarına ulaşabilmek için birtakım para politikası araçlarını devreye sokar. Yukarıda belirtilen amaçların hepsine birden ulaşmak mümkün olmadığından merkez bankasının bu amaçlardan bir veya birkaçını seçerek bu amaç doğrultusunda para politikası araçları kullanır.

Aşağıda merkez bankasının uyguladığı para politikası amaç ve araçlarını detaylı inceleyip, merkez bankasının nihai amacını ve bu amaçlar doğrultusunda hangi araçları

ne sıklıkla kullandığını ve amaca ulaşmak için hangi aracın daha etkili olduğundan bahsedilecektir.

#### **1.4.1.1. Fiyat İstikrarı**

Para politikasının en önemli amacı olan fiyat istikrarı, uzun dönemde büyüme ve istihdama yönelik ekonomik aktörlerin karar alma sürecinde etkili olmayacak şekilde paranın değerini koruyarak fiyatlar genel seviyesinde istenmeyen fiyat dalgalanmalarının önlenmesine ek olarak düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı olarak ifade edilmektedir.

Fiyat istikrarı denildiğinde merkez bankasının fiyatları sabit tutması gerektiği anlaşılmalıdır. Ekonomilerde %2 enflasyon oranının fiyat istikrarı ile uyumlu olduğu gelişmiş ekonomilerce kabul ediliyordu, fakat krizden sonra bu oranın daha düşük olup sıfırdan büyük ama düşük bir enflasyon oranı fikri ortaya konulmuştu. Sıfırdan büyük olmasının nedenini şöyle açıklayabiliriz. Tüketici fiyat endeksinde yer olan bazı malların kalitesinin artması dolayısıyla gerçekleşen enflasyonun bir miktar yüksek olması olağandır. Bundan dolayı fiyat istikrarında fiyatlar genel seviyesinin yüzde sıfırdan biraz büyük olmasının pek de sakıncasının olmayacağı belirtilmektedir (Özatay, 2011: 300).

Fiyat istikrarının sağlanması ekonomide istenilen bir durumdur. Çünkü fiyatlar genel seviyesindeki bir artış olduğu belirlenirse ekonomide bir belirsizlik ortamı oluşur ve bu da iktisadi büyümeyi olumsuz etkiler (Mishkin, 2000: 85).

Fiyat mekanizmasının enflasyonun bozucu etkilerinden korunması gerekliliği serbest piyasa sisteminde istikrarın sağlanabilmesinden geçmektedir. Bu şartın sağlanması durumunda kaynaklar daha etkin ve verimli bir şekilde kullanılmaktadır. Diğer yandan ekonomilerde genişlemeci para politikaları uygulaması ekonomide mevcut enflasyon ve parasal sistemin dağılmasına ve bu durumda merkez bankasının aldığı yanlış kararlar doğrultusunda oluşan beklentiler de olumsuz etkilenecektir. Friedman ve Hayek'e göre bu durum stagflasyonun en önemli nedenidir (Parasız, 2016: 2).

Birçok ekonomide merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamanın yanında finansal istikrarın da sağlanması gerektiği belirtilmiştir.

### 1.4.1.2. İktisadi Büyüme

II. Dünya Savaşı'ndan sonra daha da önem kazanan iktisadi büyüme, para politikasının bir diğer amacıdır. II. Dünya Savaşı'ndan önce büyüme konjektörü olgusundan ayrı olarak düşünülmediği gibi kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların azaltılmasının daha önemli olduğu belirtiliyordu. II. Dünya Savaşı'ndan sonra ise büyüme olgusu, iktisat literatüründe para politikasının en önemli araçlarından bir tanesi haline gelmiştir (Parasız, 2016: 3).

İktisadi büyüme amacı ile ilgili temel sorun uygulanan iktisadi politikaların büyüme oranına ne kadar etkileyip etkilemeyeceğidir. Eğer uygulanan politika büyüme oranını artırırsa ülkedeki refah düzeyi artar.

Hükümetler uyguladıkları genişlemeci politikalar ile iktisadi büyüme oranını arttırabilirler. Genişlemeci para politikası faiz oranlarını düşürüp yatırımları teşvik edebilir. Fakat genişlemeci para politikaları uygulaması piyasada para miktarını arttırdığından enflasyona neden olabilir ve bu da yatırımları zorlaştırabilir. Burada önemli olan hangi etkinin daha güçlü olduğudur (Aslan, 2009: 535).

İstikrarlı bir iktisadi büyüme amacı istihdam düzeyinin yüksek olması ile yakından ilgilidir. Çünkü işsizliğin düşük olduğu durumlarda işletmelerin verimliliği ve firmaların iktisadi büyümeyi arttırmak için sermaye donanımına yatırım yapmalarını teşvik edecektir. Tersine durum söz konusu olursa işsizlik yüksek ve fabrikalar atılacak ilave tesis ve donanım yatırım yapmak firmaların işine gelmediği durumdur. Bu iki amaç doğrultusunda uygulanan para politikaları doğrudan firmalar yatırıma teşvik edebilir veya firmalara daha fazla fona aktarımı sağlaması için insanları tasarrufa yönlendirebilir ve iktisadi büyüme amaçlanabilir (Mishkin, 2000: 84).

Son olarak iktisadi büyüme amacı geliştirmekte olan ekonomilerde kalkınma kavramı ile beraber kullanılır. Çünkü iktisadi büyüme kavramı niceliksel olarak ifade edilirken, iktisadi kalkınma kavramı anlam olarak daha geniş ve kapsamlıdır. Kalkınma kavramı nicelikten daha çok ekonomik yapının değişimini içermektedir (Günaydın ve Kara, 2017: 2-3).

### 1.4.1.3. Tam İstihdam

Geniş anlamda tam istihdam ekonomideki mevcut tüm üretim faktörlerinin tam ve etkin bir şekilde kullanılmasını ifade etmektedir. Üretim faktörleri bileşimi olan emek, sermaye, doğal kaynak ve girişimcinin tam ve etkin bir şekilde kullanılmasını içermektedir. Dar anlamda tam istihdam ise, üretim faktörlerinden sadece emeğin tam ve etkin bir şekilde kullanılmasını ifade etmektedir. Burada iktisadi büyümede kullanılan enflasyon oranının neden sıfırdan büyük olması gerektiğinin belirtildiği gibi tam istihdamda da işsizlik oranının sıfır veya hiç olmaması demek değil bu oranın ekonomilerde %3 ila %5 arasında olması doğal olarak kabul edilmektedir. Merkez bankasının işsizlik oranının düşük olmasının amaçlayabilir fakat hiçbir zaman sıfır işsizlik oranı yakalamak için para politikası uygulamazlar (Öztürk, 2017: 110).

Tam istihdam iki nedenle çok önemli bir amaçtır; birincisi yüksek işsizlik oranı olan ekonomilerde işsiz grup gelir elde edemediklerinden dolayı üzgün olurlar, kişisel özgüvenini yitirirler ve suç işleme eğilimlerinin artmasına sebep olur. Bir diğeri ise işsizlik oranının yüksek olduğu ekonomilerde atıl iş gücü ortaya çıkar ve aynı zamanda kaynakların eksik kullanımı ile beraber bu durum ilave hasıla kayıplarına da yol açacaktır (Aslan, 2009: 533). İşsizlik oranının azalmasında para politikası amaçlarında yer alan tam istihdam sağlanması oldukça önemlidir.

Ekonomilerde belirli bir işsizlik oranı doğal olarak kabul edilmektedir. Ancak bu doğal işsizlik oranı literatürde tartışmaya neden olmuştur. Liberal iktisatçılar doğal işsizlik oranını yüksek düzeyde olduğunu ifade ederken keynesyen iktisatçılar bu oranın daha düşük seviyelerde olduğunu kabul etmektedirler. Keynesyen iktisatçılar harcamalar ile istihdam arasında bir ilişki olduğunu para arzının arttırılması, ekonomide milli gelir seviyesini arttıracağını ve bu durumun istihdam hacminin arttıracağını savunmuştur. Çünkü keynesyen ekonomi, tam istihdam dengesinin otomatik olarak dengeye gelmeyeceği için para politikası araçları ile faiz oranları düşürülerek özel yatırımların teşvik edilmesi ve devletin bizzat kendisinin yatırım yapması gerektiğini savunmuştur. Bugün monetarist iktisatçılar ise işsizliği azaltmaya çalışan para politikası uygulamaları ile istihdam düzeyini arttırma çabalarını pek olumlu karşılamamaktadır. Çünkü istihdamı teşvik eden genişletici para politikaları enflasyonist etkiler doğuracağı ve sosyal refah kayıplarına yol açacağı için pek olumlu karşılamamaktadır (Eroğlu, 2004: 151).

#### **1.4.1.4. Finansal İstikrar**

Finansal istikrar kavramı finansal sistemin doğru ve istikrarlı bir şekilde işlemesi, dolayısıyla ekonomide kaynakların tam ve etkin bir şekilde dağıtılması ve oluşabilecek risklerin yönetiminin sağlanması olarak ifade edilebilir (Öztürk, 2017: 112-113).

Küresel kriz ile beraber merkez bankasının fiyat istikrarına önem vermesi 1980'lerin sonlarından itibaren krize kadar olan dönemde daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Burada merkez bankası fiyat istikrarını sağlama amacı doğrultusunda finansal istikrarında sağlanacağını düşünüyordu. Oysaki fiyat istikrarına rağmen küresel finansal kriz patlak verdi. Bununla birlikte merkez bankaları ekonomi için fiyat istikrarını sağlanması küresel finansal krizleri önlemek için yeterli olmamakla beraber bunun yanında finansal istikrarında sağlanması gerekliliği ortaya çıkmıştır (Özatay, 2011: 301-302).

Küreselleşme olgusunun hız kazandığı günümüz ekonomilerde uluslararası ticaret ve sermaye hareketliliğin hızla artması tasarruf sahiplerini yurtiçi piyasalardan ziyade uluslararası piyasalarda daha fazla getiri sağlayan fonlara yönlendirmektedir. Uluslararası para ve finansal piyasalarda ülkelerin kendi sınırları dışında faaliyet gösterebilmekte, yurtiçi ve yurtdışı fon arzını ve talebini birbiriyle karşılama olanağı elde etmektedirler. Gelişen teknolojiyle birlikte tasarruf sahipleri uluslararası piyasalarda ellerinde bulunan fonları en iyi şekilde kullanarak kâr elde ederler.

Para politikası açısından bir bütün olarak finansal sistemin istikrarı gözetilmekte ve oluşan bu sisteme risk oluşturan ve tehdit eden unsurlar değerlendirilmektedir. Burada merkez bankasının sorumluluğu, finansal sistemin makro düzeyde değerlendirilmesi ve finansal istikrarı bozabilecek unsurların tespiti ve gereken önlemlerin alınması olarak ifade edilebilir. Merkez bankası herhangi bir para politikası uygularken finansal sistemin bir bütün olarak istikrarı önem arz ettiği için, güçlü ve aksamayan finansal sistemin varlığı, ekonomik istikrarın sağlanması için de son derece önem taşımaktadır (Öztürk, 2017: 114).

#### **1.4.1.5. Faiz İstikrarı**

Günümüz ekonomilerinde istikrar ortamının oluşabilmesi için piyasalarda borçlu alacaklı ilişkilerinin sağlıklı işleyip düzgün olması gerekir. Bu istikrarın sağlanabilmesi

için faiz oranlarındaki dalgalanmalar mutlaka önlenmeli ve faiz oranların da bir istikrar sağlanmalıdır. Çünkü faiz oranlarında bir dalgalanma piyasada belirsizlik ortamı yaratıp insanların gelecekte yapacağı planları girişimciler için ise yatırımları zora sokacaktır. Böyle bir durumda faiz oranındaki dalgalanmalar hem bireyler hem de firmalar için önemli bir maliyet unsuru haline gelmektedir. Bundan dolayı ekonomide beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında büyük farkların oluşması faiz oranları üzerinde de ciddi etkileri olacaktır. Bu da piyasada bulunan bazı aktörlerin aşırı kar elde etmelerine yol açarken bazı aktörlerin de aşırı zarar etmelerine yol açacaktır. Faiz oranının da aşırı iniş ve çıkışlar spekülatif olarak para kazananların lehine büyük kazançlara neden olacaktır. Bundan dolayı merkez bankaları ekonomi de uyguladığı para politikalarında faiz istikrarını da sağlaması gereklidir (Eroğlu, 2004: 155-156).

#### **1.4.1.6. Ödemeler Dengesi**

Ödemeler dengesi tablosu, genel olarak bir ülkede yaşayan yerleşik kişilerin belirli bir zaman diliminde yabancı ülkelerde yaşayan yerleşik kişilerden yaptıkları tüm ekonomik işlemlerinin sonuçları dizgesel bir şekilde yer aldığını gösteren bir tablodur.

Ülkelerin birbiriyle yaptığı ekonomik ve mali işlemlerin sonucunda ya eşitlik ya da dengesizlik durumu ortaya çıkar. Ülkelerin mal, hizmet ve sermaye akımları gibi diğer ülkelerden sağladığı gelirler ile diğer ülkelere yaptığı ödemelerin birbirine eşit olup olmadığını gösterir (Akdiş, 2006: 399-400).

Ekonomi de uygulanan para politikaları doğrultusunda para arzı ve faiz oranlarında ki bir değişme, doğrudan ve dolaylı bir şekilde ödemeler dengesi üzerinde bir etkiye sahiptir. Özellikle burada faiz oranlarında ki bir değişme sermaye hareketleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu için ödemeler dengesi de bu durumdan etkilenecektir (Eroğlu, 2004: 154-155).

Döviz kuru sisteminde ödemeler dengesinin sağlanması oldukça önemlidir. Çünkü döviz kurundaki değişim ihracat ve ithalatı etkilediğinden para politikası uygulayıcıları bu durumu göz önünde bulundurarak ödemeler bilançosunda dengeyi sağlayabilir.

Para miktarı dolaylı ve doğrudan ödemeler dengesi üzerinde etkilidir. Diğer bir ifadeyle para arzı ve talebindeki değişimler ödemeler dengesi üzerinde mutlaka etkili olacaktır (Paya, 2002: 153-154).



Ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasında para politikası aracılığıyla para arzının ve kredi hacminin daraltılması bilançonun açık vermesine, para arzının ve kredi hacminin genişletilmesi ise bilançonun fazlalık vermesine neden olur. İlk durumda para arzının ve kredi hacminin daraltılması iktisadi faaliyetler de bir daralmaya neden olacağı, ikinci durumda yani para arzının ve kredi hacminin genişlemesi de enflasyona neden olacaktır (Eroğlu, 2004: 154-155).

#### 1.4.2. Para Politikası Araçları

Para politikasında belirlenen hedeflere ulaşabilmek için para otoritelerinin kullandıkları para politikası araçları ve stratejileri bulunmaktadır. Para otoritesi para tabanını veya para çarpanını etkileyerek ekonomide para arzını veya faiz oranlarını para politikası araçlarıyla değiştirebilmektedir. Hükümetler ekonomik dengeyi göz önünde bulundurarak uyguladığı iktisadi politikaların sonucunda enflasyonun ve deflasyonun olmadığı dengeli bir büyüme ve sürekli bir gelişmeyi sağlamak isterler.

Para politikası araçları, para politikası uygulayıcıları olan merkez bankası tarafından uygulanmaktadır. Bu doğrultuda para politikası araçları ülkelerin para politikalarından mesuliyetli olan merkez bankasının eylemleri ve politika uygulamaları, faiz oranları, krediler, para arzı ve döviz kurları gibi göstergeler üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahiptirler (Çoban ve Şahin, 2011: 336).

Para politikası araçları denildiğinde iki grupta toplanabilecek alt politikalar anlaşılmalıdır. Birinci grupta dolaysız para politikası araçları ikinci grupta ise dolaylı para politikası araçları yer almaktadır.

**Tablo 1.1.** Para Politikası Araçları

<b>Dolaysız para politikası araçları</b>	<b>Dolaylı para politikası araçları</b>
Kredi tavanı	Reeskont politikası
Faiz denetimi	Açık Piyasa İşlemleri
Diğer dolaysız para politikası araçları	Karşılıklar politikası
	Faiz politikası

Kaynak: (Eğilmez, 2012: 1)

Dolaysız para politikası araçları fiyat ve miktar üzerinde etkili olurken, dolaylı para politikası araçları ise piyasada arz ve talep durumlarından etkilenmektedir.

Dolaylı para politikası araçları merkez bankasının bilançosu veya faizleri etkilemeyi hedeflerken dolaysız para politikası araçları ise finansal kredi kurumlarının bilançolarını etkilemeyi hedefler. Bundan dolayı dolaysız para politikası araçları piyasada etkili araçlar iken dolaylı araçlar müdahale içerdiği belirtilmektedir (Mutafoğlu, 2019: 40).

#### **1.4.2.1. Dolaysız Para Politikası Araçları**

##### **1.4.2.1.1. Kredi Tavanı**

Merkez bankasının, bankaların çeşitli ekonomik faaliyetler ile ilgili verecekleri kredi miktarına üst tavan bir limit koyarak uyguladığı bir para politikası aracıdır. Burada Merkez Bankası, bankaların vereceği kredi miktarına veya belirlediği bir sektöre vereceği kredi miktarına bir sınırlama koyabilir (Gürsoy, 2013: 55-56).

Dolaysız araçların etkin bir şekilde kullanılmasıyla ekonomide likidite fazlası oluşurken finansal piyasalarda da bir baskıya yol açmaktadır. Oluşan bu likidite fazlası da enflasyon olarak yansımaktadır. Enflasyonu düzeltmek için faizler denge seviyesinin altında tutulursa bu da finansal piyasalara baskıyı daha da arttıracaktır (Gökova, 2018: 19).

Merkez bankasının bu kredi tavanı politika aracı olarak kullanılmasında iki etki ortaya çıkmaktadır.

- 1) Doğrudan etki: kredi artışının oluşturduğu talep fazlası bir nebze giderilebilir ve bundan dolayı ortaya çıkabilecek enflasyonist baskı da hafifletilebilecektir.
- 2) Kredi durumu daralınca faizler artış gösterir ve ekonomik aktörlerin kredi talebi az da olsa düşecektir (Eğilmez, 2012: 1).

##### **1.4.2.1.2. Faiz Denetimi**

Bankaların mevduat faizini belirlemede merkez bankasının uyguladığı faiz oranları oldukça önemlidir. Bu doğrultuda merkez bankasının faiz oranlarını düşük tutması durumunda bankalarda mevduat kayıpları oluşacak ve ekonomide kredi kontrolleri de azalacaktır. Faiz oranlarının yüksek tutulması durumunda ise yatırımlar azalacak tüketimde bu durumdan etkilenip düşecektir. Bu durumda faiz oranlarının

yükselmesiyle ülke ekonomisine sıcak para girişi olacak ulusal para değer kazandığı için ithalat artıp ihracat azalacaktır (Gökova, 2018: 18).

Merkez bankaları, bankaların ve diğer mali kuruluşların mevduat ve kredi faiz oranlarına sınırlama koyabilir. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren gruplara faiz oranlarını farklı sunabilir. Merkez bankasının bu politikasının amacı, teşvik edilmek istediği sektörlerle daha fazla kredi sağlamak için faiz oranlarını düşük tutarken, istemediği sektörlerle kredilerin faiz oranlarını yüksek tutarak engellemek istemesidir (Demirhan, 2007: 19).

#### **1.4.2.1.3. Diğer Dolaysız Para Politikası Araçları**

Merkez bankası farklılaştırılmış reeskont uygulamaları ile bankaların durumuna göre senetlere farklı reeskont faiz oranları uygulayabilir. Bankaların müşterilerdeki kredi kartlarına ödenecek asgarî tutarın miktarını yükselterek tüketici kredilerine uygulanan denetimi gibi farklı konularda para arzını kontrol etmeye yönelik bir takım araçlar kullanabilir. Bu tür para politikası araçları, günümüz de kullanım alanı çok az olan araçlardır. Aslında yukarıda belirtilen dolaysız para politikası araçlarının tümü günümüzde neredeyse ortadan kalkmış durumdadır (Eğilmez, 2012: 1).

#### **1.4.2.2. Dolaylı Para Politikası Araçları**

##### **1.4.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri**

Para politikasının en yaygın aracı olan açık piyasa işlemleri, merkez bankasının dolaşımdaki para miktarını döviz, altın, hazine bonosu ve tahviller ile azaltıp çoğaltarak piyasada dengeyi korumayı amaçlar. Merkez bankasının açık piyasa işlemlerine başvurarak piyasada mali aktifleri alıp satmasındaki amacı, piyasadaki faiz oranlarını ve dolaşımdaki para miktarını kontrol etmektir (Özbilen, 2016: 643).

Merkez bankasının para politikası aracı olarak kullandığı açık piyasa işlemleri hem defansif (savunmaya yönelik) hem de ofansif (hücumu yönelik) amaçlar doğrultusunda başvurabilir.

Ekonomi de para tabanın da bir değişme söz konusu olduğunda merkez bankasının bu durumda dengeleyici müdahale de bulunarak savunma yaptığı görülür. Diğer taraftan merkez bankası herhangi bir tehdit olmasa bile para politikası tabanını değiştirmek

amacıyla açık piyasa işlemlerini kullanıyorsa bu durumda ofansif yani hücumu yönelik işlemler yaptığı anlamına gelir (Parasız, 2009: 353).

Açık piyasa işlemleri repo, ters repo, doğrudan alım ve satım, depo verilmesi ve borçlanılması gibi çeşitli şekillerde yapılabilir.

#### **1.4.2.2.1.1. Açık Piyasa İşlemlerinin Avantajları ve Dezavantajları**

Açık piyasa işlemleri tamamen merkez bankalarının kontrolindedir. Bu para politikası aracıyla merkez bankası piyasadaki işlem hacminin tamamını kontrol altında tutabilir.

Açık piyasa işlemleri oldukça esnektir. Bu da merkez bankasının işlem hacminin tümü ile istediği miktara ulaştırabilir. Diğer bir ifadeyle hem çok büyük hem de çok küçük işlemlerde açık piyasa işlemleri uygulanabilir. Ayrıca açık piyasa işlemlerinde yapılan hatalar hemen düzeltilebilir.

Açık piyasa işlemleri kapsamlı bir bürokrasi gerektirmediğinden dolayı kolayca kullanılabilir (Paya, 2002: 62).

Açık piyasa işlemlerinin dezavantajı ise bu işlem sonrasında ilk etki sermaye piyasasının yoğunlaştığı bölgeler etkilenmektedir. İşlem etkisinin tüm ülkeye yayılması zaman alır. Bununla birlikte özellikle mevduat sertifikaları vb. bazı fon araçlarının gelişmesi bu süreci hızlandırmaktadır (Parasız, 2009: 354).

#### **1.4.2.2.2. Reeskont Politikası**

Merkez bankasının para arzını parasal taban aracılığıyla kontrol etmek için uyguladığı reeskont politikası, aynı zamanda iskonto politikası anlamında da kullanılmaktadır. Burada merkez bankalarının portföyünde bulunan bir senedi ya kendisinin ya da bankalarca iskonto edilmesi işlemidir. Bu uygulamada bankaların amacı, ticari senedin vadesi gelmeden merkez bankasına giderek bu senedi kırdırıp kendine rezerv sağlama imkânı sunabilmesidir.

Merkez bankası reeskont politikasını rezerv parayı ve bundan dolayı para arzını kontrol altında tutmak için reeskont faizleriyle oynayarak kredi arzını etkilemeye yönelik uyguladığı para politikası aracıdır diye ifade edilmektedir (Özbilen, 2016: 648).

Reeskont oranının değiştirilmesi durumunda, reeskont kredileri ve parasal tabanın hacmi değişir. Dolayısıyla para arzı bu durumdan etkilenir. Reeskont oranının artırılması durumunda bankaların merkez bankasından aldığı krediler daha maliyetli olur. Bu durumda bankalar çok fazla kredi almak istemezler ve para arzı miktarı azalmış olur. Tersine durumda ise reeskont oranlarının düşürülmesi bankaların merkez bankasından aldığı krediler ucuzlar. Bu durumda da daha fazla kredi almak isteyen bankalar, müşterilerine uyguladıkları iskonto oranını (kredi faizini) düşürürler. Bu da müşterilerin bankalardan aldıkları kredi miktarını artırır ve dolayısıyla da para arzının artmasına sebep olur (Aslan, 2009: 540).

Reeskont politikasında iki işlem söz konusudur. İlki daha önce bahsettiğimiz reeskont kredileri diğer ise avanslardır.

Avanslar da reeskont işlemlerinde bankalar ticari senetleri merkez bankasına getirerek senedin vadesi gelmeden kırdırması işlemidir diye belirtmiştik. Avanslarda ise reeskont işlemlerinde uygulanan iskonto işlemi yapılmadan bankalara, saptanan bir faiz oranından kredi edinmektedir. Burada merkez bankası, bankalardan maddi bir varlığı rehin ve ipotek yaptırarak avans vermektedir. Oluşturulan bu ipotek avans sayılmaktadır (Demirhan, 2007: 15).

Kısacası reeskont politikasının temel amacı merkez bankasının nakit ihtiyacını karşılayarak finansal krizlerin önüne geçmeyi hedefleyerek piyasada olası panikleri önlemektir.

#### **1.4.2.2.3. Zorunlu Karşılık Oranı**

Merkez bankasının uyguladığı bir diğer politika aracı ise mevduata uyguladığı karşılık oranıdır.

Zorunlu karşılık oranında bankalar, topladıkları mevduatların bir kısmını yasal olarak karşılık ayırmaktadırlar. Kalan diğer mevduatları ise fon talep edenlere vermektedir. Bankaların bu şekilde oluşturduğu paraya kaydi para veya banka parası denilmektedir (Delice ve Ege, 2016: 172-173).

Zorunlu karşılıklar genel de üç amaç için kullanılmaktadırlar.

- 1) İhtiyaç

- 2) Parasal kontrol
- 3) Likidite yönetimi

Merkez bankası zorunlu karşılık oranını arttırıp azaltarak para arzını yönlendirebilir. Merkez bankası zorunlu karşılık oranını arttırınca banka çarpanı küçülür, yani bankaların ellerinde bulundurdukları fonlar azalır ve dolayısıyla kredi verme imkânı da azalmış olur. Tersi durumda ise merkez bankası zorunlu karşılık oranını düşürürse, bu durumda banka çarpanı büyür ve bankaların ellerinde bulundurdukları fon fazlaşır. Dolayısıyla kredi verme imkânı da artar. Kısaca merkez bankası, zorunlu karşılık oranını arttırınca para arzı miktarı azalır, düşürdüğünde ise para arzı miktarı artacaktır (Özbilen, 2016: 653-654).

Zorunlu karşılıkların temel fonksiyonları:

Birçok ülkede zorunlu karşılıkların kullanım alanı birbirinden farklı olmakla birlikte temelde kabul görmüş bu işlemlere sahiptir.

- Bankacılık sisteminin riskinin azalması
- Para arzının ayarlanması
- Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına fayda sağlaması
- Likidite yönetimine kolay hale getirmesi
- Senyorej geliri elde etmesidir (Mutafoğlu, 2019: 59).

#### **1.4.2.2.4. Gecelik Faiz Oranları**

Gecelik faiz oranları ise merkez bankasının para arzını denetim altına almak için uyguladığı bir diğer para politikası aracıdır. Burada merkez bankası, likidite isteği olan bankaya fon sağlarken likidite fazlası olan bankadan borç alarak para arzını kontrol etmektedir.

Faiz koridor sisteminin amacı ekonomik ve finansal değişkenler de yaşanan belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermaye hareketlerin bunlar üzerinde etkisinin en aza indirilmesi olarak ifade edilebilir (Yücememiş, Alkan ve Dağıdır, 2015: 1).

Faiz koridor sisteminin en önemli tarafı merkez bankasının politika faizine karışmadan para arzını kontrol edebilmesidir. Burada Merkez Bankası, borçlanma (borç

alma) faiz oranını arttırsa, bankalar bu durumda merkez bankasına fon aktarımı sağlayıp daha fazla gelir elde etme imkânı sağlayacaklar ve para arzı bu durumda azalacaktır ya da borçlanma faiz oranlarını düşürüp para arzını arttırmak istemektedirler.



## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASINA DAİR TEORİK YAKLAŞIMLAR VE TÜRKİYEDE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Para politikası ve parasal şoklar ekonomi biliminde hem teorik hem de ampirik olarak önemli bir yere sahiptir. Bu doğrultuda bu bölümde para politikası ve parasal şokların literatürde teorik iktisadi yaklaşımları, kendi görüşlerine göre oluşturdukları modelleri inceleyeceğiz. Ayrıca bölümün diğer kısmında Türkiye'de uygulanan para politikası uygulamalarından söz edeceğiz. İktisat biliminde de makro teorilerin başında klasik teori, keynesyen teori, monetarist teori, neoklasik teori ve yeni keynesyen model yer almaktadır. Bu teoriler para politikası amaçlarından hangisinin benimsediğine göre bu doğrultuda makro teorilerin hangi araçları kullanmayı tercih ettiği farklılık gösterecektir. Aşağıda bu makro teorilerin para politikası yönünden ulaştıkları sonuçları ve ortaya koydukları teorileri ayrıntılı bir şekilde yer verilmektedir.

Para politikasının uygulamasındaki etkinliği ile ilgili literatürde çok fazla eleştiriler mevcuttur. Bazı yaklaşımlar para politikasının ekonomik denge düzeyinde etkisinin olmadığını savunurken, bazı yaklaşımlar ise para politikasının etkinliğinin çok fazla olduğunu savunmuşlardır. Yapılan bu eleştiriler ve görüşler ekonominin bulunduğu koşullara göre farklılık göstermektedir.

#### 2.1. Para Politikasına Dair Teorik Yaklaşımlar

##### 2.1.1. Klasik İktisadi Görüş

Adam Smith'in 1776 yılında "Ulusların Zenginliği" adlı yapıtı ile beraber klasik iktisadi görüş ortaya çıkmıştır. Klasik olarak adlandırılan bu dönemin bütün önemli yazarları kendi düşüncelerini bu esere ithafen teorik görüşler ortaya koymuş ve bu görüş üzerinden hareket etmişlerdir. Klasik görüşün önemli savunucuları Adam Smith, David Ricardo, David Hume, John Stuart Mill, Thomas Malthus ve Jean Baptist Say olarak söyleyebiliriz (Selik,1980: 178-179).

Klasik iktisat teorisinin temel varsayımına bakacak olursak öncelikle piyasada alıcıların ve satıcıların fiyatlar üzerinde etkili olmadığı tam rekabet koşullarının geçerli



olduğu görüşü hakimdir. Ekonomik birimler rasyonel ve akılcıdır. Devletin ekonomiye müdahale etmemesi gerektiğini savunmuştur.

Adam Smith'e göre insan davranışlarını yöneten ilkeler şunlardır:

- Bencillik ve sempati ilkesi, kendi kendini sevme ve başkalarına ilgi duyma
- Özgürlük ve mülkiyet ilkesi, özgür olma arzusu ve mülkiyet duygusu
- Çalışma ve değişim ilkesi, çalışma alışkanlığı ve başkaları ile alışverişte bulunma eğilimi olarak tanımlanmıştır (Selik, 2015: 189).

Smith'in iktisat literatüründe önerdiği düzen "piyasa ekonomisi" bu düzende mübadeleye konu olan malların mübadele edildiği piyasalardan oluşmaktadır. Piyasaların aktörleri girişimciler ve hane halkı oluşturmaktadır. Burada girişimciler, faktör piyasalarından talepte bulunarak girdileri birleştirip üretim yapar ve bunları mal piyasalarında arz ederler. Ev üniteleri ise, sahip oldukları emek ve sermaye gibi üretim faktörlerini faktör piyasalarına arz ederler. Bu durumda girişimciler faktör piyasasında talepte bulunurken, ev üniteleri ise faktör piyasasında arz etmiş bulunmaktadırlar. Görüldüğü üzere taraflar hem arz hem de talep konumundadırlar. Burada Adam Smith, piyasada etkin olan fiyat mekanizmasının görünmez el piyasalardaki arz ve talep hareketlerinin dengede olacağını belirtmiştir (Paya, 2002: 182).

Klasik teori paranın önemini küçümseyerek servetin kaynağı değerli madenler yerine emek olduğunu, ayrıca paranın mübadeleyi kolaylaştıran bir araç olduğunu belirtmiştir. Ayrıca paranın diğer mallardan farklı olmadığını, "para bir örtüdür" diyerek servetin yaratılmasında hiçbir rolü yoktur diye belirtmiştir. Ünlü ekonomist Say, "para bizden iktisadi gerçekleri saklayan bir peçedir" diyerek paranın önemini küçümsemiştir. Ayrıca klasik görüşün varsayımı fiyatlar tam esnek olmalı, para sadece mübadele amacıyla talep edilmeli ve ekonomide tam istihdam olmalıdır (Ecevit, 2001: 9).

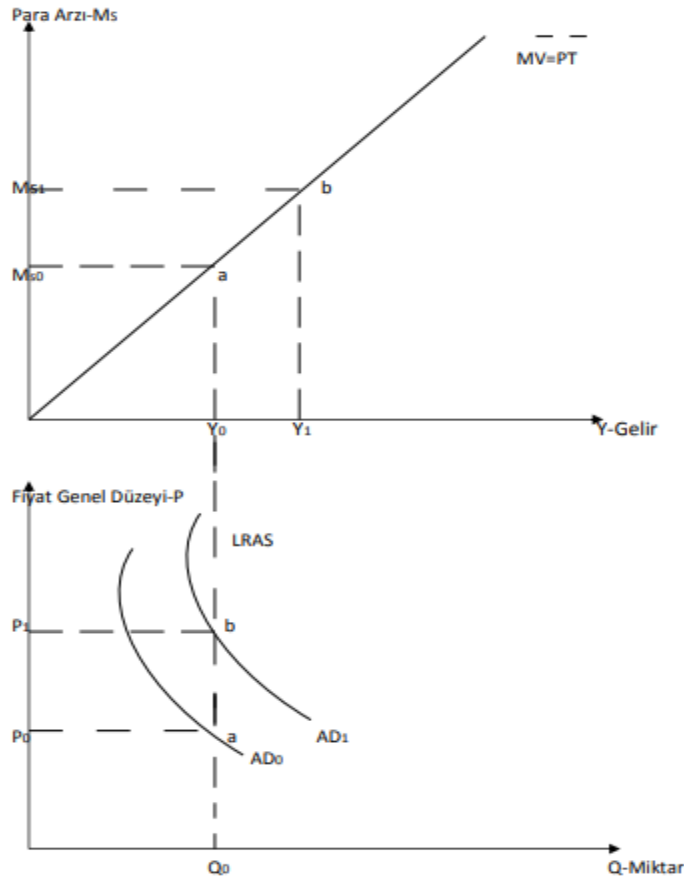
Klasik iktisat varsayımı altında herhangi bir şokun konjektör hareket ile dönüşmesinin imkansız olduğunu bu sadece nominal değişkenler de etkili olurken, devlet tarafından herhangi bir müdahale olmadığı sürece piyasalar hızla dengeye geleceğini savunmuştur. Ekonomide oluşan bir şok, çıktı ve istihdam gibi diğer değişkenler de herhangi bir dalgalanmanın söz konusu olmadığını belirtmiştir (Atay, 2010: 50-51).

Klasik iktisat teorisinin iktisat politikası açısından önemli bazı sonuçları vardır:

İlk olarak devletin ekonomiye müdahale etmemesinin yararlı olacağıdır. Yukarıda belirttiğimiz gibi tam rekabet, ücret esnekliği ve faiz esnekliği varsayımları piyasalarda oluşan bu durumda ekonomi daima ve kendiliğinden tam istihdam seviyesine erişecek ve üretilen bütün mallar satılacağından dolayı stok fazlası ve üretim yetersizliği gibi dengesiz durumlar söz konusu olmayacaktır. Kendiliğinden dengeye gelen böyle bir ekonomiye devletin müdahalede bulunmasının hiçbir yararı olmadığı, aksine ekonomiye zarar vereceğini savunmuştur. İkinci önemli sonuç ise, klasik iktisadın iktisat politikası aracı olarak para politikası araçlarına önem vermesidir. Bu sonuca baktığımızda yukarıda anlatılan klasik iktisadi görüşün paranın da önemsiz olduğu görüşüyle çelişkili olduğu görünebilir. Fakat klasiklerin söyledikleri ekonomide herhangi bir nedenden dolayı bir değişiklik olabilir. Örnek olarak, ekonomide fertlerin tasarruf eğilimi değişebilir, işçinin produktivitesi artabilir, ekonomiye ciddi bir sayıda göçler olabilir veya fiyat istikrarı bozulabilir. Bu gibi durumlarda fiyat istikrarını sağlanabilmesi için mali araçlar yerine parasal araçların kullanılmasının daha doğru olacağını savunmuştur. Üçüncü önemli sonuç ise, devlet faaliyetleri sadece emniyet adalet ve savunma gibi temel hizmetlerle sınırlı olmalıdır. Klasik teori bırakınız yapsınlar bırakınız geçsinler sloganı ile liberalizmin hem siyasal hem de ekonomide hakim olmasını istemişlerdir (Savaş, 2016: 189-191).

Klasik iktisat teorisinin varsayımlarından hareket ederek (ekonomi tam istihdam seviyesinde atıl kapasite ve atıl üretim faktörlerinin olmadığı, paranın dolanım hızının sabit olduğu ve fiyatların esnekliği) para miktarındaki değişmelerin reel değişkenler üzerinde etkili olmadığını savunmuştur. Yani reel değişkenlerin para politikası tarafından etkilenmeyeceğini belirtmiştir. Klasik iktisatçılar en etkin politika aracının para politikası araçları olduğunu daha önce söylemiştik. Çünkü, para politikası araçları yerine maliye politikaları araçları kullanıldığı varsayıldığında, kamu harcamalarının arttırılması para arzını arttıracaktır. Bu durumda kamu harcamaları, para arzı arttırılmadan vergilerin arttırılması veya devletin halktan borçlanması yoluyla finanse edilirse bu durum kişilerin harcamalarını azaltacak ve bu sağlanan fonlar devlet eliyle harcanmış olacaktır. Bu durumda harcama miktarı değişmeyip sadece harcayan tarafın değiştiğini belirtmiştir.

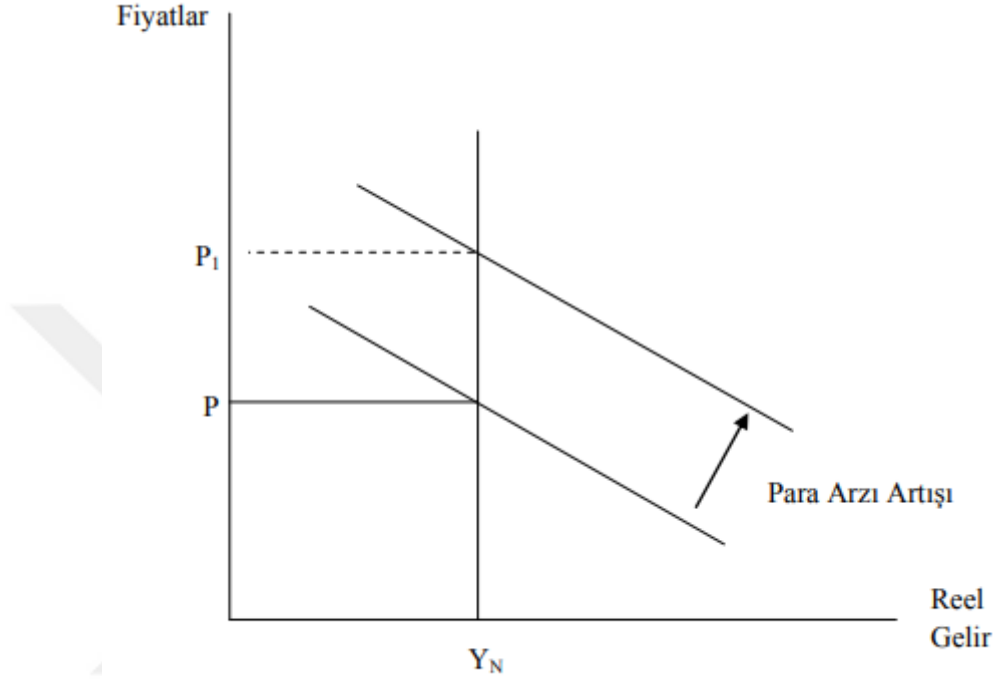
Sonuç olarak ekonomide her zaman dengenin sağlanacağını savunan klasik iktisatçılar piyasaya her türlü müdahalenin yanlış olduğunu belirtmişlerdir. Ekonomide herhangi bir dengesizlik durumunda maliye politikası araçları yerine para politikası araçlarının kullanılmasını vurgulamış olsalar da paraya yapılan müdahalelerin ekonomide istikrarsızlık doğuracağını savunmuşlardır. Durum böyle olunca devletin ekonomiye müdahalesinin gereksiz olduğu, ekonomik istikrarsızlıkların suçlusu olarak müdahaleci para politikaları gösterilmiştir (Tuğcu, 2005: 36-37).



**Şekil 2.1.** Klasik parasal aktarım mekanizması

Şekil 2.1'de görüldüğü üzere parasal genişleme söz konusu olduğu durumda para arzı  $M_0$ 'dan  $M_1$  yükselmesi sonucu toplam harcama miktarı artmıştır. Gelir seviyesi  $Y_0$  dan  $Y_1$  seviyesine yükselmiştir. Klasik görüşün ekonomide tam istihdam varsayımı altında bu grafikte  $Q_0$  tam istihdam düzeyidir. Harcamalarının artması sonucu fiyatlar genel seviyesi  $P_0$ 'dan  $P_1$ 'e yükselmiş olup, ekonomide yeni denge b noktasında gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle klasik iktisadi görüş, para politikası uygulamaları

neticesinde uzun dönemde mal ve hizmet fiyatlarını, reel ücret oranlarını, reel faiz oranlarını, istihdamı ve gelir seviyesini etkilemediğini savunmuştur. Fiyatlar ve ücretlerin klasik görüşe göre esnek olduğundan istihdam dengesi kısa vadede nispi fiyat değişikliklerinden sağlanmaktadır (Morgül, 2013: 10).



**Şekil 2.2.** Para arzı değişim grafiği

Şekil 2.2’de görüldüğü gibi daha önce söylediğimiz klasik iktisadi görüş, paranın yansız olduğunu kabul ettiği için istihdam, üretim ve benzeri reel değişkenler üzerinde etkisi yoktur. Merkez bankasının para arzının arttırması istihdam ve üretimi arttırmaz, sadece fiyatlar genel seviyesinin arttırmış olup bu durum enflasyona neden olacağını belirtmiştir.

### **2.1.2. Keynesyen İktisat**

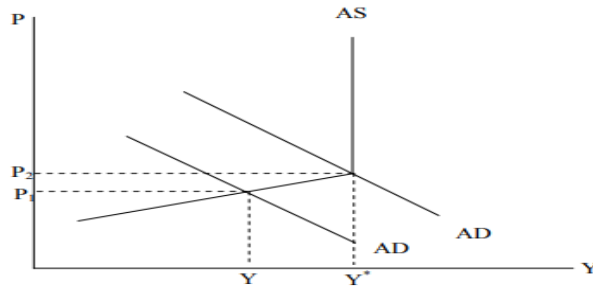
Keynesyen iktisat ünlü İngiliz ekonomist John Maynard Keynes’in “Genel İstihdam Faiz ve Para Teorisi” adlı kitabı ile başlar. Bu kitap 1930’larda yaşanan büyük buhrana yanıt olarak yazılmıştır. Keynes bu kitabında hızın sabit olduğu miktar teorisini reddetmiş ve para talebinin önemini açıklayan likidite tercihi teorisi olarak adlandırılan para talebi teorisini ortaya koymuştur. İlk bölümde bahsettiğimiz insanlar üç nedenden

ötürü para talebinde bulunurlar. İşlem güdüsü, ihtiyat güdüsü ve spekülasyon güdüsüyle bunlardan daha önce bahsedilmiştir.

1929 büyük buhran krizinden sonra klasik görüşünün tam istihdam ve ekonomik denge görüşü geçerliliğini kaybetmiş ve Keynes'in ortaya koyduğu görüşler daha fazla benimsenmiştir. Keynesyen, ortaya koyduğu durgunluk sonrası ekonomide istikrarsızlıklar yaşandığından dolayı bunun üzerine yoğunlaşmıştır. Ekonomide istikrarsızlığa yol açan sebepler ve bu durumdan kurtulma yollarını açıkça belirtmiştir.

Klasik iktisat teorisi varsayımları ile keynes genel teori de belirtilen varsayımlar arasında bazı farklılıklar söz konusudur. İlk olarak klasik iktisadın ortaya koyduğu analizler uzun dönem esas alırken, keynesyen iktisat kısa dönemi esas almaktadır. Bir diğer fark ise klasik iktisat, ekonomide daima tam istihdam ve denge durumu olduğu için iktisadi dalgalanmalar kısa sürelidir. Keynesyen teoriye göre ise ekonomide tam istihdamın ve genel denge kararsızdır ve bu kararsız denge dışarıdan herhangi bir arz ve talep şoku dengeyi bozacaktır. Keynesyen iktisat, ekonomi de bozulan bu dengenin tekrar kendiliğinden tam istihdam seviyesine gelmesini sağlayacak herhangi bir mekanizmanın olmadığını belirtmiştir. Bu durumda kriz dönemlerinde oluşan daralmalar uzun süreli ve şiddetli olacağını belirtmiştir (Ekinci, 2006: 63-64).

Klasikler ekonomiyi arz ile açıklarken, keynesyen teori ekonominin talep yönlü olduğunu ve talebin arzı belirlediğini savunmuşlardır. Burada ekonominin lokomotifini toplam talep olduğu vagonlarının ise toplam arz olduğu belirtilmiştir. Toplam arzın büyüklüğünü belirleyen en önemli faktörün ise toplam talep olduğunu vurgulamıştır. (Oltulular, 2015: 70).



**Şekil 2.3.** Keynesyen iktisatta fiyat-hasıla seviyesinin belirlenmesi

Keynes'e göre ekonomi eksik istihdam durumunda ise, merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak para arzını arttırması durumunda fiyatlar genel seviyesinin artmazken istihdam ve üretim seviyeleri arttırılabilir. Bundan dolayı keynesyen ekonomi para politikasının etkili olduğunu fakat ekonomi tam istihdam seviyesine ulaştığında klasik dikotominin geçerli olduğunu kabul etmektedir. Keynes, para politikası araçları kullanarak ekonomik istikrarsızlığın önüne geçmenin mümkün olmadığını, çünkü para arzını arttırıp azaltmak efektif talep üzerinde etkili olmamaktadır. Keynes para arzının artırılması durumunda yani para otoritelerinin piyasadan tahvil ve bono alımı yoluyla bunu yapabilir. Bu durumda tahvil ve bonoları olan talep artacaktır ve bunların fiyatları yükseleceği için faiz oranlarını düşüreceğini belirtmiştir. Faiz oranlarının düşmesi ise yatırımları, toplam geliri ve talebi de etkileyecektir (Oltulular, 2015: 71-72).

Para arzının artıp veya azalması, ekonomide faiz oranlarını etkilediğini dolayısıyla yatırımlar ve buna bağlı olarak çarpan etkisi ile çıktı düzeyi etkilenmektedir. Burada para arzındaki değişim faiz oranları üzerinde etkisi ne ölçüde büyük olursa para politikası da gayri safi milli hasılayı yani çıktı üzerinde o derece etkili olacaktır. Keynes, faiz oranları ile ekonomide istikrarın sürekli olarak sağlanmadığını likidite tuzağı ile açıklamıştır. Burada para talebi, belirli bir faiz oranında para politikalarına karşı etkisiz kalacak ve ekonomide beklenen durum oluşmayacaktır.

Keynesyen teoriye göre para teorisinin temelini klasik miktar teorisine karşı oluşan itiraz oluşturmaktadır. Keynesyen görüş, üretim ve istihdam seviyesini belirlenmesini daha ön planda tutar. Klasik ekonomide ise fiyat düzeyinin belirlenmesi temelde yatarak tersi bir görüş belirtilmiştir. Keynes'in daha önce belirttiğimiz gibi para talebinin daha önemli olduğunu, para arzı ile toplam harcamalar arasında bir ilişki olmadığını vurgulamıştır. Burada paranın dolaşım hızı yerine tüketim harcamaları kullanılarak gelir harcama çoğaltanı paranın dolaşım hızının yerini almaktadır. Klasik görüş, maliye politikasının ekonomide etkili olmadığını para politikasının da önemsiz olduğunu belirtirken, keynesyen ekonomi, maliye politikasına temel politika olduğunu para politikasının ise klasiklere benzer şekilde önemsiz olduğunu ifade etmektedir (Gül, 2006: 8).

### 2.1.3. Monetarist Görüş

1929 ekonomik buhrandan sonra uygulanacak para politikalarının o buhrandan çıkılamayacağı inancı yaygınlaşmıştır. Para politikasının fiyatlar genel seviyesindeki artışı durdurabilir fakat işsizlik durumunda faiz oranlarının düşük olması, ekonomiyi canlandırmayacaktır. Bu dönemde Keynes, kamu harcamalarını arttırılarak işsizliği azaltması sonucunda krizin çözüleceğini belirtmiştir. Bu doğrultuda para politikasının ekonomik buhran döneminde etkili olmadığı maliye politikasının gerekliliğini de savunmuştur.

1970'li yıllarda stagflasyon yaşanmasında önemli olan, yine o yıllarda yaşanan petrol krizi bu dönemde keynesyen politikalar, sorunların çözülmesinde yetersiz kalmış ve bu teorinin geçerliliği azalmıştır. Monetarist teoriyi ortaya koyan Milton Friedman, geliştirdiği teoriler ile makro iktisadın temelini oluşturmuştur. Monetarist teori parasal göstergelerin önemli olduğunu, uygulanan para politikaları sonucu para miktarının artması ekonomik aktörleri etkilediğini ve paranın kısa dönemde yanlı olduğunu ortaya koymuştur (Oltulular, 2015: 76).

Monetarizm ekonomik faaliyetler ve fiyatlar genel seviyesinin üzerinde paranın temel etken olduğu görüşünü savunmuştur. Ayrıca monetarizm para miktarı ile faiz oranları, uluslararası diğer para birimleri türünden toplam gelir arasındaki ilişkide incelemektedir.

Monetarist görüş, klasik teoriye benzer özel mülkiyet, ekonomik özgürlük, serbest piyasa mekanizması ve devletin müdahalesini sınırlı olduğu iktisadi görüştür. Monetaristler keynesyen teorinin ortaya koyduğu müdahaleci devlet anlayışı yerine uygulanan politikaların kuralların ortaya koyup bu politikalarını düzenleyen bir yapıyı benimsemiştir (Masca ve Bahar, 2012: 300).

Monetarist görüşün temel varsayımları şunlardır:

- Monetarist görüşün öncüsü Friedman, ekonomideki en önemli faktörün dolaşımdaki para olduğunu belirtmiştir.
- Monetarist görüş, ekonomide oluşan istikrarsızlığın nedenini uygulanan para politikaları sonucunda para arzının gereğinden fazla arttırılmasıdır. Bunun sonucunda ise enflasyon oluşmaktadır diye belirtmiştir.

- Bir diğerk varsayım, kamu harcamalarının nasıl finanse edileceği durumudur. Burada monetaristler, kamu harcamalarının para arzı ile karşılanması durumunda enflasyon oluşacağını borçlanma ile karşılanması durumunda ise dışlama etkisinin ortaya çıkacağını belirtmiştir.
- Para lüks bir maldır diyen monetarist iktisatçılar, para talebinin gelir esnekliğinin birden büyük olduğunu söylemişlerdir.
- Monetaristler kurala dayalı para politikası önerdiği için para arzının sabit bir oranda artırılması gerektiğini belirterek para arzının dışsal bir değişken olduğunu savunmuşlardır.
- Milton Friedman, ekonomide doğal işsizlik durumu söz konusudur ve para politikası uygulanması ile uzun dönemde doğal işsizlik oranının arttırılıp ve düşürülmesinin mümkün olmadığını belirtmiştir.
- Sürekli gelirin geçmiş, cari ve gelecek dönemde oluşabilecek gelirlerin ortalaması olarak tanımlayan monetaristler, tüketim sürekli gelirin bir fonksiyondur diye belirtmişlerdir. Burada uzun dönemde gelir artışının sürekli olması durumu tüketimi arttıracaklarını savunmuşlardır.
- Denk bütçe ve piyasa dengesini etkileyen monopoller ile mücadele edilmesi gerektiğini belirten monetaristler, para ve maliye politikalarına karşı çıkmışlardır.
- Para arzında meydana gelebilecek bir artışın kısa dönemde reel değişkenleri, uzun dönemde ise sadece fiyatları etkilemektedir diye belirtmişlerdir (Turanlı, 2016: 204 206).

Milton Friedman, miktar teorisinde paranın dolanım hızını sürekli gelirin bir fonksiyonu olduğunu, gelirdeki bir değişimin paranın dolanım hızını da değiştirebileceğini belirtmiştir. Çünkü para talebinin gelir esnekliği birden büyük olduğu için sürekli gelir artması durumunda, para talebi daha fazla artış göstermekte, paranın dolanım hızı ise azalmaktadır. Tersisi durum söz konusu olduğunda ise para talebi daha fazla azaldığı için paranın dolanım hızı da artacaktır (Masca ve Bahar, 2012: 305).

Milton Friedman tarafından geliştirilen modern miktar teorisi şu şekilde denkleme dökülmüştür.



$$M.V=P.Q$$

M=PARA MİKTARI

V=DOLANIM HIZI

P=FİYAT SEVİYESİ

Q=TOPLAM ÇIKTI MİKTARI

Burada P ve Q istikrarlı olup sabit olmadığını ve böylece para miktarında bir değişim sonucu P ve Q aynı oranda artmayacağını açıklamıştır

Friedman uygulanması gereken para politikalarını şu şekilde ifade etmektedir:

- Parasal büyüme hızı ile para miktarının büyüme hızı arasında ilişki olduğunu, para miktarı artarsa parasal gelir de artacaktır tersi durumda ise azalacaktır.
- Nüfusu, üretimde oluşacak büyüme kendiliğinden oluşacak toplam para stokunun büyüme ile paralel olması gerekir. Fiyatlar genel seviyesi, onar yıllık dönemler itibariyle durgunluğun temel sebebi olacaktır.
- Parasal gelir ile para miktarı arasındaki ilişki gözle görülmez. Çünkü paranın büyüme hızındaki artış ve azalışların geliri etki etmesi süresi oldukça fazla olduğundan bu zaman süresinin kendisi de bir değişken niteliği taşımaktadır.
- Asıl enflasyon ve deflasyonun oluşabilmesi doğrultusunda para arzının dengeli bir şekilde yüzde üç ila beş arasında arttırdığımız zaman, fiyatlar genel seviyesini de dengeleyeceğini belirtmiştir.
- Fiyatlar genel seviyesinin yüksek oranda dalgalı bir seyir izlemesi ekonomik dengeyi ve büyümeyi etkileyecektir.
- Para arzının belirli bir denge seviyesinde olması fiyat ve üretim artışına yol açması mümkün olmasa da bu olasılığı çok düşüktür. Para arzında sürekli bir artış istikrar anlamı taşımaz fakat önceki dönemlerde görüldüğü gibi büyük ölçüde dengeden sapmalara karşı etkili olabilir.
- Faaliyet esnasında herhangi bir problemin ortaya çıkması para stokuna özgü bir durum değildir, uygulama sonucunda maliye politikasında da gecikmeler görülebilir. Para arzı miktarındaki artış sonucu nominal gelir de ortaya çıkacak

genişleme ortalama olarak altı ila dokuz ay arasında görülecektir. Parasal gelirin artış hızındaki değişim öncelikle üretimi pozitif anlamda uyarır ve fiyatlar da bir değişiklik yaratmaz ancak para stokunda genişleme azaltılırsa altı ila dokuz ay sonra parasal gelirin artış hızı ve dolayısıyla üretim seviyesi azalacaktır. Bu durumda fiyatlar minimum bir şekilde etkilenecek, para stokunun artış hızındaki bir değişim ile enflasyon oranında olan değişim arasındaki toplam gecikme on iki ila on sekiz aydır. Bundan ötürü enflasyona karşı uygulanacak politikalarının sonuçları uzun bir zaman dilimi sonunda işlevliğini ortaya koyacaktır.

- İstihdam ve fiyatlardaki dengeli azalış ya da artış karşısında halkın mevcut davranışları oldukça güçlüdür ve bu durumda politik baskı grupları ortaya çıkacaktır. Dengeli bir ekonomik yapının sağlanması oldukça güçtür ve lüks bir amacı taşıdığı söylenebilir. Küçük ve dengeli dalgalanmalar karşısında para politikasını devreye sokmak daha kötü sonuçlar doğurabilir ve bu durum bir hatadır.
- Kısa dönemde (beş ila on yıl) para stokunda ki değişimler öncelikle üretimi etkiler, on yılı geçtiği zaman ise para stokunda ki büyüme artışı ilk etapta fiyatları etkiler. Üretimdeki farklılık burada reel faktöre göre değişim gösterir.
- Devletin kamu harcamaları sonucu enflasyonist etkiler ortaya çıkabilir veya çıkmayabilir. Diğer bir ifade ile karşılıksız para basılması veya banka parası yaratarak finanse ediliyorsa ortaya çıkan olgu enflasyondur (Öçal, 1999: 133-135).

Friedman ayrıca tahvil, öz kaynak ve mal gibi diğer varlık türlerinde beklenen getirilerdeki artışın para talebini azaltacağını düşünmektedir. Keynes'in aksine Friedman, faizin para talebi üzerinde önemsiz bir etkiye sahip olduğunu, çünkü paranın geri dönüşünün sabit olarak olmadığından kaynaklanmaktadır (Rehman, 2017: 12). Para politikalarının uygulanması kısa süre içerisinde ve kolay değiştirildiği için diğer iktisat politikalarından ayrılmaktadır. Uygulanan para politikaları başarı sağlanabilmesinin şartı, insanlar tarafından açık ve anlaşılır olması gerekir. Dolayısıyla uygulanan para politikası sonucunda toplumun bu kararlara nasıl tepki göstereceği önem arz etmektedir

Monetaristlerin maliye politikaları uygulamasının önemi oldukça küçümsenmekte ve tamamen etkisiz olduğu savunulmaktadır. Özellikle de aşırı paracı görüş savunular kamu harcamaları veya vergilerde meydana gelebilecek bir değişimin para arzı sabit olduğu müddetçe toplam talep üzerinde etkisinin sıfır olacağını belirtmiştir. Çünkü kamu harcamalarının vergiler yoluyla finanse edilmesi piyasa faiz oranlarını yükseltecek, bu da özel yatırım harcamalarının düşmesine neden olacaktır (Orhan, 2014: 107).

1956 yılında Friedman editörlüğünde yayınlanan modern miktar teorisi, paranın miktar teoremi üstüne incelemeler isimli kitaptan oluşturmaktadır. Monetarist görüşe göre uygulanan politikalarının etkin olabilmesi için para ve maliye politikaları değişimleri yerine özel sektörün güven içinde gelişebileceği ve ekonomik büyümeyi sağlayacak istikrarlı bir ekonomiyi savunmaktadır. Bunun ilk şartının ise para arzının düzenli olarak her yıl belli bir oranda artmasıdır (Savaş, 2000: 886).

#### **2.1.4. Yeni Keynesyen İktisat**

Yeni keynesyen iktisat, 1970'li yıllarda monetarist savunucularından Sargent ve Lucas'ın görüşlerine eleştiri amacıyla ortaya konulmuştur. Yeni keynesyenciler ismini 1982 yılında Michcal Parkin tarafından verilmiştir. Gregory Mankiw, David Romer, Alain Blinder, Olivier Blanchard, Mc Collum, Greenwald, Stiglitz, Rotembers, Fischer, Gordon, Hargreaves Heap, James Tobin ve daha birçok iktisatçı yeni keynesyen iktisata katkıda bulunmuşlardır (Oltulular, 2015: 104).

Yeni keynesyen iktisat, keynesyenlerin görüşünden sapmayarak özgün bir fiyat-ücret modeli geliştirmişleridir. Yeni keynesyenler, keynesyen teorinin pek üzerinde durmadığı makro iktisadı ortaya koyarak, makro iktisadın mikro temeline inmeye çalışmışlardır. Burada yeni keynesyenler makro iktisadi dengesizlikleri açıklarken, mikro iktisadın kavramlarından yararlanmak ve makro dengesizlikleri piyasa başarısızlıklarıyla ilişkisini ortaya koymaktadır (Parasız ve diğerleri, 2004: 114-115).

Keynesyenler ister eski ister yeni olsun aşağıda verilen üç önerme üzerinde hemfikirdirler:

- Bazı dönemlerde reel ücret düzeyinde gelecekteki ücret ve fiyatlara ilişkin beklentiler söz konusu olduğunda fazla miktarda işgücü arzı mevcuttur.

- Toplam ekonomik faaliyet düzeyi, kapasite kullanımı, GSYH veya işsizlik ile ölçülüp ölçülmediğine bakılmaksızın belirgin şekilde dalgalanmaktadır. Bu dalgalanmalar teknolojiye, zevklerdeki veya demografik yapıdaki kısa vadeli değişikliklerden kaynaklanabilecek herhangi birinden büyüktür ve model bakımından farklıdır.
- Para politikası bazı dönemlerde (büyük buhran gibi) etkisiz olsa da para en azından çoğu zaman önemlidir (Greenwald ve Stiglitz, 1993: 23).

Yukarıda belirtilen üç husus konusunda eski veya yeni olsun tüm keynesyenler uygulanan ekonomi politikalarını dengelemek için hükümetin ekonomiye müdahale etmesi noktasında hemfikirdirler.

Yeni keynesyen iktisat piyasaların temizlenmesinin söz konusu olmadığını, nominal ve reel rijitlikler nedeninden kaynaklandığını belirtmiştir. Bu rijitliklerin sebebi doğrultusunda parasal değişkenlerin reel değişkenler üzerinde etki yaratabilmesi veya arz ve talep şoklarının reel etkileri konusunda yeni klasiklere kıyasla aykırı düşünmektedirler (Ardıç ve Aydın, 2011: 180).

Yeni keynesyenler tam esnek ücret ve fiyat yaklaşımını reddetmekte ve beklenen fiyatlar da artış eğilimi sergilendiğinde, ücretlerin ve fiyatların buna bütün olarak uyum sağlamasının önüne geçen etkenleri analiz etmektedir. Burada yeni keynesyenler, yeni klasik modelin tam esnek ücret ve fiyat görüşüne reddetseler de toplam arzın belirlenmesi konusunda bekleyişlerin mühim bir yere sahip olduğunu ve rasyonel beklentiler hipotezinin bekleyişlerin oluşumuna ilişkin kayda değer bir hipotez hususunda hemfikirdirler. Bu durumda yeni keynesyen model, bekleyişlerin rasyonel olduğunu varsayarken, ücret ve fiyatların esnekliğini reddederek ücret ve fiyatların yapışkan olduğunu varsaymaktadır. Bu modelin elde ettiği sonuç, beklenmeyen politika şoklarının beklenen politika şoklarına göre hasıla üzerinde etkisi daha fazladır (Mishkin, 2000: 358).

Yeni keynesyen iktisatçılar, keynesyen modelin üç önemli eksikliğini şöyle sıralamıştır:

- Modern mikro iktisadın bulgularını kullanarak, makro iktisadın mikro iktisadi temellerinde piyasaların temizlendiği,

- Adaptif beklentilere dayanan bir modelin maksimize edici davranışlara dayanarak ücret ve fiyat katılıklarının yapışkanlıkların modellemeye,
- Modelin eksik kalan arz yanını geliştirip modeli rektifiye etmeye dayanan bir araştırma modeli ortaya koymaya çalışmıştır.

Yeni keynesyen görüş, bu yeni analizi araştırıp ortaya koyarken modern iktisadın üç önemli önerisini benimsemektedir.

- Makro iktisadın mikro temellere gereksinimi olduğu,
- İktisadi aktörlerin beklentilerinin rasyonel ve davranışlarının da optimize edici olduğu,
- Makroekonomik modellerin en iyi genel denge çatısı içinde oluşturabileceği hususlarıdır (Yay, 2012: 542).

Keynesyen teorinin açıklamadığı fakat yeni keynesyen iktisadın açıkladığı durumlar aşağıdaki gibidir.

- Firmaların resesyona döneminde fiyatları neden düşürmediğini açıklar.
- Yatırım ve stokların döngüsel davranışlarına açıklama getirir.
- Ekonomide bulunan işsizleri daha düşük ücretle çalışma isteğinde bulunsalar dahi işe alınmayı başaramadıklarına dair açıklama sağlar ve etkin ücret teorisinin önemli olmadığı sektörlerde dahi işçilerin gelecekte daha yüksek ücret vaadi karşılığında neden daha düşük ücretlerle çalışmayı teklif etmediklerine dair kısmi bir açıklama sağlar.
- Beklenmeyen ücret ve fiyat indirimlerinin resesyona azaltacağı yerine daha da arttıracaklarını ve durumun daha da kötüleşeceğine dair bir açıklama sağlar (Greenwald ve Stiglitz, 1987: 23-24).

Fiyat yapışkanlığının çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi menü maliyetidir. Menü maliyetleri, piyasaların temizlendiği varsayımı doğrultusunda fiyatların hızlı bir şekilde ayarlanamamasının nedeni fiyatları ayarlamanın bir maliyet oluşturduğudur. Firmaların fiyatları yenileyeceği zaman yeni kataloglara ve yeni fiyat listelerine ihtiyaç duyarlar. Bunların her biri birer maliyet unsuru olduğu için bunlara

menü maliyeti denilmektedir. Bu da firmaların sürekli ayarlaması yerine kademeli olarak ayarlanmasına neden olmaktadır (Bari, 2013: 11-12).

Mankiw, menü maliyetlerini bir firma için küçük olmasına karşın ekonominin tamamında oldukça fazla etkilere sahip olduğunu ve fiyat düzenlemelerinin bir çeşit dışsallık yarattığı varsayımından hareket edilir. Burada firmalar fiyatları düşürme kararı sonrası elde ettikleri kazanç ile fiyat ayarlamalarının maliyetinin karşılaştırırlar. Dolayısıyla menü maliyetlerinin küçük olması Mankiw'e göre, sabit maliyet modellerinin yorumlanmasında etkisiz olduğu anlamı taşımamalıdır. Küçük menü maliyetleri, ciddi sosyal refah kaybına yol açacağından dolayı ekonomik dalgalanmaların belirlenmesinde merkezi bir yere sahiptir (Ardıç ve Aydın, 2011: 182-183).

Yeni keynesyen iktisadın görevi toplam fiyat seviyesindeki değişimlerin neden yapışkan olduğunu yani fiyat değişikliklerinin neden nominal GSMH'deki değişiklikleri takip etmediğini açıklamaktadır. Sabit fiyatlar, reel GSMH'nin bireysel işçiler ve firmalar tarafından tercih edilen bir nesne olmadığını bunun yerine artık olarak başıboş bırakıldığını ifade eder. Dolayısıyla yeni keynesyen ekonomi, rekabetçi fiyat olan firmaların üretim konusunda seçim yaptıkları yeni klasik ekonominin aksine, bireysel fiyatlarını belirleyen ve yeniden satış düzeyini bir kısıtlama olarak kabul eden tekelci olarak rekabetçi firmaların seçimleriyle ilgilidir (Gardon, 1990: 1116).

Yeni keynesyen iktisatçılar, maliye politikasının ekonomik ve politik bakımdan uygulanmaması gerektiğinin ve para politikası uygulamasını öneren ilk bakışta monetaristlerle aynı fikirde olduğunu gösteren bir politika benimsemişlerdir. Para politikasını önermesinin nedeni, enflasyonu ciddi bir sorun olarak gördüğü için bu durumu önlemenin para arzının artış hızını azaltıp veya yükselterek ekonomide enflasyonist eğilimlerin ortaya çıkmasını engelleyecek yol olarak görmektedir (Oltulular, 2015: 109).

Yeni keynesyen teori, fiyatların değişken olmadığı varsayımı doğrultusunda para arzında meydana gelebilecek bir değişme ile üretimdeki dalgalanmalar arasında ilişki kurmaktadır. Dolayısıyla para arzında meydana gelebilecek bir azalış, hedeflenen fiyat seviyesi üzerinde de bir azalışa neden olacaktır. Beklenmeyen para arzı aksamalarının üretim seviyesi üzerinde etkisi, beklenen para arzı aksamalarının üretim düzeyindeki etkisinden daha fazla olduğunu ifade etmiştir (Pekin, 2019: 44).

### 2.1.5. Neo Klasik İktisat

Neo klasik teorinin farklı kişiler için farklı etkileri olduğunu iki açıdan bir fikir bütünlüğü vardır. İlki üretim faktörlerinin sabit olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Diğeri ise Neo klasik teorinin nüfusun veya işgücünün büyüme hızının dışsal olarak belirlendiği varsayımına dayanmaktadır. Bu nüfusun ekonomik bir değişken olduğunu göstermektedir. Bu iki fikirde klasik teori ile keskin bir tezat oluşturmaktadır. Bu noktaların ötesinde Neo klasik teori üretim fonksiyonlu sorunsuz bir şekilde sürekli olduğunu ve en az iki kez farklılaşabileceğini ima etmektedir. Diğeri ise marjinal ürünlerin pozitif ve sürekli olarak azaldığı durumunu da ifade eder (Ferguson 1969: 2-3).

Neo klasik iktisat da bireylerin kendi çıkarlarını gözeterek alım satım yapmalarını elde ettikleri kazançları tasarruf etmelerini belirtmiştir. Neo klasik iktisat hem bütün bireyler arasında hem de bireyler ile toplum arasında mükemmel bir uyum olduğunu ve aslında bunun bir ekonomik ütopya olduğunu söylemektedir. Bu teoriye göre ütopya erişmek için toplum iki şey yapmalıdır. İlki her birey kendi çıkarını gözeterek bireye tam özgürlük vermek ve her bireyin tam özgürlüğünü korumak, diğeri ise bu özgürlüğü güvenceye alan kurumsal çerçeveyi (rekabetçi piyasalar ve özel mülkiyet) tesis etmesidir (Wolf ve Resnich, 2016: 37).

Neo klasik iktisat teorisi her bireyin refahının o bireyin mal ve hizmet tüketimi açısından tanımlamaktadır. Burada birey ne kadar çok tüketirse o kadar çok refah artacağını belirtmiştir.

Klasik iktisadın 1870'lerde dönüşümü uğramasıyla birlikte ortaya çıkan olgunun aslı Smith ve Ricardo'nun eserlerine dayanmaktadır. Ortaya çıkan Neo klasik iktisat, klasik iktisada göre farklıydı. Klasik iktisat milli düzeyde zenginlik yaratma, büyüme ve devletin ekonomik politikalarını merkeze alırken, Neo klasik iktisat ise modern ekonomileri oluşturan bireysel üyelerin, şirketlerin, tüketicilerin ve işçilerin ekonomik davranışlarına odaklanmıştır. 1870'ler sonrasında Neo klasik iktisat başta tüketici tercihleri olmak üzere, firma davranışları ile ilgilenen daha sonra gelir dağılımı, dalgalanmalar, piyasa yapıları, genel denge, dış ticaret, büyüme ve iktisadi kalkınma gibi birçok iktisadi konuyu ele alarak bir teori üretmiştir (Wolf ve Resnich, 2016: 80).

Neo klasik iktisadın günümüzde egemen yapıya ulaşması 1890-1894 yıllarına dayanmaktadır. John Baptes Clark, Phillip h. Wicksteed ve Knut Wicksell gibi iktisatçılar

tarafından üretkenlik teorilerine marjinal kavramının uyarlanması Neo klasik iktisadın gücünü etkilemiştir. Neo klasik iktisadın yükselişi 1934 ile 1947 yılları arası Hicks, Pareto, Hotelling, Lange, Allais ve Samuelson gibi isimlerin geliştirdiği kavramlar ve uyguladıkları yöntemleri iktisat literatürüne kazandırmışlardır (Altunöz, 2014: 13).

Yeni klasik iktisatta monetarizmin önemli bir yeri bulunmaktadır. Hatta yeni klasik iktisadın en önemli aktörü olan Lucas, 1990'lı yıllarda kendisinin bir monoterist iktisatçı olarak gördüğü ve hatta Lucas, monoterizmin en öncü ismi olan Milton Friedman'ın da öğrencisidir.

Snowdon ve Vane göre yeni klasik iktisadın temel özellikleri aşağıda sıralanmıştır.

- Walrasci genel denge teorisi çerçevesinde makroekonomik teorinin mikro ekonomik temellere sahip olması gerektiğine yönelik vurgu yapılmıştır.
- Bütün bireylerin rasyonel oldukları şeklindeki klasik anlayış benimsenir.
- Bireyler faydalarını maksimize ederken firmalar karlarını maksimize etmeye çalışır.
- Bireyler para yarılsamasına maruz kalmaz ve kararlarını alırken sadece reel faktörleri göz önünde bulundurlar.
- Fiyatlar ve ücretler tam anlamıyla esnek olduğundan piyasalar sürekli temizlenir. Yapılan ticarete tüm bireyler elde edebilecek bütün kazanımları elde ederler ve ortada kullanılmamış kar fırsatı kalmaz (Tatlıyer. 2015: 64).

Marjinalistler olarak da bilinen Neo klasik iktisatçılar marjinal fayda, Marshall'ın arz ve talep grafikleri ve Fisher'ın para teorisine katkısı ile mikroekonomiye dayalı bir görüşür. Neo klasik iktisatta klasik teori de olduğu gibi devletin ekonomiye müdahale etmemesi gerektiği Say'ın mahreçler kanunu, miktar teorisi ve paranın yansızlığı savunarak fiyat ve ücretlerin uzun dönemde esnek olduğunu belirtmişlerdir. Neo klasik iktisatçılar devletin para basarak ekonomide dengenin sağlanamayacağını belirterek, bu durumun fiyatlarda yükselişe sebep olacağını belirtmişlerdir. Ekonomide reel değişkenlerin yani üretim gelir ve istihdam gibi para miktarından etkilenmediğini söylemişlerdir (Oltulular, 2015: 82).



Yeni klasik iktisatçıların keynesyen teoriye yönelik yaptığı eleştirinin temel nedeni 1960 yılında başlayan ve giderek artan enflasyon ve işsizliktir. Neo klasik iktisatçılar iktisatçıların iktisadın irrasyonel yani akılcı olmayan bekleyişlere dayanmasını veya bekleyişleri ihmal etmesini makro ve mikro kavramlarını bir arada ve tutarsızca kullanılmasını ayrıca bireysel refah ve büyüme gibi dolaylı ve belirsiz kriterlerle ölçmesi konusunda eksikliğini dile getirmiştir (Taban, 2002: 6-7).

Neoklasik teori para politikası konusunda para değerindeki değişimleri açıklayan miktar ve gelir teorisini geliştirmiştir. Burada Neo klasik teori, klasik teorideki paranın önemini küçümsememiş para ve iktisat teorilerini birbirinden ayırmamıştır. Ekonomik istikrarsızlığı gidermeye yönelik politika önlemlerinin yolunu arayan Neo klasikler, teorileri genellikle para-kredi mekanizmasına dayandırmışlardır. A.Marshall ve Fisher'ın para değerinin miktar teorisi ile açıklaması ile birlikte Wieser gelir teorisini kurmuş, paranın değerini bireysel değerlendirme ile ilişkilendirerek gelirin marjinal faydasına bağlamıştır. Bu durumda aynı miktar paranın bir fakir için değeri zengine oranla daha yüksektir diyerek marjinal faydayı bu şekilde açıklamıştır (Ecevit, 2001: 20-21).

1960 yılında John Muth, rasyonel beklentiler hipotezini geliştirmiştir. Bu teori ortaya atılmadan önce bekleyişlerle ilgili sadece geçmiş değişimleri göz önünde bulundurularak uyumcul beklentilerin olacağı görüşü hakimdi. Bu hipotezinde Muth, bireyler herhangi bir değişkenin gelecekteki değerini tahmin ederken bu değişkeni etkileyecek her ihtimali mevcut tüm bilgileri kullanarak ortaya koyar. Daha sonra bu düşünceyi Robert E. Lucas, Thomas, Sargeant, Meal, Wallace ve Robert Barro tarafından geliştirilerek bireylerin iktisat politikalarına karşı daha etkin ve aktif davranışta bulunarak sistematik hata yapmayacaklarını belirtmiştir. 1970'lerdeki ekonomide durgunluk durumunda Neo klasik anlayış daha fazla artmıştır. Yeni klasik okul bu durumu rasyonel beklentileri makroekonomiye empoze ederek, iktisadi dalgalanmaların ana kaynağı toplam talepteki beklenmeyen değişimler olarak göstermiştir (Atay, 2010: 59-60).

**Tablo 2.1.** Genişletici Para Politikasının Reel Yurtiçi Gelir Seviyesi Üzerinde Olası Etkileri

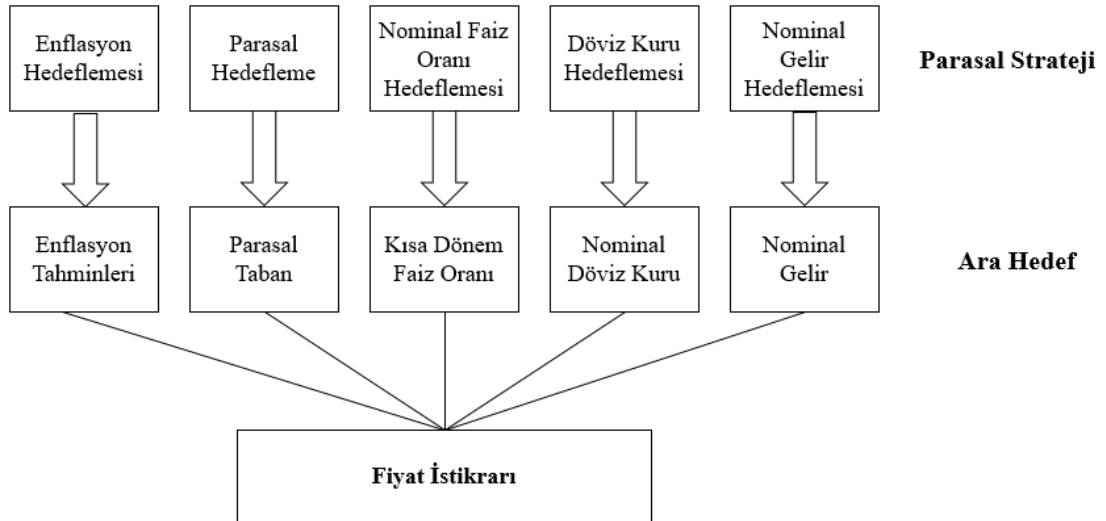
	Keynesyen bir ekonomide (P ve W sabit) Yurtiçi Gelir Seviyesi		Neo klasik bir ekonomide (P ve W esnek) Yurtiçi Gelir Seviyesi	
	Sabit Kur	Esnek Kur	Sabit Kur	Esnek Kur
Para Politikası	Değişmez	Artar	Değişmez	Değişmez
Maliye Politikası	Artar	Değişmez	Artar	Artar

Kaynak: Oltulular, 2015: 84

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere keynesyen bir ekonomide sabit kur sisteminin geçerli olduğu durumda genişlemeci para politikaları yurtiçi gelir seviyesini deyiştirmezken, esnek kur sisteminde arttırmaktadır. Genişlemeci maliye politikaları ise sabit kur sisteminde yurtiçi gelir seviyesini artırırken, esnek kur sisteminde deyişmediğini göstermektedir.

Neo klasik bir ekonomide sabit kur ve esnek kur sistemi geçerli olduğu durumda genişlemeci para politikaları yurtiçi gelir seviyesini deyiştirmemektedir. Genişlemeci maliye politikaları ise sabit ve esnek kur sisteminde yurtiçi gelir seviyesini arttıracaktır.

## 2.2. Türkiye’de Para Politikası Stratejileri



Kaynak: Paya, 2002: 168

**Şekil 2.4.** Para politikaları stratejileri

Şekil 2.4'te görüldüğü üzere uygulamaya konulan para politikası stratejilerinin belirlenen ara hedefler farklılık gösterse de para otoritelerinin nihai hedefi bütün uygulanan politikalar doğrultusunda fiyat istikrarını sağlamak olduğunu görmekteyiz.

### **2.2.1. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi**

Döviz kuru hedefleme politikası, ülke ekonomisinde enflasyonu düşürüp kontrol altına almak için ulusal para biriminin daha değerli olan yabancı para birimine bağlayarak para politikası için bir çapa niteliği taşımaktadır. Bu döviz kuru hedefleme rejiminin oldukça uzun bir geçmişi vardır (Paya, 2002: 171-172).

Uygulanan bu strateji doğrultusunda sermaye hareketliliği nedeniyle hedef ülke artık kendi para politikasını kontrol edemediği için dışsal şoklara karşı cevap veremeyecektir. Ayrıca özellikle gelişmekte olan ekonomilerde politika yapıcıların hesap verilebilirliğini zayıflatmaktadır (Mishkin, 2006: 19-20).

Döviz kuru hedefleme stratejisinde ulusal para güçlü bir yabancı paraya sabitlendiği gibi, bazı uygulamalarda ulusal paranın değerinde belirli zaman dilimlerinde değişiklik yapılmasına olanak sağlanmıştır. Döviz kuru hedefleme stratejisinin en katı uygulaması para kurulu oluşturularak para otoritesi sadece para girişi olduğunda para basacaktır. Ayrıca katı döviz kuru hedeflemesinde başka ülkenin para biriminin legal bir ödeme aracı olarak kabul görmesi katı bir uygulama örneğidir. Bir diğer uygulama ve yaygın olanı ulusal paranın enflasyonu düşük olan başka ülkelerin para birimine sabitlenmesidir. Buna benzer diğer bir uygulama ise ulusal paranın yabancı paraya sabitlenmesi yerine belirli bir bant aralığında esnemesi tercih edilmektedir. Bir başka uygulama ise belirli bir zaman diliminde sabitlenmiş para birimine veya sepete karşı daha önce belirlenen oranda değer düşüklüğü yaşaması sonucu ortaya çıkan bir politikadır (Paya, 2002: 172).

#### **2.2.1.1. Avantajları**

- Döviz kuru hedefleme stratejisi enflasyonu düşürüp kontrol altına aldığı için uluslararası müdahaleye dahil olan mal ve hizmet fiyatlarındaki artış hızını sabitleyecektir.
- Bu strateji ile birlikte zaman tutarsızlığı sorunu ortadan kalkacaktır.

- Döviz kuru hedefleme stratejisi basit ve kolay anlaşılabilirliği için kamuoyu tarafından kolayca anlaşılır.
- Kurun çapa olarak kullanılması ile birlikte kur riskinin azalması, faiz oranı paritesiyle ülke içinde nominal faiz oranlarının düşmesini sağlayacaktır. Bu durum ülke içerisinde iç borç yükünü ve enflasyon beklentisinin kırılmasına yol açarak yatırımları arttıracaktır (Parasız, 2009: 429, Yay, 2012: 300-301, Özbilen, 2016: 673, Paya, 2002: 172-173).

### **2.2.1.2. Dezavantajları**

- Bu stratejide para politikası bağımsızlığını kaybettiğinden dolayı çapa olarak belirlenen ülkede yaşanabilecek bir şok karşısında para politikasının cevap verme kabiliyeti ortadan kalkacaktır. Ayrıca iç şoklara karşı para otoritesi para politikası geliştirme konusunda yetersiz kalacaktır.
- Sermaye hareketlerinin serbest olması durumunda güven ortamının sarsılması sonucu, ekonomik aktörler spekülasyonist durum sergileyip dövize hücum edebilirler. Bu durum para otoritesinin kuru sabit tutma çabası pahalıya mal olup ekonomik krizlere yol açabilmektedir.
- Döviz kuru hedefleme stratejisi enflasyonist psikolojiyi kırmakta fayda sağlayacaktır. Fakat bu stratejinin yeterince şeffaf olmaması durumunda sistem finansal krizle birlikte çökecektir.
- Döviz kuru hedefleme stratejisi ilk etapta ülkeye sermaye girişine yol açtığı için spekülasyonist ataklar sonucunda ülke ekonomisinde devalüasyon yaşanacaktır. Bu durumda döviz ile borçlanan firmalar ve bankalar ödeme gücüne düşüp finansal krizler ortaya çıkacaktır (Parasız, 2009: 429, Yay, 2012: 300-301, Özbilen, 2016: 673, Paya, 2002: 172-173, Keyder, 2002: 448).

Genel olarak sorunlarla sonuçlanan döviz kuru hedefleme stratejisinin başarılı olabilmesi için güçlü ve tutarlı bir maliye ve para politikasının koordinasyonlu bir şekilde işleyip desteklemesi gerekir. Ayrıca güçlü döviz rezervinin olması yapısal reformların oluşturulması uygulanan politikalarda güven ortamının ve siyasi istikrarın sağlanması gereklidir.

Erdoğan (2005) yaptığı çalışmada, uygulanan bütün para politikalarının temel amacı enflasyonu düşürüp denetim altında tutarak fiyat istikrarını sürekli hale getirmektir. Ne var ki ne döviz kuru hedefleme stratejisi ne de parasal hedefleme stratejisi istenilen sonuçlar sağlanamamıştır. Uygulamaya konulan bu stratejilerin en zayıf yanı para politikasının güvenilirliğini sağlayacak kurumsal altyapının kurulması hususunda yeterli olmamalarıdır (Erdoğan, 2005: 51).

### **2.2.1.3. Türkiye’de Döviz Kuru Hedefleme Politikası**

Türkiye ekonomisi 2000’li yıllarda daha önce uygulanan parasal hedefleme stratejisinden vazgeçerek döviz kuru hedefleme stratejisine geçmiştir. Ancak bu stratejinin uygulanması 2001 de ortaya çıkan küresel finansal kriz ile çok kısa sürede ömrü azalmıştır. 2001 de ortaya çıkan kriz ile birlikte döviz kuruna bağlı istikrar programı da geçerliliğini yitirmiştir. Tüm bunların yaşanmasıyla birlikte Türkiye enflasyon hedefleme stratejisine yönelik politikalar geliştirmeye başlamıştır (Akyazı ve Ekinci 2009:346).

Yakın izleme anlaşmasının bir uzantısı olarak nitelendirilen ‘stand-by’ anlaşması 1998 yılında IMF ile imzalanmıştır. Bu anlaşma ile enflasyonu düşürme politikasını üç yıllık dönem için uygulamaya konulmuştur. Yapılan bu anlaşmanın temel amacı enflasyon oranını yapısal reformlarla güçlendirip maliye, gelir, para ve kur politikalarını koordinasyonlu bir şekilde uygulayarak, 2000 yılı sonunda yüzde yirmi beş, 2001 yılı sonunda yüzde on iki ve 2002 yılında yüzde yedi olarak düşürmeyi hedeflemiştir. Ayrıca reel faiz oranlarının makul düzeye indirgemek, ekonominin büyüme potansiyelinin arttırmak ve ekonomide kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamayı hedeflemiştir.

Merkez bankasının uygulayacağı kur politikasının özelliklerine bakacak olursak;

İlk olarak yabancı para cinsinden belirlenen kur sepetinin bir yıllık zaman dilimini içine alacak şekilde günlük olarak kamuoyuna duyurulması, daha sonra kur sepetinin 1 ABD Doları + 0.77 Euro olarak sürecin ilerlemesi ve program süresi boyunca döviz kuru politikası iki farklı dönem ve iki farklı kur rejimi altında şekillendirilmiştir. Bu politika ile Ocak 2000 ila Haziran 2001 dönemini kapsayan ilk on sekiz aylık sürede ‘enflasyon hedefine yönelik kur sepeti’ takip eden dönem ise ‘kademeli olarak genişleyen band sistemi’ çerçevesinde uygulanacağı ifade edilmiştir. Merkez bankasının IMF ile

gerçekleştirdiği stand-by anlaşması ile döviz piyasası, açık piyasa işlemleri, bankalar arası para piyasası işlemleri, zorunlu karşılıklar ve kur politikası araçlarını kullanacağını belirtmiştir. Uygulamaya konulan kur ve para politikasının yansımaları bilançomuzdaki net iç varlıklar kalemine getirilen tavan limitine ilave olarak net uluslararası rezervler kalemi gibi temel büyüklükler bu grupta izlenecektir. Bu temel büyüklükler rezervlerin düşebileceği minimum seviyeye sınırlandırılarak para politikası ve bilanço şekillendirilecektir (Erçel, 1999: 6-7).

2000 yılında yürürlüğe giren bu çift çapalı politika stratejisi, 2000'nin kasım ayında net iç varlık çapasının genişlemesi krizin ilk ayağını ortaya çıkarmıştır. Daha sonra merkez bankasının NİV istediği düzeye indirememesi sonucunda yabancı sermaye çıkışı yaşanmış, oluşan bu sermaye çıkışı NDV yerine koyulamamasına yol açmıştır. Şubat 2001 de NDV, yabancı sermaye çıkışlarının yoğunlaşması nedeniyle birden bire düşüş seyretmiş ve bunun sonucunda Türk lirası dalgalanmaya bırakılmıştır. (Parasız ve diğerleri, 2016: 431). Bu strateji ile birlikte merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını yüzde seksen civarında azaltmıştır. Çünkü kurların dalgalanmaya bırakılmasının ardından ödemeler sistemine tekrardan işlevlik kazandırmak istemiş ve piyasaların TL ihtiyacı karşılamayı hedeflemiştir (Özbilen, 2016: 1006).

Uygulanan bu para politikası stratejisi kur rejiminin istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesi ve 2001 krizinin yaşanması neticesinde başarılı bir şekilde uygulanamamıştır. Küresel kriz sonrası Türkiye ekonomisi 'Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı' doğrultusunda yeni bir politika izlemiştir.

### **2.3. Parasal Hedefleme Stratejisi**

Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankası, parasal hedefleme stratejisinde de amaç yine fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu strateji ile merkez bankası enflasyon ile mücadele de hangi araçların ve hangi parasal hedeflerin kullanacağını bir program aracılığıyla kamuoyuna duyurur. Bu programın amacı diğer programlarda olduğu gibi ekonomide beklentileri etkileyerek enflasyon oranını düşürmektir diyebiliriz. Parasal hedefleme stratejisinde merkez bankası parası, parasal taban, rezerv para, M2Y ve merkez bankası bilanço büyüklüğü gibi değişkenlerin içerisinde enflasyon ile yakın ilişkisi bulunan bir değişkeni veya değişkenleri seçerek bunlar ile ilgili büyüklükleri

belirleyip, üçer aylık veya yıllık dönemler itibariyle belirlediği hedefe ulaşmaya çalışmaktadır (Kalaycı, 2002: 275).

Parasal hedefleme stratejisinin daha fazla gündeme gelmesinin temel nedeni Bretton Woods sisteminin yıkılmasıdır. Finansal yeniliklerin 1980'den sonra ortaya çıkması ile birlikte geçerliliğini yitirmiştir. Parasal hedefleme stratejisi, döviz kuru hedefleme stratejisinde olduğu gibi başarısız olmuştur (Büyükkakın ve Eraslan, 2004: 23).

Parasal hedefleme uygulamada Milton Friedman'ın M2 para arzının seçilen sabit oranda büyümeyi hedeflediğini ve sabit para arzı ve büyüme oranı kuralını kabul etmektedir. Bernanke ve Mishkin'in (1992) belirttiği üzere parasal hedeflemeyi vurgulayan merkez bankası parasal büyüme için katı ve demir kaplı kurallara uymamıştır. Bunun yerine parasal hedefleme oldukça esnektir. Tüm parasal hedefler reel çıktı artışı ve döviz kuru hususları hakkında kısa vadeli hedeflere yanıt verebilmek için parasal büyüme hedeflerinden önemli ölçüde sapmaktadırlar ve istek bakımından oldukça açıktırlar (Mishkin, 1997: 19).

### **2.3.1. Avantajları**

Parasal hedeflemenin döviz kuru hedefleme stratejisine kıyasla en önemli avantajı kendi para politikasını ve ekonomi üzerinde kendi yönetimini yapabilmesidir. Yani parasal otorite bağımsız bir şekilde politika uygulayacaktır.

Hâsıla seviyesinde meydana gelen dalgalanmalar ve muhtemel dışsal şokları göz önünde bulunduran parasal hedefleme stratejisi, para politikası uygulama imkânı verir.

Parasal hedefleme stratejisi döviz kuru hedefleme stratejisinde olduğu gibi kamuoyu tarafından kolayca takip edilebilir (Erdoğan, 2005: 41).

Merkez bankası parasal hedefleme stratejisinde belirlediği hedefe döviz kuru hedefleme stratejisine kıyasla daha çabuk ulaşacaktır (Özbilen, 2016: 676).

Döviz kuru hedefleme politikasındaki avantaj sağlayan kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilme özelliği parasal hedefleme için de geçerlidir. Bu strateji nominal bir çapa özelliği taşıırken diğer taraftan para politikasına olan güvenin artması sonucunda para otoriterlerinin zaman tutarsızlığı tehlikesine düşmesini engeller (Yiğitbaş, 2009: 212).

### 2.3.2. Dezavantajları

Mishkin, parasal hedefleme stratejisinde belirtilen avantajların hepsini bir ‘eğer’ bağlamıştır. Stratejide belirtilen amaç gösterge ile hedeflenen büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir bağ olmalıdır. Bu ilişkinin zayıf olması parasal hedefleme stratejisinin işlememesine yol açacağını belirtmiştir (Mishkin, 2000: 150).

Diğer bir dezavantajı ise hedeflenen parasal büyüklük tamamen merkez bankası kontrolü altında olmalıdır. Belirlenen parasal büyüklük ekonomide gerçek likiditeyi yansıtmıyor veya para ikamesinin yüksek oranda olması durumunda, para otoritesinin bu durumu tamamen kontrol edemediğinden parasal hedefleme stratejisi başarısız olabilecektir (Pınar ve Erdal, 2013: 73).

Frederich Mishkin parasal hedefleme stratejisinin ortaya çıkmasının nedenlerini şöyle sıralamaktadır:

İlk olarak Bretton Woods sisteminin çöküşü ve döviz kuru hedefleme stratejisinin başarısız olması sonucu böyle bir politikanın uygulanması cazip hale gelmiştir.

Daha sonra enflasyonu kontrol altına alabilmek için parasal hedefleme stratejisini uygulamak o dönemde ülkelerin enflasyon oranındaki artış sebebiyle para otoriterlerini başka bir strateji geliştirmeye itmiştir.

O dönemde monetaristlerin ortaya koyduğu teorilerin benimsenmesi parasal hedefleme ile ilişkisi irdelenmiş bu doğrultuda bu strateji uygulama alanı bulmuştur (Mishkin, 1997: 19).

Bretton Woods sisteminin çöküşü sonrası ortaya çıkan parasal hedefleme stratejisi 1980'lere kadar enflasyon ile mücadele konusunda oldukça önemli bir strateji olmuştur. Fakat finansal değişim ile birlikte ortaya çıkan ve para talebindeki denge durumunun oluşmaması bu politikanın etkili olmayacağı ortaya çıkmıştır (Uğurlu ve Saraçoğlu, 2010: 58).

Para politikasının temel amacı bilançonun yeniden yapılandırılarak bilançoyu kontrol altına almaktır. Burada merkez bankası ara hedef olarak merkez bankası bilançosu, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası olarak ifade edilebilir. Merkez bankasının operasyon hedefi ise kamu kesimine açtığı kredileri



sınırlandırmaktır. Bu para politikası uygulamasında kullanılacak araçlar; açık piyasa işlemleri ve reeskont politikası olarak açıklanmıştır (Duygulu, 2004: 80).

Literatürde hedeflenen para miktarı konusunda hemfikir olmayan ekonomistler para miktarı ile enflasyon arasındaki istikrarlı ilişkinin kaybolmuş olması başarılı bir politika stratejisi olup olmadığı konusu gündeme gelmiştir (Paya, 2002: 175). Çünkü parasal hedefleme stratejisi merkez bankasının halka karşı sorumlu yapan ve para politikası şeffaflığını arttıran bir iletişim aracı konumundadır (Özbilen, 2016: 677).

#### 2.4. Enflasyon Hedefleme Stratejisi

**Tablo 2.2.** Enflasyon Hedefleme Stratejisi

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili bazı tanımlar	
King(1999)	Enflasyon hedeflemesi ekonomide hiçbir şok olmaması durumunda merkez bankasının ulaşmaya çalıştığı enflasyon oranı değeri olarak tanımlanır.
Sherwin(2000)	Enflasyon hedeflemesi belirli bir yılı veya daha fazla yılı kapsayan bir dönem için enflasyon oranının ne olacağını kamuoyuna resmi olarak ilan edildiği ve para politikasının uzun dönemdeki öncelikli amacının düşük ve istikrarlı enflasyon olduğunun açık bir şekilde tanımlandığı para politikası aracıdır.
Altamirano(2000)	Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının belirli bir tarih veya bazı dönemler için enflasyon oran hedefini önceden kamuoyuna açıkladığı, merkez bankası gücü oranında bu hedefi gerçekleştirmek için gerekli her şeyi yapmayı taahhüt ettiği bir para politikası programıdır.
Gramlich(2000)	Enflasyon hedefleme stratejisi, en sade tanımı ile açık sözlülük olarak tanımlanabilir. Burada bir ülke veya onun merkez bankası açık bir hedef enflasyon oranını tolere edilen bir aralıkta gerçekleştirmeyi ve kontrol etmeyi taahhüt eder.
Mishkin(2000)	Enflasyon hedeflemesi; enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin konulduğu para politikası temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu bunun dışında başka parasal hedeflerin bulunmadığı ve merkez bankasının şeffaflığının ve hesap verilebilirliğinin sağlanmış olduğu bir para politikası aracıdır.
Loayzo-Soto(2002)	Enflasyon hedeflemesi; şeffaf ve araç bağımsızlığına sahip olan merkez bankasının olduğu, birbirleriyle çatışan amaçların bulunmadığı, mali üstünlüğün olmadığı, merkez bankasının öncelikli hedefi olan ve sayısal hedef olarak ilan edilmiş fiyat istikrarına dayalı bir parasal stratejidir.

Kaynak: Akyazı, 2004: 21

Miskin enflasyon hedeflemesi stratejisinin 5 unsur mu şöyle sıralamıştır:

- Enflasyon yönelik orta vadeli sayısal hedeflerinin kamuoyuna duyurulması
- Para politikasının bir hedefi olan fiyat istikrarına sıkı sıkıya bağlı olması,
- Politika araçlarının belirlenmesine karar vermek için yalnız parasal toplamları ya da döviz kurunun değil, birçok değişkenin kullandığı bir bilgi kapsayıcı stratejisi,
- Para otoritelerinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarla iletişim yolu ile para politikası stratejisinin şeffaflığın artırılması,
- Son olarak merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşabilmesi için hesap verilebilirliğin artırılması gerekir (Mishkin, 2000: 1-2).

Enflasyon hedefleme stratejisi enflasyon oranına yönelik resmi sayısal hedeflerinin bir veya daha fazla zaman diliminde para otoritesi tarafından kamuoyuna duyurarak bu ödevin gerçekleşmesi için yapılan politika bütünüdür. Enflasyon hedeflemesinin diğer önemli özellikleri arasında para otoritelerinin plan ve hedefleri hakkında halkla iletişim kurma çabaları ve çoğu durumda merkez bankasının bu hedeflere ulaşma konusundaki hesap verebilirliğini güçlendiren mekanizmalar yer almaktadır (Sherwin, 2000: 3).

Enflasyon hedeflemesi politikası ilk defa 1989'da Yeni Zelanda'da kullanılmaya başlanmıştır. Uygulanan bu politika Yeni Zelanda'da enflasyonu düşürme konusunda oldukça başarılı olduğu için kısa zaman içerisinde birden fazla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankası bu politikayı benimsemiştir. Yeni Zelanda'dan sonra takiben Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya gibi gelişmiş ülkelerde de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiştir. Gelişmekte olan ülkelere Şili, Meksika, Brezilya, Polonya, İsrail, Çek Cumhuriyeti ve Güney Afrika gibi enflasyon hedeflemesi stratejisini kullanmışlardır (Demirhan, 2002: 22).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi belli bir hareket sırası ile yapılmalıdır. Bu sıralama referans bir fiyat endeksinin seçilmesi, sayısal hedeflerin ve hangi zaman aralığında olacağını belirlenmesi, tahmini modellerinin oluşturulması, merkez bankasının operasyonel bağımsızlığı ve hesap verilebilirliği ve para politikasının şeffaflığı ile kurumsal düzenlemeleri içermektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi de başarının sağlanabilmesi için bu şartları dikkate alınması gerekmektedir (Demirhan, 2002: 23).

Enflasyon hedeflemesi uygulamada hiçbir zaman katı değildir her zaman esnektir. Çünkü merkez bankaları enflasyon hedeflemesi içinde sadece enflasyon hedefi etrafında istikrara kavuşturmak ile kalmaz, reel ekonomide istikrara kavuşturmaya hedefler. Dolayısıyla merkez bankasının hedef değişkenleri enflasyonun yanı sıra çıktı açıkları gibi diğer değişkenleri de içermektedir. Zaman içerisinde enflasyon hedeflemesi kaynak kullanımının dalgalanmasına nispeten daha fazla ağırlık vererek daha fazla esneklik göstermiştir. Enflasyon hedefli bir merkez bankası da esnek enflasyon hedefleri olma konusunda giderek daha şeffaf hale gelmişlerdir (Svenson, 2011: 1239).

Enflasyon hedefleme politikası döviz kuru hedeflemesi politikasının tersine para stratejisinin yurtiçi hususlarına odaklanması ve yurtiçi ekonomisine yönelik şokların yanıt vermesini sağlamaktadır. Bir diğer para politikası uygulaması olan parasal hedeflemenin aksine enflasyon hedefleme politikası para ve enflasyon ilişkisinin istikrar sağlaması bu stratejinin başarısı için önemli olmaması avantajı bunun yerine para politikası araçları için en iyi ayarlamaları belirlemek için mevcut tüm bilgileri kullanır. Enflasyon hedeflemesi halk tarafından kolayca anlaşılabilmesi için son derece şeffaf olması bakımından da önemli bir avantaja sahiptir (Mishkin, 2000: 2).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için aşağıdaki verilen şartların yerine getirilmesi gerekir.

- Merkez Bankası tam bağımsız olmalıdır.
- Para politikası araçlarının etkin bir şekilde kullanılarak güvenilir ve istikrarlı gelişmiş bir mali sistemin oluşması şarttır.
- Enflasyonun tahmin edilebilmesi için gelişmiş ekonometrik modeller ortaya konulmalıdır.
- Bu strateji ile birlikte diğer başka bir nominal çapa kullanılmamalıdır.
- Bu stratejiyi uygulanan para politikalarının şeffaf ve hesap verilebilir olması gerekir.
- Uygulanacak olan para politikası maliye ve diğer politikalar tarafından kısıtlanmalıdır yani mali üstünlük olmamalıdır.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde geçmeden önce enflasyon oranının herkes tarafından kabul edilebilir bir seviyede olması gerekir (Özbilen, 2016: 681).

Enflasyon hedefleme stratejisinde şu iki noktaya vurgu yapmak gerekir:

Enflasyon hedefleme stratejisinde kuru etkilemek için para politikası kullanılmaz. Çünkü bu durumda belirlenen kur hedefi ile belirlenen enflasyon hedefi çelişebilir. Bir diğeri ise enflasyon hedefleme stratejisi başarılı olması için güven oldukça önemlidir. İleriye dönük oluşturulan enflasyon hedefinin beklenen enflasyon hedefine uygun olmalıdır (Keyder, 2002: 460).

#### **2.4.1. Avantajları**

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde ortaya koyulan sayısal bir hedef hesap verilebilirliği arttırarak para otoritesini zaman tutarsızlık tuzağına düşme ihtimalini de azaltacaktır.
- Merkez Bankası ile hükümet arasında sıkı bir ilişki vardır. Bu durum da uygulanacak olan politikaların etkin ve koordinasyonlu bir şekilde yapılacağını ortaya koyar.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi yurtiçi şokları odaklanır ve dolaşım hızı şoklarından kaynaklanan problemlerin minimize edilmesine yol açar. Bunun nedeni bağımsız para politikasını muhafaza edebilmesidir. Böylece para otoriteleri yurtiçi şoklara mücadele etme ve dış şoklardan ekonomiyi izole etme imkânı da kavuşmaktadır (Demirhan, 2002: 23).
- Enflasyon hedefleme stratejisinin bir diğeri avantajı merkez bankasının hesap verilebilirliğinin arttırılmasıdır. Bu durum şeffaflık ve iletişimle paralel seyreder (Aslan, 2009: 566).

#### **2.4.2. Dezavantajları**

Enflasyon hedefleme stratejisinin avantajları olduğu gibi bazı dezavantajları da söz konusudur. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz;

- Enflasyon kolay kontrol edilebilen bir değişken olmadığı için tahmin üzerine oluşturulan bu strateji üzerinde tahminin gerçekleşmemesi durumunda para otoritesinin güvenilirliği büyük ölçüde risk oluşturacaktır.

- Enflasyon hedefleme stratejisinin bir diğer dezavantajı bu hedeflemenin üretim istikrarsızlığına yol açabilmesidir. Yani bir taraftan enflasyonu arttıran diğer taraftan üretimi azaltacak negatif bir arz şoku sıkı para politikası uygulamasına sebep olacaktır. Sonuç olarak üretim daha fazla azalacağı için bu politikanın bir yararı söz konusu olmayacaktır.
- Uygulanan enflasyon hedefleme rejimi politikasında beklenmeyen bir iktisadi şokun yeterince ihtiyarilik göstermesi mümkün olmayacaktır.
- Enflasyon hedefleme politikası mali disiplinin sağlanması hususunda yetersiz kalabilmektedir. Yani burada parasal otoritelere politik baskı oluşması ve genişlemeci maliye politikalarının enflasyonu kontrol etme konusunda para otoritesinin yetersiz kalmasına neden olabilmektedir.
- Enflasyon hedefleme stratejisinde uygulanan esnek döviz kuru rejimi finansal istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Ekonomik büyümeyi kısa dönemde sınırlandırabilmektedir (Özbilen, 2016: 682, Demirhan, 2002: 23, Pınar ve Erdal, 2013: 68).

Enflasyon hedefleme stratejisini benimseyen bütün ülkeler (İsrail hariç) esnek döviz kuru sistemini kullanmış olup, hepsinde merkez bankasının bağımsızlığı söz konusudur (Yay, 2012: 303).

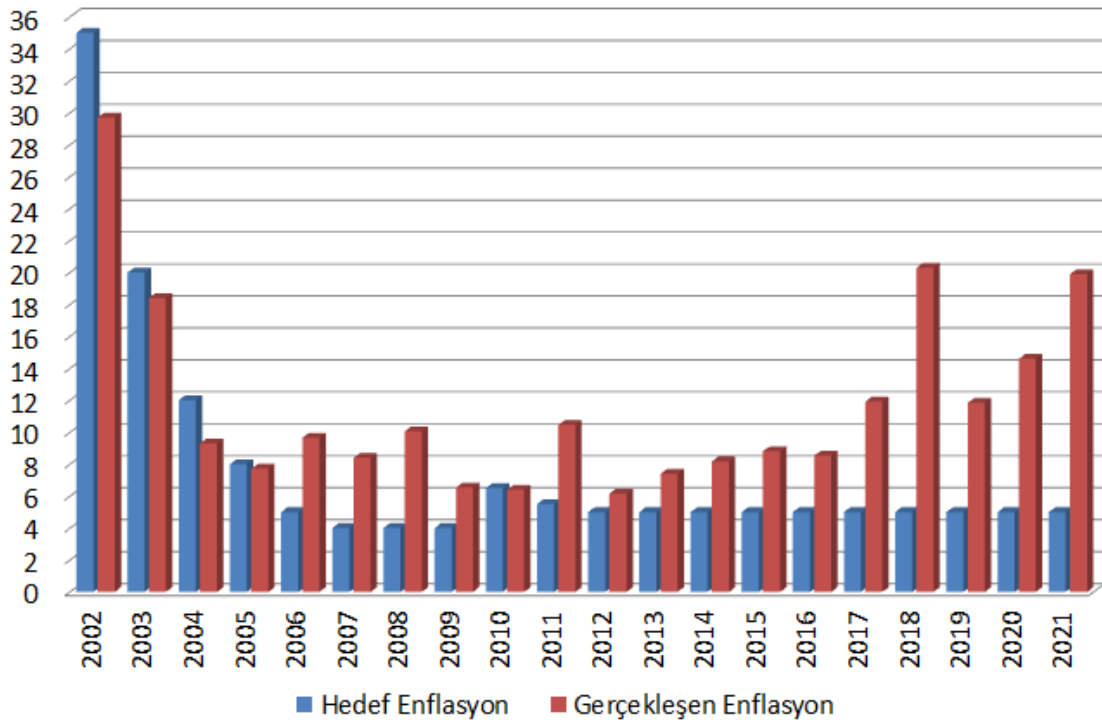
### **2.4.3. Türkiye’de Enflasyon Hedefleme Stratejisi**

Kriz sonrası oluşan belirsizlik ortamı nedeniyle enflasyon hedefleme rejiminin uygulanması için gereken ön şartlar sağlanmadığından dolayı bu stratejiyi kademeli olarak yapılması öngörülmüştür. 2002-2005 yılı arası örtük enflasyon rejimi daha sonra ise açık enflasyon rejimi uygulanacaktır.

Örtük enflasyon hedefleme stratejisinde merkez bankası resmi olarak enflasyon hedefini ilan etmeksizin enflasyon hedeflemesindeki sayısal hedeflerini açıklar ve bu hedefe ulaşabilmek için uygulayacağı para politikası araçlarını belirler. Bu uygulamada merkez bankası, hesap verme düzeneğini uygulamaya koymamakta fakat beklenti yönetimi hususunda enflasyon hedeflemesine benzer bir strateji izlemektedir (Kara, ve Orak, 2008: 37).

Merkez bankası örtük enflasyon döneminde iletişim, şeffaflık ve kurumsal oluşum gibi enflasyon hedeflemesinin temel unsurlarını giderek geliştirmiştir. Ayrıca bu dönemde teknik altyapı iyileştirilmiş, iletişim becerileri arttırılmış ve en önemlisi 2005'ten itibaren para politikası komitesi toplantıları sabit tarihler belirlenerek karar alma süreci daha öngörülebilir ve sistemli bir hale dönüştürülmüştür (Parasız, 2009: 414-415).

2005'ten sonra açık enflasyon hedefleme stratejisinin başarısız olmasında yapısal reformların devam ettirilmemesi, kriz sonrası ekonomiye yabancı sermaye girişinin azalması doğrultusunda sermaye çıkışlarının yaşanması, günümüze olan dönemde merkez bankasına yönelik mali baskınlığın artması ve Türkiye'nin ekonomik ilişkisi olan ülkelerde siyasi karışıklıkların yaşanması önemli rol oynamaktadır (Durmuş, 2018: 1).



Kaynak: TCMB ve TÜİK

### Şekil 2.5. Türkiye’de hedeflenen enflasyon ve beklenen enflasyon oranları

Şekil 2.5’e baktığımızda 2002 yılı ile 2021 yılı arası Türkiye’de hedeflenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon oranları verilmiştir. Türkiye, 2002-2005 yılları arası örtük enflasyon hedefleme rejimini uygulamıştır. Bu dönem baktığımızda gerçekleşen enflasyon oranı hedef enflasyon oranından hep düşük seyretmiştir. 2005 yılı sonrasına baktığımızda günümüze kadar 2010 yılı hariç diğer bütün yıllarda gerçekleşen enflasyon

hedef enflasyon oranından hep büyük olmuştur. Burada 2002-2005 yılları arası enflasyon hedeflemesinin başarılı olduğunu, diğer yıllarda belirlenen hedefin çok uzağında bir enflasyon oranı gerçekleşerek hedeften uzak kalınmıştır. Bu dönemde başarının sağlanmasında mali disiplinin katkısı fazlasıyla etkilemiştir. Belirlenen hedefin hükümet ile belirlenmesi, para ve maliye politikalarının birlikte ve koordinasyonlu bir şekilde yürütülmesi başarının sağlanmasına olanak sağlamıştır.

Uygulanan bu enflasyon hedefleme stratejisi 2005 yılına kadar başarılı bir şekilde uygulanmıştır. 2006 yılında yaşanan şok ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye olmak üzere, aleyhine olacak şekilde çıkışlar yaşanmıştır. Oluşan bu şok ile birlikte TL hızla değer kaybetmiş, finansal daralma ile birlikte ekonomide güvensizlik ortamı oluşmuş ve gıda fiyatları artarak enflasyonu tetiklemiştir. 2008 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte finansal piyasalara olan güven daha da sarsılmıştır (Çetin, 2016: 82). Bu doğrultuda dünya genelinde olduğu gibi Türkiye ekonomisi içinde ek para politikası tedbirlerinin devreye sokulması gerekliliği ortaya çıkmıştır.

2009 yılında Türkiye ekonomisi enflasyon hedefleme politikasının yanında dalgalı döviz kuru rejimini uygulamaya devam etmiştir.

## **2.5. Faiz Oranı Hedefleme Stratejisi**

Ekonomide faiz oranına baktığımızda genelde siyasi otoritelerin müdahalelerine en açık değişken olma özelliği taşımaktadır. Burada merkez bankasının bu değişkeni etkin bir ara hedef olarak kullanması merkez bankasının bağımsızlığı ile ilişkilidir. Çünkü merkez bankasının bağımsız olmaması yani siyasi otorite tarafından baskı ve müdahale de bulunması ara hedef olarak belirlenen bu stratejinin uygulanması güçleşecektir. Kısaca bu stratejinin başarılı olabilmesi için özerk bir merkez bankasının oluşumu şarttır. Çünkü bağımsız bir merkez bankası para politikasının siyasi otoritelerin çıkarları doğrultusunda kullanılması amacıyla gelebilecek taleplere müdahale edecektir. Aksi bir durum söz konusu olduğunda baskılara müsait bir faiz politikası, hedef değişken olma kabiliyetini kaybedecektir.

Faiz oranı hedefi, toplam talepte istikrarın sağlanması için uygulanan para politikası stratejisidir. Ayrıca toplam talepte istikrarın sağlanmasına ek olarak fiyat düzeyinde de istikrar sağlanması amaçlanmaktadır. Diğer taraftan ekonomide gözlemlenen toplam

talep şokları para piyasasında oluşan hareketlerden veya mal piyasasında oluşan değişimlerin nedeni olabilir. Böyle bir ekonomide, faiz oranı hedefinin ekonomi üzerindeki etkileri talep şoklarının kaynağına göre farklılık gösterecektir (Aslan, 2009: 553-554).

Monetarist iktisatçılar, faizin çok farklı bir öge olduğunu ve dışsal faktörlerin tesiri altında olduğunu belirterek çok değişken bir faiz oranının iktisadi aktörlerin yanlış yönlendirmelerine sebep olabileceğini vurgulamıştır. Faiz oranları da istikrarın sağlanması parasal hedefte istikrarın sağlanacağı anlamı taşımamalıdır. Nominal faizlerde istikrar sağlanması durumunda bile fiyatlardaki bekleyişlerin değişmesi reel oranları bozabileceği gibi dengeleri de etkileyebilir. Bundan dolayı faiz oranlarının bir ara hedef olarak uygulanması etkin olmadığı gibi anlamlı da olmayacaktır. Zaten çoğu ülkede para politikasında ara hedef olarak belirlenen faiz oranı beklenen sonuçları verememiştir (Akdiş, 2006: 376-377).

Faiz oranı hedefleme stratejisini temel dezavantajı, iktisadi faaliyet düzeyi ile dengeli bir faiz oranının belirlenmesinde yaşanan zorluktur. Ayrıca teorik temelleri zayıf olan bu stratejinin uygulama alanı pek olamamıştır (Paya, 2002: 175). Bir diğer dezavantajı ise enflasyonun artışının fazla olduğu ve değişim yaşandığı zamanlarda meydana gelecek ölçüm hatalarıdır. Yaşanan bu durumdan beklenen enflasyon tam olarak hesaplanmadığı için reel ve nominal faiz oranları arasındaki değişim farkı zaman geçtikçe artış eğiliminde olacaktır (Pekin, 2019: 61-62).

## **2.6. Nominal GSYH Hedeflemesi**

Jeffrey Frankel Yeni Zelanda da 1990 yılında ortaya çıkan enflasyon hedefleme politikasının 2008 mortgage krizi ile birlikte sona erdiğini, bunun yerine yeni politika olarak nominal GSYİH hedeflemesinin uygun politika aracı olarak kabul edilmesi gerekliliğini vurgulamıştır. Nominal GSYH hedeflemesinin temeli ilk olarak Meode (1997) ve Tobin (1980) tarafından literatüre girmiştir. Bu politikanın asıl amacı, enflasyonu azaltarak para arzının kredibilitésini kazandırmaktır. Krizle birlikte daha fazla dile getirilen nominal GSYH hedeflemesi, yüksek bir enflasyon karşısında daha esnek davranıp kredisi olana bir para politikasını göz ardı etmektir. Ayrıca nominal GSYH hedeflemesi reel çıktı ve enflasyonu benimseyerek uygulanan para politikası uygulamasıdır. Nominal GSYH hedefleme politikası, belirlenen reel üretim oranında bir



düşüşün yaşanması durumunda, merkez bankasının genişletici para politikası uygulayarak enflasyon hedefini bu şekilde tutturacaktır. En önemli avantajı nominal GSYH da meydana gelebilecek bir azalış para arzı ve enflasyonun takip etmesiyle birlikte otomatik olarak reel faiz oranını azaltarak büyümenin yeniden sağlanmasına neden olacaktır. En önemli dezavantajı ise belirlenecek olan hedefin kamuoyu tarafından tam olarak anlaşılması ve inandırıcılığında bu doğrultuda riskinin fazla olmasına neden olacaktır (Mangır ve Ertem, 2016: 177-181).

Nominal GSYH hedefleme rejimini savunanlar, enflasyon hedeflemesinin krizden sonra oluşan yüksek işsizlik ve düşük seyreden büyüme oranlarını önleyememesini eleştirmektedirler (Üzar ve Başoğlu, 2017: 136-137).

Summer (2012) yaptığı çalışmada, nominal GSYH hedeflemesinin neden kullanılması gerektiğini şöyle belirtmiştir; İlk olarak nominal GSYH hedeflemesi büyümeyi arttırmanın veya ekonomide daha yüksek oranlı bir enflasyon yaratmanın bir para politikası yolu olmadığını belirterek, bir nominal GSYH hedefi tercih edilen herhangi bir enflasyon ve deflasyon oranıyla tutarlı olduğunu vurgulamıştır. Örnek olarak Friedrich Hayek, zaman zaman para politikasının istikrarlı bir nominal gelir düzeyini hedeflemesi gerektiğini bunun da reel GSYH'nin uzun vadeli büyüme oranına eşit bir deflasyon oranına sahip olması anlamına geleceğini savunmuştur. İkincisi ise bir nominal GSYH hedefleme rejimi talep şoklarına enflasyon rejimi ile tam olarak aynı şekilde yanıt verecektir. Her iki durumda da para arzında meydana gelebilecek değişiklikleri dengeli bir şekilde ayarlamasını sağlayacaktır (Summer, 2012: 12-13).

İstikrarlı bir nominal GSYH hedefinde büyümenin yolu, istihdamı enflasyon hedefinden daha etkin bir şekilde istikrara kavuşturma eğiliminde olacaktır. Çünkü işverenlerin ücretleri karşılımları için enflasyon oranından ziyade nominal GSYH'nin büyümesine bağlı olacağını vurgulamıştır. Nominal GSYH hedeflemesi toplam nominal ücretleri dengeye yakın seviyede tutmanın ve istihdamda istikrarın sağlanmasında yardımcı en iyi para politikası aracı olduğunu belirtmiştir (Summer, 2012: 13-14).

Merkez bankalarının toplam nominal harcamaların büyüme oranını belirli bir sayısal değerde tutacak şekilde para politikası yürütmesi gerektiğidir. Bu değer, merkez bankasının hedef enflasyon oranının (yıllık% 1,5 diyelim) ve ekonominin uzun vadeli ortalama üretim (reel GSYH) büyüme oranının (% 3 diyelim) toplamına eşit olacaktır.

Önerinin destekçilerinin inancı, bu hedefe başarılı bir şekilde ulaşılmasının, % 1.5'lik bir enflasyon hedefine ulaşılmasıyla aynı uzun vadeli ortalama enflasyon oranını ve aynı uzun vadeli çıktı artışını sağlayacağı, ancak bunu, çıktı dalgalanmalarının oynaklığının azalmasıyla yapacağı yönündedir. Bununla birlikte, temel fikir, para politikasının nominal toplam talep üzerindeki etkisiyle hem enflasyonu hem de reel üretimi etkilemesidir, bu nedenle nominal GSYH'ye değil, toplam nominal harcamaların başka bir ölçüsüne odaklanmak istenebilir. Bu bakımdan temel husus, merkez bankasının verimli bir şekilde etkilemek istediği tek makro değişkenin enflasyon olmadığıdır (McCallum, 2011: 1-3).

Merkez bankalarının para arzını, döviz kurunu veya enflasyonu hedeflemeye alternatif olarak nominal GSYH'yi hedeflemesi önerilmiştir. Gerçi nominal GSYH orta ölçekli ve orta gelirli ülkeler için daha uygun olabilir. Çünkü bu tür ülkelerin daha çok büyük arz şoklarına ve ticaret şokları ile karşılaşmaktadır. Bu tür beklenmeyen şoklar, daha önce beyan edilmiş olan TÜFE hedeflerinin veya döviz kuru hedeflerinin güvenilirliğe zarar veren terkinin zorlayabilir. Fakat olumsuz bir arz şokunu enflasyon ve reel GSYH üzerindeki etkileri içerisinde otomatik olarak eşit olarak bölen nominal bir GSYH hedefinin bırakılmasını gerektirmez (Frankel, 2014: 1).

### **2.6.1. Avantajları**

Nominal GSYH, reel GSYH büyümesi ve enflasyonla yakından ilişkili olduğu için politika için yararlı bir rehber olabilir. Tanım olarak, nominal GSYH, reel GSYH'nin ürününe ve fiyat seviyesine eşittir. Benzer şekilde, nominal GSYH'nin büyümesi reel GSYH büyümesi ve enflasyonun toplamına eşittir.

Nominal GSYH hedeflemesinin ikinci çekici özelliği, politika düzenleyicilerin toplam arz dengesizliklerine yanıt vermede istikrarlı büyüme ve enflasyon hedeflerini dengelemelerine destek sağlayacağıdır. Kısa vadede, petrol fiyatlarındaki sıçrama gibi olumsuz bir arz bozukluğu, reel GSYH büyümesindeki düşüş ve enflasyondaki artış gibi istenmeyen iki sonuç doğurmaktadır. Bu sonuçlar bir ikilem oluşturur. Bir değişkeni dengelemek için para politikasını değiştirmek diğer göstergede ilave istikrarsızlık gösterir. Örneğin, petrol fiyatlarındaki artışın yavaşlattığı bir ekonomiyi canlandırma politikasının hafifletilmesi reel GSYH büyümesindeki düşüşü sınırlayacak, ancak

enflasyonu daha da kötüleştirecektir. Tersine, enflasyonun stabilize etmek için sıkma politikası reel GSYİH düşüşü hızlandıracaktır.

Nominal GSYİH hedeflemesi, politika yapıcıların hem reel GSYİH büyümesinin hem de enflasyonun istikrarına eşit önem vererek ikilemi çözmelerine yardımcı olacaktır.

Nominal GSYH'yi hedeflemek için önerilen kurallar, kısmen politika yapıcıların nominal GSYH'nin hedeften sapmalarına ne zaman tepki vereceği konusunda farklılık göstermektedir. İlk kural Nominal GSYH'nin hedeften saptığı gözlemlendiğinde para politikasının değişeceğini belirtir. Diğer bir kural ise, öngörülen gelecekteki nominal GSYİH hedeften saptığında politikanın değişeceğini öngörmektedir.

Nominal gelir hedeflemesinin en önemli avantajlarından biri de kendisine yönelik şoklar durumunda toplam talebi istikrarlı hale getirmesidir (Aslan, 2009: 572).

Nominal gelir hedeflemesi, enflasyon hedeflemesinin birçok olumlu özelliğini paylaştığı için para politikası için arzu edilen bir diğer stratejidir. Ancak, nominal gelir hedeflemesinin en cazip özelliği, hem reel çıktı hem de fiyatlar ile yakından ilişkili olmasıdır. Merkez bankasının en çok önem verdiği iki değişken olma özelliği taşımaktadır. Buna ek olarak, nominal gelir hedeflemesi, para politikasının hem toplam talebe hem de toplam arzdaki bozulmaları dengeleyecek şekilde ayarlanmasına olanak tanır. Örneğin, olumsuz bir talep şoku durumunda (hem reel üretimin hem de fiyatların hedefin altına düşmesine neden olacak), politika yapıcılar nominal geliri (reel gelir ve fiyatların ürünü) hedefe döndürecek para politikasını kolaylaştıracaktır. Benzer şekilde, olumsuz bir arz şoku, reel üretimin düşmesine ve fiyat seviyelerinin yükselmesine neden olur. Merkez bankası fiyat seviyesi hedeflemesi yapıyorsa bu bir ikilem oluşturabilir. Fiyat seviyesinin dengelenmesi reel üretimde daha fazla düşüş anlamına gelecektir. Nominal gelir hedeflemesi, politika uygulayıcıların üstelik reel üretimi ayrıca fiyat seviyesinin istikrarına aynı önemi verdiği için oluşan zıtlıkları çözmelerine destekte bulunacaktır (Malik 2005: 5).

### **2.6.2. Dezavantajları**

Nominal GSYİH hedefi, merkez bankası veya hükümetin GSYH oranına ilişkin sayısal bir hedef verdiğinden dolayı bu oranın kesin olmaktan uzak olduğu ve zaman

içerisinde değişebileceği için halkın yanlış bir şekilde tahmin yapmasına ve gelecek ile ilgili yanlış karar vermesine yol açabilecektir (Mishkin, 2000: 158-159).

Enflasyon hedefleme rejiminde belirlenen enflasyon oranı, reel gelire göre halk tarafından daha kolay anlaşılacağı için halk ile ilişki ve hesap verilebilirlik açısından bir dezavantaja sahiptir. Ayrıca nominal GSYH hedeflemesine ilişkin açıklanacak verilerin, fiyat verilerine göre daha zor elde edilmesi bu politika hedefinin uygulama konusunda prestijini azaltacaktır (Aslan, 2009: 573).

## **2.7. Türkiye’de Uygulanan Para Politikası Araçları**

2010 yılında dünya genelinde yaşanan finansal krizden sonra birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da sağlanması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı 2001’de yasayla ortaya çıkan merkez bankasının temel görevi fiyat istikrarının sağlanmasının yanın da finansal istikrarında sağlanmasına karşı alınacak önlemler TCMB’nin görevlerinden kabul edilmiştir (Özatay, 2011: 311-312).

Merkez bankası, makro finansal riskleri kontrol altına almak için uyguladığı enflasyon hedefleme stratejini geliştirerek modern bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu yeni strateji ile birlikte birden fazla amaca yönelik olarak uygulanan para politikasının getirdiği araç çeşitliliğini sağlamak amacıyla, politika faizine ek olarak gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında gerçekleşen faiz koridorunu ve zorunlu karşılıkların beraber uygulandığı bir politika karması oluşturmuştur (TCMB, 2011: 2).

### **2.7.1. Zorunlu Karşılıklar**

Günümüzde çoğu merkez bankasının kullanmış olduğu zorunlu karşılıklar TCMB tarafından 2010 yılında alınan yeni stratejilerden biri olan bir hafta vadeli repo ihaleleri, faiz koridoruna ilave zorunlu karşılıklar da aktif bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

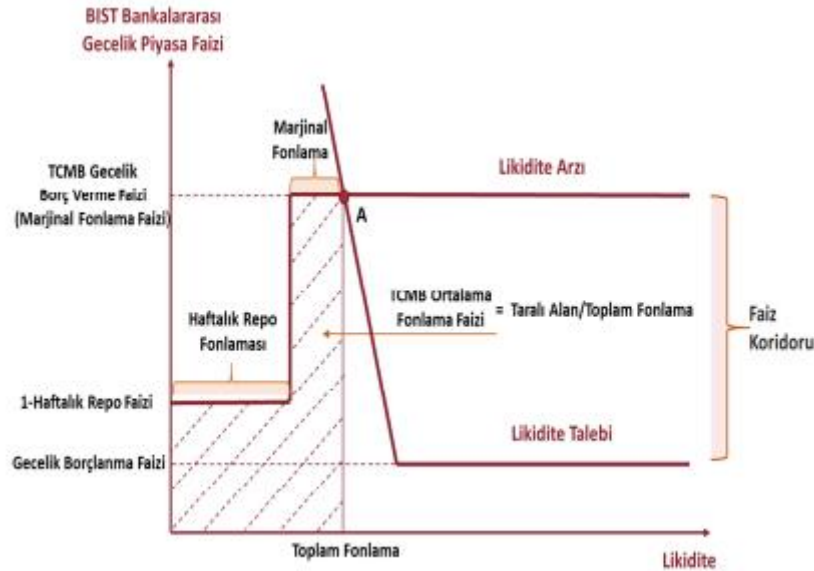
Zorunlu karşılıklar, temelde kredi arzında meydana gelebilecek değişimlerin ve bu doğrultuda oluşabilecek risklerin ortaya çıkmasını önlemek için merkez bankası zorunlu karşılıkları arttırıp azaltarak kredi arzını kontrol etmeyi amaçlamıştır. Ekonomide sermaye girişlerinin arttığı ve bu doğrultuda faiz oranlarının düşmesi kredi büyümesini hızlandırarak makro finansal krizler ortaya çıkarabilmektedir. Bu doğrultuda zorunlu karşılık oranının arttırılması, kredi arzını sınırlandırılabilir. Eğer ekonomide

sermaye girişlerinin aniden zayıflaması ve risklerin arttığı dönemlerde, zorunlu karşılıklar düşürülerek kredilerde aniden oluşan duraklama azaltılabilmektedir (Kara, 2012: 12).

Faiz koridorunun yanı sıra, piyasadaki Türk lirası likiditesini ve kredi arzını kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılıklar bir makro ihtiyati tedbir olarak kullanılmıştır. TCMB 2001 yılında Türk lirası zorunlu karşılıklara, 2002 yılında ise yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlamıştır. (TCMB, 2002: 1). 2008 yılı küresel finansal kriz sonrası ters dolarizasyon sürecini desteklemek ve Türk lirası mevduatı ve kredileri desteklemek amacıyla zorunlu karşılıklara uygulanan faiz ödemesi uygulamasını sonlandırmıştır (Eroğlu, Söylemez ve Alıç, 2016: 73-74).

TCMB 2014 yılı kasım ayından itibaren istikrarlı büyümeyi sağlamak ve yurtiçi tasarrufları güçlendirmek adına bankaların ve finansman şirketlerin Türk lirası olarak belirledikleri zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlamıştır. Uygulanan bu politika 2015 yılında devam etmiş daha sonra zorunlu karşılıklara uygulanan faiz ödenmesine son verilmiş, karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması artırılmaya başlanmış ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir (Arabacı, 2017: 6-7).

## 2.7.2. Faiz Koridoru



Kaynak: Binici ve diğerleri, 2016: 8

Şekil 2.6. Faiz koridoru

Daha önce de değinildiği gibi faiz koridoru, merkez bankalarının likidite ihtiyacı olan bankaya fon sağlarken likidite fazlası olan bankadan borç alarak para arzını kontrol etmek istemesidir.

Bu dönemde merkez bankası, risklerin artması ve sermaye hareketliliğinin yoğunlaşması sebebiyle faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiştir. Böylece gecelik oluşan faiz oranlarının politika faizinden daha düşük seyretmesine imkân sağlanmış ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması sağlanmıştır. Aynı dönemde merkez bankası, gelişmekte olan ülkelere de hızla sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine, uyguladığı yeni politika araçları çerçevesinde sermaye hareketliliğinin yoğun yaşandığı dönemin tersine olacak şekilde kullanmıştır. Bu doğrultuda gecelik borç alma faizi yükselttilerek faiz koridoru daraltılmış ve hızla çıkış yaşanan sermaye hareketliliğinin önüne geçmeyi amaçlamıştır (TCMB, 2012: 2-5).

Oluşturulan bu sistemde faiz koridoru, hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlarken, hem de gerektiğinde kredi büyümesi üzerinde etkili bir araç olarak kullanılabilir (TCMB, 2013: 5).

### **2.7.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması**

TCMB'nin bir diğer politika aracı da rezerv opsiyon mekanizması uygulamasıdır. Temel olarak sermaye hareketliliğinde yaşanan dengesizlikleri makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki negatif etkileri analiz etmeyi hedeflemiştir. Bu mekanizma bankaların, Türk lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir kısmını yabancı para ve altın cinsinden tesis etmesine imkân sağlayan bir uygulamadır. Belirlenen bu yabancı para ve altın karşılığı katsayısına da rezerv opsiyon katsayısı denilmektedir (Aydın, 2016: 158).

TCMB, ROM'u temelde "otomatik dengeleyici" olarak (bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarını dış şoklar karşısında içsel olarak ayarlayacağı şekilde) kullanmak üzere ortaya koyulmuştur. Bu durumun her bankaya kendi kısıtları doğrultusunda en uygun tercih imkânı sağlaması, ROM'u döviz likiditesi yönetiminde kullanılan diğer araçlara kıyasla ekonomik açıdan daha etkin kılmaktadır. Diğer taraftan, ihtiyaç doğrultusunda sistemin değişkenleri iç ve dış finansman koşullarındaki kalıcı değişimlere uyum sağlamak için konjonktürel bir araç olarak da kullanılabilir (TCMB, 2013: 5).

Sermaye girişlerinin hızla yaşandığı dönemlerde, bankaların yabancı para kaynaklarına daha rahat ulaşabildikleri ve yabancı para kaynaklarının maliyetinin düşük olması sebebiyle bankalar ROM'u daha fazla kullanma eğiliminde olacaklardır. Bunun sonucunda bankalar, Türk lirası cinsinden likidite elde etmiş olacaklardır. TCMB piyasada fazla bulunan döviz likiditesini çekmesi durumunda daha önce belirlenen katsayıyı arttıracaktır. Yine bu dönemde bankaların yabancı para fon maliyetinin artması veya bankaların yabancı para kaynaklarına ulaşımında aksaklıklar yaşanması durumunda bankalar, bu imkânı daha az tercih de bulunacaklardır. Bu durumda bankalar, TCMB bünyesinde biriktirmiş oldukları rezervlerini çekerek kendilerine likidite imkânı sağlayacaklardır. Bununla birlikte rezerv opsiyon mekanizması sayesinde ekonomide daha fazla döviz likiditesi sağlanmış olacaktır. Piyasalarda döviz likiditesinin çok yükselmesi durumunda TCMB, rezerv opsiyon katsayısını düşürerek veya mevcut belirlediği dilimi bitirerek piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlayabilecektir. Ayrıca rezerv opsiyon mekanizması kapsamında tutulan döviz ve altın TCMB tarafından satın alınamadığından ve bu miktarın bankalara ait olması nedeniyle TCMB'nin net döviz pozisyonu etkilememekte, sadece brüt döviz rezervini arttırmaktadır (Çetin, 2016: 87-88).

#### **2.7.4. Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti**

Merkez bankasının piyasada belirlenen faizleri yönlendirmek amacıyla ve enflasyonu denetim altında tutmak için geliştirdiği para politikası aracıdır. Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti, merkez bankasının, gecelik borç verme faizi ile haftalık repo faizinin (politika faizi) ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır (Kuzu ve Kekeç, 2017: 223-224).

Ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde yer alan faizlerin tanımına bakacak olursak;

Gecelik Borç Verme Faizi, TCMB'nin gecelik olarak borç almak veya gecelik olarak borç vermek isteyen bankalara belirlemiş olduğu faiz oranına denir. Burada bankalar likidite ihtiyacı olduğu zaman belirli bir limit dâhilinde merkez bankasından borç verme faiz oranından borçlanıp likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Bankaların likidite fazlası oluşması durumunda ise herhangi bir limit olmadan merkez bankasına borç alma faiz oranından borç verebilmektedirler (Eğilmez, 2015: 1).

Haftalık Repo Faizi, Bu uygulamada merkez bankası bir hatalık repo ihalesi açarak bankaların ellerinde bulundurdukları tahvil ve bonoları merkez bankasına satarak karşılığında para alıp likidite ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Burada vade sonunda bankalar aldıkları parayı merkez bankasına vererek tahvil ve bonolarını geri almaktadırlar. TCMB burada uyguladığı bu faiz oranları ile ikincil piyasada oluşan kısa vadeli faiz oranlarını, döviz kurlarını ve kredi büyüme hızını kontrol etmeyi amaçlayabilmektedir (Eğilmez, 2015: 1).

TCMB 2017 yılının ilk çeyreğinde döviz kurlarında gerçekleşen değişim ve bunun sonucunda enflasyon üzerinde olan tesir doğrultusunda parasal sıkılaştırmaya giderek gecelik vadede ve geç likidite penceresi (GLP) uygulaması çerçevesinde borç verme faiz oranlarını arttırmıştır. Buna ilave olarak da bu durumun yaratacağı olumsuz etkile göz önüne alarak fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamak için bazı likidite tedbirleri almıştır. Bunu sağlamak için, bir hafta vadeli repo ihalesi piyasada gerçekleşmemiş, gecelik vadede fonlama miktarı belirli oranlarda azaltılarak sistemin fonlama ihtiyacının zaman içerisinde oluşan fazlalık GLP üzerinden sağlanmıştır. (TCMB, 2018: 3). Merkez bankasının geç likidite penceresi faizlerinin yükseltmesi sonucu ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti artmıştır. Bura da para politikası üzerinde belirsizliği azaltan Fonlamanın büyük ölçüde tek bir araç ile yani GLP ile yapılmasına bağlıdır (Yalçınkaya, 2017: 462).



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI ŞOKLARININ ÇIKTI ÜZERİNE ETKİSİ'NİN EKONOMETRİK ANALİZİ

#### 3.1. Literatür Taraması

Cover (1992) ortaya koyduğu araştırmasında, ABD ekonomisine ait 1951-1987 yılları arasındaki verileri kullanarak para politikası şoklarını tahmin etmek için EKK(En Küçük Kareler) yöntemini kullanmıştır. Analiz neticesinde para arzının negatif şoklarının üretimi etkilediği güçlü bir şekilde ifade edilirken, pozitif para arzı şoklarının üretimi etkilemediği hipotezi bu makalede savunulmuştur. Ortaya çıkan bir diğer sonuç ise negatif para arzı şoklarının çıktı üzerinde pozitif şoklardan daha büyük ve önemli bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir. Ayrıca para arzındaki beklenmeyen düşüşler üretimin düşmesine neden olsa da para arzındaki beklenmeyen artışların çıktı üzerinde hiçbir etkinin olmadığını, para arzındaki beklenmeyen düşüşlerin ortalama büyüklüğünü önleyerek veya azaltarak yani para arzındaki beklenmeyen değişikliklerin varyansının azaltarak ortalama çıktı büyüme oranının artırılabilceğini ifade etmiştir.

Ball ve Mankiw (1994) yaptığı çalışmada, nominal fiyatların asimetrik olarak ayarlanmasını açıklamak için yaptığı araştırma da olumlu eğilim enflasyonun, firmaların nispi fiyatlarının düşmesine neden olduğu fiyat ayarlamaları arasında otomatik olarak düşmesine neden olduğu bir menü-maliyet modeli sunmaktadır. Bu ortamda firmaların arzulanan fiyatlarını yükselten şoklar, fiyatları düşüren şoklara göre daha büyük fiyat tepkilerini tetiklemektedir. Bu asimetrik uyum modelini makroekonomideki üç konuyu ele almak için makalede kullanılmıştır. Toplam talebin etkileri, sektörel şokların etkileri ve optimal enflasyon oranı. Pozitif eğilim enflasyonu, bu modelde asimetrilere eklenmesiyle ortaya çıkmaktadır. Trend enflasyonu ile firmaların arzu ettiği fiyatlara yönelik pozitif şoklar, aynı büyüklükteki negatif şoklardan daha fazla ayarlamaya neden olmaktadır. Ayrıca bu makalede enflasyonun firmaların nispi fiyat ayarlamalarının otomatik olarak düşmesine neden olduğunu, bir firma daha düşük bir nispi fiyat istediğinde menü-maliyet ödemesine gerek olmadığını çünkü enflasyonun çoğu işi yaptığını belirtmiştir. Sonuç olarak bu makalede pozitif şokların negatif şoklardan daha

fazla fiyat ayarlamasına neden olma olasılığı daha yüksektir ve meydana gelen pozitif ayarlamalar negatif ayarlamalardan daha büyük olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Rhee ve Rich (1995) yaptığı çalışmada, savaş sonrası ABD ekonomisinin verileri inlenmiş, Ball ve Mankiv'in (1994) asimetrik fiyat ayarlama modelinin parasal şokların çıktı üzerinde asimetrik etkileri olduğunu ve ortalama enflasyondaki hareketlerle pozitif ilişki olduğunu test etmeyi amaçlanmıştır. Bu yapılan ampirik analiz, Hamilton (1989) Markov Anahtarlama Modelinden üretilen beklenen bir enflasyon serisine bağlı olmasını sağlamak için Cover (1992) çerçevesinde genişletmiştir. Yapılan analiz sonucunda, parasal şokların ortalama enflasyondaki artışlara yol açtığı ve üretimin pozitif para arzı şoklarının negatif şoklardan daha az tepki verdiği diğer bir ifadeyle negatif şokların pozitif şoklara göre üretimin daha fazla etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Karras (1996) yaptığı çalışmada, 1953-1990 yılları arasında verileri kullanarak Avrupa ülkeleri için para politikası şoklarını incelemiştir. Analiz sonucuna baktığımızda pozitif para politikası şoklarının çıktı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değil iken, negatif para politikası şoklarının çıktı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu kanısına varmıştır. Bu yazıda yirmi Avrupa ülkesinin optimum bir para birimi alanı oluşturup oluşturmadığı sorulmuştur. Ekonomi teorisi, ekonomiye özgü şokların ortak şoklara göre küçük olması veya ekonomiye özgü şokların pozitif korelasyon göstermesi durumunda bunun böyle olacağını öne sürmektedir. Ayrıca burada sunulan ampirik sonuçlar, bu yirmi ekonominin ezici çoğunluğu için bu koşulların hiçbirinin tatmin edilmediğini ima etmektedir. Diğer bir ifadeyle, bunlar optimum bir para birimi alanı değildir: parasal entegrasyonun çoğu için herhangi bir istikrar yararına sahip olması muhtemel değildir ve aslında çıktı değişkenliği üzerinde olumsuz etkileri olabileceğini savunmuştur.

Lenz (1997) yaptığı çalışmada, İsviçre'deki para arzı şoklarının dalgalı döviz kuru rejimi altında asimetrik etkilerinin varlığını test etmeyi amaçlamıştır. Bu makale sonucunda yalnızca negatif parasal şokların çıktıyı etkilediği sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte bu sonuç para arzı sürecinin spesifikasyonuna, özellikle de net ihracatın M1 para arzı için açıklayıcı bir değişken olarak dahil edilmesine bağlı olduğunu, net ihracatın para arzı sürecine girmesi gerektiğini bu durumda asimetrik etkilerin durumunun daha da güçlendireceğini savunmuştur. Buna ek olarak net ihracatın para arzı sürecine dahil

edilmesinden kaynaklanan negatif ve pozitif şokların değişkenliğinin azalması, yalnızca küçük negatif parasal şokların daha etkili olduğu gözlemlenmiştir.

Karras ve Stokes (1999) yaptığı çalışmada, para arzı şoklarının asimetrik etkilerini 1960-1993 dönemlerine ait üç aylık verileri kullanarak araştırmıştır. Bu makalede asimetrielerin para arzı şoklarıyla sınırlı olmadığını, petrol şoklarının da dahil edilmesi gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca pozitif şokların negatif şoklara göre fiyatlar üzerinde büyük veya küçük nasıl etki yarattığını göstermek için enflasyon etkileri araştırılmıştır. Bu araştırma sonucu Cover (1992) çalışmasındaki tezi doğrulayarak negatif para arzı şokları istatistiksel olarak çıktıyı önemli ölçüde azalttığını pozitif şokların ise etkisinin istatistiksel olarak önemsiz olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte parasal şokların çıktı ve fiyatlar üzerindeki etkisinin simetrik olduğunu belirtmiştir. Son olarak para arzı şoklarının GSYH'nin en önemli iki bileşeni olan tüketim ve sabit yatırım üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bunun sonucunda tüketimin para arzındaki şoklara çok simetrik tepki verdiğini, yatırımın ise üretimi etkileyenlere çok benzer asimetriyle yönetildiğini sonucuna ulaşmıştır. Bu asimetrielerin kaynakları üzerine gelecekte yapılacak araştırmaların sabit yatırım davranışına odaklanılması gerektiğini belirtmiştir.

Pierre-Richard Ag'enor (2001) yaptığı çalışmada, küçük ölçekli vektör oto regresyon modellerini kullanarak Kore, Malezya, Filipinler ve Türkiye için üç aylık veriler kullanılarak tahmin sonuçları sunulmuştur. Para politikası şoklarının çıktının döngüsel bileşeni, enflasyon ve döviz kuru üzerinde ne ölçüde asimetrik etkileri olduğunu incelemektedir. Potansiyel asimetri kaynaklarını gözden geçirerek başlar. Daha sonra parasal şokların iletilmesinde asimetrik etkilerin varlığını test etmek için üç yaklaşımı tartışır: birincisi, çıktı açığının işaretine, ikincisi para politikası aracının kendisinin başlangıç seviyesine ve üçüncüsü enflasyonun başlangıç seviyesine dayanır. Dürtü yanıtı işlevleri, para politikası şoklarının (alternatif olarak para piyasası oranı, iskonto oranı ve para tabanındaki yenilikler olarak ölçülen) enstrümanlar ve ülkeler arasında değişen önemli asimetrik etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, son VAR çalışmalarında tanımlanan bazı tipik “bulmacalar” da bu sonuçlarda mevcuttur.

Kim (2001) yaptığı çalışmada, ABD ekonomisi için esnek döviz kuru rejimi altında para politikası şoklarının verilerini ayrıntılı olarak kanıtlamak için VAR modelini kullanmıştır. İlk olarak ABD'nin genişlemeci para politikası şokları ABD dışındaki G-6

ülkelerinde patlamalara yol açtığı görülmektedir. Bu aktarımda ticaret dengesindeki değişimlerin küçük bir rol oynadığı görülürken dünya reel faiz oranında önemli bir düşüş gözlemlenmektedir. Diğerine ise ABD'nin genişlemeci para politikası şokları yaklaşık bir yıl içerisinde ticaret dengesini kötüleştirdiğini fakat daha sonra iyileştirdiğini gözlemlemiştir. Ayrıca bu makale sonucunda küçük ölçekli VAR modeli kullanılırken olası karşılıklı bağımlılığı göz önünde bulundurmak için küçük ölçekli VAR modeline ek olarak büyük ölçekli, çok ülkeli (Bayes) VAR modeli oluşturmanın daha faydalı olacağını belirtmiştir.

F. Karamé ve A. Olmedo (2002) yaptıkları çalışmada, para politikası şoklarının ABD'nin ekonomik faaliyeti üzerindeki potansiyel asimetric etkilerini araştırmaktir. Bunu yapmak için yapısal VAR (SVAR) metodolojisini Markov anahtarlamalı doğrusal olmayan model kullanılmıştır. Bu konuda, şokun meydana geldiği iş döngüsü aşamasına odaklanılmıştır. Analiz sonucunda ortaya çıkan bulgular, daraltıcı bir para arzı şokunun çıktığı, fiyat ve paranın asimetric tepkiler verdiği sonucuna ulaşmıştır.

Rawn ve Sola (2004) yaptığı çalışmada, ABD'nin savaş sonrası üç aylık verilerinin kullanarak para politikasının toplam faaliyet üzerindeki asimetric etkilerinin varlığını test etmeyi amaçlamıştır. Bu makale de üç tür asimetricten bahsedilmektedir. İlk olarak negatif ve pozitif para politikası şoklarının çıktı üzerinde farklı etkilerin olup olmadığını daha sonra büyük ve küçük şokların farklı etkilerinin olup olmadığını ve son olarak da düşük varyanslı negatif şokların çıktı üzerinde asimetric etkilerinin olup olmadığını incelemiştir. Elde edilen sonuçlara baktığımızda asimetric etkilerin varlığı test edildiğinde sonuç olarak beklenmeyen negatif para arzı şoklarının, beklenmeyen pozitif para arzı şoklarından daha büyük etkiler gösterdiğini ortaya koymuştur.

Hasanov ve Talatar (2006) yaptığı araştırmada, para politikası şokunun çıktı ve fiyatlar üzerindeki asimetric etkisini STAR yöntemiyle incelemiş, bu çalışmada pozitif-negatif ve küçük-büyük para arzı şoklarının etkilerinden bir asimetric olup olmadığını ve Türkiye örneğinde şokların üretim ve fiyatlar üzerindeki etkilerini incelemektedir. Bu çalışmanın bulgularını dört başlık altında sınıflandırmıştır. İlk olarak doğrusallık testlerin sonuçlarından da anlaşılacağı üzere Türkiye ekonomisi likidite kısıtlamaları ya da kapasite kısıtlamaları veya her ikisi ile daha uygun bir şekilde karakterize edilmektedir. Bu sonucu Kandil'in(1998) daha az gelişmiş ülkelerin genellikle daha gelişmiş ülkelere

kıyasla daha fazla bağlayıcı kapasite kısıtlamasıyla karakterize olduğu sonucuna varmıştır. İkincisi ise negatif parasal şoklar ekonominin ilk durumuna bakılmadan pozitif şokların etkilerine nazaran daha büyük bir çıktı düzeyine sahip olduğunu gözlemlemiştir. Üçüncüsü ise genişlemeci politikaların gücü ekonominin başlangıç durumuna bağlı olduğunu genişlemeci para politikasının artan kapasite kullanımıyla birlikte üretim artış hızı azalmakta enflasyon oranı artmakta, daralma politikalarının etkileri ise iş döngüsü boyunca değişmediğini belirtmiştir. Son olarak farklı büyüklükteki parasal şokların çıktı büyümesi ve enflasyon oranları üzerinde orantılı etkileri olduğunu gözlemlemiştir.

J.J.Dolado ve Ramón María-Dolores (2006) yaptıkları çalışmada, para politikası şoklarının Euro bölgesindeki reel üretim artışı üzerindeki etkilerinin ekonominin geçirdiği iş döngüsünün evresine bağlı olup olmadığına dair bazı ampirik kanıtlar sunmuştur. Bunu yapmak için, ilk olarak, kısa vadeli faiz şoklarını, Merkez Bankası'nın faiz oranı belirleme davranışındaki doğrusal olmayanları hesaba katan bir Taylor kuralından türetilmiş ve daha sonra, faiz oranındaki şokların yüksek ve düşük büyüme dönemlerinde reel üretim artışı üzerindeki farklı etkilerine izin vermek için Hamilton'un (1989) Markov anahtarlama metodolojisinin çok değişkenli bir versiyonunu uygulamıştır. Elde edilen sonuçlara baktığımız da, bu tür asimetrielerin varlığı için bir miktar destek sağlamaktadır; bu sayede faiz oranı şoklarının durgunluk döneminin genişleme dönemine kıyasla daha büyük etkileri olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Brooks (2007) yaptığı çalışmada, 2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında Türkiye'de para politikasının etkinliğini inceleyerek, para politikasında uygulanan sıkılaştırmaya bankaların kredi arzının nasıl tepki verdiğini incelemiştir. Bu doğrultuda Türkiye'de banka kredi kanalının işlerliğine yönelik mevduat kabul eden otuz üç bankaya ilişkin verilerle kesit veri analizinin gerçekleştirildiği bu çalışmada, parasal aktarım mekanizmasında bankaların önemli bir rol üstlendiği bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca banka likiditesinin Türkiye'deki kredi arzı üzerinde önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşarak, Türkiye'deki para politikasının etkisinin likidite durumuna bağlı olduğunu, bankacılık sektörü tarafından yaygınlaştırılabileceğini belirtmiştir.

Kasapoğlu (2007) yaptığı çalışmada, 1990-2006 dönemine ait verileri kullanarak VAR modelini kullanmıştır. Uygulanan bu yöntem ile birlikte Türkiye'de parasal şokların hangi aktarım kanalları yoluyla fiyatları ve reel aktiviteyi etkilediğini bulmaya

çalışmıştır. Çalışmasında elde ettiği sonuçlar doğrultusunda, faiz oranlarına yönelik dışsal bir şoka döviz kurunun ve enflasyonun artarak tepki gösterdiği sonucuna ulaşmıştır. Çünkü döviz kurundaki spekülasyon baskıya ya da enflasyon beklentilerindeki artış doğrultusunda Merkez Bankası politika faizini arttırarak müdahale etmiş fakat artışın bir süre daha devam ettiği sonucuna varmıştır.

Ergeç (2009) yaptığı çalışmada, Türkiye ekonomisi için 1990-2006 yılları arasında pozitif ve negatif para politikası şoklarının çıktı ve fiyatlar üzerindeki asimetrik etkileri incelenmiş olup çalışmada iki aşamalı OLS yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda negatif şokların pozitif şoklara göre daha güçlü etkileri olduğu tespit edilmiştir. Bu doğrultuda talep yönlü asimetrinin arz yönlü asimetriye kıyasla daha güçlü etkileri olduğunu belirtmiş ve fiyatlar üzerindeki asimetri çıktı üzerindeki asimetriye göre daha güçlüdür sonucuna ulaşmıştır. Bu sonuçlar doğrultusunda Türkiye ekonomisinde para politikasının durgunlukla mücadelede güçlü bir araç olmadığı görülmektedir. Ayrıca sıkı para politikasının fiyatları düşürme gücünün genişlemeci para politikasının fiyatları artırma gücüne göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Küçükkale ve Yamak (2009) yaptığı çalışmada, yeni klasik makroekonominin Tarafsızlık Hipotezi toplam talep politikasının asimetrik etkileri üzerinde durularak incelenmiştir. Çalışmanın bulguları Tarafsızlık Hipotezinin Türkiye ekonomisi için geçerli olduğunu ancak asimetrik olduğunu göstermektedir. Sistemin yenilikleri arasındaki asimetrik ilişkiler, ücretlerin ve fiyatların katı olduğunu varsayan klasik olmayan rasyonel doğal oran hipotezi (RENr) modelini şiddetle reddedildiğini açıklamaktadır. Bu makale sonucunda standart tarafsızlık testinde reel üretimi önemli ölçüde etkileyen tek değişkenin beklenmeyen fiyat seviyesi değişiklikleri olduğunu göstermektedir. RENr hipotezi bağlamında değişkenlerin beklenmeyen değişimleri arasında herhangi bir ilişki olmadığını söylemektedir. Bununla birlikte asimetri testinde elde edilen sonuçlar beklenmeyen para politikası ile reel çıktı arasında doğrudan ve anlamlı ilişki olduğunu belirtmiştir. Negatif ve istatistiksel olarak pozitif parasal şok ile negatif çıktı şoku arasındaki anlamlı korelasyon, pozitif parasal şoktaki düşüşün reel çıktıyı azaltacağı sonucuna varmıştır.

Akay ve Nargeleçekenler (2009) yaptığı çalışmada, Türkiye ekonomisinde para politikası şoklarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkisini incelemiştir. Yapılan çalışma

sonucunda, ekonomide direkt olarak gözlenebilen aktif fiyatları arasındadır ve parasal şoklardan hemen ve doğrudan etkilendiğini ifade etmektedir. Buna ilave olarak çalışmada Türkiye de ki para politikası faizleri ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki yapısal VAR modeli doğrultusunda analiz edilmektedir. Yapılan analiz sonucunda daraltıcı para politikası şoku hem kısa hem de uzun dönemde ilk olarak faiz oranını arttıran geçici bir etkiye sahipken, daha sonra hisse senedi fiyatlarını azaltıcı bir etkiye sebep olduğu kanısına varmıştır.

Douch (2010) yaptığı çalışmada, ikinci dünya savaşı sonrasında ABD'nin finansal verilerinin kullanarak finans ve para politikası şoklarının VAR analizini kullanarak çıktı ve ekonominin tamamı üzerinde reel etkilerin var olup olmadığını analiz etmiştir. Yapılan analiz sonucu, para politikasıyla finansal istikrar arasında bir ilişki olduğunu fakat birinin diğerini nasıl etkilediği konusunda net bir fikir olmadığını belirtmiştir. Ayrıca parasal politika uygulayıcıların karşılaştığı kilit sorunun borsa çöküşleri olmadığını, finansal istikrarsızlık olduğuna dikkat çekmiştir. Bu makale sonucunda çalışmada ele alınan para politikası ve finansal şokların çıktı, fiyat düzeyi ve diğer değişkenler üzerinde önemli etkileri olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Tanrıöver ve Yamak'ın (2012) yaptığı çalışmada, yazdığı makalesinde Türkiye ekonomisi için para politikası şoklarının reel üretim seviyesi üzerinde oluşan etkilerin incelenmesi hedeflenmiştir. Bu doğrultuda ilk olarak parasal denklem tahmin edilmiş olup parasal denklemin hata terimlerinden elde edilen parasal şokların, pozitif ve negatif olarak ayrıştırılmasında, Cover (1992)'in yöntemi kullanılmıştır. İkinci aşamada ise reel GSYH denklemi yardımıyla parasal şokların reel üretim düzeyi üzerinde asimetric bir etkiye sahip olup olmadığı, üç farklı hipotez çerçevesinde analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre Türkiye'deki reel üretimin pozitif ve negatif parasal şoklardan aynı seviyede etkilenmediğini ve dolayısıyla parasal şokların asimetric etkilere sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Oktar ve Dalyancı (2012) yaptığı çalışmada, Türkiye ekonomisi için para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini zaman serisi yardımıyla analiz etmiştir. Yapılan analiz neticesinde TCMB politika faizi ve ekonomik büyüme arasında kısa dönemde granger nedensellik ilişkisi söz konusu olmayıp uzun dönemde ters yönde koentegrasyon ilişkisi olduğunu açıklamakla beraber uzun dönem ekonomik büyüme para

politikasıyla yönetilebildiği sonucuna ulaşmıştır. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda, para politikası ve GSYH arasında granger nedensellik ilişkisi söz konusu değil iken, uzun dönemde para politikasının, GSYH değişkenini ters yönde etkilediği tespit edilmiştir. Sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanması için para politikasının Türkiye ekonomisinde ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecek şekilde uygulanmasından geçtiğini ifade etmiştir

Rokon Bhuiyan (2012) yaptığı çalışmada, Bangladeş için küçük açık ekonomi bağlamında 1994 ile 2009 arası tüketici fiyat endeksi, endüstriyel üretim düzeyi, nominal döviz kuru ve m2 parasal taban verilerini aylık olarak kullanarak bir Bayes yapısal VAR modeli geliştirmiştir. Model tanımlamasının doğruluğunu artırmak için, modelin makroekonomik değişkenlerinin birbiriyle eş zamanlı etkileşime girilmesine izin verilmiştir. Analiz sonucunda likidite etkisinin ve para politikası şokunun kur etkisinin hemen gerçekleştiğini, sanayi üretiminin ise yarım yılı aşan bir gecikmeyle karşılık verdiğini, enflasyon oranının ise bir yılı aşan bir gecikmeyle karşılık verdiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca para politikası şoklarının Bangladeş'teki sanayi üretimi dalgalanmalarının baskın kaynağı olmadığını belirtmiştir.

Morgül (2013) yaptığı çalışmada, Türkiye ekonomisi için sanayii üretim endeksi, tüketici fiyatları endeksi, gayri safi milli hasıla, döviz (dolar) kuru, gecelik faiz oranı, para stoku ve nominal hükümet harcaması olarak ele aldığı makroekonomik değişkenleri, 1990-2012 yılları arasında çeyrek dönemler itibariyle VAR(Vektör Otoregresif Model) ve EKK (En Küçük Kareler) yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Yapılan bu analiz sonucunda Türkiye ekonomisi için uygulanan para politikalarının enflasyonla mücadelede etkin bir araçken, ekonomiyi canlandırmada etkin olmadığı sonucuna varmıştır. Ayrıca durgunluk döneminde ekonomiyi canlandırmak için, para politikası etkin bir mücadele aracı olmadığını, maliye politikaları para politikasına göre daha etkin bir araç olduğunu vurgulamıştır.

Sayyed Mahdi Ziaei (2014) yaptığı çalışmada, ilk kez para politikası şoklarının yapısal vektör otoregresif (SVAR) modellerinin taban çizgisine sahip toplam talep bileşenleri üzerindeki etkileri GCC (Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi) ülkelerinde değerlendirilmiştir. SVAR Sonuçları, sabit sermaye oluşumu modele dahil edildiğinde, eş zamanlı katsayıların çoğu ülkede (Kuveyt hariç) faiz oranının parasal toplamdaki



beklenmedik artışa olumlu yanıt verdiğini gösterdiğini açıklamaktadır. Diğer taraftan ise faiz oranındaki beklenmedik bir artışla geniş para azalır. Ayrıca, özellikle 1 ila 4 yıl arasındaki para politikası faiz oranı (Kuveyt hariç), GCC ülkeleri söz konusu olduğunda GSYH'nin diğer bileşenlerine kıyasla yatırım üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bulgular, GCC eyaletlerinde yatırımın ilk sırada yer aldığını ve GSYH'nin bileşenleri olarak kalmasının, çoğunlukla para politikası şoklarından etkilenen ikinci değişken olduğunu göstermektedir. Para politikasının yatırım üzerindeki etkilerinin çoğu Suudi Arabistan, Katar ve Umman'da görüldüğünü sonucuna varmıştır.

Meinusch ve Tillmann (2015) yaptığı çalışmada, ABD Federal Rezervi, Niceliksel Gevşeme (QE) olarak bilinen bir dizi geleneksel olmayan para politikası önlemini benimsemiştir. Bununla birlikte QE'nin reel ekonomi üzerindeki etkini ölçmek VAR modelleri gibi standart araçların kolayca uygulanamayacağını belirtmiştir. Bu yazıda QE ile ilgili ikili bilgileri başka türlü standart bir para politikası VAR ile birleştirmek için QUAL VAR modeli kullanılmıştır. Bu model gözlemlenebilir verilerden gözlemlenemeyen bir QE şoklarına dürtü yanıtları sunmaktadır. Bu modelde QE endojen olarak iş döngüsünün durumuna bağlı olduğunu ve beklenmeyen politika şokları açısından incelenmiştir. Bunun sonucunda ise, QE şoklarının faiz oranlarında bir düşüşe, hisse fiyatlarında artışa ve reel ekonomik faaliyet ve enflasyonda ise bir artışa yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

Oltulular (2015) yaptığı çalışmada, Türkiye de para politikası şoklarının asimetrik etkilerini 2005-2013 dönemlerini kapsayan aylık verileri doğrusal olmayan zaman serilerini kullanarak analiz etmiştir. Yapılan bu analiz sonucunda Türkiye ekonomisinde uygulanan pozitif ve negatif para politikası şokları arasında, negatif şokların pozitif şoklara göre çıktığı ve fiyatlar üzerinde daha fazla etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ülke ve Berument (2016) yaptığı çalışmada, para politikası şoklarının gelişmekte olan bir ekonomide (örnek olarak Türkiye üzerinden) döviz kuru, üretim ve enflasyonun makroekonomik değişkenleri üzerindeki asimetrik etkilerini 1990-2014 yılları arasındaki aylık verileri doğrusal otoregresif vektör modeli kullanarak incelemiştir. Bu makale sonucunda faiz oranına olumlu bir şokla yakalanan sıkı para politikasının ekonomi teorisinin öne sürdüğü gibi döviz kuru, çıktı ve fiyatları düşürdüğünü belirtmiştir. Faiz oranına olumsuz bir şokla yakalanan gevşek bir para politikası bu değişkenler üzerinden

tam tersi bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte gevşek para politikasının etkileri sıkı para politikası etkilerinden daha zayıf olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca bir şokun büyüklüğü arttıkça sıkı ve gevşek para politikalarının etkileri arasındaki farkında arttığını sonucuna varmıştır.

Acar (2016) yaptığı çalışmada, Türkiye’de uygulanan para ve maliye politikaları arasında hangisinin daha etkili olduğunu araştırmış, 2003-2016 dönemleri arası faiz dışı harcamaları, bütçe gelirleri ve geniş anlamda para arzı değişkenlerinin GSYİH içindeki payları ile GSMH büyüme oranı arasındaki ilişkiyi En Küçük Kareler (EKK) yöntemiyle incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda Türkiye ekonomisi için uygulanan para politikası şoklarının maliye politikası şoklarına kıyasla daha etkin bir politika olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Doğan (2017) yaptığı çalışmada, kriz dönemlerinde para politikası uygulamalarının Türkiye de 2001 ve 2008 deneyimleri doğrultusunda karşılaştırmalı analizinde ilk olarak para politikasındaki değişimleri tespit etmek için tek kırılmalı Zivot Andrew testi uygulanmış ve bunun sonucunda fiyat ile döviz kuru değişkenleri için Mart 2001’de kırılmalar yaşandığı gözlemlenmiştir. 2001 ve 2008 krizinden dolayı tek yapısal kırılma testi yeterli görülmemiş ve Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testi de uygulanmıştır. Yapılan bu analizler neticesinde tahmin modelinde yer alan değişkenlere ilişkin birden fazla kırılma olduğunu göstermiştir. 2001 ve 2008 kriz sürecinde uygulanan para politikalarının çıktı üzerinde etkili olmadığını, tam tersi krizlerin çıktı üzerinde olumsuz etkilerinin olduğu belirlenmiştir. ARDL sınır testi sonuçlarına göre, 2001 krizinde TÜFE’yi kısa vadede döviz kurunun, uzun vadede ise döviz kuru ile birlikte para arzının etkilediği görülmüştür. 2000’li yıllarda Türkiye’de uygulanan döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi gibi iki farklı para politikası uygulamasının iç ve dış şoklar yaşandığı durumda para politikası aracı olarak politika faizinin Türkiye’de kriz döneminde, öncesinde ve sonrasında fiyat ve çıktıyı üzerinde etkisiz olduğu sonucuna varmıştır.

Bölükbaşı (2018) yaptığı çalışmada, hazırladığı makalesinde Türkiye, Hindistan ve Çin için para ve maliye politikalarının enflasyon üzerindeki etkileri incelenmiş olup yöntem olarak ikinci nesil panel nedensellik testi olan Bootstrap panel granger nedensellik analizi çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmada ilk olarak değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı olup olmadığı test edilmiş ardından homojenlik testine yer

verilmiştir. Çalışmada ki bulgulara göre Türkiye ve Hindistan’da para politikasından enflasyona tek yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiş, Çin de ise para politikası ve enflasyon arasında çift yönlü bir nedensellik ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak enflasyonun kontrolü açısından uygulana para politikası şoklarının tek başına yeterli olmadığı aynı zamanda maliye politikasıyla birlikte uygulandığında başarılı olacağı sonucuna ulaşmıştır.

Darıcı (2018) yaptığı araştırmada, 2010-2016 yılları arası Türkiye ekonomisi için aylık verilerle para politikasının konut fiyatları üzerindeki etkisini ARDL modeli yardımıyla araştırmıştır. Yapılan analiz neticesinde, genişletici para politikasının konut fiyatlarını artırıcı yönde bir baskı oluşturduğunu tespit etmiştir. Bu doğrultuda, genişletici para politikası uygulaması sonucu bankaların kredi verme imkânlarını arttırarak, toplam talep üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır sonucuna varmıştır.

Kılınç ve Tunç (2019) yaptığı çalışmada, 2006 Q1- 2017Q4 yılları arası para politikası şoklarının Türkiye’de reel ekonomik faaliyet üzerindeki asimetrik etkilerini Markov Anahtarlama Modeli kullanarak incelenmiştir. Bu makale sonucunda para politikası şokunun GSYİH, sanayi üretimi ve bunların alt bileşenleri üzerindeki etkilerinin bu asimetrilere herhangi birinin göz ardı edilmesi durumunda gözlemlenemeyeceğini göstermediğini belirtmiştir. Ayrıca asimetrinin ekonominin durumuna bağlı olduğu para politikası şoklarının asimetrik etkilerini göz önüne aldığımızda para politikası şoklarının daha etkin olduğu görüşünü savunmuştur. Ekonomik faaliyet, para politikası faaliyetlerinin ekonomik daralma veya zayıf kredi büyüme dönemlerinde genişlemeci ekonomik veya güçlü kredi büyüme dönemlerine kıyasla daha güçlü yanıt verdiğini ifade etmiştir. Bu etkinin sanayi üretiminin hizmet üretimine kıyasla daha güçlü olduğunu vurgulamıştır. Sanayinin alt sektörleri arasında dayanıklı tüketim malları ve sermaye malları için etkiler daha güçlü iken, dayanılmaz tüketim malları ve ara mallar üreten sektörler için etkilerin daha az görüldüğü sonucuna ulaşmıştır.

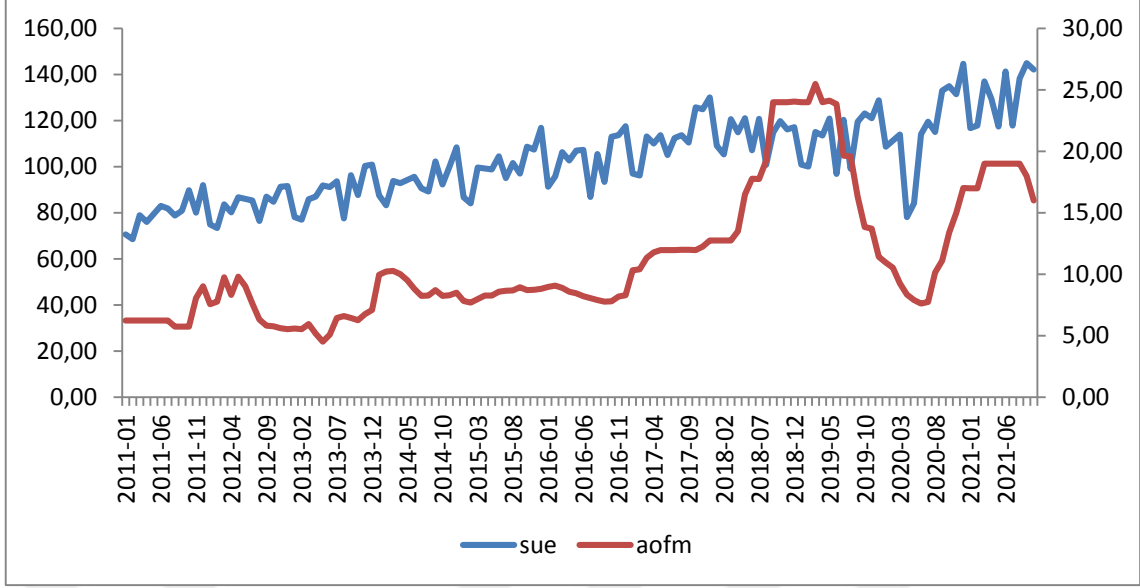
Günümüze kadar literatürde, para politikası şoklarının etkileri birçok araştırmada incelenmiştir. Literatüre genel olarak baktığımızda para politikası şoklarının incelenmesi ilk olarak Cover (1992) yaptığı çalışmasıdır. Bu çalışmada Cover, negatif para arzı şoklarının pozitif para politikası şoklarına kıyasla daha fazla etkisi olduğu sonucuna

ulaşmıştır. Literatürde Cover'inkine benzer bir yöntem kullanarak Karras ve Lenz yaptıkları çalışmalarda benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca Hasanov ve Talatar (2006) ve Ergeç (2009) Türkiye üzerine bir inceleme yapmışlardır. Bu doğrultuda merkez bankasının uyguladığı negatif ve pozitif para politikası şokları kıyaslanmış, negatif para politikası şokları pozitif para politikası şoklarına göre çıktı üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğu görülmüştür. Son olarak Acar, Türkiye üzerine yaptığı çalışmada para ve maliye politikalarını hangisinin daha etkin olduğunu araştırmış analiz sonucunda para politikası şoklarının maliye politikaları şoklarına kıyasla daha fazla etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yapılan bu analiz sonuçlarında elde edilen bulgulara baktığımızda, negatif parasal şokların pozitif şoklara göre daha fazla çıktı üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

Bu çalışmaya baktığımızda kullanılan iki değişkenin literatürde pek rastlanılmaması ve ayrıca analiz sonucunda yer alan daraltıcı para politikası şoklarının (faizlerin artışı) sanayi üretim endeksinde (çıktı) artışa neden olması, literatüre ve para politikaları uygulayıcılarına farklı bir bakış açısı kazandırmıştır.

### **3.2. Ampirik Sonuçlar**

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde Ocak 2011- Kasım 2021 dönemi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının uyguladığı ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin (AOFM) pozitif ve negatif şoklarının sanayi üretim endeksi (SUE) üzerindeki etkisi incelenmektedir. Nominal ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve sanayi üretim endeksi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. SUE değişkeninin doğal logaritması alınmıştır. Değişkenler mevsimselliklerden arındırılmıştır. Bu çalışmada korelasyon katsayısı olarak Pearson katsayısı kullanılmıştır. Birim kök testi için Genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi analizi yapılmıştır. Ayrıca nedensellik analizi için Hatemi J-Roca testi ve eşbütünleşme testi için de asimetrik ARDL testi uygulanmıştır.



Kaynak: TCMB, EVDS

**Şekil 3.1.** Ocak 2011- Kasım 2021 dönemi AOFM ve SUE

Şekil 3.1’de sağ eksen AOFM, sol eksen ise SUE değişkeni bulunmaktadır.

Şekil 3.1’e baktığımızda, AOFM en düşük değeri Mayıs 2013, en yüksek değeri ise Mart 2019 döneminde ulaşmıştır. AOFM’nin 2011 ile 2017 yılı arasında sabit bir trend sergilediği daha sonrasında 2019 yılının sonlarına kadar hızlı bir artış seyrettiği görülmektedir. 2019 yılının sonrasından itibaren ise ani bir düşüş yaşandıktan sonra tekrardan artış olduğu görülmektedir. Sanayi üretim endeksine bakacak olursak 2011 ile 2017 arasında inişli çıkışlı bir seyir izlemiştir. 2020 yılının ilk çeyreğinde ani bir düşüş göstermiş ve daha sonra tekrardan artış sağlamıştır. İki grafikte 2019 yılının sonraları ve 2020 yılının ilk çeyreğinde ani bir düşüş yaşamıştır. 2018 yılının ilk çeyreğinde AOFM %12.75 iken 2019 yılının ilk çeyreğinde bu oran %25’lere kadar çıkmıştır. Bunun nedenin küresel piyasalarda oluşan aşırı oynaklık nedeniyle Türk lirasının hızlı bir biçimde değer kaybetmesi sonucu piyasaların etkin işleyişinin sağlamak ve enflasyonda yaşanan olumsuz seyri durdurmak, bu doğrultuda fiyat istikrarını sağlamak için Merkez Bankası AOFM’ni bu dönemde %24’lere kadar çıkartarak sıkı bir para politikası izlemiştir. Bunun sonucunda sanayi üretim endeksi 2018 yılın ilk çeyreğinde %105 seviyelerinde iken 2018 yılının ortalarında %120.86 seviyelerine kadar çıkmıştır. Kısaca Merkez Bankası, bu dönemde politika faizini arttırması sonucu dolaylı yoldan AOFM de artmış, bunun sonucunda döviz fiyatlarında yaşana bir düşüş doğrultusunda girdi maliyetleri azalıp

üretimde yani çıktıda bir artışa sebep olarak sanayi üretim endeksi artmıştır. Merkez bankasını uyguladığı bu sıkılaştırma politikası ile enflasyon üzerinde oluşan olumsuz görünüm iyileşme göstermiş tüketici enflasyonu 2019 Ekim ayında %8,55'e kadar gerilemiştir. Enflasyon üzerinde oluşan bu iyileşmeye bağlı olarak merkez bankası, 2019 yılı Mart ayında oluşan fonlama maliyeti %25 seviyelerinde iken 2020 Haziran ayına kadar kademeli olarak %7,50'lere kadar düşürmüştür. Bunun sonucunda sanayi üretim endeksi 2019 yılının ilk çeyreğinde %120'lerde olan sanayi üretim endeksi 2020 Nisan ayında en düşük seviyeyi görerek %78'lere kadar düşmüştür. Bunun nedeni ilk olarak düşürülen faiz sonucu döviz kuruna bağlı olarak üretimde kullanılan girdi fiyatlarının artması üretim maliyetlerini artırarak sanayi üretim endeksini düşürmüştür. Ayrıca küresel çapta yaşanan COVID-19 salgını nedeniyle ülke çapında kısıtlamalar gerçekleştirilmiş ve bunun sonucunda üretim etkilenmiş, sanayi üretim endeksi de bu doğrultuda düşüş eğilimi sergilemiştir.

### 3.2.1. Korelasyon Katsayıları

AOFM ile SUE arasında 2011 ile 2021 arasındaki veriler dikkate alınarak Pearson korelasyon analizi yapılmıştır. Korelasyon analizi iki değişken arasında yapılıyorsa basit korelasyon, ikiden fazla değişken arasında analiz yapılıyorsa çoklu korelasyon adı verilmektedir. Yapılan bu korelasyon analizi iki değişken arasında ki ilişkinin yönünü ve gücünü test etmektedir. Ayrıca korelasyon katsayıları -1 ile 1 arasında değer almaktadır. Analiz sonucunda ortaya çıkan katsayı 0 ise değişkenler arasında ilişkinin olmadığı anlamına gelmektedir. Ortaya çıkan katsayı 0 ile 1 arasında ise pozitif ilişki, -1 ile 0 arasında değer alıyorsa negatif ilişkinin olduğu söylenebilir. Eğer katsayı -0.5 ile 0.5 arasında ise zayıf ilişkinin olduğu, diğer bölgelerde ise güçlü ilişkinin varlığından söz edilebilir.

**Tablo 3.1.** Korelasyonlar ve Tanımlayıcı İstatistikler

	AOFM	SUE	Ortalama	Max.	Çarpıklık	Basıklık	Jarque-Bera
AOFM	1	-	11.23	25.5	1.14	3.30	29.12 (0.00)***
SUE	0.617	1	4.619	4.97	-0.04	2.25	3.071 (0.215)

Parantez içindeki değerler asimptotik olarak olasılık değerlerini göstermektedir. \*\*\*,\*\* ve \* değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiğini göstermektedir.

Tablo 3.1’de yer alan korelasyon ilişkisine göre para politikasının önemli bir göstergesi olan AOFM ile SUE değişkenleri arasında 0.617 olarak çıkmış olması, pozitif ve orta derecede güçlü bir ilişki olduğu söylenebilir. AOFM sağa çarpık ve SUE ise sola çarpıktır. AOFM dağılımının dik ve SUE ise basık olduğu tespit edilmiştir. Jarque-Bera testine göre AOFM %1 anlam seviyesinde normal dağılımın olmadığı alternatif hipotezin kabul edildiği, SUE ise normal dağıldığı sonucuna ulaşılmaktadır.

### 3.2.2. Genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Genelleştirilmiş Dickey Fuller testi zaman serilerinin birim kök içerip içermediğini ölçmeye yarayan Dickey-Fuller birim kök testinin geliştirilmiş halidir (Dickey ve Fuller, 1979: 427-431).

ADF birim kök testi serinin durağan olup olmadığını analiz etmek için serinin olasılık değerine ve t istatistiğine bakılarak anlaşıldığı ifade edilebilir. Eğer olasılık değeri 0.05 değerinden küçük ise seri durağandır. Olasılık değeri 0.05 den büyük ise seri durağan değildir sonucuna varılmaktadır. Test istatistiği bağlamında bakacak olursak, eğer test istatistiği kritik değerlerden daha büyükse seri durağan değildir. Test istatistik değeri kritik değerlere göre daha küçük mutlak değer olarak daha büyük olunca seri durağan hale gelmektedir diyebiliriz.

$H_0$ : Birim kök vardır.

$H_1$ : Birim kök yoktur.

**Tablo 3.2.** ADF (1981) Birim Kök testi Sonuçları

Düzey	Değişkenler	ADF			
		ADF	ADF		
Düzey	Sabit	AOFM	-2.659 (3) [0.084]*	Birinci Farklar	-3.610 (2) [0.00]***
		SUE	-0.264 (12) [0.92]		-4.867 (11) [0.00]***
	Sabit+Trend	AOFM	-3.589 (3) [0.034]**		-3.579 (2) [0.035]**
		SUE	-8.757 (0) [0.00]***		-4.852 (11) [0.00]***

**Not:** \*\*\*, \*\* ve \* değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir.

ADF birim kök testinin sabitli modele ait değerlere baktığımızda, AOFM’nin olasılık değeri 0.084 olarak ölçülmüştür. 0.05 değerinden yüksek olduğu için seri durağan değil ve birim kök vardır. SUE’nin olasılık değeri 0.92 olarak ölçülmüştür. 0.05 değerinden büyük olduğu için seri durağan değildir.

ADF birim kök testinin birinci farkları alındığı zaman, AOFM'nin test istatistik değeri -3.610'dur. Kritik değerlerden en küçük mutlak değeri alındığında ise en büyük değer olarak görülmektedir. Serinin birinci farkı alındığı zaman durağan hale gelmiştir. SUE'nin birinci farkı alındığı zaman test istatistik değeri -4.867 olarak ölçülmüştür. Test istatistiği kritik değerlerin en küçüğü mutlak değeri alındığında ise en büyüğü olmaktadır. Seri durağanlaşmıştır.

ADF birim kök testinin sabitli ve trendli modele ait değerler analiz edildiğinde, AOFM'nin olasılık değeri 0.034 olarak ölçülmüştür. 0.05 değerinden küçük olduğu için seri durağanlaşmıştır. Test istatistiğinin değerine bakıldığı zaman -3.589 olarak ölçülmüştür. SUE'nin olasılık değerinin 0 olarak ölçülmesi 0.05 den küçük olduğu için serinin durağanlaştığı gözlemlenmektedir. Test istatistiği -8.757 olarak ölçülmüştür.

Sabitli ve trendli model için birinci farklar alındığı zaman AOFM'nin test istatistik değeri -3.579 olarak ölçülmüştür. Serinin olasılık değeri 0.035 olarak çıkması, 0.05 değerinde küçük olduğundan seri durağanlaşmıştır. SUE'nin test istatistik değeri ise -4.852 olarak ölçülmüştür.

Seri ilk başta durağan değil ve düzey değerinde birim kök (iktisadi şokların etkisi kalıcıdır) vardır. Birinci farkı alındığında seri durağan olmaktadır. H0 hipotezi reddedilmektedir.

Kısaca para ikamesi olgusu Dickey-Fuller (1981) birim kök testinde düzey değerinde kalıcı iktisadi şoklara maruz kaldığı ve dolayısıyla birim köke sahip olduğu ve ancak birinci farkı alındığı zaman şokların etkisinin geçici olduğu görülmektedir.

### **3.2.3. Nedensellik Sonuçları**

İki değişken arasında nedensellik ilişkisini analiz etmek için Hatemi J-Roca (2014) testi uygulanmıştır. Bu yapılan testte serilerdeki pozitif ve negatif şokların bağımlı değişken üzerindeki nedensellik etkileri analiz edilmiştir. Burada yapılan testin amacı değişkenler üzerinde oluşan pozitif ve negatif şokların nedensellik bağlamında ilişkisini tespit edip nasıl değişim gösterdiğini tespit etmektir. İki değişken arasındaki AOFM'nin pozitif ve negatif şokları ile SUE'nin pozitif ve negatif şokları arasında ilişki kurulabilmektedir.



**Tablo 3.3.** Hatemi J-Roca (2014) Asimetrik Nedensellik Test Sonuçları

Nedenselliğin Yönü	MWALD	%1	%5	%10
$(\text{AOFM})^+ \neq (\text{SUE})^+$	0.020 (0.887)	7.269	4.049	2.936
$(\text{AOFM})^+ \neq (\text{SUE})^-$	5.279 (0.071)*	9.977	6.460	4.970*
$(\text{AOFM})^- \neq (\text{SUE})^-$	0.155 (0.694)	8.406	3.953	2.676
$(\text{AOFM})^- \neq (\text{SUE})^+$	5.164 (0.079)*	10.500	6.219	4.861*

**Not:**  $\neq$  notasyonu nedenselliğin olmadığı sıfır hipotezini göstermektedir. Parantez içindeki değerler asimptotik olarak olasılık değerlerini göstermektedir. \*\*\*, \*\* ve \* değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisini göstermektedir. Bootstrap sayısı 10.000'dir. Vektör otoregresyon modelinden elde edilen optimal gecikme uzunluğu 2 olarak seçilmiştir.

Tablo 3.3'de görüldüğü üzere ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinden, sanayi üretim endeksine doğru nedensellik bulguları şu şekildedir. Asimptotik olarak AOFM'nin pozitif şokundan (faizlerin artması) SUE'nin negatif şokuna (çıktının azalması) doğru nedensellik vardır. Bootstrap olarak AOFM'nin pozitif şokundan SUE'nin negatif şokunun bileşenine doğru %10 düzeyinde nedensellik vardır.

Asimptotik olarak AOFM'nin negatif şokundan (faizlerin azalması) SUE'nin pozitif şokuna (çıktının artması) doğru nedensellik vardır. Bootstrap olarak ise AOFM'nin negatif şokundan (faizlerin azalması) SUE'nin pozitif şokunun (çıktının artması) bileşenine doğru %10 anlam seviyesinde nedensellik bulunmaktadır. Diğerlerinde nedensellik ilişkisi elde edilememiştir.

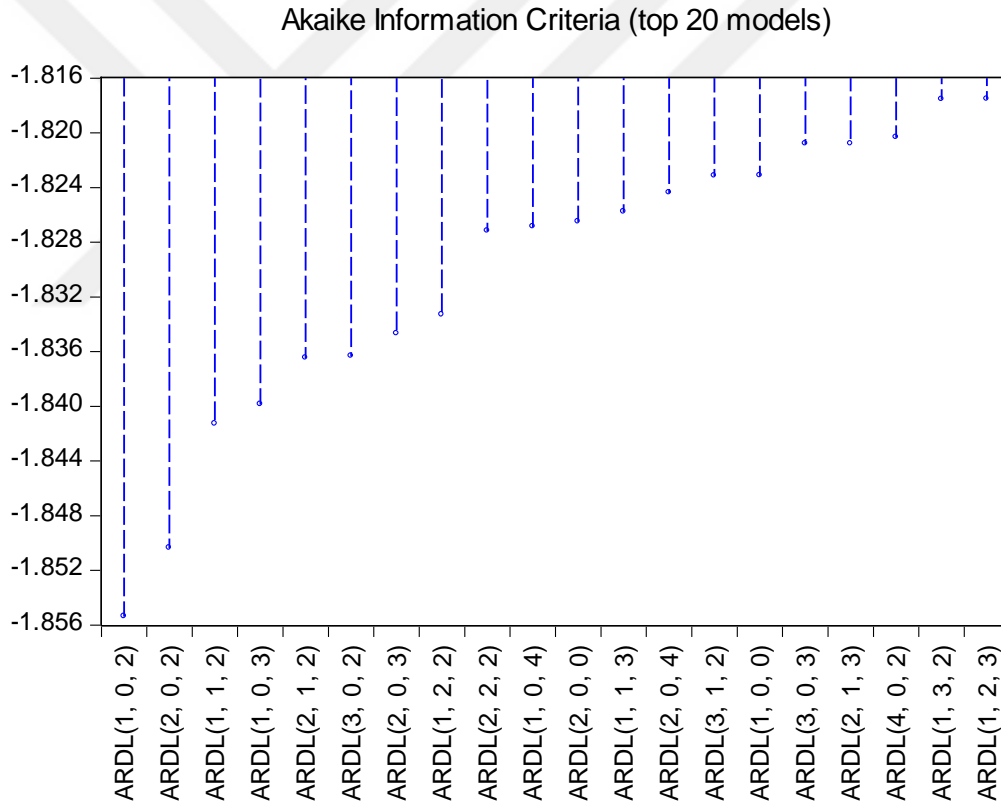
**Tablo 3.4.** Asimetrik ARDL Sınır Testi Sonuçları

	F İstatistiği	k
	15.783	2
	I(0)	I(1)
%10 Kritik Değer	2.63	3.35
%5 Kritik Değer	3.1	3.87
%1 Kritik Değer	4.13	5

Ekonometrik analizin son aşamasında eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Eşbütünleşme testleri değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin incelenmesi için ARDL modeli sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Bu modelde değişkenler alt sınır (I0) ve üst sınır (I1) olma durumuna göre verilmiştir. F-istatistiği değeri alt sınırdan küçük ise bu durumda sıfır hipotezi reddedilmeyecek ve eşbütünleşme olmadığı belirlenecektir. Eğer F-istatistik değeri üst sınırdan yüksek ise sıfır hipotezi reddedilecek ve eşbütünleşme olduğu görüşüne varılacaktır. Son olarak F-istatistik değeri alt ve üst sınır arasında kalırsa

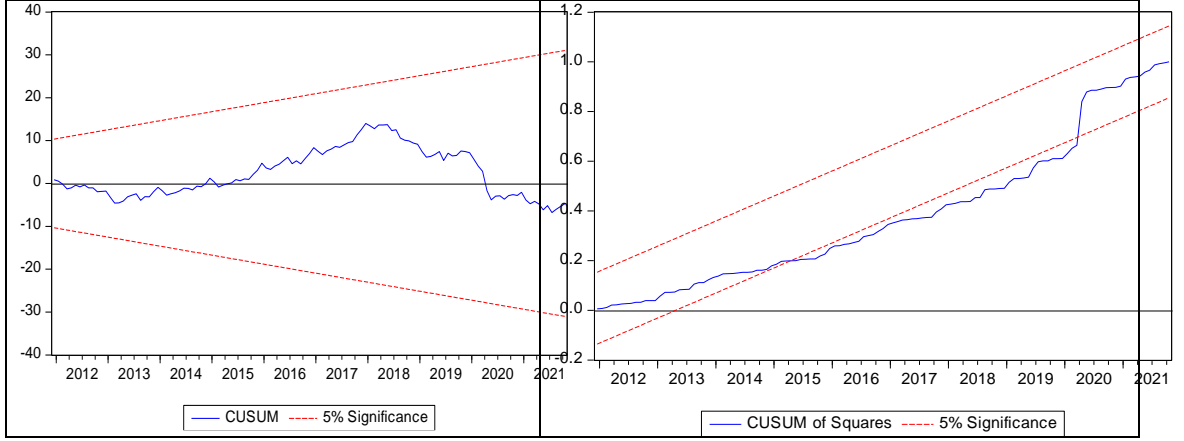
kararsızlık bölgesinde olur. Eşbütünleşme ile ilgili herhangi bir yorum yapılamaz (Akel ve Gazel, 2004: 31).

Para politikası şoklarının çıktı üzerindeki etkisini görmek amacıyla Shin vd. (2014) tarafından ortaya konulan asimetrik gecikmesi dağıtılmış regresyon (ARDL) modeli kullanılmıştır. Bu modelde F istatistiği değeri %1 - %5 - %10 anlam seviyelerinin üst değerinden büyük olduğu için seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığına dair  $H_0$  hipotezi güçlü bir şekilde reddedilmiş ve serilerin eşbütünleşik olduğu gözlemlenmiştir. Tablo 3.4'te görüldüğü üzere seriler arasında uzun dönemde bir ilişki söz konusudur. Kısaca Tablo 3.4'te yer alan sınır (bounds) testi sonuçlarına göre %1 - %5 - %10 anlam seviyelerin de para politikası şokları ile çıktı arasında uzun dönemde ilişki bulunmaktadır. Şekil 3.2'de Akaike bilgi kriterine göre ilk 20 model verilmiştir.



Şekil 3.2. Akaike bilgi kriterine göre ilk 20 model

Şekil 3.2 ile verilen grafiğe göre sanayi üretim endeksinin bir dönem gecikmesi, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin pozitif bileşeninin cari dönem değeri, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin negatif bileşeninin cari, bir ve iki dönem gecikme değerleri kullanılmaktadır. Şekil 3.3'te uygun modele ait CUSUM ve CUSUMQ grafikleri verilmiştir.



**Şekil 3.3.** Modele ait CUSUM ve CUSUMQ grafikleri

CUSUMQ testine göre modelin test edildiği Ocak 2011-Kasım 2021 döneminde yapısal kırılma yaşanmıştır.

CUSUM ve CUSUM of Squares testleri modelde yapısal değişikliğin olup olmadığını analiz etmek için kullanılmaktadır. Grafikte gösterilen mavi grafik kırmızı sınır çizgilerinin dışına çıktığı zaman modelde yapısal değişim olduğu, sınır çizgilerinin içinde olduğu zaman ise modelde yapısal değişimin olmadığını göstermektedir (Brown vd. 1975: 149-192). Bu modele baktığımızda yapısal kırılmaların yaşandığı görülmüştür. Grafikte görüldüğü üzere 2015 yılının ortalarından 2020'nin ilk çeyreğine kadar yapısal kırılmalar yaşanmıştır. Tablo 3.5'te Asimetrik ARDL kısa dönem tahmin sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 3.5.** Asimetrik ARDL(1,0,2) Kısa Dönem Tahmin Sonuçları

	Katsayı	Olasılık Değeri
LnSUE(-1)	0.326040	0.00***
AOFM <sup>+</sup>	0.006582	0.00***
AOFM <sup>-</sup>	-0.002058	0.87
AOFM <sup>-</sup> (-1)	0.038999	0.06*
AOFM <sup>-</sup> (-2)	-0.037799	0.00***
Sabit Terim	2.984048	0.00***

**Not:** \*\*\*, \*\* ve \* değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını göstermektedir.

Tablo 3.5 ile verilen sonuçlar incelendiğinde, para politikasının pozitif şokunda oluşan bir birimlik artış Sanayi Üretim Endeksini 0.0065 arttırmaktadır. Ayrıca

AOFM'nin negatif şoku istatistiksel olarak anlamsız olduğu için yorum yapılamamaktadır.

TCMB 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrası para politikasında fiyat istikrarını sağlama amacının yanında finansal istikrarında sağlanması gerekliliği oldukça önem arz etmiştir. Bu bağlamda özellikle dış denge ve sermaye akımlarından kaynaklanan makro finansal riskleri azaltmayı hedefleyen bir politika çerçevesi tasarlayarak, yeni politika bileşiminin göstergesi ayağını kredi büyümesi ve döviz kuru üzerinde kurmuştur. Bu bağlamda TCMB politika aracı olarak kullanmakta olduğu kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra, zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi birbirini tamamlayıcı farklı politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. Söz konusu araçların kullanılmaya başlanması parasal aktarım mekanizmasında özellikle kredi ve döviz kuru kanallarının öne çıkmasına ve bu kanalların işleyişinde bir takım değişikliklere yol açmıştır.

TCMB 2018 yılında fiyatlandırma davranışlarında yaşanan bir bozulma ve enflasyon görünümüne ilişkin olası risklere karşı fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Sıkı para politikası duruşu ile güçlü politika neticesinde birikimli döviz kuru etkilerinin azalması ve iç talebin ılımlı seyri enflasyon dinamiklerinde belirgin bir iyileşme sağlandığı gözlemlenmiştir.

Döviz kurundaki değişimlerin yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkileri çeşitli mekanizmalar doğrultusunda gerçekleşmektedir. Örneğin daraltıcı bir para politikası yani faizlerin artışı, döviz kurundaki düşmeye bağlı olarak ihracatı daha pahalı hale getirip yurtiçi mallara olan talebi azaltmakta ve böylece fiyatların düşmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan ithalatın ucuzlaması sonucu ithal malların ve girdi fiyatlarını düşürerek üretim maliyetlerinin azalmasına bağlı olarak fiyatların düşmesine yani maliyet enflasyonunun düşmesine neden olmaktadır. Başka bir ifadeyle örneğin; günümüzde faizlerin düşürülmesiyle, Türk lirasının değeri düşmüş olup döviz kurunun yükselmesine bağlı ihracat daha cazip hale gelmiştir. Böylece, ihracatın artmasına, ithalatın azalması sağlanmıştır. Döviz kurunun yükselmesiyle fiyatların yükselmesine, fiyatların yükselmesi enflasyonların yükselmesine neden olmuştur. Bu durumda yapıları analize bağlı olarak, AOFM'nin bir birim artması (faizlerin bir birim artması), Sanayi Üretim Endeksini 0.0065 arttırmaktadır. Bunun nedeni döviz kurundaki düşmeye bağlı olarak

ithalatın ucuzlaması sonucu ithal malların ve üretimde kullanılan girdi fiyatlarının düşmesine yol açmaktadır. Bu durumda üretim maliyetleri azalmış olup kısa dönemde sanayi üretim endeksinin de yani çıktı üzerinde bir artışa neden olmaktadır. Tablo 3.6'da Asimetrik ARDL uzun dönem tahmin sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 3.6.** Asimetrik ARDL Uzun Dönem Tahmin Sonuçları

Statik Asimetrik Regresyon	
Sabit Terim	4.427 (0.00)***
AOFM <sup>+</sup>	0.009766 (0.00)***
AOFM <sup>-</sup>	-0.001274 (0.791)
ECT(-1)	-0.670 (0.00)***
R <sup>2</sup>	0.697
$\chi^2_{SC}$	0.524 (0.593)
$\chi^2_H$	1.282 (0.275)
$\chi^2_{FF}$	1.631 (0.105)
$W_{aofm+=aofm-}$	5.992 (0.00)***

**Not:** \*\*\*, \*\* ve \* değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını göstermektedir. Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.  $\chi^2_{SC}$ ,  $\chi^2_H$ ,  $\chi^2_{FF}$  ve  $\chi^2_N$  değerleri sırasıyla seri korelasyonu, (Breusch-Pagan-Godfrey) değişen varyans testini, Ramsey RESET testi ve normallik testlerini göstermektedir.

Tablo 3.6'daki sonuçlara göre para politikasının pozitif şokun da meydana gelen bir birimlik artış sanayi üretim endeksini 0.0097 artırmaktadır. AOFM'nin negatif şoku istatistiksel olarak anlamsız olduğu için yorum yapılamamaktadır. Hata düzeltme katsayısına göre sistemde ortaya çıkan bir dengesizlik yaklaşık olarak 1.5 ay içerisinde düzeltilmektedir.

Tablo 3.5'deki kısa dönem ARDL tahmin sonuçlarına benzer görüş bu tablo içinde geçerlidir. Yapılan analizde AOFM'nin bir birim artması (faizlerin artması) SUE üzerinde (çıktı düzeyini) 0.0097 arttırdığı görülmektedir. Bu durumun nedeni daha önce bahsedildiği gibi faiz oranlarının artışı sonucu döviz kurundaki düşüş neticesinde ithalatın ucuzlaması sonucu, ithal malların ve girdi fiyatlarını düşürerek üretim maliyetlerinin azalmasına bağlı olarak fiyatların düşmesine neden olmaktadır. Bu durumda üretimde bir artış sağlanıp sanayi üretim endeksini de arttırdığı görülmektedir. Tablo 3.6'da görüldüğü üzere uzun dönemde para politikasının pozitif şoku kısa döneme kıyasla çıktı üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğu görülmektedir. Kısaca analiz neticesinde kullanılan iki değişken arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir.

Şekil 3.1’de görüldüğü üzere merkez bankası 2019 yılının ilk çeyreğinde AOFM’yi en yüksek seviyeye (%24.50) çıkarmıştır. Bunun sonucunda o dönemde kurda yaşanan oynaklık durdurulmuş ve kur aşağı yönlü seyretmiştir. Bunun sonucunda üretimde kullanılan ara ve girdi mallarının ithal edilerek yapılan ülkemizde girdi maliyetleri azalmış bunun sonucunda sanayi üretim endeksi 2020 yılının sonlarında en yüksek düzeye (%144) ulaştığı gözlemlenmiştir.

Bu sonuçlar doğrultusunda Merkez Bankası’nın nihai hedefi fiyat istikrarının yanında finansal istikrarında sağlanması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Merkez bankasının finansal istikrarı sağlaması için uygulayacağı para politikalarında hangi aracı seçeceği önem arz etmektedir. Çünkü merkez bankası uyguladığı para politikası stratejisinin makroekonomik değişkenler üzerinde nasıl etki göstereceği ve bu etkilerin nasıl ve ne yönde olacağını tahmin etmesi gerekir. Burada da merkez bankası uyguladığı faiz şokları ile döviz kurunda istikrarı sağlamayı hedeflemiştir. Faiz oranlarını arttırarak uyguladığı daraltıcı para politikası şokları ile sanayi üretim endeksinde yani çıktı da bir artışa neden olmuştur. Bunun nedeni daha önce bahsedildiği üzere faiz oranlarının artışı sonucu döviz kurundaki düşmeye bağlı olarak ithalatın ucuzlaması sonucu ithal malların ve üretimde kullanılan girdi fiyatlarının düşmesine yol açmaktadır. Bu durumda üretim maliyetleri azalmış, kısa ve uzun dönemde sanayi üretim endeksinde yani çıktı üzerinde bir artış gözlemlenmiştir.

## SONUÇ

Para politikaları uygulamaları ülkeden ülkeye değiştiği gibi ekonominin yapısına göre de farklılık göstermektedir. Uygulanan para politikaları ülke ekonomileri için oldukça önem arz etmektedir. Bu politikalar merkez bankalarının ellerinde bulundurdukları para politikası araçlarıyla ekonomiye yön vererek belirlenen nihai hedefe ulaşmalarına imkân sağlamaktadır. Bundan dolayı merkez bankaları nihai hedeflerine ulaşabilmesi için elinde bulunan para politikası araçlarını doğru ve etkin bir şekilde kullanması gereklidir. Ayrıca uygulanan para politikaları makroekonomik değişkenler üzerinde nasıl etki yaratacağı ve ileride yaşanabilecek sorunlara karşı nasıl tepki vereceği konusunda politika yapıcılarının uygulanan para politikalarını iyi analiz edip değerlendirmelidirler.

Birçok ekonomide 1970’li yıllara kadar uygulanan ekonomi politikalarının temeli maliye politikaları çerçevesinde oluşturulmuştur. O dönemlerde maliye politikaları ekonomide fiyat istikrarını sağlama, tam istihdam ve sürdürülebilir büyüme hedefleri doğrultusunda uygun politika olarak görölmekteydi. Ancak 1970’li yılların başında yaşanan petrol krizinin etkisiyle petrol fiyatlarında yaşanan aşırı yükselme sonucunda merkez bankaları bu yaşanan fiyat şoklarını gidermek için para politikalarını devreye sokmuştur. Birçok ülkede uygulanan genişlemeci para politikaları enflasyona yol açmuştır. Literatürde yapılan birçok araştırmada uygulanan genişlemeci para politikaları şokları üretim ve istihdam da olumlu etki yaratsa da bunun kısa süreli olduğunu orta ve uzun dönemlerde enflasyon yarattığını gözlemlemişlerdir. Bundan dolayı günümüz merkez bankalarının üretim, istihdam ve büyümenin sürdürülebilir olabilmesinin ancak ve ancak fiyat istikrarından geçtiğini belirtmişler ve bundan dolayı günümüzde çoğu merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı olmuştur.

Türkiye ekonomisine baktığımızda 1980’li yıllardan itibaren ekonomi enflasyonist süreçler yaşamış ve o yıllardan itibaren enflasyondan kurtulup ekonomide istikrarın sağlanabilmesi için ekonomi politikaları gerçekteşirmiştir. Uygulanan bu ekonomi politikaları temelde sürdürülebilir ekonomik büyümeyi ve tam istihdamı sağlamak için gerçekteşirilmiiştir. Merkez bankaları bu amaçlara ulaşabilmek için parasal hedefleme,

döviz kuru hedefleme, nominal gelir hedefleme, faiz oranı hedefleme ve enflasyon hedefleme stratejilerini benimsemişlerdir.

TCMB 2000’li yıllarda döviz kuru hedefleme stratejisini izlemiştir. Döviz kuru hedefleme stratejisi ülke ekonomisinde enflasyonu düşürüp kontrol altına almak için ulusal para biriminin daha değerli başka yabancı para birimine bağlanmasıdır. Türkiye’de uygulanan bu strateji 2001 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte çok kısa sürmüştür. 2001 krizi sonrası Türkiye ekonomisi bir geçiş süreci yaşadıkdan sonra 2006 yılında TCMB fiyat istikrarını sağlamak için enflasyon hedefleme stratejisini devreye koymuştur.

Enflasyon hedefleme stratejisi bugün birçok ülke ekonomisinin de uygulama alanı bulmuştur. Temelde sayısal bir hedef doğrultusunda uygulanan, para politikalarına dayanan enflasyon hedefleme stratejisi, esnek döviz kuru sistemi altında ve sadece fiyat istikrarını gözetken ayrıca uygulamada şeffaflık, hesap verilebilirlik, güvenilir ve istikrarlı bir mali sistemin oluşmasını gerektiren bir stratejidir. Merkez bankaları belirledikleri sayısal hedefleri kamuoyunu bilgilendirmeli ve hedefe ulaşamadığı takdirde ise hesap vermekle yükümlüdür. Ülkemizde halen uygulanan enflasyon hedefleme stratejisine genel olarak baktığımızda 2002-2005 yılları arasında bir başarı sağlanmış olsa da o tarihten itibaren pek de başarı sağlandığı söylenemez.

Fiyat istikrarının sağlanmasının yanın da finansal istikrarında sağlanması gerektiğini 2008 yılı küresel kriz sonrası birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de oldukça önem kazanmıştır. Bu doğrultuda TCMB makro finansal riskleri kontrol altına almak için uyguladığı enflasyon hedefleme stratejisini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu yeni strateji doğrultusunda birden fazla amaca yönelik olarak uygulanan para politikası araçlarını genişleterek politika faizinin yanı sıra gecelik borç alma ve borç verme faizi arasında oluşan faiz koridorunu, zorunlu karşılıkları, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini ve rezerv opsiyon mekanizmasının bir arada kullandığı bir politika bileşimi tasarlamıştır.

Bu çalışmada 2011-2021 yılları arasında aylık olarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve sanayi üretim endeksi verileri kullanılarak analiz yapılmıştır. Yapılan analizde sanayi üretim endeksinin doğal logaritması alınmıştır. Analizde para politikası şoklarını belirlemek için ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini, çıktı seviyesini belirlemek için ise de sanayi üretim endeksi kullanılmıştır.



Bu kapsamda yapılan analizde serilerin durağanlık düzeyini belirlemek için ADF birim kök testi uygulanmış ve değişkenler arasında nedensellik ilişkisini test etmek için Hatemi J-Roca nedensellik testi uygulanmıştır.

Türkiye ekonomisi için incelenen döneme ilişkin ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti şoklarının sanayi üretim endeksi üzerinde etkileri şu şekildedir:

Ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin pozitif şokundan(faizlerin artması) sanayi üretim endeksinin negatif şokuna (çıktının azalması) doğru nedensellik olduğu ortaya çıkmıştır.

Ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin negatif şokunda (faizlerin azalması) sanayi üretim endeksinin pozitif şokuna (çıktının artması) doğru nedensellik olduğu tespit edilmiştir.

Ayrıca para politikası şoklarının çıktı üzerinde etkisini görmek amacıyla ARDL modeli kullanılmıştır. Elde edilen sonuca baktığımızda para politikası şokları ile çıktı arasında kısa ve uzun dönemde ilişki olduğu belirlenmiştir. Tablo 3.5 ve 3.6'daki analiz sonuçlarına göre daraltıcı bir para politikası yani faizlerin artışı döviz kurundaki düşmeye bağlı olarak ihracatı daha pahalı hale getirip ithalatı ucuzlatmaktadır. İthalatın ucuzlaması sonucu ithal edilen malların fiyatı ve üretimde kullanılan girdi maliyetleri azalmaktadır. Bunun sonucunda ise üretim artmış olup sanayi üretim endeksini de arttırmaktadır. Ayrıca kısa ve uzun dönem analiz sonuçları kıyaslandığında para politikası şoklarının çıktı üzerinde uzun dönemde daha fazla etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak uzun dönemde hata düzeltme katsayısına göre sistemde ortaya çıkan bir dengesizlik yaklaşık olarak bir buçuk ay içerisinde düzeltildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada elde edilen tüm bulgular ışığında para politikası şoklarının çıktı üzerinde etki yarattığı görülmektedir fakat uygulanacak olan para politikalarından hangi aracın seçileceği önem arz etmektedir. Nitekim yapılan analizlere de baktığımızda para politikası şoklarında kullanılacak olana araçların farklılık gösterdiği görülmektedir.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin üretim yapısı dış girdiye bağlı olması ile birlikte kurda yaşanan değişimlerin üretim maliyetlerini arttırarak özellikle üretici enflasyonuna sebep olurken dolaylı yoldan tüketici enflasyonuna da sebep olmaktadır. Bundan dolayı merkez bankası, uygulanacak olan para politikasının döviz kurunun nasıl ve ne yönde etkileneceğinin iyi hesaplanması ve analiz edilmesi gerekmektedir. Yani

merkez bankası döviz kurlarını tamamı ile serbest dalgalanmaya bırakarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlanması pek mümkün değildir. Diğer bir ifadeyle merkez bankası yaşanan kur değişimlerine sadece politika faizi kullanarak politika uygulamamalıdır. Bu doğrultuda da merkez bankası ikinci bölümde de değinildiği üzere sadece para politikası aracı olarak politika faizini kullanmadığı, bunun yanında diğer kullandığı para politikası araçlarına ayrıntılı değinilmiştir. Kısaca uygulanacak olan para politikası araçlarının döviz kurunda yarattığı etkiler, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin üretim sürecinde kullanılan sermaye ve ara malların büyük bir kısmı ithal edildiğinden dolayı üretim maliyetleri doğrudan etkilenmektedir.

Son olarak çalışmada incelenen bu iki değişken arasındaki ilişkiyi analiz edecek diğer çalışmalar için gerek uygulanan para politikası araçlarından hangilerinin belirleneceği ve çıktı üzerinde oluşan etkiyi belirlemeye yönelik farklı endeks ve modellerin kullanılması gerekse de çalışmada elde edilen bulguların Türkiye ekonomisi için karşılaştırma yapılabilmesine imkân tanıyacaktır. Ayrıca yapılan bu analiz para politikaları uygulayıcılarına ve para otoritelerine söz konusu ilişki yönünde farklı bir bakış açısı sunacaktır.

## KAYNAKÇA

- Abel, A. B., ve Bernanke, B. S. (2001). *Macroeconomics*, (4. Baskı), *Addison Wesley, Boston*.
- Acar, Ü., (2016), *The Relative Efficiency of Monetary and Fiscal Policy in Turkey*, Doktora Tezi, Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi, Maliye Anabilim Dalı, Ankara (Türkiye).
- Acemoğlu, D., Laibson, D. ve List, J.A. (2016). *Makro Ekonomi*. (Çev. M. Ertok, vd.). Ankara: Nobel.
- Akel, V., S., Gazel, “Döviz Kurları ile BIST Sanayi Endeksi Arasındaki Eşbütünlüşme İlişkisi: Bir ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2004, (44), ss.23-41.
- Akyazı, H. (2004). *Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*. Ankara: Seçkin.
- Altunöz, U. (2014). *Neoklasik İktisadın Eleştirisi: Post Otistik İktisat*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Arabacı, H. “Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Uygulanan Ekonomi Politikaları” *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 2017/6 (4), ss.1-10.
- Ardıç, K. ve Aydın, Y. (2011). *İktisat Okulları ve Emek Piyasası*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Arıkan, C. (2019), *Para Arzının Mekânsal Ekonometrik Modellenmesi*, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Ekonometri Anabilim Dalı, Ankara (Türkiye).
- Aslan, M. H. (2009). *Para Teorisi ve Politikası*. Alfa Aktüel.
- Akdiş, M. (2006). *Para Teorisi ve Politikası*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akyazı, H., ve Ekinci, A. “Türkiye’de 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejilerinin Makroekonomik Performanslarının Değerlendirilmesi” *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2009/23 (1), ss. 345-362.
- Alptekin, V. (2016). *Makro Ekonomi*. Konya: Eğitim Yayınevi.

- Agénor, P. R. (2001). Asymmetric effects of monetary policy shocks. *World Bank Working Paper*.
- Atay, M. (2010), 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikasının Konjonktür Hareketleri Üzerine Etkisi: Teori ve Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı/ İktisat Tarihi ve İktisat Teori Bilim Dalı, Kayseri (Türkiye).
- Aydın, Y. (2016). Türkiye’de Para ve Kur Politikası. İstanbul: Der Yayınları.
- Ball, L., ve Mankiw, N. G. “Asymmetric Price Adjustment And Economic Fluctuations” *The Economic Journal*, 1994/104 (423), ss.247-261.
- Bari, B. (2013), Yeni Keynesyen Modelde Optimum Para Politikası: Türkiye İçin Dinamik Stokastik Genel Denge Modeli Tahmini, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir (Türkiye).
- Başoğlu, U., Ölmezoğulları, N. ve Parasız, İ. (2004). İktisatta Devrimlere Karşı Devrimler. İstanbul: Alfa.
- Binici, M., Kara, H., ve Özlü, P. (2016). Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular. Ankara: TCMB.
- Brooks, P. K., “The bank lending channel of monetary transmission: Does it work in Turkey?” 2007/7 (272), ss.1-13.
- Brown, R.L., J., Durbin, J.M., Evans, “Techniques for Testing the Constancy of Regression Relationship Over Time”, *Journal of the Royal Statistical Society, Seri B (Methodological)*, 1975/37, ss.149-192.
- Bhuiyan, R., “The effects of monetary policy shocks in Bangladesh: a Bayesian structural VAR approach”, *International Economic Journal*, 2012/26 (2), ss.301-316.
- Büyükakın, T., Erarslan, C., “Enflasyon hedeflemesi ve Türkiye’de uygulanabilirliğinin değerlendirilmesi” *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2004/2 (8), ss.18-37.
- Bölükbaşı, M., “Para ve Maliye Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi: BRIC Ülkeleri ve Türkiye İçin Bir Bootstrap Panel Granger Nedensellik Analizi” *Bankacılar Dergisi*, 2018 (105), ss.47-62.

- Christiano, L. J., Eichenbaum, M., ve Evans, C. L., “Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?” *Handbook of macroeconomics*, 1999 (1), ss.65-148.
- Cin, F.M. ve Doğru, M.K. (2016). Makro İktisat: Alternatif Görüşlerle Teori ve Uygulama. İstanbul: Legal.
- Cover, J. P., “Asymmetric effects of positive and negative money-supply shocks” *The Quarterly Journal of Economics*, 1992/107 (4), ss.1261-1282.
- Çetin, M., “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2016/8 (14), ss.67-101.
- Çoban, O., ve Şahin, S., “Türkiye’de Para Politikalarının Bankaların Karlılıkları Üzerinde Etkisi” *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2011/11 (22), ss.335-350.
- Darıcı, B., “Para Politikası ve Konut Fiyatları İlişkisi: Türkiye Ekonomisi için Ampirik Bir Analiz” *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2018/6 (18), ss.221-228.
- Delice, G. ve Ege, İ. (Ed.). (2016). Para-Banka- Kredi ve Finansal Sistem. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Demirhan, E. (2002). Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- Demirhan, İ. (2007), Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul (Türkiye).
- Dinler, Z. (2010). İktisada Giriş. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Dickey, D.A., Fuller, W.A. “Distribution Of The Estimators For Autoregressive Time Series With A Unit Root” *Journal Of The American Statistical Association*, 1979/74 (366a), ss:427- 431.
- Dickey, D.A., Fuller, W.A. “Likelihood Ratio Statistics For Autoregressive Time Series With A Unit Root” *Econometrica*, 1981/49 (4), ss:1057-72.

- Dolado, J. J., ve María-Dolores, R., “State asymmetries in the effects of monetary policy shocks on output: some new evidence for the euro-area” *Contributions to Economic Analysis*, 2006/276, ss.311-331.
- Doğan, B. “Kriz Koşullarında Para Politikası Uygulamalarının Türkiye’de 2001 ve 2008 Deneyimleri Açısından Karşılaştırmalı Analizi”. *Bildiriler Kitabı-II*, Muş, 2017, ss.131-156.
- Duygulu, A.A. (2004), Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, İzmir (Türkiye).
- Durmuş, H., “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi: Örtük Enflasyon Ve Açık Enflasyon Dönemleri Üzerine Bir Değerlendirme” *Siirt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2018/6 (11), ss.181-201.
- Douch, M., “The Macroeconomic Effects of Monetary Policy and Financial Crisis” *Cankaya University Journal of Humanities and Social Sciences*, 2010/7 (1), ss.1-35.
- Ecevit, E. (2001), Post-Keynesyen İktisadın temel Önergeleri ve Diğer İktisadi Görüşlere Getirdiği Eleştiriler, Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Niğde Üniversitesi, Niğde (Türkiye).
- Eğilmez, M. (2015, 28 Haziran). TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti. [Kenidime Yazılar] Erişim adresi <https://www.mahfiegilmez.com/2015/06/tcmb-agrlikl-ortalama-fonlama-maliyeti.html>
- Eğilmez, M. (2012, 29 Eylül). Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları. [Kenidime Yazılar] Erişim adresi <https://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html>
- Ekinci, A. (2006), İktisadi Dalgalanmaların Kavramsal ve Teorik Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Trabzon (Türkiye).
- Erçel, G. (1999) “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, TCMB, Ankara.

- Erdoğan, S., “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme” *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2005, (9), ss.34-54.
- Ergeç, E. H., “Türkiye ekonomisinde pozitif ve negatif para politikası şoklarının simetrik etkileri” *Dumlupınar Üniversitesi SBE Dergisi*, 2009, (23), ss.333-344.
- Ergeç, E.H. (2007), Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Ekonomisinde Pozitif ve Negatif Şok Asimetrisi, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir (Türkiye).
- Eroğlu, Ö. (2004). Para Teorisi ve Politikası: Ders Notları. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.
- Eroğlu, N., Söylemez, A. O., ve Alıç, C., “Türkiye’de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model Denemesi” *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2016/38 (2), ss.63-86.
- Ferguson, C. E. “The Neoclassical Theory of Production and Distribution. Cambridge: Cambridge University Press, 1970/72 (3), ss.230-240.
- Frankel, J. A. (2014). *Nominal GDP targeting for middle-income countries*. Harvard Univ., John F. Kennedy School of Government.
- Greenwald, B., ve Stiglitz, J. E., “New and old Keynesians” *Journal of Economic Perspectives*, 1993/7 (1), ss.23-44.
- Greenwald, B. C., ve Stiglitz, J. E. (1987). Keynesian, new Keynesian, and new classical economics.
- Gordon, R. J., “What is new-Keynesian economics?” *Journal of Economic Literature*, 1990/28 (3), ss.1115-1171.
- Gökova, H. (2018), Para Politikasının Merkez Bankası Sermaye Maliyetine Etkisi: Türkiye’deki Para Politikası Uygulamaları (1980-2017), Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Finansman Bilim Dalı, Ankara (Türkiye).
- Günaydın Kara, F. (2017), Beşeri Sermaye ve Ekonomik Kalkınma İlişkisi, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Maliye Anabilim Dalı, Aydın (Türkiye).

- Gürsoy, A. (2019) 1990-2000 ve 2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı/ Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, İstanbul (Türkiye).
- Gül, Y.K. (2006), Türkiye’de 1980 Sonrası Uygulanan Para Politikaları ve Sonuçları, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Aydın (Türkiye).
- Hatemi-J, A., & Roca, E. (2014). Brics And Pıgs İn The Presence Of Uncle Sam And Big Brothers: Who Drive Who? Evidence Based On Asymmetric Causality Tests. Griffith Business School Discussion Papers Finance.
- Hatipoğlu, Y.Z. (2012), Davranışsal İktisat ve 2008 Küresel finans Krizine Getirilen Yaklaşımlar, Yüksek Lisans Tezi, Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Bilecik (Türkiye).
- Huang, A., Margaritis, D., ve Mayes, D. G. (2001). Monetary policy rules in practice: Evidence from New Zealand.
- Kalaycı, Ş., “Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme” *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2002/7 (2), ss.271-284.
- Kasapoğlu, Ö., Müdürlüğü, P. G. (2007). Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama. *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Şubat.*
- Kanalıcı Akay, H., Nargeleçekenler, M., “Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler Mi? Türkiye Örneği” *Marmara University Journal of the Faculty of Economic Administrative Sciences*, 2009/27 (2), ss.129-152.
- Karras, G., “Is Europe an optimum currency area? Evidence on the magnitude and asymmetry of common and country-specific shocks in 20 European countries” *Journal of Economic Integration*, 1996/11 (3), ss.366-384.
- Karras, G., ve Stokes, H. H., “Why are the effects of money-supply shocks asymmetric? Evidence from prices, consumption, and investment” *Journal of Macroeconomics*, 1999/21(4), ss.713-727.



- Karamé, F., ve Olmedo, A. (2002, June). The asymmetric effects of monetary policy shocks: A nonlinear structural VAR approach. In *XIX International Conference on Monetary Economics and Banking, Lyon, France*.
- Kara, A. H., & Orak, M. (2008). Enflasyon hedeflemesi. *Krizler, Para ve İktisatçılar, Ed. Ercan Kumcu, Istanbul: Remzi Kitabevi*, 81-157.
- Kara, H., “Küresel kriz sonrası para politikası”. *TCMB Çalışma Tebliği*, 2012/12 (17), ss.1-25.
- Keyder, N. (2002). Para: Teori, Politika, Uygulama. Ankara: N. Keyder.
- Kilinc, M., Tunc, C., “The asymmetric effects of monetary policy on economic activity in Turkey” *Structural Change and Economic Dynamics*, 2019, (51), ss.505-528.
- Kim, S., “International transmission of US monetary policy shocks: Evidence from VAR's” *Journal of monetary Economics*, 2001/48 (2), ss.339-372.
- Kuzu, S., Kekeç, M., Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyetinin BIST100, BISTXBANK ve Döviz Kuru Üzerine Etkisinin Analiz Edilmesi. Dergi Adı, Cilt No(Sayı), Sayfa No. (Kontrol Edilecek)
- Küçükale, Y., Yamak, R., “Asymmetric Effects of Aggregate Demand Policy in Turkey” *Middle Eastern Finance and Economics*, 2009/4 (4), ss.97-109.
- Lenz, C., “Asymmetric effects of monetary policy in Switzerland” *Revue Suisse D Economie Politique Et De Statistique*, 1997 (133), ss.441-454.
- Masca, M. ve Bahar, O. (Ed.). (2012). İktisadi Düşünce Tarihi. İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- Mangır, F., Ertem, C., “Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz” *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2016/16 (31), ss.162-185.
- Malik, H. (2005). Price Level vs. Nominal Income Targeting: Aggregate Demand Shocks and the Cost Channel of Monetary Policy Transmission.
- Meinusch, A., Tillmann, P., “The macroeconomic impact of unconventional monetary policy shocks” *Journal of Macroeconomics*, 2016, (47), ss.58-67.
- McCallum, B. (2011). Nominal GDP targeting. *Shadow Open Market Committee*, 21.

- Mishkin, F. S. (1998). Strategies for controlling inflation. *NBER Working Paper*, 19.
- Mishkin, F. S. (2000). Para Politikası ve Teorisi. (Çev. İ.Şıklar, A.Çakmak, S.Yavuz). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. S., “Inflation targeting in emerging-market countries” *American Economic Review*, 2000/90 (2), ss.1-2.
- Mishkin, F. S. (2006). Monetary policy strategy: How did we get here?.
- Morgül, E., (2013) Genişlemeci ve Daraltıcı Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri: 1989-2012 Dönemi Türkiye Örneği, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı/ İktisat Politikası Bilim Dalı, İstanbul (Türkiye).
- Mutafoğlu, G.Ç. (2019), Para Politikası Araçlarının Ekonomi Üzerindeki Rolü ve Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı/ İktisat Bilim Dalı, Edirne (Türkiye).
- Oltulular, S., (2015), Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri ve İktisadi Doktrinler Açısından Değerlendirilmesi: Ekonometrik Bir Analiz, Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Erzurum (Türkiye).
- Oktar, S., Dalyancı, L., “Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerinde Etkisi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2012/32 (1), ss.1-18.
- Oktay, E.(2006). Makro İktisat: Teorisi ve Politikası. İstanbul: Maltepe Üniversitesi.
- Orhan, O.Z. (2014). Keynesyen ve Monetarist İstikrar Politikaları. İstanbul: İstanbul gelişim Üniversitesi Yayınları.
- Öçal, T. ve Çolak, Ö.F. (1999). Para Teori ve Politika. Ankara: Nobel.
- Öztürk, N. (2017). Para Banka Kredi. Bursa: Ekin Yayıncılık.
- Özatay, F. (2011). Parasal İktisat Kuram ve Politika. Ankara: Efil Yayınevi.
- Özbilen, Ş. (2016). Paranın Kitabı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Paya, M.M. (2002). Para Teorisi ve Para Politikası. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Parasız, M.İ. (2009). Para Banka ve Finansal Piyasalar. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, M.İ. ve Bildirici, M. (2015). Ekonomik Konjonktür. Bursa: Ekin Yayınevi.

- Parasız, M.İ. (2016). Para Politikası ve Türkiye Uygulaması. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pınar, A. ve Erdal, B. (2013). Para-Banka-Kredi ve Para Politikası. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Ravn, M. O., Sola, M., “Asymmetric effects of monetary policy in the United States. *Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 2004, (86), ss.41-58.
- Rehman, A. (2017), The Effects Of Monetary Policy Shocks On Macroeconomic Variables: A Case For turkish Economy, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Aydın Üniversitesi, İşletme (İngilizce) Anabilim Dalı/ İşletme Yönetimi Bilim Dalı, İstanbul (Türkiye).
- Rhee, W., Rich, R. W., “Inflation and the asymmetric effects of money on output fluctuations” *Journal of Macroeconomics*, 1995/17 (4), ss.683-702.
- Savaş, V.F. (2016). Politik İktisat. İstanbul: Beta.
- Savaş, V. (2000). İktisatın Tarihi. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Selik, M. (2015). İktisadi Doktorinler Tarihi. İstanbul: Elif Yayınevi.
- Sherwin, M., “Institutional frameworks for inflation targeting” *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 2000/63 (4), ss.28-34.
- Shin, Y., Yu, B., Greenwood-Nimmo, M. (2014). Modelling Asymmetric Cointegration And Dynamic Multipliers In A Nonlinear Ardl Framework. In *Festschrift In Honor Of Peter Schmidt* (Pp. 281-314). Springer, New York, Ny.
- Sumner, S. (2012). The case for nominal GDP targeting. *Mercatus Research*.
- Svensson, L. E. (2010). Inflation targeting. In *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 1237-1302). Elsevier.
- Taban, S. (2002), Yeni Klasik yaklaşımda Konjonktür Kuramı, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir (Türkiye).
- Tatlıyer, M. (2015). İktisadi Düşüncenin Evrimi ve İktisat Politikası. Ankara: Nobel.
- Telatar, E., Hasanov, M., “The asymmetric effects of monetary shocks: the case of Turkey” *Applied Economics*, 2006/38 (18), ss.2199-2208.

- Tanriöver, B., Yamak, N., “Parasal Şokların Asimetrik Etkileri: Teori ve Türkiye Uygulaması” *Ege Academic Review*, 2012/12 (3), ss.339-350.
- TCMB, 2002/42 “Zorunlu Karşılıklara Ödenecek Faiz oranları Hakkında Basın Duyurusu”, Ankara.
- TCMB, (2011) “2012 Yılı Para ve Kur Politikası”, Ankara.
- TCMB, (2012) “2013 Yılı Para ve Kur Politikası”, Ankara.
- TCMB, (2017) “2018 Yılı Para ve Kur Politikası”, Ankara.
- <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/> (10.10.2021).
- Turanlı, R. (2016). İktisadi Düşünce Tarihi. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Tunalı, H., Yalçınkaya, Y., “Dolar Kuru, Enflasyon ve TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti Arasında Granger Nedensellik Analizi” *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2017/3 (3), ss.461-466.
- Tuğcu, C.T. (2005), İktisat Politikasında Etkinlik Sorunu: teori ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Kayseri (Türkiye).
- Uğurlu, E., Saraçoğlu, B., “Türkiye’de enflasyon hedeflemesi ve enflasyonun öngörüsü” *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2010/25 (2), ss.57-72.
- Umut, Ü., Başoğlu, A., “Merkez Bankacılığı Yeni Arayışlar: Nominal GSYH Hedeflemesi ve Kalkıncı Merkez Bankacılığı Tartışmaları” *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi*, 2017/7 (13), ss.123-145.
- Uzunoğlu, S. ve Sönmezler, G. (2012). Yeni Başlayanlar İçin Ekonomi. Edirne: Paradigma Akademi.
- Ülke, V., Berument, M. H., “Asymmetric effects of monetary policy shocks on economic performance: empirical evidence from Turkey” *Applied Economics Letters*, 2016/23 (5), ss.353-360.

- Yay, G.G. (2012). Para ve Finans: Teori ve Politika. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yiğitbaş, Ş. B., “Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri; Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme” *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2009/16 (1), ss.207-225.
- Yücememiş, B. T., Alkan, U., ve Dağıdır, C., “Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerinde Etkisi” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2015/7 (13), ss.449-478.
- Ziaei, S. M., “Evaluating the effects of monetary policy shocks on aggregate demand components in GCC countries: Evidence from SVAR” *The Journal of Developing Areas*, 2014/48 (1), ss.405-423.
- Wolff, R. D., ve Resnick, S. A. (2016). Çatışan İktisadi Teoriler: Neoklasik, Keynesçi ve Marksçı. Çev. C. Evren, İletişim, İstanbul.