

T.C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İÇİN YAPISAL KIRILMALARI DİKKATE ALAN
ALTERNATİF BİR PARA POLİTİKA KURALI
OLARAK: PARASAL DURUM ENDEKSİ (MCI)
TESPİTİ**

DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN

HAZIRLAYAN

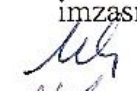
Doç. Dr. Tayfur Bayat

Hakan Eryüzlü

T.C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ
BANKASI İÇİN YAPISAL KIRILMALARI
DİKKATE ALAN ALTERNATİF BİR PARA
POLİTİKA KURALI OLARAK: PARASAL
DURUM ENDEKSİ (MCI) TESPİTİ
DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN EŞ DANIŞMAN HAZIRLAYAN
Doç. Dr. Tayfur BAYAT Yrd. Doç. Dr. İzzet TAŞAR Hakan Eryüzlü

Jürimiztarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda bu doktora tezini (oybirliği/oyçokluğu) ile başarılı bulunarak İktisat Anabilim, İktisat Bilim dalında doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyelerinin Unvan Ad Soyadı	imzası
1. Prof. Dr. Mehmet GÜNGÖR	
2. Doç. Dr. Tayfur BAYAT	
3. Doç. Dr. Ahmet UĞUR	
4. Doç. Dr. Yusuf Ekrem AKBAŞ	
5. Yrd. Doç. Dr. İzzet TAŞAR	

İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun tarih vesayılı kararıyla bu tezin kabulü onaylanmıştır.

Prof. Dr. Mehmet KUBAT
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ONUR SÖZÜ

Doç. Dr. Tayfur BAYAT'ın danışmanlığında doktora tezi olarak hazırladığım “TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI İÇİN YAPISAL KIRILMALARI DİKKATE ALAN ALTERNATİF BİR PARA POLİTİKA KURALI OLARAK: PARASAL DURUM ENDEKSİ (MCI) TESPİTİ” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardımda bulunmaksızın tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım bütün yapıtların hem metin içinde hem de kaynakçada yöntemine uygun biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurumla doğrularım.

Tarih:.....

Ad Soyad: Hakan Eryüzlü

İmza:.....

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece İnönü Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

[Tarih ve İmza]
Hakan Eryüzlü

ÖNSÖZ

Tez çalışmam süresince hiçbir desteğini esirgemeyen danışmanım, Doç. Dr. Tayfur Bayat hocam başta olmak üzere, eş danışmanım Yrd. Doç. Dr. İzzet Yaşar ve çok değerli Doç. Dr. Veli Yılanıcı'ya, Dr. Esra Canpolat'a ayrıca tüm doktora sürecim boyunca yanımda olan ve manevi desteklerini her zaman hissettiğim aileme şükranlarımı sunarım.

Hakan Eryüzlü

ÖZET

ERYÜZLÜ, Hakan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İçin Yapısal Kırılmaları Dikkate Alan Alternatif Bir Para Politika Kuralı Olarak: Parasal Durum Endeksi (MCI) Tespiti, Doktora Tezi, Malatya, 2017

Para politikası otoritesi olarak önemli bir görev üstlenen merkez bankaları, günümüzde, amaç yönünden olamasa da birçok merkez bankası, araç yönünden bağımsız durumdadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da 2001 yılından bu yana “fiyat istikrarını sağlamak amacını” gerçekleştirebilmek için kullanacağı araçlar yönünden bağımsız durumdadır. Son zamanlarda merkez bankalarının para politikaları stratejileri ise, gizli politikalar yerine kamuoyu ile paylaşılan açık politikalar şeklinde gerçekleşmektedir. Böylece iktisadi birimler gerçekleştirecek politikalara hazırlıklı olarak sürpriz şoklardan daha az etkilenmektedir. Bu açık stratejilerinde duruma göre politikalar değil de Taylor’un (1993) da bahsettiği gibi, politik kurallar şeklinde olması ekonomik performansı iyileştirmede daha etkin olduğu görüşü literatürdeki tartışma konularından birisidir. TCMB ise, 2001 yılında bu yana kısa vadeli faiz oranının temel politika aracı olduğu ve döviz kurunun daha çok piyasa mekanizmasına terk edildiği enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaktadır. Başarılı sonuçlar elde edilse dahi, Türkiye gibi gelişmekte olan ve döviz kurunun etkilerinin bulunduğu ülkeler farklı kurallar kullanması gerektiği görüşü tartışılmaktadır. Taylor kuralının genişletilmiş versiyonlarında döviz kurunu da içeren modeller var olmakla birlikte “Parasal durum Endeksi (MCI)” bu alanda önemli bir model olarak literatürde yer almaktadır. Parasal durum endeksi; faiz oranları yanında döviz kurunun da ayarlandığı kuralı ifade etmektedir. Çalışmada Türkiye için döviz kurlarının hala faiz oranları kadar önemli bir değişken olduğu ve Parasal Durum Endeksinin 2001-2016 dönemi için yapılan testler sonucunda Türkiye’de para politikası için kullanılabilir bir politik kural olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Parasal Durum Endeksi (MCI), Para Politikası, ARDL testi, fiyat istikrarı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

ABSTRACT

ERYÜZLÜ, Hakan, Determination of Monetary Condition Index (MCI) as an Alternative Monetary Policy Rule Considering Structural Breaks for the Central Bank of the Republic of Turkey, PhD thesis, Malatya, 2017

Central banks, which have important tasks as monetary authorities, aren't independent in terms of targets, but many of them are independent in terms of tools. Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) has been independent since 2001 in terms of tools it uses in order to assure price stability. Monetary policies of central banks have recently been carried out as open to public instead of a secret policy. Thus, economic units will be less affected by shocks as they are ready for the policies. It is one of the matters of discussion in literature that these open strategies aren't directed according to the circumstances but they are more effective in enhancing economic performance if they are politic rules, as suggested by Taylor (1993). CBRT has used a inflation-targeting regime since 2001 in which short term interest rates are main policy tools and exchange rates are left to market mechanism. Even if the results are successful, it is argued that developing countries like Turkey which is under the influence of exchange rates should use different rules. In elaborated version of Taylor's rule, there are models which include exchange rates and "Monetary Condition Index (MCI)" is in literature as an important model. Monetary condition index defines the rule by which both interest rates and exchange rates are set. In the study, it is concluded that exchange rates are still as important a variable as interest rates for Turkey and Monetary Condition Index is an available rule for monetary policy in Turkey for 2001-2016 period.

Key Words: Monetary Condition Index (MCI), Monetary Policy, ARDL test, Price Stability, Central Bank of the Republic of Turkey

İÇİNDEKİLER

ÖZET	vi
ABSTRACT	vii
Tablo Listesi	xi
Grafik Listesi	xii
Kısaltmalar Listesi	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA TEORİSİNDE MAKRO GELİŞİM SÜRECİ VE DÜŞÜNCELER

1.1 KLASİK TEORİYE GÖRE PARA POLİTİKASI	6
1.1.1 Mübadele Yaklaşımı	7
1.1.2 Cambridge Yaklaşımı.....	8
1.2 KEYNES TEORİYE GÖRE PARA POLİTİKASI.....	12
1.3 MONETARİST TEORİYE GÖRE PARA POLİTİKASI.....	13
1.4 YENİ KLASİK TEORİDE PARA POLİTİKASI	15
1.4.1 Rasyonel Beklentiler Hipotezi	16
1.4.2 Genel Denge Hipotezi	18
1.4.3 Lucas Arz Fonksiyonu	18
1.5 Yeni Keynesyen Teoride Para Politikası.....	18

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI AMAÇ, ARAÇ ve STRATEJİLERİ

2.1 PARA POLİTİKASI AMAÇLARI	20
2.2 PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	22
2.2.1 Dolaylı Para Politikası Araçları	22
2.2.1.1 Açık Piyasa İşlemleri.....	22

2.2.1.2 Döviz İşlemleri	23
2.2.1.3 Zorunlu Karşılıklar	24
2.2.1.4 Reeskont İşlemleri	24
2.2.2 Doğrudan Para Politikası Araçları	25
2.2.2.1 Faiz oranı kontrolleri	25
2.2.2.2 Kredi Tavanları.....	26
2.2.2.3 Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	26
2.2.2.4 Depozito Zorunluluğu (ithalat için).....	26
2.2.2.5 Disponibilite işlemleri	27
2.2.2.6 Portföy düzenleme (finansal araçların)	27
2.2.2.7 Özel Mevduatlar	28
2.2.2.8 Merkez Bankası Moral Desteği	28
2.2.3 Para Politikası Stratejileri.....	28
2.2.3.1 Döviz Kuru Hedeflemesi	29
2.2.3.2 Parasal Hedefleme	30
2.2.3.3 Enflasyon Hedeflemesi.....	31

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KURALLARI

3.1 AMAÇ KURALLAR.....	35
3.1.1 Enflasyon Hedefleme Kuralı.....	35
3.1.2 Fiyat Seviyesi Hedefleme Kuralı	36
3.1.3 GSYİH Hedefleme Kuralı.....	36
3.2 ARAÇ KURALLAR	36
<u>3.2.1 Friedman Kuralı</u>	<u>37</u>
3.2.2 McCallum Kuralı	37
3.2.3 Meltzer Kuralı	38

3.2.4 Taylor Kuralı.....	38
3.2.5 Parasal Durum Endeksi	40
3.3 TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI.....	41
3.3.1 1980 Öncesi Dönem Para Politikası.....	41
3.3.2 1980 – 2001 Arası Dönem Para Politikası	43
3.3.3 2001 Sonrası Dönemde Para Politikası	50

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

PARASAL DURUM ENDEKSİ (MCI)

4.1 PARASAL DURUM ENDEKSİNİN GENEL YAPISI.....	56
4.1.1 Parasal Durum Endeksinin Avantaj ve Dezavantajları	61
4.2 PARASAL DURUM ENDEKSİ TEPKİ FONKSİYONLARININ MATEMATİKSEL YAPISI.....	64
4.3 DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE PARASAL DURUM ENDEKSİ ÇALIŞMALARI VE UYGULAMALARI	67

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI VE ALTERNATİF BİR PARA POLİTİKA KURALI OLARAK: PARASAL DURUM ENDEKSİ (MCI)

5.1 ARAŞTIRMA KONUSU VE TARTIŞMALAR	72
5.2 TEORİK MODEL	75
5.3 VERİ SETİ VE EKONOMETRİK YÖNTEM.....	83
5.4 AMPİRİK ANALİZ.....	91
SONUÇ ve DEĞERLENDİRME	108
KAYNAKÇA	117

Tablo Listesi

Tablo 5.4.1 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	92
Tablo 5.4.2 : Zivot Andrews Birim Kök Testi Sonuçları.....	92
Tablo 5.4.3 : ARDL Sınır Testi Sonuçları.....	93
Tablo 5.4.5 : Kısa Dönem ARDL Hata Düzeltme Modeli	94
Tablo 5.4.6 : Uzun Dönem ARDL Hata Düzeltme Modeli.....	94
Tablo 5.4.7 : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Reel Döviz Kuru Arasında Hatemi J-Roca (2014)Asimetrik Nedensellik Test Sonuçları.....	98
Tablo 5.4.8 : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Faiz oranı Arasında Hatemi J-Roca (2014)Asimetrik Nedensellik Test Sonuçları.....	101
Tablo 5.4.9 : Breitung ve Candelon (2006) Frekans Alanında Nedensellik Test Sonuçları.....	102

Grafik Listesi

Grafik 1-1	: Klasik Teoride Toplam Arz ve Toplam Talep.....	10
Grafik 1-2	: Klasik Modelde Para Politikasının Etkisizliği.....	12
Grafik 5-1:	: MCI – GSYİH Büyüme ilişkisi.....	95
Grafik 5-2:	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla ile Reel Döviz Kuru Arasında Balcılar vd. (2010) Bootstrap Nedensellik sonuçları.....	101
Grafik 5-3:	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla ile Faiz Oranı Arasında Balcılar vd. (2010) Bootstrap Nedensellik sonuçları.....	102

Kısaltmalar Listesi

ADF	: Genişletilmiş Dickey-Fuller.....	83
AIC	: Akaike Information Criterion.....	84
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model.....	85
BIC	: Bayesian Information Criterion	84
BPP	: Bankalararası Para Piyasası.....	45
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi.....	48
ECB	: Avrupa Merkez Bankası.....	71
FPE	: Akaike Final Prediction Error.....	84
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla.....	36
HQ	: Hannan - Quinn Criterion.....	84
IMF	: Uluslararası Para Fonu.....	82
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.....	45
LSW	: Lucas, Sergant ve Wallance.....	17
MCI	: Monetary Condition Index (Parasal Durum Endeksi).....	1
ROM	: Rezerv Opsiyonu Mekanizması.....	54
SC	: Schwartz Criterion.....	84
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.....	1
VAR	: Vektör Otoregresif Model.....	69

GİRİŞ

Günümüz modern ekonomi anlayışı içerisinde para politikası, maliye politikası ile birlikte kullanılan iki temel politikadan bir tanesidir. Talep yönlü politikalar olarak kabul edilen maliye ve para politikaları toplam talebi etkilemek marifetiyle reel değişkenlerde etkiler yaratmayı amaçlarlar. Zaman içerisinde de reel değişkenler üzerinde etkisinin olmadığı görüşleri mevcut olsa da para politikası özellikle enflasyon gibi çok önemli bir makro değişkenin kontrolünü sağlayan bir politika niteliğindedir. Politika yapımcılar bu önemli politika mekanizmasını, siyasetinde etkisinden uzaklaştırmak için bağımsız bir yapıya kavuşturma yoluna gitmişler ve para politikası uygulamaları için merkez bankalarına yüksek yetkiler devretmişlerdir.

Para politikası otoritesi olarak önemli bir görev üstlenen merkez bankaları, günümüzde, amaç yönünden olmasa da birçok merkez bankası, araç yönünden bağımsız durumdadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da “fiyat istikrarını sağlamak ve korumak” amacını gerçekleştirebilmek için kullanacağı araçlar yönünden bağımsız durumdadır. Son zamanlarda merkez bankalarının para politikaları stratejileri ise, gizli politikalar yerine kamuoyu ile paylaşılan açık politikalar şeklinde gerçekleşmektedir. Bu tür politikalar belirsizlikleri azaltmakta ve merkez bankalarına olan güveni de arttırmaktadır. Böylece iktisadi birimler gerçekleştirecek politikalara hazırlıklı olarak sürpriz şoklardan daha az etkilenmektedir. Her ne kadar açık stratejiler gerçekleştireliler de merkez bankaları iki tür politika türü benimser: bunlar mevcut ekonomik konjoktüre göre şekillenen duruma göre politikalar ve önceden belirlenmiş amaç veya bir fonksiyona bağlanmış kurala göre politikalar. Bu açık stratejilerinde duruma göre politikalar değil de Taylor’un (1993) da bahsettiği gibi, politik kurallar şeklinde olması ekonomik performansı iyileştirmede daha etkin olduğu görüşü hakimdir. Tepki fonksiyonları olarak ta adlandırılan, politik kurallar, merkez bankalarının iktisadi değişiklikler karşısındaki politikalarının değiştirmeleri durumunda iktisadi birimlerin daha kolay tahmin etmelerinde yardımcı olurlar. Bu haliyle kural aslında matematiksel bir fonksiyon olup tahmin edilebilirlik ve tutarlılık içerisinde karar alma sürecinin sistematikleşmesi anlamına gelmektedir. Söz konusu kurallar çok karmaşık modellerle de ele alınabileceği gibi karmaşık modellerin anlaşılma ve uygulanma zorluğunu bertaraf edebilecek ve genel kabul görmüş, Taylor kuralı gibi daha basit kurallarla da uygulanabilmektedir.

Taylor kuralı, faiz oranlarının belirlenmesi ile ekonomiye yön vermeye çalışma kurallarından oluşur. Kural kısa vadeli faiz oranlarının, fiyatların aşağı doğru yapışkanlığı sebebiyle, enflasyon oranı ile ilişkisinin, uzun dönemli faiz oranlarından fazla olmasına dayanır. Buna göre çıktı açığı ve gerçekleşen enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki farkları kullanarak kısa vadeli faiz oranını belirlemeye çalışır. Fakat orijinal Taylor kuralının en karakteristik özelliği dışa açık büyük bir ekonomi için geliştirilmiş olması ve bu sebeple döviz kurunu toplam talebin bir belirleyicisi olarak görmemesi yani döviz kurlarını dikkate almamasıdır. Böylesi bir varsayım Türkiye gibi gelişmekte olan ve döviz kurunun toplam talep üzerinde etkili olduğu gerçeği bulunan ülkeler için çok yerinde olmayacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin zaman içerisinde yaşadıkları ekonomik sıkıntıların hemen hemen hepsinde döviz kurunun önemli bir etken olduğu bir gerçektir. Aynı zamanda döviz kuru önemli bir varlık fiyatı olarak ta kabul edilmektedir. Özellikle sermaye piyasalarının çok gelişmediği ülkelerde çok daha önemli bir varlık fiyatıdır. Bu haliyle de döviz kuru gelişmekte olan ülkeler için önemsenmesi gereken iktisadi bir değişkendir.

Dolayısıyla gelişmekte olan ve döviz kurunun etkilerinin bulunduğu ülkeler Taylor kuralından farklı kurallar kullanmak zorundadır. Literatürde de özellikle Türkiye için döviz kurunun etkili olduğu görüşü hakim görüştür. Buna karşı 2001 sonrası enflasyon hedeflemesi rejimine geçen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, para kurulu raporlarında özellikle dövizin dalgalı kur rejimine geçildiğinden, “dalgalı kur rejimi altında enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerde, döviz kurunun etkisi zamanla azalmaktadır” görüşü vardır. Çalışmada bu görüş için de sonuçlar derlenmiştir.

Taylor kuralının genişletilmiş versiyonlarında döviz kurunu da içeren modeller var olmakla birlikte araştırma konusu olan “Parasal durum Endeksi (MCI)” bu alanda önemli bir model olarak literatürde yer almaktadır. Parasal durum endeksi; faiz oranları yanında döviz kurunun da ayarlandığı politika kuralını ifade etmektedir. Yani, parasal durum endeksi, dışa açık ve özellikle küçük bir ekonomide faiz oranının etkili olduğu kadar, döviz kurunun da etkili olabileceği varsayımıyla, kısa dönem faiz oranı ile döviz kuru arasındaki değişiklikleri bir değişkenmiş gibi birleştiren politika kuralıdır.

İlk defa Kanada Merkez Bankası tarafından uygulanan, Parasal durum endeksi literatürde birçok ülke için test edilmiştir. Literatürde yapılan çalışmalar özellikle gelişmekte olan ekonomiler için Parasal durum endeksinin olumlu sonuçlar verdiğini

göstermiştir. Hatta bir çok ülke yanında IMF, OECD, JP Morgan, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Deutsche Bank gibi uluslararası kuruluşlar tarafından bilgi edinmek amacıyla kullanılmaktadır. Parasal durum endeksi uygulamasındaki en büyük zorluk ise, kısa vadeli faiz oranları ve döviz kurlarının nasıl ağırlıklandırılması gerektiği yönündeki zorluklardır. Yani kuralı oluşturan matematiksel fonksiyon içerisinde faiz oranı ve döviz kurunun katsayılarının hangi ekonometrik yöntemlerle belirlenmesi gerektiği ve en iyi katsayılara ulaşılabileceğidir. Aynı zamanda değişkenlerin nasıl kullanılacağı yani reel veya nominal olmalarının farkları, değişkenlerin katsayılarını hesaplama yöntemleri gibi tartışmalar da literatürde yer almaktadır. Hiç kuşkusuz tüm dünyanın giderek entegre olması bile ülkelerin kendine özgü karakteristik özellikler taşımasının önüne geçememekte ve eğer parasal durum endeksi gibi bir politika kuralı hesaplamak gerekirse ülkenin kendi iç dinamikleri doğrultusunda özel hesaplamalar gerekmektedir.

Çalışmada parasal durum endeksi Türkiye için özellikle para politikalarının önemli bir kırılma zamanı olarak değerlendirebileceğimiz 2001 yılı ile 2016 yılı arası için tahmin edilmeye çalışıp araştırma hipotezi olarak: “dışa açık aynı zaman da küçük bir ülke olarak değerlendirilen Türkiye’de para politikası belirlenmesinde; kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru beraber değerlendirilmekte, dolayısıyla parasal durum endeksi (MCI) izlenmektedir/uygundur hipotezi” sınanmıştır. Aynı zamanda Türkiye’nin iktisadi dinamikleri göz önünde bulundurularak çıktı, enflasyon, faiz ve döviz kuru arasındaki ilişkiler test edilmiş ve testlerin geçerliliğinin geçmiş ile uyumluluğu araştırılmıştır.

Bu amaçlarla çalışmanın birinci bölümünde, para teorisinin makro açıdan gelişim süreci incelenmiştir. Bu bağlamda iktisadın ilk defa sistematik olarak incelenmesini gerçekleştiren klasik düşünceden, yeni keynesyen teoriye kadar makro görüşler derlenmeye çalışılmıştır. Bu bölümdeki amaç tarihte para politikası temellerinin incelenmesi ve modern anlayışın köklerinin daha iyi anlaşılmasıdır.

İkinci bölümde, modern merkez bankalarında kullanılan para politikası araçları ve merkez bankalarının amaçları doğrultusunda uyguladıkları para politikası stratejilerinden bahsedilmiştir. Para politikası araçları doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki grupta incelenmiştir. Daha sonra ise, günümüzde en çok kullanılan amaç kuralları yani bir matematiksel fonksiyona dayalı olmayan para politikası stratejilerinden döviz kuru, parasal hedef ve enflasyon hedeflemesi stratejileri özetlenmiştir. Bu stratejilerin literatürdeki tartışmalarına yada ülkelerdeki uygulamalarına değinilmemiştir.

Üçüncü bölümde, çalışmanın çıkış noktası olan amaç kurallar ve araç kurallar kullanımı tartışmaları için, para politikası kuralları amaç ve araç kurallar olarak açıklanmıştır. Bu bölümde çalışmanın ana konusu olan parasal durum endeksi kısaca açıklanmış, bölümün ana yapısını bozmamak için, ayrıntılı analizi ise diğer bölümlere bırakılmıştır. Bölümün sonunda da Cumhuriyet tarihi boyunca Türkiye’de uygulanan para politikaları, 1980 öncesi para politikası uygulamaları, 1980 – 2001 arası para politikası uygulamaları ve 2001 sonrası para politikası uygulamaları olmak üzere üç ana bölümde incelenmiştir. Üç ana bölüme ayrılmasında iktisadi kırılma noktaları dikkate alınmıştır. Bu bağlamda 1980 öncesi daha dışa kapalı ve katı politikalar içermekte olduğundan ayrı bir bölüm, 1980 sonrası alınan kararlar ile daha dışa açık ve serbest politikalar izlendiğinden 1980 sonrası 2001’e kadar ayrı bölüm dahilinde incelenmiştir. 2001 yılı ise, öncesinde gerçekleşen krizlerin sonrasında “güçlü ekonomiye geçiş programı” ile özellikle bankacılık sektöründe Türkiye’de para politikası alanında yaşanan yapısal reformların öncülüğünde adeta yeniden tanımlanan merkez bankacılığı ile başlayan bir dönem olduğundan ayrı bir bölüm olarak incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, çalışmanın da ana araştırma konusunu oluşturan parasal durum endeksi, genel yapısı, matematiksel yapısı ve avantaj/dezavantajları ile açıklanmıştır. Böylece parasal durum endeksinin hesaplama yöntemlerinden daha çok literatüre hangi matematiksel anlayış içerisinde dahil olduğu anlatılmaya çalışılmıştır. Avantaj ve dezavantajları ise objektif bir şekilde literatürdeki haliyle özetlenmiştir. Ayrıca bu bölümün sonunda Türkiye’de Dünyada parasal durum endeksi ile alakalı literatür araştırılmış ve özetlenmiştir. Literatürde görülmüştür ki parasal durum endeksini destekleyen ve desteklemeyen çalışmalar mevcuttur. Fakat esas sorun endeksin katsayılarının ağırlıklarının yani faiz oranı ile döviz kurunun ağırlıklarının nasıl hesaplanacağı ve ne olacağıdır. Farklı yöntemler kullanılsa da özellikle gelişmekte olan ekonomilerde döviz kurunun önemli bir değişken olduğu ve dikkate alınması gerektiği ise literatürde öne çıkan sonuç olarak tespit edilmiştir.

Beşinci bölümde araştırma hipotezi ve literatürde araştırma hipotezi ile ilgili var olan tartışmadan bahsedilmiştir. Daha sonra uygulanacak teorik model ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Bu bölümde Parasal durum endeksinin temel çıkış noktasının yanısıra literatürde geçen farklı matematiksel gösterimleri ve katsayıların transformasyon süreçleri ayrıntılı olarak verilmiştir. Bu teorik model yine dördüncü bölümde verilen

parasal durum endeksinin matematiksel yapısı ile uyumlu bir modeldir. Dolayısıyla söz konusu matematiksel modele atıflar yapılmıştır. Bölümün devamında çalışma için seçilen ekonometrik yöntem nedenleri tanıtılmıştır. Çalışmada kullanılacak veri seti ise, güvenilirliği ve seçilme nedenlerini açıklamak için detayları verilmiştir. Parasal durum endeksini Türkiye için test etmek amacıyla ampirik analiz kısmında sonuçlar sunulmuştur. Son bölümde ise ampirik analiz sonuçları ile genel değerlendirme yapılmış ve politika önerileri sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA TEORİSİNDE MAKRO GELİŞİM SÜRECİ VE DÜŞÜNCELER

Para politikası genel olarak, hükümetin, merkez bankasının ya da diğer para otoritelerinin, ekonomik büyüme, enflasyon hedefi ve istihdam artışı gibi hedefleri gerçekleştirmek, ekonomiyi yön vermek amacıyla, bir ekonomideki paranın elde edilebilirliğini, maliyetini ve hacmini etkilemeye yönelik yapılan faaliyetlerdir. Modern ekonomilerde iletişim ve teknoloji ağlarının da gelişimiyle küresel ölçekte hızlı etkileşimler sağlayan para politikası faaliyetleri, tüketiciler ve yatırımcılar tarafından titizlikle takip edilmektedir.

Para politikasının genel olarak uygulama biçimleriyle, teori ya da belli bir düşünce sistemine dayalı olarak incelenmesi merkantilist düşünceden sonra yapılmaktadır. Merkantilist düşünceye göre dünya serveti sabitti. Dış ticarete ise ancak hammadde ithali yapılmalı ve altın stoku arttırılmalıydı. Çünkü merkantilistlere göre bir ülkenin zenginliği altın stoku ile ölçülmekteydi. Bu haliyle merkantilist düşünce sıkı devlet kontrollerine dayalı bir yapıdaydı. Merkantilistlere karşı olarak fizyokratlar, toprağı servetin ana kaynağı olarak görmüşlerdir. Bu haliyle fizyokratlar tarımsal liberalizmi savunmuşlar ve merkantilistlerin katı kurallarına karşı çıkmışlardır. Fakat fizyokratların popülerliği çok sürmemiştir. Buna rağmen kendilerinden sonra gelen klasiklerin temel düşünce tarzlarına büyük katkılar yapmışlardır. 18. yy'da ise, buhar makinesinin bulunuşu dünya iktisat tarihindeki gidişatını önemli ölçüde etkileyen gelişme olmuştur. Buhar makinesinin icadı sanayi devrimine yol açmış ve makinelerin kullanılması ile daha kaliteli ve kitlesel üretim altyapısının gelişmesine yol açmış ve artık esas sorun üretim değil üretilenin nasıl pazarlanacağı olmuştur. Bu durumda dünya servetinin sabit olmadığı kanıtlanmış ve ülkeler arası ticaretin gelişmesi ile de parasal mekanizmalar gelişmeye başlamıştır. Bu sebeplerle para teorisinin makro iktisadi gelişimine 18. yy.'dan sonra, yani klasik iktisat teorisi ile incelemeye başlamak uygun olacaktır.

1.1 KLASİK TEORİYE GÖRE PARA POLİTİKASI

Klasik teori sanayi devrimi ile ortaya çıkan bir teoridir. Klasik teori özellikle merkantilist görüşe karşı geliştirilmiş ve çıkarımlar merkantilist görüşün aksine şekilde

şekillenmiştir. Klasik teorinin özünde devlet bir mekanizmaya ihtiyaç olmadığı, ve görünmez el olarak nitelendirdiği fiyat mekanizmasının tüm ekonomik düzeni sağlayacağı bu sebeple müdahalelerin gereksiz olduğunu düşüncesi vardır.

Para ise klasik teoride reel değişkenlere etki etmeyen ve sadece mal alıp satma işlemlerinde kullanılan bir araçtır. Bu sebeple de klasik teoride para sadece “işlem” güdüsüyle kullanılır. Oysaki paranın ihtiyat ve spekülâtif amaçlıda kullanılabileceği durumlar olabilir. Fakat klasik teori bu amaçları dikkate almadığından teoriye göre, para talebinin faiz esnekliği de sıfırdır. Paranın faiz esnekliğinin sıfır olması, faizdeki değişmelere karşı paranın etkilenmemesi böylece reel değişkenler üzerinde etkili olmaması anlamındadır. Bu durum klasik teorinin bir başka önemli çıkarını olan ve para ile mal piyasasının birbirinden ayrı olduğunu ifade eden klasik dikotomi kavramını karşılamaktadır. Zaten klasik teoriye göre para arzı ancak fiyatlar genel seviyesini etkiler. Özetlersek kalsiklere para nötr yani yansız bir iktisadi değişkendir.

Söz konusu para yansızlığı klasik teoride “paranın miktar teorisi” adı altında iki yaklaşım ile açıklanmaktadır. Bunlar;

- Irwing Fisher; Mübadele Yaklaşımı.
- Alfred Marshall ve CecilPigou: Nakit Dengesi Cambridge Yaklaşımı.

1.1.1 Mübadele Yaklaşımı

Irwing Fisher tarafından geliştirilen mübadele yaklaşımı, denklem, bir dönemde yapılan mübadelelerin parasal değerinin fiyatlar genel seviyesi ile çarpımının, paranın dolanım hızı ile para arzının çarpımına eşit olduğunu gösterir.

$$MxV = PxT \quad (1.1.1)$$

Denklemden: M, para arzı; V (paranın mübadele işlemlerinde ortalama kaç kez kullanıldığı), paranın dolanım hızı; P, fiyatlar genel seviyesi ve T, ekonomide yapılan mübadele sayısını temsil etmektedir. Denklemden ekonomide yapılan toplam mübadele sayısı yerine, milli gelir yazarsak denklem (1.1.2)'ye ulaşırız.

$$MxV = PxY \quad (1.1.2)$$

Bu defa paranın dolanım hızı, milli gelir ile sınırlı kaldığı için yani milli gelirdeki değişimlerden ibaret olduğundan, “paranın gelir dolanım hızı” olarak adlandırılır ve sabit kabul edilir. Çünkü Klasik teoride paranın dolanım hızı sabittir.

(1.1.2) numaralı denklemde eşitliğin sağ tarafı toplam arzı verir. Çünkü, milli gelir yani üretim fiyatlar genel düzeyi ile çarpılmıştır. Diğer tarafı ise, ekonomideki toplam talep düzeyidir. Çünkü, paranın dolanım hızı ile para arzı çarpılmıştır. Klasik teorinin bir başka özelliğine göre de ekonomi her zaman tam istihdam seviyesindedir. O zaman üretim miktarı sabittir. Paranın dolanım hızını da sabit varsaydığımızdan, (1.1.2) nolu denklemi fiyatlar genel seviyesine göre yeniden yazabiliriz (Bocutoğlu, 2003);

$$P = \frac{M \times V}{Y} \quad (1.1.3)$$

(1.1.1.3) nolu denklemde mübadele yaklaşımın temel çıkarımlarını yapabiliriz. Denklemde paranın dolanım hızı ve üretim (çıktı) sabit değerlerdir. O zaman fiyatlar genel seviyesini etkileyebilecek tek bir değişken kalmıştır o da para arzıdır. Para arzı kesrin üst tarafından yer aldığından, para arzı arttıkça fiyatlar genel seviyesi aratacak, para arzı azaldıkça fiyatlar genel seviyesi azalacaktır.

1.1.2 Cambridge Yaklaşımı

Klasik teoride, paranın miktar teorisi ile ilgili ikinci yaklaşım, Cambridge yaklaşımıdır. Yaklaşımın öncü iktisatçısı Alfred Marshall’dır. Mübadele yaklaşımının temelinde iktisadi birimler para talebini sadece işlem amaçlı istemektedir. Cambridge yaklaşımı tam bu noktada mübadele yaklaşımından ayrılmaktadır. Cambridge yaklaşımına göre para talebi sadece işlem amaçlı değil, servet biriktirme amaçlıda elde tutulabilir. Birey kendini güvence altına almak amacıyla parayı biriktirebilir (Berber, 2016). Bu defa denklem aşağıdaki gibi ifade edilir;

$$M_d = k \times P \times Y \quad (1.2.1)$$

(1.2.1) nolu denklemde; “Md”, iktisadi bireylerin ellerinde tutmak istediği toplam para miktarını; “k”, iktisadi bireylerin ellerinde nakit olarak tutmak istedikleri paranın yüzdesel ifadesi ve PY, nominal geliri temsil etmektedir.

(1.2.1) nolu denklemde, “k” katsayısı, iktisadi bireylerin nakit talebinin yüzdesel ifadesini temsil etmektedir. “k” katsayısı, Mübadele denklemi ile Cambridge denklemini birleştirmek için de kullanılır. Örneğin, mübadele denklemi ele alındığında paranın dolaşım hızını (V) ile “k” katsayısı ters orantılıdır. Bu ters orantıya göre aşağıdaki iki sonuca ulaşabilir;

$$k = \frac{1}{V} \quad V = \frac{1}{k}$$

Bu aşamadaki önemli bir çıktıda, mübadele denkleminde paranın dolaşım hızı sabit olduğundan, Cambridge denkleminde, iktisadi bireylerin ellerinde tutmak istediği toplam para miktarı yani “k” da sabit kabul edilir.

Cambridge denklemi konusunda bir başka metot da reel gelir yerine servet değişkeninin kullanılmasıdır. Serveti “w” ile temsil eder ve denklemi yeniden yazarsak;

$$Md = kxPw \quad (1.2.2)$$

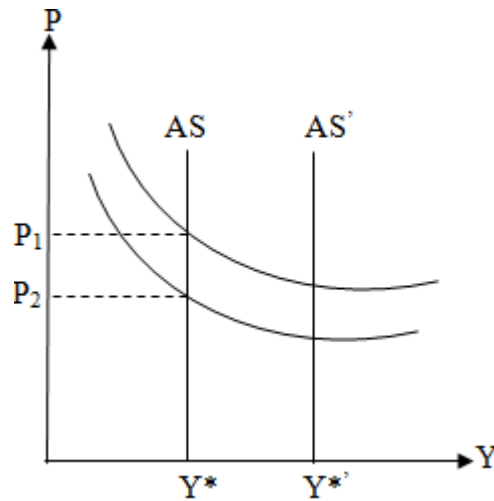
(1.2.2) nolu denklemde; w, reel serveti, Pw ise, bu reel servetin parasal değerini gösterir.

Klasik teoride genel denge incelemesi ise toplam arz ve toplam talep eğrileri yardımıyla yapılabilir. Klasik teoriye göre toplam arz eğrisi yatay eksene diktir. Sıfır esneklik anlamına gelen bu durumda da fiyat düzeyi ne olursa olsun çıkarılan miktarda mal arz edileceği anlamındadır. Sıfır esnek yani yatay eksene dik toplam arz eğrisi iki varsayıma dayanmaktadır. Birinci varsayım, ekonominin tam istihdam düzeyinde olması, ikinci varsayım ise, kısmen tam istihdamı düzeyinde sürekliliği sağlayabilmek adına, üretim maliyetinin ve çıktı fiyat düzeyinin aynı oranda değişmesidir. Klasiklerin tam istihdam ve fiyat ve ücretlerin esnek olduğu varsayımı altında, örneğin, ekonominin dengede olduğunu ve talebin arttığını varsayıldığında, mevcut fiyat düzeyinde firmalar gerekirse daha yüksek ücret önererek daha çok emek istihdam etmek isteyecek, ancak ekonomide işgücü olmayacağı için daha çok işçi çalıştıramayacaklardır. Bu arada

firmalar daha çok işçi çalıştırmak için birbirleriyle rekabet ederken ücretler ve bu nedenle fiyatlar yükselecek, ancak çıktı düzeyi değişmeyecektir. Sonuç olarak teoride klasik toplam arz eğrisinin sıfır eğimli olması, ekonominin tam istihdam seviyesinde olduğunu ve tam istihdam seviyesinde ücretlerdeki değişikliklerle sürdürüldüğü varsayımına dayanmaktadır.

Klasik toplam talep eğrisi hiperbol şeklindedir. Eğriyi elde edebilmek içinse, mübadele yaklaşımdan yararlanılır. Buna göre, $MxV=PxY$ eşitliğinde, paranın dolanım hızı V sabittir. Para arzı da sabit tutulduğunda özdeşliğin geçerli olması demek P ve Y arasında ters yönlü bir ilişkinin olması demektir. Yani MV bir sabite eşit olduğunda, fiyatlar artarsa reel çıktı azalmalı yada fiyatlar azalırsa reel çıktı artmalıdır. Klasik iktisatçılara göre, paranın dolanım hızı sabit varsayıldığında para arzındaki değişimler toplam talep eğrisinin kaymasına neden olacaktır. Klasik toplam teorisi örtük bir teoridir yani açık değildir. Şöyle ki, toplam talebin bileşikleri üzerinde odaklanmaktadır ve fiyat düzeyini belirleyen faktörleri açıklamaktadır. Klasik teoride verilen MV değeri PY düzeyini içerir. Bu düzey para piyasasındaki denge için gereklidir. Çünkü para talebi para arzına eşittir. Eğer para talebi para arzını aşarsa bireyler mallar için harcamalarını azaltmaya çalışacaklarında bu durum mal piyasasını etkileyecektir.

Grafik 1-1: Klasik Teoride Toplam Arz ve Toplam Talep



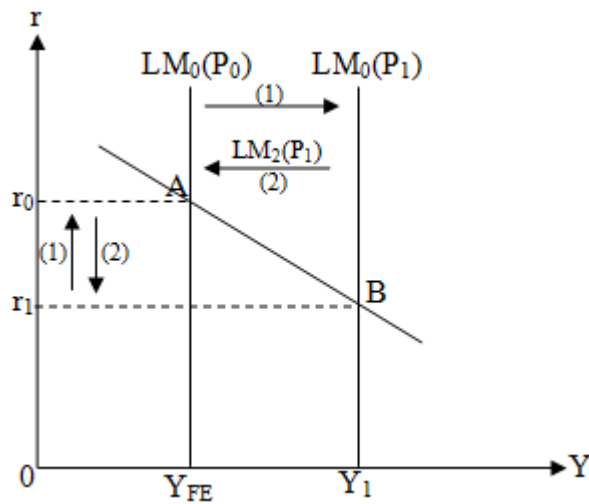
Grafik 1-1'de AS, toplam arzı, AD ise toplam talebi temsil eden doğrulardır. Tam esnek toplam arz ve esnek toplam talep varsayımı altında, klasiklere göre, ekonomi daima

tam istihdamdadır. Tam istihdam düzeyindeki, çıktı ve istihdamın belirlenmesinde, arz koşulları belirleyicidir. İstihdamı ve çıktıyı arttırmak, ancak arz yönlü politikalarla mümkündür. Klasik yaklaşımda, fiyatlar genel düzeyinin hangi düzeyde olacağını veya nasıl değişeceğini, talep belirler. Grafik 1-1'de görüldüğü gibi, para politikası sonrası, toplam talep eğrisi sağa hareket ederse, reel değişkenler etkilenmemekte, yalnızca fiyatlar genel düzeyinde artış olmaktadır.

Daha önce belirtildiği gibi klasik teoriye göre ekonomi sürekli tam istihdamdadır. Ayrıca klasik dikotomi yani paranın reel değişkenleri etkileyememesi durumu vardır. Yine klasiklere göre piyasalar sürekli temizlenir çünkü, ücret ve fiyatlar esnekler. Bu sebeple de piyasaya dışarıdan müdahale gereksizdir. Çünkü piyasa fiyat mekanizması ile sürekli olarak dengeye gelecektir. Müdahaleden kasıt hiç kuşkusuz devlet müdahalesidir. Devlet ise ancak para ve maliye politikaları ile müdahale edebilir. Bu defa klasik görüşe göre para ve maliye politikalarının gerekli olmadığı sonucu ortaya çıkar.

Peki para politikaları uygulanırsa, klasik teori geçerliliğinde, ortaya nasıl bir durum çıkar. Bahsedildiği gibi, miktar teorisi kapsamında para arzındaki değişimler yalnızca fiyatlar genel düzeyini etkileyecektir. Bu etki ise doğru orantılı bir şekilde olacak, yani para arzı artarsa fiyatlar genel seviyesi yükselecek ve para arzı azalırsa fiyatlar genel seviyesi düşecektir. Söz konusu durumda analizini IS-LM eğrileri ile yapabiliriz.

Grafik 1-2: Klasik Teoride Para Politikası



Grafik 1-2’de para talebi klasik teori gereği yalnızca işlem güdüsüyle talep edildiğinden, para talebinin faiz esnekliği sıfırdır bu sebeple de LM eğrisi yatay eksene dik uzanmaktadır. Buna göre para politikası testini şu şekilde gerçekleştirebiliriz;

- Grafik 1-2’de başlangıç noktasında yani, LM_0 ve IS_0 eğrilerinin kesiştiği A noktasında ekonomi denge faiz oranı r_0 düzeyinde ve tam istihdam üretim düzeyinde dengededir.

- Böyle bir durumda, genişletici para politikası uyguladığını ve genişletici politika gereği para arzının artırıldığını varsayalım. Para arzının artırılması durumunda LM_0 eğrisi sağa kayarak LM_1 konumuna gelir. Böylece denge noktası B’ye , gelir düzeyi ise Y_1 konumuna gelir. Para arzı arttığı için faiz oranları r_0 ’dan r_1 ’e düşer.

- Fiyatlar genel seviyesi ise ilk etapta değişmemiştir. Fakat para arzının artışı belli bir süre sonra toplam talebi etkileyecek ve artmasına neden olacaktır. Teori gereği ekonomi tam istihdamda olduğu içinse fiyatlar genel seviyesi artacak, P_1 ’e yükselecektir.

- Fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi reel para arzının azalmasına sebep olacak ve LM eğrisi sola kayarak tekrar başlangıç konumuna gelecektir. Faiz oranları r_0 düzeyine yükselecek ve ekonomi tekrar başlangıç noktasındaki dengesine dönecektir.

Grafik 1-2 analizine göre, klasik teoriye uygun olarak, para politikası sonrası para arzının artırılması, reel değişkenler olan üretim ve istihdam da herhangi bir etki yaratmamıştır. Yani para politikası klasik teoride etkisiz bir politikadır.

1.2 KEYNESYEN TEORİYE GÖRE PARA POLİTİKASI

Keynesyen teoriye göre, harcamalarla üretim seviyesi arasında sıkı bir ilişki vardır. Teori harcamaların üretimden az veya çok olabileceğini, az olursa üretimin azalacağını, çok olursa üretimin artacağını savunur. Ve nihayet belli bir harcama karşısında üretilmiş bulunan üretimin mutlaka “tam istihdam üretim seviyesi” olması gerektiği teorisinin ana düşüncesidir.

Keynesyen teoride, klasiklerden farklı olarak, faiz oranları para talebini etkileyebildiğinden, paranın dolanım hızı sabit kabul edilmez. Keynes teorisi, paranın dolanım hızını, iktisadi bireylerin sosyal alışkanlıklarına, gelir dağılımına, bankacılık ve ticari hayatın niteliğine ayrıca elde tutulan paranın satın alma gücüne bağlamaktadır.

Keynesyen teoriye göre klasiklerden farklı olarak ayrıca para politikası da etkilidir. Yani para politikası reel değişkenleri etkileyebilmektedir (Keyder, 2000: 232).

İktisadi istikrarın sağlanmasında para politikasının etkisi açısından literatürde bir uzlaşma söz konusu değildir. Özellikle bazı Keynesyen iktisatçılar para politikasını gerekli ve yararlı bulurken bazıları para politikasının etkisiz olduğu görüşündedirler. Teorinin kurucusu Keynes'e göre de özellikle konjonktürel daralma dönemlerinde para politikası uygulamaları etkisizdir. Çünkü bu dönemlerde faiz oranları düşük düzeylerde seyrederek. Ayrıca konjonktürel daralma dönemlerinde firmaların kar beklentileri olumlu olmadığından, borçlanma yönünde de istekli olmayacaklardır. Keynesyen yaklaşıma göre, ekonomide konjonktürel daralma eğilimlerini ortadan kaldırmak amacıyla ekonomide toplam talebi artırıcı politikalarla bir şok yaratmak gerekmektedir. Bu amaçla, vergi düzenlemeleri, kamu harcamaları vb. maliye politikası araçları kullanılabilir (Orhan ve Erdoğan, 2007: 164).

Keynes'e göre bireyler, parayı işlem ve spekülasyon gereksinimi için tutmaktadırlar. Bu durumda, genişleyen para arzı, faize duyarlı olan yatırımları artırıp iktisadi canlanmayı teşvik eder. Eğer iktisadi oteriteler, faizin yükseleceği bekleyişi içinde ise; genişleyen para arzı harcamaları uyaramayacak atıl ankeslerin genişlemesine sebep olacaktır. Bu durumda paranın dolanım hızı düşecektir. Likidite tuzağı diye ifade edilen bu durumun gerçekleşmesi halinde, monetar genişleme konjoktürel canlanmaya yol açmayacaktır. Ancak likidite tuzağı, her ne kadar Keynes tarafından belirtilmiş ise de, özel bir durum olarak düşünülmüş; dolayısıyla para politikası etkin bir araç olarak kabul edilmiştir. Fakat bazı keynesyen iktisatçılar ileriki yıllarda likidite tuzağını normal bir ekonomik hal olarak varsaymış ve bu sebeple de asıl etkili olan politikanın para politikası değil maliye politikası olduğunu savunmuşlardır (Paya, 1994: 203).

Sonuç olarak, Keynesyen teoride para politikasının başarısı para arzındaki bir artışı ya da para talebindeki bir azalışın faizler genel düzeyi üzerinde ne kadar düşürücü etkiye sahip olduğuna bağlı olarak değişecektir ve fakat uygulanan maliye politikası da bu etkinlikte büyük rol oynayacaktır (Gaygılı, Marmara Üniversitesi, 2007: 18).

1.3 MONETARİST TEORİYE GÖRE PARA POLİTİKASI

Monetarist teori, İktisatçı Milton Friedman tarafından geliştirilmiştir. Monetarist teori para politikasının temeline para arzındaki değişimleri koyar ve para politikasının

yarattığı değişikliklerde, faiz oranının yerine para arzını kullanır. Teoriye göre, ekonomideki istikrarsızlıkların asıl sebebi para arzındaki düzensizliklerdir. Dolayısıyla para arzındaki düzensizlikler giderildiğinde istikrarsızlıkta giderilmiş olacaktır. Monetarist teorinin üç temel özelliği aşağıdaki şekilde özetlenebilir;

- Ekonomide firmalar istikrarlıdır,
- Ekonomide fiyatlar ve ücretler esnektir,
- Ekonomide mevcut doğal bir işsizlik vardır.

Monetaristlere göre, Para arzında meydana gelecek değişiklikler yani artış ve azalışlar, üretimden, toplam talepten ve fiyatlar genel seviyesinden etkilenir. Teoriye göre, ekonomideki istikrarsızlıkların asıl sebebi para arzındaki düzensizlikler olduğundan da maliye politikası uygulamanın bir gereği yoktur. Zaten monetaristlere göre maliye politikası uygulamaları ve sonuçları ancak gecikmeli şekilde gerçekleşir ve etkinliği çok düşük olur. Friedman'a göre para arzı değişimleri ekonomik konjonktürü etkilemektedir. Örneğin, fiyatlar azalırken ekonomide işsizlik oluşmaktadır. Monetarist iktisadi yaklaşım ekonomik istikrar için ara politikasının en iyi araç olduğunu savunmaktadır. Fakat yine de monetaristler kontrollü para politikalarının uygulanmasını önermiştir.

Monetaristler, serbest piyasa düşüncesini tercih eğiliminde ve sınırlı devlet müdahalesi savunucularıdır. Bu anlamda, klasik okula eğilimlidirler. Tipik bir monetarist, tam istihdama ulaşmak için serbest piyasaları ve para arzında uygun kontrolü sürdürmeyi ideal strateji olarak önerir. Monetaristler arasında, problemleri karşılamak için para arzının arttırılarak değiştirilmesi mi veya yıllık sabit oranda arttırılmalı mı tartışması vardır. Para arzının sabit oranda büyümesi kuralı işsizlik ve enflasyonu karşılamak için para arzını arttırıcı veya azaltıcı para politikası reçetelerine meydan okur. Para arzının, ekonomik koşullara göre enflasyonsuz belli bir istihdam ve üretim düzeyinin başarılması için her yıl sabit oranda arttırılması gerekir. Sabit oranlı büyüyen para arzı kuralı Milton Friedman tarafından savunulmuştur (Altuğ, 2001: 154).

Monetarist düşünceye göre de enflasyonun temel nedeni para arzıdır. Fakat diğer düşüncelerden farklı olarak enflasyona neden olan sebebin hükümetlerin yaptığı gereksiz ve aşırı para arzı artışı olarak görmektedirler. Monetaristlere göre, böyle bir ekonomik istikrarsızlık hatta birçok ekonomik istikrarsızlıklar parasal kökenlidir ve para politikası en doğru politika seçeneğidir (Macesich, 1984: 5). Para arzı dışsal olarak yani, para otoritesince bağımsız olarak belirlenir. Bu güç para otoritesince ekonominin ihtiyaç

duyduğu anlarda kullanılmalıdır. Aksi takdirde, parasal genişleme talep enflasyonuna neden olabilecektir. İşte monetaristler tam bu noktada bu istikrarsızlığı engellemek için parasal artış kuralı önermişlerdir. Buna göre, para otoritesi her yıl ekonomik büyüme oranına eşit düzeyde bir para arzı artısına izin vermelidir. Eğer daha fazlasına izin verilirse fiyat istikrarsızlıklarıyla karşılaşılacaktır. Sonuç olarak, monetaristler büyüme oranına eşit bir para arzı artısını savunmuşlar ve devletin ekonomiye sok parasal müdahalelerden kaçınmasını istemişlerdir (Gaygılı, Marmara Üniversitesi, 2007: 118).

Keynesyen ve monetarist teori arasındaki farklardan bir tanesi de büyüme için yapılacak politikadaki düşünce farklılığıdır. Ekonominin sürekli eksik istihdam seviyesinde olduğunu savunan Keynesyen teori, bu sebeple genişletici maliye ve genişletici para politikalarının gerekliliğini savunurken monetarist düşünce genişletici politikaların yalnız kısa dönemde etkili olacağını savunur. Çünkü monetarist teoriye göre genişletici politikalar uzun dönemde sadece fiyat artısına yol açacak ve bu artışta ekonominin daralmasına sebep olacaktır.

Monetarist teoride, uyumcu beklentiler varsayımı altında işleyen iktisat politikası etkinliği tartışmaları, Rasyonel Beklentiler Hipotezi ile farklı bir boyut kazanmıştır. Rasyonel beklentiler hipotezi ne kısa dönemde ne de uzun dönemde hiçbir iktisat politikasının reel değişkenler üzerinde etkisini olmadığını savunmaktadır. Hipoteze göre, sistematik hata yoktur. Yani bireylerin önceden bildiği (beklediği) politikalar reel değişkenler üzerinde etkili değildir. Etkili olan politikalar, beklenmeyenlerdir.

Rasyonel beklentiler hipotezine göre ancak merkez bankası tarafından yönlendirilen ekonomik birimlerin beklentileri politika etkinliğine yol açabilir. Bu amala da merkez bankasının şeffaf politikalarla ekonomik birimlerin güvenini kazanmış olması gerekmektedir. Böyle merkez bankası ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilecektir (Neumann, 2002: 356).

1.4 YENİ KLASİK TEORİDE PARA POLİTİKASI

Yeni Klasik iktisat, 1970’li yıllarda yaşanan enflasyon, işsizlik, stagflasyon gibi temel ekonomik sorunlar karşısında izlenen Keynesyen iktisat politikalarının başarısızlığına tepki olarak doğmuştur. Temelde liberal bir dünya görüsüne sahip olmaları nedeniyle, Monetarist görüşe bir lde benzemekle beraber, izlenen iktisat politikalarına yönelttikleri eleştiriler acısından Monetaristlerden daha ileri bir aşamada

bulunmaktadırlar. Robert Lucas, Thomas Sargent, Robert Baro, Edward Perscott ve Neil Wallace bu görüşün öncülüğünü yapan başlıca iktisatçılardır. Yeni klasik iktisat, aynı zamanda Rasyonel Beklentileri İçeren Genel Denge Yaklaşımı olarak da anılmaktadır. Çünkü bu görüşte ekonominin genel dengesinin sağlanmasında Rasyonel Beklentiler Hipotezine önem verilmektedir. Rasyonel Beklentilere göre, bireyler, ekonomik beklentilerini oluştururken mevcut tüm bilgileri doğru biçimde yorumlamakta, sistematik hatalar yapmaktan kaçınabilmekte ve dolayısıyla isabetli tahminlerde bulabilmektedirler. İstikrar politikalarına gelince, Monetaristlerin hükümet tarafından izlenen politikaların başarılı olması için, işçi ve işverenlerin enflasyon beklentisinin, hükümetçe neden olunan cari enflasyondan daha düşük olması gerekir. Yani, enflasyon oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki farklılık, o istikrar politikalarının sadece kısa dönemde başarılı olmasını sağlamaktadır. Yeni Klasik iktisadın dayandığı Rasyonel beklentilere göre ise, toplumun beklendiği enflasyon oranı ile cari enflasyon arasında bir farklılık olması, ancak tesadüfen meydana gelmektedir. Bu nedenle, izlenen istikrar politikaları toplum açısından sürpriz olmadıkça, ekonomide reel sonuçlar meydana getirmesi söz konusu olmamaktadır.

Yeni klasik teorinin genel görmüş üç hipotezi bulunmaktadır:

- Rasyonel beklentiler hipotezi,
- Genel denge hipotezi ve
- Lucas Arz fonksiyonu olarak bilinen toplam arz hipotezi.

Bu üç hipotezi kapsayan yaklaşıma, yeni klasik makro iktisat teorisi denilmektedir (Bocutoğlu, 2003: 130).

1.4.1 Rasyonel Beklentiler Hipotezi

Rasyonel beklentiler hipotezine göre iktisadi değişkenlerin birbirini izleyen sistematik bir süreç oluşturduğu varsayılır. Böyle bir varsayım altında iktisadi bireyler ellerinde bulunan tüm bilgiyi kullanacaklardır. Kullandıkları bilgiler ile de bu süreci neden olan değişkenler hakkında bilgi edinirler. Böyle bir durumda da tahminler iktisadi birimlerin beklentileri de aynı olacaktır (Muth, 1961: 316).

Hipotezde özellikle enflasyonun baskın olduğu ekonomilerde, iktisadi birimlerin rasyonel beklentiler içinde bulunduğu varsayılır. Rasyonel beklentiler, bu durumda uyumlu beklentilerin yerini alır (İslatince, 2002: 18).

Bu haliyle rasyonel beklentiler hipotezi yeni klasikçilerden olan Muth tarafından ilk defa literatüre kazandırıldı. Rasyonel beklentilerin iktisadi boyutu ise, Lucas, Sergant ve Wallance (LSW) tarafından geliştirildi. LSW rasyonel beklentiler altında ekonomiyi modellemeye çalışmışlardır. Onlara göre toplam talep politikaları (para ve kamu politikaları) ancak beklenmeyen durumlarda (şoklar yani iktisadi birimlerin önceden tahmin edemediği değişiklikler) reel değişkenlere etki edebilir.

Buradaki 'Rasyonellik' kavramı tüm mevcut bilgileri kullanarak tahmin yapmayı ifade eder. Bir değişkenin gelecekte gerçekleşen değeriyle, tahmin edilen, beklenen değerinin aynı olması anlamına gelmez. Değişken için tahmini ile değişkenin gelecekteki değeri arasında fark olabilir. Fakat ortalamada tahmin yönündeki hatasının sıfır olması beklenir. Çünkü; rasyonel olarak kabul edilen insan yani iktisadi birey, bilgilerini sürekli olarak günceller, öğrenir ve geçmiş hatalarını tekrarlamaz. Rasyonel beklentilerle ilgili iki önemli nokta:

- İktisadi birimler bir değişken ile alakalı tüm bilgiye sahip olmasına rağmen en iyi tahmini/kararı veremeyebilir.
- İktisadi birimler sözü edilen değişkenle ilgili bazı bilgilerden haberdar olmayabilir.

Bu iki durumda yapılan tahminler hatalı olabilir fakat bu yapılan tahminlerin rasyonel olmaması anlamına gelmez. Rasyonel beklentiler hipotezinin oluşumu finans piyasasına bağlıdır. Rasyonel beklentilerin finans piyasasına uygulanması 'Etkin Piyasalar Hipotezi' veya 'Piyasa Etkinliği Hipotezi' olarak adlandırılır.

Sonuç olarak, politika yapıcılar tarafından izlenen politikalar sürpriz olmadıkça, reel ekonomide etkili olamayacaktır.

Rasyonel beklentiler hipotezi için güçlü ve zayıf olarak iki yorum yapılmaktadır. Fakat ilk dikkat edilmesi gereken durum iki yorumda da bilgi yönünden (enformasyon) farklı varsayımlar yapılmaktadır. Güçlü yorum; iktisadi karar birimlerinin tahmin edecekleri değişkenle ilgili tüm bilgilere sahip olduğunu varsayar. Bu sebeple beklentilerin belki de hatalı olabileceği fakat bu hatanın beklenti özelinde gerçekleşeceği, toplam beklentilerde ise hata değil doğru olacağını varsayar. Zayıf yorumda ise, iktisadi

karar birimlerinin tahmin edecekleri değişkenle ilgili tüm bilgilere sahip olmadığını varsayar. Çünkü bilgi edinmenin bir maliyeti vardır. Bu durumda tam bir bilgi sahipliğinden değil “kısmi” bilgi sahipliğinden söz edilir (Bocutoğlu, 2003: 131).

1.4.2 Genel Denge Hipotezi

Yeni klasik yaklaşıma göre, herhangi bir zamanda, yapılan bütün gözlem sonuçları piyasaların sürekli olarak dengelenmesine işaret etmektedir. Süreç, ekonomik birimlerin piyasadaki fiyat değişimlerine göre verecekleri optimum talep ve arz tepkileriyle sağlanmaktadır. Sonuç olarak, piyasa sürekli olarak denge durumundadır.

Piyasalar, arz ve talebin karşılıklı etkileşimleri sonucunda denge oluştuğu anda ticaretten beklenen muhtemel kazançların hepsi elde edilmiş olmaktadır. O zaman yeni klasiklere göre tüm fiyatlar kendi piyasalarındaki dengeyi sürekli sağlayabilecek kadar esnektirler. Bu mantıkla yeni klasikler işsizliği de tamamen gönüllü bir durum yani piyasayı dengeleyen ücret düzeyinde isteyen herkes iş bulabilecektir (Bocutoğlu, 2003: 135).

1.4.3 Lucas Arz Fonksiyonu

Yeni Klasik teorinin bir başka önemli durumu Lucas arz fonksiyonu, çıktıda (doğal seviyesinden) sapmalar olabilir fakat bu sapmaların esas sebebinin beklentilerdeki hatalar olduğunu varsayar. Fonksiyona göre iktisadi bireylerin rasyonel davranması sonucu para otoritesinin politikası ne olursa olsun, tahminlerde hata olmayacaktır. Bu durumda para politikası yapımcılarının politikalarının etkili olması için ancak, rasyonel davranan iktisadi bireylerin beklemedikleri yani şok kararlar alması gerekmektedir. Söz konusu şok politikanın etkisi ise uzun sürmeyecek ve rasyonel davranan iktisadi bireyler beklentilerini hızlı biçimde revize edeceklerdir (Yay, 1996: 62).

1.5 YENİ KEYNESYEN TEORİDE PARA POLİTİKASI

Yeni Keynesyen iktisatçıların asıl amacı, Keynesyen teoriye de bağlı kalmak kaydıyla, makro teoriye mikro teori kapsamında çözüm aramaktır. Bu amaçla da iki farklı

araştırma metodu altında çalışmaktadırlar. Bir grup, ücretlerin katılığı ve nominal fiyatlar üzerinde çalışırken, diğer grup, piyasa başarısızlığı ve eksik enformasyon konularını çalışmaktadırlar (Büyükakın, 2007: 27).

Yeni Keynesyen teoriye göre, iş gücü piyasası ve mal piyasasının büyük kısmında olduğu gibi katı fiyatlı piyasalar ile esnek fiyatlı piyasalar arasında ayırım yapan Hicksian bir yaklaşımı benimserler. Teoriye göre herhangi bir toplam talep şokunun konjonktür dalgalanmasına yol açabilmesi için yani reel değişkenleri etkileyebilmesi için fiyatların katı olması gerekmektedir.

Para piyasalarında uzun dönemli sözleşmelerin varlığı, para politikasının etkinlik kazanması için gerekli olan parasal ücret katılığını sağlamaktadır. Merkez bankaları para arzını, ücret sözleşmelerinin yeniden gözden geçirilme sıklığından daha fazla değiştirebilme imkanına sahip olduğu için, para politikası kısa dönemde reel değişkeleri etkileyebilir. Fakat uzun dönemde para politikası etkisizdir (Bocutoğlu, 2003: 86).

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI AMAÇ, ARAÇ ve STARATEJİLERİ

2.1 PARA POLİTİKASI AMAÇLARI

Para politikası uygulaması ile ulaşılmak istenen amaçlar, zaman içerisinde önemli değişikliklere uğramıştır. 19. yy.'da belirlenen amaç, ülke içinde fiyat istikrarını sağlamak, paranın iç ve dış değerini korumaktır. Birinci dünya savaşı öncesinde ise, paranın değerinin korunmasıdır. Bu tarihten günümüze yaşanan ekonomik olaylar ve edinilen tecrübeler sonucu para politikası amaçları genel olarak şöyle sıralanabilir:

- Ekonomide tam istihdamın sağlanması,
- Ödemeler bilançosu dengesi,
- Ekonomik büyüme,
- Fiyat istikrarı.

Bu genel sıralamanın aksine amaçlar ülkeler arasında farklılık gösterebilmektedir. Hatta bu amaçlara ek amaçlarda belirlenebilmektedir. Örneğin, ABD'de istikrarlı faiz oranı, mali piyasaların istikrarı vb. amaçlara rastlanabilmektedir (Özyurt, 2003: 220).

Dünyadaki hangi ekonomik sistem olursa olsun, istihdamı arttırmak ve tam istihdama ulaşabilmek vazgeçilmez bir amaçtır. İstihdam dar anlamda üretim faktörlerinden sadece emek faktörünü temsil etmekte geniş anlamda istihdam ise tüm üretim faktörlerini temsil etmektedir. Fakat sık kullanılan ve tam istihdam ile ifade edilmek istenen, dar anlamdaki istihdam kavramıdır. Bu noktada bir başka önemli durum tam istihdam ile ülkedeki tüm emeğin bir işte çalışıyor olmasının anlaşılmasının hatalı olacağıdır. Çünkü çeşitli sebeplerle, örneğin; sakatlık, hastalık vb., bireyler çalışmıyor yada çalışmak istemiyor olabilirler. İşte bu tip çalışmayan bireylerin oluşturduğu kısım doğal işsizlik oranı olarak adlandırılır. O zaman bir ekonomi için tam istihdam hedefi, yapısal, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, mevsimsel ve arazi işsizlik türlerinin ortadan kaldırılmasını amaçlar (Parasız, 1998: 1).

Sadece para politikasının değil bütün ekonomik politikaların en büyük amacı ekonomik büyüme ve istikrardır. Çok çeşitli ekonomik göstergelerin kullanıldığı ekonomik büyümeyi belirlemede en çok kullanılan gösterge gayri safi milli hasıla oranlarıdır. Bu bağlamda ekonomik büyüme; doğrudan firmaların yatırım yapmak için

cesaretlenmesine veya firmaların yatırım yapabilmeleri için daha fazla fon sağlamak amacıyla, halkın tasarrufa teşvik edilmesine bağlıdır (Özyurt, 2003: 223).

Ödemeler dengesi/bilançosu bir ülke ekonomisi ile dünyanın diğer kalan ekonomileri arasındaki bütün ekonomik ilişkilerin sonucunu temsil eder. Bu kapsamda ödemeler dengesi, genel olarak beş alt hesaptan oluşur. Bu alt hesaplardan en önemlisi cari işlemler hesabıdır. Cari işlemler hesabı tek başına tüm ödemeler dengesinin büyük bölümünü oluşturmaktadır. Cari işlemler hesabında ülkenin diğer ülkelerle olan ihracat ve ithalat ilişkisi tutulur.

Fiyat, bir mal veya hizmetin değerinin parasal ifadesidir. Bir mal veya hizmetin piyasa fiyatı, tüketici düzeyinde malın sağladığı fayda, malın bol veya kıt olması ayrıca malın kalitesine bağlı olarak şekillenirken, üretici veya ithalatçı firma düzeyinde aynı piyasa fiyatı malın dış ticareti sırasında katlanılan maliyetler, firma karı ve dolaylı vergilerin eklenmesi ile oluşmaktadır. Fiyatlar genel düzeyi yada fiyatlar genel seviyesi ise, ekonomi içindeki tüm mal ve hizmetlerin fiyatların toplulaştırılmış halidir. Fiyat istikrarı ise fiyatlar genel seviyesini, makro hedefler doğrultusunda fayda sağlayacak şekilde düşük bir oranda ve bu oranda sürekli olarak korunmasını ifade etmektedir. Önemli nokta fiyat istikrarı iktisadi bireylerin karar alırken önemsemeyecekleri büyüklükte olmasıdır. Fiyat istikrarı sağlayacak fiyatlar genel düzeyinin kaç olması gerektiği konusunda ise, gelişmiş ekonomiler incelendiğinde yıllık bazda %1 ila %3 arasındaki oran literatürde kabul gören bir orandır.

Para politikası ile reel ve nominal değişkenleri parasal aktarma mekanizması olarak bilinen, birçok kanal aracılığıyla etkilenebilmektedir. Bu kapsamda, uzun dönemde para politikası ile sadece enflasyon ve döviz kuru gibi nominal değişkenler etkilenebilmektedir. Fakat kısa ve orta dönemde para politikası hem reel hem de nominal değişkenler üzerinde bir etkiye sahiptir.

Bunun yanında istikrarsız veya yüksek bir enflasyona yol açan bir para politikası uygulaması, ekonomide belirsizlik yaratarak piyasa mekanizmasının etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır. Sonuçta bu tip bir uygulama reel ekonomi ve ekonomik büyüme üzerinde yıkıcı sonuçlara yol açabilmektedir. Fakat, uzun dönemde reel değişkenlerin ortalama büyüme oranları ve ortalama düzeyleri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmayan para politikası uygulamaları ile enflasyon nispi olarak istikrarlı ve düşük bir düzeye getirilebilmektedir. Sonuç olarak istikrarlı bir enflasyona yönelik para

politikası uygulaması ile uzun dönemde reel değişkenlerdeki dalgalanmalar azaltılabilmektedir. Bu nedenle birçok ülke merkez bankası, para politikasının temel ilkesinin sürdürülebilir bir ekonomik büyümeye olanak tanıyan fiyat istikrarının sağlanması olması konusunda ortak bir görüş içindedir (Svensson, 2003: 1-11).

2.2 PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Günümüzde uygulanan para politikası araçları/uygulamaları genellikle birbirlerine yaklaşımaktadır. Bu kapsamda Para politikası uygulama araçları da literatürde farklı şekillerde açıklanabilmesine rağmen, dolaylı ve doğrudan para politikası araçları olarak ikiye ayrılmıştır. Belirtmek gerekir ki bu ayrım net bir ayrım değil sadece uygulama alan ve sonuçlarına göre belirlenmiştir.

2.2.1 Dolaylı Para Politikası Araçları

Para politikası aracı türü olarak, dolaylı para politikası araçları tüm dünyada genel kabul görmüş uygulama biçimleri bakımından belirli teknikler içeren (merkez bankalarına göre çok büyük farklılıklar göstermeyen) araçlardır. Genel anlamda da dört başlık altında incelenmiştir.

2.2.1.1 Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, para otoritesi olarak bir merkez bankasının, para arzı miktarını kontrol etmeye yönelik uyguladığı bir para politikası aracıdır. Açık piyasa işlemleri kapsamında merkez bankaları tahvil alım satım işlemlerine başvurur. Örneğin, merkez bankası para arzını azaltmak isterse yani piyasadan para çekmek isterse, tahvil satar ve istediği miktar parayı çekerek, para arzını azaltır. Yada tam tersi olarak para arzını arttırmak isterse bu defa tahvil alarak piyasaya dilediği kadar para sürer. Para arzını ayarlamadaki temel amaç, enflasyon oranını kontrol etmektir.

Açık piyasa işlemleri ofansif ve defansif olmak üzere iki şekilde uygulanabilmektedir. Merkez bankası, ofansif işlemlerde bir dengesizlik olmaksızın, parasal tabanı değiştirmeye yönelik açık piyasa işlemleri yapmaktadır. Defansif

işlemlerde ise, merkez bankasının parasal tabanda meydana gelebilecek değişimlere karşı sadece savunma amacıyla yaptığı işlemlerdir.

Açık piyasa işlemleri etkin yani uygulandığında hızlı bir şekilde sonuç alınan politika araçları olarak değerlendirilir. Bu durum sebepleri şu şekilde özetlenebilir; işlemlerin piyasalarda direkt karşılığı vardır ve herhangi bir gecikme yaşanmaz. Yapılan bir işlemin tersi mesela bir satış işlemi yapıldıktan sonra alım işlemi yapmak gerekli olsun piyasada aynı gün içerisinde uygulanabilir, böyle merkez bankası parasal tabanda hassas değişiklikleri yönetebilir.

Açık piyasa işlemlerinde, miktar ve fiyat etkisi olmak üzere iki çeşit etkiden söz edilebilir;

- Miktar etkisi: açık piyasa işlemleri ile merkez bankası, ticari bankaların ellerinde bulunan serbest mevduatları etkilerler. Bu durumda bankaların kaydi para yaratma sürecini etkiler. O zaman açık piyasa işlemleri bankaların likiditesini etkileme kanalı ile para arzını etkilemektedir.

- Fiyat Etkisi: Açık piyasa işlemleri sırasında tahvil alıp satan merkez bankası tahvil piyasasında tahvil fiyatına etki etmesidir. Tahvil alımında talep yönlü artıştan dolayı tahvil fiyatı artacak tersi durumda ise azalacaktır.

2.2.1.2 Döviz İşlemleri

Merkez bankası, döviz piyasasında dalgalı kur uygulamıyorlarsa, döviz ve efektif alış ve satışları şeklinde kur politikalarını gerçekleştirir. Hiç kuşkusuz merkez bankasının döviz piyasasında alım satım işlemi yaparken yerli para likiditesi üzerinde etki yaratmaktadır. Merkez Bankası satış yaptığında piyasadaki yerli para likiditesi azalırken; tersi durumda yani aldığında, piyasadaki yerli para likiditesi artacaktır. Döviz ve efektif döviz alış satış işlemleri para politikası araçları arasında yer almaz. Bunun sebebi likitide üzerindeki tüm etkisine rağmen merkez bankası döviz ve efektif alış satışları genellikle likiditenin kontrolü için kullanmamasıdır. (Önder 2005: 79).

2.2.1.3 Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılık oranı, ticari bankaların ellerindeki mevduatların, merkez bankası tarafından belirlenecek bir orandaki kısmını merkez bankasında bloke olarak tutması işlemidir. Bu sayede iki durum amaçlanmaktadır. Bunlardan birisi bankaların likidite sorunu yaşamaması diğeri ise, para arzını kontrol etmektir.

Ticari bankalar hiç kuşkusuz kar maksimizasyonu amacıyla ellerinde tüm mevduatı değerlendirme eğilimindedirler. Bu eğilim mevduat sahiplerinin paralarını geri çekmek istemesi durumunda (özellikle olağan üstü zamanlarda) bankaların likidite sorunu yaşamasına aynı zamanda mevduat sahipleri üzerindeki güven unsurlarının da sarsılmasına neden olacaktır. İşte bu durumların önüne geçebilmek amacıyla merkez bankasının belirlediği ve zaman içerisinde değişebilen oranlarda zorunluk karşılıklar bloke olarak tutulur.

Bir ikinci amaç para arzını etkileyebilmektir. Basit bir mantıkla merkez bankasının zorunlu karşılık oranını arttırması, bankaların verebileceği ödünç fonları (kredi vb.) azaltır. Böylece para arzının azalacaktır. Para arzının düşmesi toplam talebi düşürecek bu durumda talep yönlü enflasyonun etkileyerek enflasyonda düşüşe yol açabilecektir. Ters durumda ise, aynı sonuçların tersinin gerçekleşmesi beklenecektir.

Hiç kuşkusuz her politika aracında olduğu gibi zorunlu karşılık oranı uygulamasında da istenmeyen/beklenmeyen sonuçlarla karşılaşılabilir. Merkez bankasına güvenin azalması, piyasa faiz oranlarının haddinden fazla yükselmesi vb. durumlar örnek olarak gösterilebilir. İşte bu gibi istenmeyen/beklenmeyen durumların ortaya çıkmaması için izlenebilecek birkaç yol bulunmaktadır. Öncelikle oranların çok yüksek düzeyde belirlenmemesi; ikinci olarak, sık sık değiştirilmemesi; üçüncü olarak ta özellikle kısa süreli para arzı kontrollerinin açık piyasa işlemleriyle yapılması faydalı olacaktır (Özyurt, 2003: 233).

2.2.1.4 Reeskont İşlemleri

Bilindiği gibi merkez bankaları, ticari bankalar açısından son likidite tercihi olarak işlev görebilmektedir. Bu kapsamda acil nakit ihtiyacı çeken bankalar, ellerindeki iskonto senetleri, merkez bankasına tekrar iskonto ettirebilmektedirler. Bu sayede acil

nakit ihtiyaçlarını karşılayan bankalar için yapılan bu işlem reeskont işlemi, belirlenen iskonto oranı ise reeskont oranı olarak adlandırılır.

Reeskont iřlemleri uygulamasında temel dūřünce, yüksek faizin borç almayı caydırması; dūřük faizin ise teřvik etmesidir. Bōylece merkez bankası piyasa üzerinde ū noktada etkin olmaktadır (Keyder, 2000: 79):

- Borç vermeyi kabul veya reddedebilir,
- Reeskont oranını belirler,
- Reeskont iřlemine kabul edilecek menkul kıymetin tūrünü belirler.

Özellikle son iki etkinlik alanında sektōrlere gōre farklı uygulama yaparsa, selektif para politikası uygulamıř olur. Bu nedenle, reeskont kredileri, sūbvansiyonların ve selektif kredi mekanizmasının gūlő bir aracıdır (Özyurt, 2003: 237).

2.2.2 Doğrudan Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçları, merkez bankasının para politikası uygulamalarını piyasanın inisiyatifi yerine yapmış olduğu yasal dūzenlemeler aracılığıyla bizzat kendisinin gerçekleştirmesini sağlayan para politikası araçlarıdır. Doğrudan para politikası araçları, belli bazı kuruluşlara yōneltirmiřtir bu sebeple seçici araçlar olarak ta bilinirler.

2.2.2.1 Faiz oranı kontrolleri

Faiz oranı kontrolő, merkez bankasının, piyasadaki faiz oranlarını yani banka ve banka benzeri kurumların faiz oranlarını çeşitli sebeplerle belirlemesi durumudur. Hatta merkez bankası makro hedefler doğrultusunda teşvik edilmek istenen sektōrlere yōnelik faiz oranlarını dūřerebilir bōylece de finansal yapıda likiditenin o sektōrlere kaymasını sağlayabilir. Kullanılması halinde ekonomik birimlerin piyasada oluşmayan faiz oranlarına tepkileri beklenildiğinin aksine kōtő sonuçlarda doğurabilir. Örneėin merkez bankası belli bir sektōrő desteklemek amacıyla tavan faiz oranı uygulaması yaparsa, bu defa borçlanma maliyeti kullanıcılar dūřeceėinden, aşırı sermaye kullanımına sebep olabilir (Koçyiėit, 2009: 12).

2.2.2.2 Kredi Tavanları

Özellikle planlı ekonomilerde hazırlanan kalkınma planları doğrultusunda (Türkiye de 1963 yılından bu yana planlı ekonomi anlayışı içerisinde, kalkınma planları hazırlanmaktadır) yatırımları yönlendirme konusunda merkez bankaları kredi dağılımını yönlendirebilmektedirler. Bu sayede ticari bankaların kredi verebilme kapasitelerine sınırlamalar (tavan uygulaması) bazı bölgeler içinse (kalkınmada öncelikli) teşvik edici uygulamalar yapılabilir.

Bu sınırlamalar ve teşvikler bankaların mevcut kredilerine, mevduatlarına ve bankalardan kredi kullananlara göre belirlenebilmektedir. Bu tür önlemlerle merkez bankası, ticari banka fonlarının bazı spekülasyon faaliyet ve alanlara yönelmesini önlemeyi amaçlamaktadırlar (Akçay, 2009: 13).

2.2.2.3 Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Farklılaştırılmış reeskont kotaları her bir ticari bankaya özel, merkez bankasının reeskont kotalarını belirlemesidir. Söz konusu kotalar, bankaların likidite ihtiyaçları ve bankaların risk durumlarına bağlı olarak belirlenir. Ayrıca, merkez bankası reeskont oranını değiştirerek bankaların kredi miktarını ve kaydi para yaratma sürecini etkilemek para arzını da etkileyebilmektedir. Örneğin, merkez bankası ticari bankalar tarafından iskonto edilmek üzere kendisine getirilen senetler için ekonominin içinde bulunduğu duruma göre farklı sektörler için farklı oranlar uygulayabilir. Bu yolla, gelişmesine ihtiyaç duyulan sektörler için destek sağlanmış olur. Bu para politikasının ekonomi açısından olumlu sonuç verebilmesi için ticari bankaların merkez bankasına getirdikleri tutarın yüksek tutarlarda olması gerekir.

2.2.2.4 Depozito Zorunluluğu (ithalat için)

Bilindiği gibi merkez bankalarının en önemli görevlerinden bir tanesi enflasyonu kontrol etmektir. Bu amaçla istenilen seviyeden daha yüksek orandaki bir enflasyon oranı öncelikle düşürülmeli ve ekonomik büyümeye yardımcı olacak seviye ye geldiğinde istikrarı korunmalıdır. Depozito zorunluluğu aracında özellikle enflasyon oranının

düşürülmesine yardımcı olmak amacıyla kullanılır. Özellikle talep nedeni yüksek basan enflasyonist hareketlerde iç talebi kıstmak ve aynı zamanda ithal malına olan talebi azaltmak önemlidir. Depozito zorunluluğu da ithal malları üzerinden alınan merkez bankası vergi uygulaması olarak tanımlanabilir. Bu araç ile merkez bankası tüm ithal malları ya da belli mal grupları üzerinden ithalat için depozito ödeme şartı getirebilir.

2.2.2.5 Disponibilite işlemleri

Disponibilite işlemleri tıpkı zorunlu karşılıklar oranı gibi, ticari bankaların ellerindeki mevduatlar üstündeki kullanma yetkisini kısıtlayan bir araçtır. Zorunlu karşılıklar oranından farkı ise, disponibilite işlemi ticari bankaların likiditesi yüksek menkul değerler bulundurma zorunluluğuna karşı bir oran belirlenmesidir. Böylece disponibilite oranı, ticari bankaların likiditesini ve serbest mevduat oranını ile para arzını etkilemesine sebep olduğundan merkez bankaları tarafından para politikası aracı olarak kullanılır.

Para otoriteleri, ticari bankaları ve banka benzeri mali kurumları, ellerindeki mevduatların, merkez bankasında belirlenen disponibilite oranında öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya zorlayabilir. Tahvil ve bonoların yaratacağı etki tahvil ve bononun faiz oranlarına bağlı olarak değişecektir. Eğer piyasa faiz oranları tahvil ve bononun faiz oranlarından yüksekse, piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle fonların bir kısmı kamu sektörüne aktarılmış olur. Ayrıca, bankaların fonlama maliyeti de artar. Ters durumda ise bankaların fonlama maliyeti düşer (Güneş, 1990: 47).

2.2.2.6 Portföy düzenleme (finansal araçların)

Merkez bankaları, doğrudan para politikası aracı olarak ticari bankaların portföyünde bulundurmaları gereken menkul kıymetlerin dağılımını da etkileyebilirler. Böylece, merkez bankası bankaların ellerindeki fonların, makro hedefler doğrultusunda çeşitli sektörlerle aktarılmasını sağlayabilir.

2.2.2.7 Özel Mevduatlar

Para arzında meydana gelecek genişlemeyi sınırlayan bir politika aracı olarak özel mevduatlar, ticari bankaların zorunlu olarak açtıkları ancak söz konusu mevduatların Merkez Bankasında tutulması ile para arzındaki genişlemeyi sınırlayan politikadır. İthalat teminatları özel mevduatlara örnek olarak verilebilir. İthalatın sürekli artışı karşısında döviz kuru ve maliye politikaları yetersiz kalıyor, diğer taraftan da para arzı sürekli artıyorsa, merkez bankasının alacağı ithalat teminatı önemli bir politika aracı olarak kullanılabilir. Özel Mevduatlar aynı zamanda yasal karşılık oranlarını değiştirmenin alternatifidir. (Güneş, 1990: 21).

2.2.2.8 Merkez Bankası Moral Desteği

Merkez bankaları, bankaların ve banka benzeri finansal aktörlerin piyasa yönlü davranışlarını yapacağı basın açıklamalarıyla ve çeşitli davranışlarla etkilemeye çalışabilmektedir. Bu yönetime “açıkbaş politikası” da denilmektedir. Uygulanan bu politikanın yasal bir dayanağı yoktur. Dolayısıyla merkez bankası ihtiyaç gördüğü her durumda piyasa beklentilerini istediği yönde değiştirmek için gerekli iletişim araçları vasıtasıyla öngördüğü açıklamaları yapabilmektedir (Gaygılı, Marmara Üniversitesi, 2007: 89).

Özellikle, Asya ülkelerinde (Singapur, Malezya gibi) ekonomik daralma dönemlerinde bu tür uygulamaların çok sık kullanıldığı görülmektedir. Moral takviyenin uygulanması, bankaların aktif-pasif pozisyonlarını etkilemekte, bankalar bu çerçevede, kredilerine tavan getirmekte, faiz oranlarını yükseltmektedir.

2.2.3 Para Politikası Stratejileri

Merkez Bankası hedefleri doğrultusunda, para politikası araçlarını kullanır. Amaçlarına ulaşabilmesi için para politikası araçlarının etkisi ile reel ekonomik değişkenler arasındaki etkilerin ilişkisinin kuvvetli olması gerekir. Hiç kuşkusuz, paranın politik bir araç olabilmesi için reel ekonomik değişkenleri etkilemesi gerekmektedir. Aksi durumda, para politikası sonucunda sonucu tüketim, üretim, istihdam seviyesi üzerinde

bir etki oluşmazsa, para politikası etkisiz demektir. Fakat yine de bazı görüşlere göre para politikası doğrudan reel ekonomik değişkenleri etkileyebilir. Ya da para arzını etkileyerek ardında faiz oranı ve kredi miktarı değiştirilerek reel ekonomik değişkenler dolaylı bir şekilde etkilenebilir. (Vural, 1982: 263)

Günümüz ekonomi literatüründe ana amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu kabul edilen merkez bankaları veya diğer para otoriteleri bu amacı gerçekleştirebilmek için farklı para politikası stratejileri benimseyebilmektedirler. Bu stratejileri üç başlık altında toplayabiliriz;

- Döviz kuru hedeflemesi,
- Parasal Hedefleme,
- Enflasyon hedeflemesi.

2.2.3.1 Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, ülkedeki yerli paranın düşük enflasyonlu ve çoğunlukla gelişmiş bir ülkenin parasına endekslemesidir. Bazı kullanımlarında altın fiyatlarına bağlı olarak altın standardı uygulaması gibi de kullanılabilir. Döviz kuru hedeflemesinde, gelişmiş ülke döviz kuru nominal çapa olarak kullanılmaktadır. Sistem, para politikalarının, ekonomik kurumlar tarafından kolaylıkla anlaşılmasına ve izlenmesine imkan sağlamaktadır. Döviz kurunun hedeflenmesi yapılabilmesinin ön şartı uygulayacak ülkenin yeterli döviz rezervi olmasıdır.

Katı ve esnek veya sabit ve yarı sabit kur uygulama biçimleri olarak döviz kuru hedeflemesi temelde iki uygulama biçimi içerir. Para Kurulu ve bir ülkenin para birimini kullanmaya başlamak olarak tanımlanan dolarizasyon katı uygulamaya örnektir. Esnek döviz kuru hedeflemesi ise, yerli paranın bir para sepetine bağlanması veya bir bant etrafında dalgalanması gibi sürüklenen çapa uygulamasıdır.

Döviz kuru hedeflemesi, uygulama kolaylığı gibi çeşitli avantajları da olduğundan, bazı risklerinin bilinmesine rağmen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla uygulanmıştır. Avantajlarına değerlendirildiğinde, öncelikle, zaman tutarsızlığı sorununu çözmektedir. Çünkü otomatik bir kural niteliğindedir. Bu otomatiklik aynı zamanda para politikasının yürütülmesini de kolaylaştırdığı için, özellikle teknik donanımı zayıf ve güvenilirlik sorunu olan merkez bankalarına sahip gelişmekte olan Ülkeler açısından

avantajlıdır. Bir başka avantajı, gelişmiş ülkenin döviz kurunun çapa olması ile kur riskinin azaltılması ve faiz oranı paritesi yoluyla, ülke içi nominal faiz oranlarının düşürülmesinin sağlanması, iç borç yükü fazla olan ülkelerde enflasyon beklentisinin kırılmasına yol açmaktadır. Öte yandan, kurun sabitlenmesi satın alma gücü paritesine göre, dış ticarete konu olan malların fiyatlarında da düşme yaratarak enflasyon beklentilerini kırmaktadır. Faiz oranlarının ve dış ticarete konu olan mal fiyatlarının düşüşünün yarattığı bu ilk etkilerle, bir yandan enflasyon kısmen düşerken, bir yandan da ekonomide harcama artışı nedeniyle genişleme dönemine girilmektedir. Bu durum, kura dayalı bir hedeflemenin kısa dönemde üretim maliyetinin düşük olması demektir; daralma daha sonra gelse de, kısa dönemdeki bu büyüme hükümetlere dezenflasyon politikalarını sürdürme yönünde zaman kazandırmaktadır. Oysa parasal büyüklükler hedeflendiğinde önce resesyona yaşanmakta; genişleme sonra gelmektedir (Yay, 2006: 3-17).

Avantajları yanında dezavantajları da bulunan stratejinin genel olarak kabul edilen dezavantajları şu şekildedir: öncelikle endeksleme için seçilen ülkenin yaşayacağı olağan dışı iktisadi hareketlenmeler direkt olarak ülkeye yansiyabilecektir. Ayrıca sistem denge bozucu spekülasyon hedeflere hareketlere açıktır. Bu sebeple de ekonomik krizlerin yaşanma olasılığı artmaktadır.

2.2.3.2 Parasal Hedefleme

Genişleyici para politikalarının uzun dönemde çıktı artışını sağlayamayacağı, enflasyonun maliyetli oluşu ve güçlü nominal çapanın avantajları olacağına yönelik görüşler, parasalcılar tarafından savunulan parasal büyüklüklerdeki artışın kontrol edilmesinde merkez bankalarının etkinliğinin artırılması görüşünü desteklemiştir. Bu görüş, 1970'li yılların ortalarından itibaren çoğu sanayileşmiş ülkenin parasal hedefleme rejimini benimsemesine yol açmıştır (Mishkin, 2007:8). Parasal hedefleme stratejisi, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak ve beklentileri kontrol altına almak için belirli bir parasal büyüklüğün artış oranının hedef olarak seçilmesidir. Bu durumda parasal hedefleme ile para arzını ve dolayısıyla fiyat istikrarını kontrol etmek amaçlanır. Parasal hedefleme stratejisinde merkez bankası, geniş para, parasal taban veya kredi büyüklüklerinin büyüme oranını hedeflemektedir. Bu nedenle merkez bankası parasal hedefleme için para kavramları arasında seçim yaparak hangisini kontrol etmesinin uygun

olacağına karar vermelidir. Merkez bankası bu seçim için iki temel özelliğe göre hareket etmektedir. Birincisi, söz konusu büyüklüğün hem ekonomik faaliyetler üzerinde etkili hem de para arzı ile ilişkili olması gerekir. İkinci olarak ise, seçilecek olan büyüklüğün merkez bankasının para politikasını yürütebilmesi amacıyla kullanabileceği tüm araçları içermesi gerekir (Takım, 2011: 22).

Parasal hedeflemenin, döviz kuru hedeflemesine göre en önemli üstünlüğü, merkez bankasına kendi para politikası ile kendi problemlerini başarma imkanı vermesidir (Özyurt, 2003: 278).

2.2.3.3 Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, basit anlatım ile merkez bankasının belirli bir dönem için hedeflemiş olduğu enflasyon oranını kamuoyuna deklare ettiği parasal rejimdir. Bir başka ve daha teknik bir tanımla enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının düşük enflasyon oranı için yapmış olduğu bir taahhüt şeklinde tanımlanabilir (Croce ve Kahn, 2000: 1-23). Belirtmek gerekir ki açık bir şekilde enflasyon hedeflemesinin deklare edilmesi açık enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanır. Oysaki enflasyon hedeflemesi kamuoyuna deklare edilmeden de yapılabilir. Bu durumda da örtük enflasyon hedeflemesinden bahsedebiliriz.

Merkez bankalarının birincil amacı fiyat istikrarını sağlamak ve bunu sürdürmektir. Enflasyon hedeflemesi de bu çerçevede, fiyat istikrarına ulaşabilmek amacıyla uygulanan ve tercih edilen bir politika haline gelmiştir. Ana politika aracının kısa vadeli faiz oranları olduğu enflasyon hedeflemesi rejiminin bazı temel özellikleri bulunmaktadır. Temel özelliklerinden birisi, merkez bankalarının, enflasyon hedeflemelerini önceden rakamsal olarak açıklaması ve hedefe ulaşmayı taahhüt etmesi sonunda da açıklanan hedeflere ulaşamaması halinde hesap vermesidir. Bir diğer özelliği de, merkez bankasının gelecekteki enflasyonu hedeflemesi yani bugünkü enflasyondaki sapmaları çok dikkate almadan belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturması ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmasıdır. Kamuoyu ile bilgi paylaşımı ve şeffaflık yüksek derecede merkez bankasına güven gerektiren bu rejimin önemli bir bileşenidir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçebilmek için bazı ön şartlar gerekmektedir;

- Merkez bankasının amacının fiyat istikrarı olarak belirlenmesi,
- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla merkez bankasının kullanacağı politika araçları yönünden bağımsızlığının sağlanması,
- Merkez bankasının mali baskınlığının minimum düzeyde olması,
- Ülke içerisinde gelişmiş bir finansal piyasa,
- Gelişmiş iletişim kanalları.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI KURALLARI

Merkez bankası belirlediği ekonomik hedeflere genel ve özel para politikası araçlarını kullanarak ulaşmaya çalışır. Fakat para politikaları, ekonomik hedeflere ulaşılmasını doğrudan sağlamamakta, merkez bankası tarafından birtakım hedef değişkenler üzerinde etkili olarak nihaî ekonomik amacın elde edilmesine çalışılmaktadır (Akdiş, 2006: 289).

Merkez bankaları para politikaları ülkelerin iç dinamiklerine ve yapılarına göre değişiklikler göstermektedir. Her ne kadar fiyat istikrarını sağlamak amacıyla çeşitli politikalar gündeme gelse de uzun vadede hedeflenen fiyat istikrarının yanında kısa vadede maliye politikalarını da destelemek adına, işsizlik, üretim gibi reel değişkenler ile faiz oranları ve döviz kurları da ikincil amaçlar olarak yer almaktadır.

Para politikasında hedefleme beş farklı göstergede yapılabilir. Bunlar, milli gelir, faiz oranları, döviz kurları, parasal büyüklükler ve enflasyonun hedeflendiği uygulamalar olarak gruplandırılabilir. Ekonomileri etkileyen şokların değişmesi (özellikle mal piyasasında) özellikle 1970'lerden sonra birçok ülkenin döviz kuru ve faiz oranını hedeflemeyi bırakmasına neden olmuştur. Özellikle enflasyonist ortamlarda faizlerin hedeflemesinin zorlaşması önemli sebepler arasındadır. Parasal büyüklüklerin hedeflemesi ise, fiyat istikrarı ile buna ulaşmada ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlıdır (Karasoy vd., 1998: 1-57).

Politika kuralları, ise hedefleme stratejilerinden farklı olarak merkez bankasının izleyeceği politikaların bir fonksiyon yardımıyla matematiksel olarak kurala bağlanmasıdır. Tepki fonksiyonları da denilen bu durum, birçok iktisatçıya göre anlaşılır ve sağlıklı bir yapı olmasının yanı sıra kullanılan değişkenler arasındaki ilişkiyi de matematiksel olarak göstermesi avantajdır. Aynı zamanda kurallar para otoritelerinin kendi yargılarına göre karar almalarını da engellemektedir. Kuralların bir başka avantajı olarak ta ekonomik birimlerin yürütülen para politikasının daha fazla tahmin edilebilir olması sebebiyle şoklara karşı çekincelerini azaltmakta politika uygulamalarının toplumsal maliyetini azaltmaktadır. Kurala göre politikaların aksine, merkez bankasının kurala bağlı kalmaksızın öngörülere ve mevcut konjonktür doğrultusunda serbest şekilde

kararlar aldığı duruma göre para politikası uygulamalarının ise, merkez bankası politikalarının ekonomik birimler tarafından tahmin edilebilirliğini azaltması nedeniyle ekonomik birimlerin verecekleri kararlarında belirsizliğe yol açtığı ve bu durumda etkin/uygun olmayan ekonomik gelişmeye neden olduğu düşünülmektedir (Kaytancı, 2008: 11-25).

Duruma göre politikalara bir örnek olarak yasaların merkez bankasına ekonomik büyümeyi sağlama görevi verdiğini ve görevi yerine getirebilmek içinde kullanabilecekleri politika araçlarını belirleme yetkisinin var olduğu bir durumda merkez bankası büyüme rakamlarına odaklanacak ve diğer tüm değişkenleri ikincil plana atabilecektir. Söz gelimi büyüme istenilen düzeyde gerçekleşiyor ise enflasyonun yükselmesi konusunda müdahale yapmakta istekli olamayabilir. Kurala uygun politikalar yürütülürken, merkez bankalarının kendi yargılarına göre politikalar yürütmeleri üzerinde sınırlamalar vardır. Çünkü kural, para otoritelerinin hareketlerini kural dahilinde belirlemeyi yani sınırlamayı ve böylece merkez bankalarının üzerindeki kontrolü içermektedir. Kurallar merkez bankaları tarafından alınan kararları direkt olarak sınırlayabilir. Örneğin, merkez bankasının parasal tabanı sabit bir düzeyde tutacağı bir kural olabilir. Böyle bir kural varlığında merkez bankaları kendi isteklerine göre davranmalarını sınırlayacağı anlaşılır. Kuralların içeriği ise çok basit olabileceği gibi daha karmaşık ve kompleks bir yapıda da oluşturulabilir (Dwyer, 1993: 3-13).

Para kuralları “beklentiler” ile de modellenebilir. Beklentilerden kasıt uyarlanmış (adaptif) ve rasyonel beklentilerin modellerde yer almasıdır. Uyarlanmış beklentiler: ekonomik birimlerin gelecekle ilgili beklentilerini, geçmişe bakarak şekillendirmesidir. Yani geçmiş tecrübeler ve bugünü dikkate almasıdır. Uyarlanmış Amerikalı iktisatçı Phillip D. Cagan tarafından geliştirilmiştir. Rasyonel beklentiler ise: ekonomik birimlerin gelecek ile ilgili beklentilerini, gelecek tahminleri ile belirlemesidir. Uyarlanmış beklentiler teorisine göre ekonomik birimler karar alırken önceki dönemki beklentileri ile gerçekleşen değer arasındaki farka bakar ve böylece ilerisi için beklentilerini sürekli olarak uyarlamasıdır. Rasyonel beklentiler hipotezinde kararlar ileriye dönük alınırken, uyarlanmış beklentiler ise geriye dönük bir yaklaşım vardır. Bu varsayımlar altında tasarlanacak kurallar da iki gruba ayrılabilir, uyarlanmış beklentilere göre tasarlanan para politikası modelleri “geriye dönük modeller” ve rasyonel

beklentilere göre tasarlanan para politikası modelleri “ileriye dönük modeller” olarak adlandırılır.

Politika kuralları ise genel olarak, belirli bir amacı gerçekleştirmek adına oluşturulan kurallar olan amaç kuralları ve önceden belirlenen hedeflere ulaşmak için kullanılan araç kuralları olarak ikiye ayrılır.

3.1 AMAÇ KURALLAR

Bernanke (2004) amaç kural uygulamasını merkez bankasının direkt olarak kontrol edemediği fakat para politikası araçları ile etkileyebildiği bir makroekonomik değişkeni, politika amacı olarak belirlemesi olarak tanımlamıştır. Bu kural tipinde amaç değişkeni ile ekonomik göstergeler arasında, amaca ulaşabilmek için ilişki kurulmaktadır. Bu nedenden dolayı, enflasyon hedeflemesi gibi amaç kuralları tam bir kural gibi düşünmemek gerekmektedir. Bunun yerine kısıtlanmış muhakeme ya da kural benzeri gibi bir kavram ile amaç kuralları tanımlanabilir (Kayhan, 2011:66).

3.1.1 Enflasyon Hedefleme Kuralı

Bir politika kuralı olarak tanımlanabileceği noktasında farklı görüşler bulunan, enflasyon hedeflemesi kuralı, merkez bankasının fiyat istikrarına sağlamak amacıyla uyguladığı bir stratejidir. Yine de kural gibi bir enflasyon hedeflemesi yapılmasının duruma göre enflasyon hedeflemesinden daha yürütülebilir olduğu görüşleri literatürde vardır. Çünkü, kurala dayalı olması halinde, ekonomik birimlerin yürütülen para politikasının daha fazla tahmin edilebilir olması sebebiyle şoklara karşı çekincelerini azaltmakta politika uygulamalarının toplumsal maliyetini azaltmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi kuralında herhangi bir ara hedef olmadan, doğrudan enflasyon oranı hedeflemektedir. Enflasyon hedeflemesi kuralında merkez bankası enflasyon için rakamsal bir hedef ilan ederek, hedefe ulaşma konusunda da güçlü bir taahhüt vermekte ve hedefe ulaşılamaması halinde nedenlerini kamuoyuna hesap vermeye yükümlü olmaktadır. Kural olarak enflasyon hedeflemesinin en temel özelliği, orta/uzun vade de enflasyon için verilen sayısal bir hedefin yanı sıra kısa vade de iktisadi şoklara cevap verebilmektir.

Enflasyon hedeflemesi kuralı aynı duruma göre enflasyon hedeflemesi gibi bazı özellikleri taşımaktadır;

- Enflasyon hedeflerinin (uzun, orta ve kısa vadeler) ilan edilmesi,
- Belirlenen hedeflere erişebilmek adına merkez bankasının açık taahhüdü,
- Para politikası uygulamaları sırasında kamuoyu ve finansal piyasalarla şeffaf iletişimin benimsenmesi ve taahhüt edilen hedeflerden şaşmalarda hesap verilebilirlik mekanizmasının çalışması bu sayede de ekonomide güven ortamının teşkili gereklidir (Mishkin, 2000: 105-109).

3.1.2 Fiyat Seviyesi Hedefleme Kuralı

Fiyat seviyesi hedeflemesinin temelinde daha önceden belirlenen bir fiyat seviyesi hedefi vardır. Belirlenen hedefin tutturulması gereği ve merkez bankasının hedefte yaşanacak sapmalara izin verilmeyeceği taahhüdü önceliklidir. Merkez bankası politika araçlarını daha önceden duyurulmuş orta vadeli fiyat endeksinin gerçekleştirilmesi amacıyla kullanır (Kahn, 2009: 35).

3.1.3 GSYİH Hedefleme Kuralı

Enflasyonun kısa ve uzun dönemde doğru olarak öngörülememesi ve para politikasının uzun dönemde yansız olması nominal GSYİH büyümesine yönelik politikaları gündeme getirmiştir. Bazı iktisatçılar bu tip bir politikanın daha başarılı olabileceğini savunmuşlar ve merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi yerine nominal GSYİH'nın büyüme hızını hedeflemesi gerektiğini söylemişlerdir (Kayhan, 2011:35-64).

3.2 ARAÇ KURALLAR

Araç kuralları daha önceden belirlenen makroekonomik hedeflere ulaşmak için kullanılan kuralları tanımlanabilir. Buna göre merkez bankası önceden makro hedefi belirler ve bunun için kullanacağı aracı seçer.

3.2.1 Friedman Kuralı

Friedman, optimum nominal para arzı büyüme hızını, optimum enflasyon oranını, optimum nominal faiz oranını araştırmıştır. Bu araştırmasına neden olan temel gerekçesi ise, Friedman bir girdi olarak reel para balansları miktarının ekonominin işleyiş etkinliğini ayrıca servet unsuru olarak bireylere sağladığı fayda düzeyini arttırdığını düşünmesidir. Fakat Friedman yalnızca reel para balansları talebi ile para arzı maliyetini kapsayan bir analiz geliştirmiştir. Friedman'ın işgücü arz fonksiyonu, tüketim fonksiyonu ve kamu borçlanmasına yer vermemesi eleştirilmiştir (Oğuz, 2008: 1-41).

Friedman kuralı, rasyonel beklentiler hipotezinden etkilenerek optimal parasal politika üretmek için geliştirilmiştir. Friedman kuralı sabit fiyat düzeyini hedeflemek yerine, parasal büyüklüklerin büyüme oranını hedeflemeyi önermektedir. Friedman'a para otoritesi, enflasyon ya da deflasyon sorunundan kurtulabilmek için, ılımlı para miktarı büyümesini sağlamalıdır Friedman hedeflenecek ılımlı büyüme oranının %3 ile % 5 arasında olabileceğini söyleyerek, ne olması gerektiği konusunda kesin bir rakam vermese de, 1959 yılındaki çalışmasında % 4 olarak belirtmiştir.

Friedman'a göre para otoritesi kontrol edemedikleri yerine kontrol edebildiği ekonomik değişkenleri kullanarak ekonomiye müdahale etmelidir. Eğer cari işsizlik oranı, faiz oranı gibi değişkenler politika kriteri olarak dikkate alınır, bu durum aynen bir uzay aracının yanlış yıldıza doğru rotasının belirlenmesi gibi olacaktır (Friedman, 1968: 1-17).

Friedman (1969) bireylerin para tutma kararını belirleyen faktörleri analiz ederek optimal reel para miktarını ortaya koymuştur. Friedman'ın analizinde paranın işlem yapma maliyetlerini düşürerek bireylere ve topluma yararı bulunurken vazgeçilen nominal faiz oranı şeklinde bir fırsat maliyeti bulunmaktadır.

Friedman kuralı, para arzı artışlarını düzenlerken, özellikle para talebindeki şoklara, para sistemindeki meydana gelen teknolojik ve düzenleyici değişikliklere karşı yetersiz kaldığı konusunda eleştirilmiştir (Gramlich, 1998: 107-127).

3.2.2 McCallum Kuralı

McCallum kuralında, parasal taban politika aracı olarak kullanmıştır ve nominal GSYİH'yi hedeflenmiştir. Kural kapsamında parasal taban aracılığı ile nominal GSYİH

belirlenen hedefine ulaşmaktadır. Ayrıca paranın dolaşım hızı dikkate alınmaktadır, çünkü, parasal taban dolasıım hızı tedrici olarak değişmektedir. Nominal GSYİH hedefi ile parasal taban hedefi, parasal dolasıım hızındaki değişim çok fazla olmadığı sürece kural gereği birbirlerine eşit olacaktır (Razzak, 2003: 445-457).

McCallum, parasal tabandaki artış oranı nominal GSYİH'yı hedeflenen değerine yakın değerler alacak şekilde ayarlanmasını önerir. Nominal GSYİH hedeflenen değerinin altında değerler aldığıında parasal taban artış oranı artırılmalıdır (McCallum, 1984: 388-391).

3.2.3 Meltzer Kuralı

Meltzer kuralına göre, iktisadi karar ekonomik istikrara yönelik uyguladıkları ihtiyarî para politikalarına yön vermek için bu tahminleri kullanması istikrarsızlığın daha da artmasına neden olacaktır. İktisadi karar birimlerinin temel amaçlarından birisi de üretici ve tüketicilerin belirsizliklerle karşılaşmamalarını sağlamaktır. Fakat tahminlere dayanarak gerek aktif gerekse pasif politika uygulamaları, belirsizliğin her zaman olmasına sebep olacaktır. Tüm bunlar dikkate alındığında Meltzer, tahminlere ihtiyaç duymadan uygulanabilecek, ekonomik büyüme ile diğer gelişmeler arasında arabuluculuk yapan bir politika kuralı önermiştir. Kural yıllık parasal taban büyüme hızını, parasal tabanın dolasıım hızı ortalama büyümesinin üç yıllık hareketli ortalamasının GSYİH'nın üç yıllık büyüme oranının hareketli ortalamasından çıkarılarak elde edilen orana eşitlemesidir. Üç yıllık ortalama almak mecburi değildir. Daha kısa ve daha uzun bir aralık kullanılabilir. Ancak üç yıl şokların geçici mi yoksa sürekli mi olduğunu öğrenmek için zaman verecektir. Kural tahminlere dayanmaz. Aynı zamanda sabit bir para arzı kuralının aksine beklenen fiyat seviyesini sabit tutar. Kuralın uygulanması ülke için beklenen enflasyonun sıfır olmasından geçer (Meltzer, 1987: 1-14).

3.2.4 Taylor Kuralı

Taylor kuralı, John Taylor tarafından geliştirilen, para otoritelerinin kısa vadeli faiz oranlarını belirlerken, enflasyon ve üretim seviyesindeki değişmelere göre nasıl değişiklikler izlenmesi gerektiğini gösteren para politikası araç kuralıdır. Para otoritesinin

ekonomideki değişikliklere nasıl tepki verdiğinin modellenmesi her zaman önemini koruyan bir konu olmuştur. Merkez bankaları da fiili politika hareketlerini tahmin etmeye yardımcı politika kuralları geliştirirler. Bu politika kuralları aynı zamanda tepki fonksiyon olarak adlandırılır. Tepki fonksiyonu para otoritesinin arz ve talep şoklarından kaynaklanan enflasyon ve üretimdeki dalgalanmaları para politikası araçları yardımıyla nasıl dengeye getirdiğinin özet bir ifadesi olarak ta tanımlanabilir.

1993 yılında Amerikalı ünlü iktisatçı John Taylor tarafından geliştirilen ve kendi adı ile anılan Taylor Kuralı; merkez bankalarının para politikalarını tepki fonksiyonu ile kurala bağlayan ve doğru para politikası kararları almak için başvuru olan bir kuraldır. Kuralın temelinde reel gayrisafi yurtiçi hasıla ve enflasyon oranı farkından etkilendiği düşünölen nominal faiz oranı vardır. Böylece kural kısa dönem faiz oranının temel araç olarak kullanılması durumunda bu oranın belirlenmesinde ekonomide gerçekleşen üretim ve potansiyel üretim arasındaki farklar ile gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon oranı arasındaki farkların dikkate alınmasını ve aynı yönde değiştirilmesi gerektiği mantığına dayanır. O zaman gerçekleşen üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyinin ve hedeflenen enflasyon oranı gerçekleşen enflasyon oranından fazla ise merkez bankası kısa dönem faiz oranını artırır böylece toplam talebin azalması beklenir. Bu öngörünün tersi de geçerlidir (Gögöl ve Songur, 2016: 21-41).

Para politikasının uzun dönemde değerlendirildiğinde reel değişkenler üzerinde etkisi yoktur. Ancak, merkez bankası kısa dönem faiz oranlarını nominal fiyatların aşağı yönde esnek olmaması özelliğinden yararlanarak ekonomik faaliyetleri etkilemek için kullanabilir. Gelişmiş ölkelerin kıs dönem faiz oranlarını kullanarak aldığı olumlu sonuçlar bu savı doğrulamaktadır. Örneğın, merkez bankası üretimin veya enflasyon oranının uzun dönem belirlenen hedefinden sapması durumunda, kısa dönemli nominal faiz oranlarını ile enflasyon veya üretimi etkileyebilmektedir. Hiç kuşkusuz söz konusu mekanizmanın işleyebilmesi kısa dönem faiz oranı ve ekonomik faaliyetler arasında bir ilişki varlığını gerektirmektedir.

Bu kapsamda, Taylor kısa dönem faiz oranı tepki fonksiyonu olarak ta adlandırılan, nominal faiz oranını (R), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapması (P -P*) ve üretim açığıının (y-y*) bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır;

$$R = a + b_1(P - P^*) + b_2(y - y^*) \quad (3.2.4.1)$$

(3.2.4.1) nolu denklemde üretim açığının ($y-y^*$) ve beklenen enflasyonun hedeflenenden sapması ($P -P^*$) katsayılarının pozitif olması beklenmektedir. Taylor orijinal çalışmasında geriye dönük gerçekleşmiş enflasyon olarak beklenen enflasyon oranını kullanırken, Clarida ve diğ. (1997) ileriye dönük gerçekleşmiş enflasyon olarak kullanmışlardır (Kesiyerli ve Yalçın, 1998: 1-6).

3.2.5 Parasal Durum Endeksi

Taylor kuralı, ekonominin mevcut koşullarına göz önünde bulundurularak faiz oranlarının belirlenmesidir. Prensip olarak fiyatların aşağı doğru yapışkan olması ve kısa vadeli faizlerin enflasyon oranı ile ilişkisinin, uzun dönem ilişkisinden daha yüksek olmasına dayanır. Fakat orijinal Taylor kuralının en karakteristik özelliği dışa açık büyük bir ekonomi için geliştirilmiş olması ve bu sebeple döviz kurunu toplam talebin bir belirleyicisi olarak görmemesidir. Böylesi bir varsayım Türkiye gibi gelişmekte olan ve döviz kurunun toplam talep üzerinde etkili olduğu gerçeği bulunan ülkeler için çok yerinde olmayacaktır. Dolayısıyla gelişmekte olan ve döviz kurunun etkilerinin bulunduğu ülkeler farklı kurallar kullanmak zorundadır. Taylor kuralının genişletilmiş versiyonlarında döviz kurunu da içeren modeller var olmakla birlikte araştırma konusu olan “Parasal durum Endeksi (MCI)” bu alanda önemli bir model olarak literatürde yer almaktadır. Parasal durum endeksi; faiz oranları yanında döviz kurunun da ayarlandığı kuralı ifade etmektedir. Yani, MCI dışa açık bir ekonomide, faiz oranlarının etkili olduğu gibi döviz kurunun da etkili olabileceği varsayımı ile, ekonomideki kısa dönem faiz oranı ve döviz kuru arasındaki değişiklikleri tek bir değişken olarak birleştiren politika kuralıdır.

Araştırmada da parasal durum endeksi Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomi için analiz edilecektir. Fakat bu analiz yapılırken iktisadi kırımlar özellikle dikkate alınarak, ileriye dönük bir parasal durum endeksi araştırılacaktır. Yani sadece uyarlanan (adaptif) beklentilerdeki gibi geçmiş değişkenlerden değil, rasyonel beklentiler yaklaşımındaki gibi beklenen değişkenleri de içeren bir model araştırılacaktır. Sonuç olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası için kullanılabilir bir para politikası kuralı geliştirilmiş olacaktır.

3.3 TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Araştırmanın bu bölümünde, araştırmanın bütünü tamamlayacağı için, Türkiye’de uygulanan para politikaları uygulamaları literatürden derlenmiştir. Bu amaçla 1980 öncesi (ekonominin dışa kapalı olduğu dönemler) ve 1980 sonrası dönem 2001 krizinin öncesi ve sonrası olarak araştırılmıştır.

3.3.1 1980 Öncesi Dönem Para Politikası

1980 öncesi dönem genellikle ülkenin ekonomik olarak dışa kapalı yada yüksek derecede kapalı olarak nitelendirilebilecek dönemdir. Yine bu dönem kendi içerisinde bir çok ekonomik kırılma ve önemli olayları içeren bir dönemdir. Örneğin, I. Dünya savaşı ve kurtuluş savaşı sonrası kurulan dengeler, 1929 büyük buhran, II. Dünya savaşı, Kore savaşı, asker, darbeler, petrol krizi vb..

Cumhuriyetin kuruluş dönemi, savaşlar nedeniyle, sanayinin gelişmediği, geleneksel ve geçimlik ekonomi tarzında tarımsal üretimin yaygın olduğu, yüksek dış borç (Osmanlıdan kalan) ile kamusal yatırımların zor yapılabildiği kısacası ekonomik açıdan zor şartların görüldüğü bir dönemdir (Akdiş, 2011: 457). Bu zor şartların hakim olduğu Cumhuriyet döneminin ilk yıllarında para arzı artışına önem verilmiştir. Para arzı artışının hedeflenmesindeki gerekçe, Türk Lirasına olan güveni yeniden teşkil etmektir. Fakat dışa kapalı ve korumacı ekonomi politikalarının geçerli olduğu bu dönemde para arzı artış politikası neticesinde Türk Lirası aşırı değerlenmiş bu defa ihracat zaten sınırlı boyutlarda iken daha da azalmış ve ithalata da talep artmıştır. Bir başka gözlenen durum döviz talebinin artması olmuştur. Özellikle dış ülkelere ödenen borçlar döviz talebinin artmasında en etkili faktörlerden birisi olmuştur. Hatta arttırılan gümrük vergileri dahi bu döviz talebinde azalma yaşatamamıştır. Tam da bu zor dönemlerde 1929 büyük bunalım yaşanmış ve zaten istikrarında sorun yaşanan Türk Lirasının istikrarı daha da bozulmuştur. Bu gelişmeler üzerine 25 Şubat 1930 tarihinde Türk parasının kıymetini koruma hakkında kanun çıkarılarak döviz üzerindeki devlet kontrolü sağlamak amaçlanmıştır (Akdiş, 2001: 350).

Dönemin para politikası açısından önemli gelişmelerinden bir tanesi de merkez bankasının kurulması olmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Cumhuriyetin ilanından 7 yıl sonra, 30 Haziran 1930’da kurulmuştur. Merkez bankasını kuruluş amacı

ülkenin ekonomik kalkınması desteklemek olarak belirlenmiştir. Merkez bankasına öncelikle banknot basma yetkisi verilmiştir. Ayrıca reeskont oranlarını belirlemeye, para dolaşımını kontrol etmeye, Türk Lirasını değerini korumak için tüm önlem ve uygulamaları gerçekleştirmeye yetkili kılınmıştır. Dönemin bir özelliği de sabit döviz kuru rejiminin uygulanmasıdır. Döviz kurlarını belirleme yetkisi ise hükümete aittir. 1930'lu yıllar bu gelişmeler içerisinde bağımsız merkez bankası anlayışının benimsenmeye çalışıldığı ve düşük enflasyon düzeylerinin sağlanabildiği yıllar olmuştur.

Bu dönemdeki bir başka önemli gelişmede ikinci dünya savaşı sürecidir. Savaşa girilmediği halde savaşın neden olduğu ekonomik ve sosyal sorunlar savunma masraflarını artırmıştır. Savaş yılları özel sektör kaynaklarının farklı yönlere kayarak verimli yatırımlar yerine spekülasyon kazançlarına yöneldiği, devletin yatırımlarının azaldığı, bankacılık alanında hiçbir gelişmenin olmadığı yıllardır (Parasız, 2003: 396).

1940 yılında kar oranları ve fiyat kontrolleri için Milli Korunma Kanunu yeniden uygulamaya konulmuştur. Para arzının genişlemesi bütçe açığı, KİT (Kamu İktisadi Teşebbüsü)'lerin finansmanı, hazine avansı ve fiyat desteklemeleri nedeniyle artarak devam etmiştir (Akdiş, 2011: 461).

Devlet savaşın neden olduğu sıkıntıları aşmak için emisyonla başvurmuştur. 1932 yılından 1946 yılına kadar tedavüldeki banknot miktarı artmış, bunun sonucunda döviz ve altın olarak karşılığı olmayan para miktarında artışlar görülmüştür. Türkiye'nin ekonomi politikasında, 1944 yılında toplanan Bretton-Woods kararlarıyla ABD' nin etkisi hissedilmeye başlamıştır. Daha sonra Truman Doktrini ve Marshall Planıyla birlikte, devletçilik politikalarından vazgeçilmesi, özel sektörün hızlandırılması istenmiştir. Bu dönemde Türkiye dış yardım ve dış borç almıştır (Akdiş, 2011: 461). Savaş yıllarında artan kamusal ihtiyaçlar, devletin tüketim malları piyasalarında büyük miktarda mal- hizmet satın alması iç fiyatların artmasına yol açmıştır. Ayrıca MB kamu kuruluşlarının kredi hacmini her yıl büyütülmüştür. Sağlam para politikaları uygulamaları savaşın da etkisiyle işleyemez duruma gelmiştir.

1950 yılı Türk siyasi tarihinde bir dönüm noktası olmuş ve demokrat partinin iktidara gelmesi ile liberal politikalar daha hızlı ve cesaretli bir şekilde uygulanmaya çalışılmıştır. Bu dönemde genişletici para politikaları uygulanmış, özel girişimin gelişmesi için çaba sarf edilmiştir.

1950 – 1960 yılları arasında başlayan yeni dönem, ithalatın yükselmesi, döviz fiyatlarının artması, kamu açıklarının finansmanı için emisyona başvurulması ve kalkınma çabalarının devlet gelirleri ile finansmanı için emisyona başvurulması ve kalkınma çabalarının devletin reel gelirleri ile finanse edilememesi, ekonomiyi bir istikrar paketi uygulama aşamasına getirmiştir (4 Ağustos 1958 kararları). Bu dönemde uygulanan para politikaları da, para ve kredi hacmini kontrol ederek ekonomik istikrarın sağlanmasında etkili olamamıştır (Akdiş, 2001: 354).

TCMB kaynaklarını kullanması adına çeşitli yasal düzenlemelerin yapıldığı dönem olan 1950’li yıllarda kamu açıklarının yoğun olarak finanse edilmeye başlandığı dönemdir. TCMB’nin kamu sektörüne açtığı krediler enflasyona neden olmuş ve 1960 yılının başlarından itibaren (planlı döneme de geçildiğinden) kontrollü para politikası dönemine geçilmiş, para politikasının amaçlarının plan hedeflerine uygun olarak saptanmasına çalışılmıştır. Bu dönem, fiyatlarda istikrarı ve büyümenin sağlandığı, TCMB’nin ekonomide parasal kontrolü gerçekleştirebildiği, para politikasının makro hedefler doğrultusunda kalkınma planları çerçevesinde yürütüldüğü bir dönem olmuştur (Ertuğ, 2007: 28).

1970’li yıllara Türk ekonomisi yüksek bir talep baskısı, ödemeler dengesi sorunu ve kamu sektöründe tasarruf açığı ile başlamıştır. 1970’li yılların başından itibaren çift hanelere çıkan enflasyon 1977 yılında itibaren hızlanmaya başlamış, parasal genişleme enflasyondaki artışı temel nedenlerinden birini teşkil etmiştir. 10 Ağustos 1970 tarihindeki devalüasyon sonrasında ödemeler dengesi bilançosunda önemli gelişmeler sağlanmasına rağmen 1973 sonuyla özellikle ham petrol fiyatlarında yaşanan hızlı artışlar, buna bağlı olarak gelişmiş ülkelerden ithal edilen sanayi malları fiyatlarını yükseltmeleri neticesinde dış ticaret hadlerinin ülke aleyhine dönmesine sebep olmuştur. Sanayi üretimi döviz kıtlığı ve elektrik kısıntılarının etkisi daralırken, aynı zamanda artan bütçe açığı ile kamu iktisadi kuruluşlarının finansman açıklarının, tarımda destekleme alımlarının TCMB kaynakları ile finanse edilmesi enflasyonu hızlandırmıştır. (Ertuğ, 2007: 29).

3.3.2 1980 – 2001 Arası Dönem Para Politikası

1980 sonrası dönem 24 Ocak 1980 kararlarıyla ekonomide bir kırılma anı ile başlamakta ve içerisinde yine; darbeler, krizler vb. olayları barındırmaktadır.

Dünyada finansal serbestleşme süreci olarak adlandırılan dönem, 1970'lerin ilk yarısından sonra IMF ve Dünya Bankası önerileri doğrultusunda benimsenen ‘İstikrar ve Yapısal Uyum’ programları ile önce ABD, Japonya, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde daha sonra diğer gelişmekte olan ülkelerde yayılmıştır. ‘Yapısal uyum programları’ adı verilen programların temelde üç hedefi bulunmaktadır;

- Piyasalarını serbestleştirmek,
- Ülkelerde makro ekonomik istikrarı sağlamak,
- Deregülasyon süreçlerini hızlandırmak (Gürbüz, 2006: 11).

Dünyada finansal serbestleşme konusunda söz konusu gelişmeler yaşanırken Türkiye 24 Ocak 1980 Kararları ile finansal serbestleşme sürecine girilmiştir. 24 Ocak 1980 kararlarından sonra uygulanan programda genel olarak mal, para ve döviz piyasasındaki fiyatların piyasa mekanizması tarafından oluştuğu kabul edilmiş, fiyatlar serbest bırakılmıştır. 24 Ocak kararları ile birlikte Türkiye serbest piyasa ekonomisi kurallarına dayalı, dışa açık bir modele geçerek, liberal iktisat politikalarını uygulamaya başlamış, bu çerçevede öncelikle 1981’de faiz hadlerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır.

24 Ocak 1980 istikrar paketinde Türkiye IMF ve Dünya Bankası ile yakın işbirliğine dayalı çalışmalara başlayarak dünya pazarına entegrasyonu gerçekleştirmek için harekete geçmiştir. Programda öncelikli olarak ödeme dengesizliklerini ortadan kaldırmak, enflasyonu indirmek, aynı zamanda Türkiye’nin önceki 20 yılda izlediği kalkınma stratejisini değiştirmek amaçlanmıştır (Öztürkler, 2006: 18).

Özetle, 24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye’nin ithal ikameci politika anlayışından vazgeçerek dünya ekonomisindeki gelişmelere entegre olarak liberal piyasa ekonomisini benimsemiş ve dışa açık büyüme anlayışına yönelmiştir (Tüleykan ve Bayramoğlu, 2016: 401-420).

Ekonomik açıdan bir dönüm noktası teşkil eden 24 Ocak 1980 kararları para politikası açısından da bir dizi yenilik getirmiştir. Bu tedbirler ile para politikasına önem verilmiş, enflasyon ana kaynağının tedavüle üretim anlayışıyla uyumlu olmayan ölçüde para çıkarmak olduğu kabul edilmiş ve önceden belirlenen bir plan dahilinde, disiplinli bir para ve kredi politikası izlenmeye çalışılmıştır (Demirgil, 1984: 25-32). Bu nedenle, 24 Ocak’ın ana esprisinin parayı güç elde edilen, kıt, zor bulunur bir meta haline getirmek ve böylece nakdi harcamaları kısmak olduğu söylenebilir (Akdiş, 2001: 359). Kararların

bir başka önemli noktası da sabit kur sisteminden çıkılıp merkez bankası yetkisinde günlük kur belirleme yoluna gidilmiş ve öncesine göre kur politikası esnekleştirilmiştir.

24 Ocak 1980 kararlarının alınmasıyla birlikte Türkiye ekonomisi, sıkı para politikası ile başlamış fakat 1984 yılı itibariyle yerini yeniden genişletici politika anlayışı benimsenmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2007: 356). 1983 yılında merkez bankası altın ve döviz rezervlerini de yönetmek konusunda yetkilendirilmiştir.

1986 yılı ve sonrasında Türkiye’de kamu açıkları finansmanında MB kaynaklarının kullanılmaması için kurumsal düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerden bazıları kamu ihaleli bono ve tahvil satışı, MB bünyesinde oluşturulan birim ile bankalar arası para piyasasının kurulması ve İMKB(İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)’nin açılmasıdır. Bu amaçla TCMB 1987 yılında açık piyasa işlemleri başlamıştır. Merkez bankası kamunun ve özel kesimin portföy yapısı doğrudan kontrol eden politikalar yerine, bankacılık sektöründeki toplan rezervleri kontrol etmek amaçlı politikalar uygulamaya başlamıştır (Parasız, 2003: 406).

Ayrıca bu dönemde, Merkez Bankası piyasaları ve ekonomik hayatı düzenlemek için doğrudan para politikası araçlarını kullanmayı tercih etmiştir. Böylece, faiz oranları ayarlamaları ile para arzı yönlendirilmeye çalışılmıştır. 1986 yılındaki önemli bir gelişme de merkez bankası kontrolünde bankalar arası para (BPP) piyasasının kurulmasıdır. Bankalar arası para piyasası ile ticari bankalar, merkez bankası güvencesinde aralarında nakit ihtiyaçlarını gidermişlerdir. Bankalar arası para piyasası ile kaynakların etkin kullanılması ve denetimi arttırmak amaçlanmıştır (Orhan ve Erdoğan, 2007: 357). Böylece merkez bankası, Bankalararası para piyasasının kontrolü ve piyasada aracılık işlevlerini üstlenmiş bu sayede faiz oranı ve işlem hacmini izleme piyasadan da istediği sinyalleri alabilecek konuma gelmiştir (Ertuğ, 2007: 31).

1988 yılına enflasyon oranı artmış ve %70 seviyelerine kadar çıkmıştır. Yüksek enflasyon sebebiyle yeni ekonomik tedbirler alınması zorunlu hale gelmiştir. Söz konusu tedbirler ile büyüme oranının düşmesi ve yatırımların yüksek faiz oranları ile azaltılması göze alınmıştır. Ayrıca, yurtiçi döviz talebinin kısılması ve ithalatın azalması amacıyla ithal teminat oranları arttırılmıştır. Ayrıca karşılık oranları yükseltilecek bankanın kredi verilebilir fonları ve kredi hacmi daraltılmıştır (Pirimoğlu, 1991: 2009)

1989 yılında merkez bankası ile Hazine arasındaki anlaşmayla kısa vadeli avanslara kısıtlama getirilmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle beraber ekonomide para

arzını sermaye giriş çıkışlarına göre döviz rezervleri belirlemeye başlamıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle döviz cinsinden borçlar hızla artmıştır. Bundan dolayı 1989 yılı sonrasında para politikaları temel olarak döviz cinsinden borçları azaltmaya yönelik olmuştur. Kambiyo rejiminde devam eden serbestleşme adına merkez bankası bünyesinde Bankalararası Döviz ve Efektif Piyasasının kurulmuştur (Oktayer, 2009: 73-100). 1989 yılında çıkarılan “32 Sayılı Karar” ile döviz ve efektif hareketlerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Böylece Türk Lirası için konvertibiliteye geçilmiş ve yerleşik olmayanlara da ülkede döviz mevduat hesabı açabilme imkanı sağlanmıştır (İnan, 2001: 3-20). Yapılan politikalar sonucunda, iç talep artmış, kamu açıkları da azalmaya başlamış ve kısa vadeli sermaye girişleri artmıştır. Fakat kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması, rezerv artışlarına o da parasal genişleme ile tekrar enflasyon artışına yol açmıştır. Bu defa enflasyonist baskıları azaltmak amacıyla merkez bankası açık piyasa işlemlerine başvurmuş bunun sonucunda da faiz oranları yükselmiştir.

1990 yılında merkez bankası politika uygulamalarında köklü bir değişikliğe gitmiş ve para politikası kararlarının kamuoyu ile paylaşılacağını açıklamıştır. Aynı zaman da ara hedefleme stratejisi uygulanacağını ve programa mutlaka bağlı kalınacağını açıklamıştır. 1990 yılı parasal politikasında merkez bankası toplam iç yükümlülükler, toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası üzerine hedefler belirlemiştir. Söz konusu politikalar ile para piyasasında istikrar sağlanabilmiştir.

1991 yılında ise hesapta olmayan dışsal bir etki özellikle döviz üzerinde ciddi baskı yaratmış buda Merkez Bankasının hareket kabiliyetini kısıtlamıştır. Bu dışsal etki Körfez savaşıdır. Sadece savaş bu dönemde olumsuz etki yaratmamış iç sorun olarak ta istikrarsız hükümetler, erken seçimler ve terör ülkeyi olumsuz etkilemiştir. İşte tüm bu sorunlar merkez bankasının sadece Türk lirası ve dövizde istikrarı sağlama çabasına yöneltmiştir. 1991 yılında Körfez Krizi etkisiyle politik bakımdan erken seçim kararı alındı. Erken seçim kararının ardından yaşanan belirsizlikler nedeniyle para programı uygulanmamıştır. TL ve döviz mevduatında yaşanan çekilmeler kur ve faizleri yükselterek rezervleri azaltmış, Körfez savaşının neden olduğu belirsizlik piyasaları olumsuz etkileyerek kurlar üzerinde baskıya neden olmuştur. Bu dönemde azalan döviz rezervi ve artan iç borç yükü, MB'nin para programından vazgeçmesine, TL ve döviz piyasalarında istikrara yönelmesine yol açmıştır. Ayrıca rezerv parada büyümeyi kontrol etmek istemiştir (Karataş, 2000: 138).

1992 yılında merkez bankası yeni bir parasal program ilan etmiştir. Programda büyüme hızı için belirlenen alt ve üst sınırlar ilan edilmiştir ve dört değişken hedef olarak belirlenmiştir. Bu değişkenler merkez toplam iç varlıklar, bankası parası, iç yükümlülükler ve bilanço büyüklüğüdür. Amaç ise, piyasada istikrarı sağlamak ve merkez bankasının yükümlülüklerini azaltmak olmuştur. Fakat kamu açıkları kontrol edilememiştir (Karataş, 2000: 131-153).

1991-1995 ekonomide iyileşmelerin sağlanamadığı hatta daha kötüye gidildiği ve sonraki dönemlerde gerçekleşecek krizlerin etkilerinin hissedildiği yıllar olmuştur. Özellikle bütçe disiplini sağlanamaması merkez bankası kaynaklarını olumsuz etkilemiş ve bu sebeple de para politikaları etkili bir biçimde uygulanamamıştır. 1991 yılı sonrasında özel sektör üzerinde dışlama etkisi yaratmıştır. Artan yurtiçi faiz oranları karşısında bazı sektör kuruluşlarının para ve finans piyasalarından dışlanmaya başlaması 1993 yılından sonra söz konusu kuruluşların tepkisini çekmiştir. Özel sektörün istediği, faiz oranlarının düşük olmasıydı. Döviz kurları eskiye göre düşük olmadığından kısa vadeli dış kaynak kullanımı etkisini yitirmiş, bu durum MB'nin dış varlıklarında azalma olarak kendini göstermiştir (Parasız, 2002: 380-381).

1994 yılında önemli bir gelişme olarak 5 Nisan günü "Olağanüstü İstikrar Tedbirlerini" açıklayan hükümeti "Ekonomik Önlemler Uygulama Planı" adındaki program dâhilinde bir dizi karar aldı. Bu kararlarda amaçlanan, enflasyonu düşürmek, TL'ye ve ekonomiye istikrar kazandırmak, ihracat artışı sağlamak, kamu açıklarının düşmesini sağlamak kamunun ekonomideki rolünü ve örgütlenmesini düzenlemektir. Alınan 5 Nisan kararları, ücret ve maaşların dondurulmasını öngörmüştür. Bu kararlarda kamu harcamalarını denetim altına almak ve kamu gelirlerinin artmasını sağlamak için yapılan düzenlemeler yer almaktadır. Kararlar arasında, öncelikle Türk Lirasının döviz cinsinden değerinin düşürülmesi kararlaştırılmıştır. Devamında hazineye kullandırılan kısa vadeli avans kullanım oranları; 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6 ve 1998 yıl dahil sonrası için %3 olarak belirlenmiştir (Parasız, 2003: 408-409). Bu durum açık finansman olgusunun ortadan kalkmasına ortam hazırlanmıştır. Merkez bankasının özerkliğini artırmak maksadıyla hazine ve diğer kamu kuruluşlarının merkez bankası kaynaklarına başvuruları azaltılmaya çalışılmış; bu çerçevede Türk Lirasının değerini düşürme, ek vergiler konulması, kamunun cari ve transfer harcamalarında kısıtlamalar

yapılması, mali piyasalarda istikrar sağlanması, mali sisteme yönelik güveni korumak üzere kurumsal ve yasal düzenlemeler gibi önlemler alınmıştır (Parasız, 2003: 408-409).

1994 Krizi öncesi dönemde Türkiye, zayıf kamu maliyesi, cari işlemler açığı, aşırı değerli yerli para, siyasi kırılabilirlik ve zayıf finansal piyasa en belirgin ekonomik özelliklerdir. Fakat krizin esas kaynağı olarak para politikası hataları gösterilebilir. Özellikle 1993 yılındaki devlet iç borçlanma senedi (DİBS) ihalelerinde faizlerin yükselmesini engellemek için çeşitli girişimler yapmıştır. Yine bu dönemde kamu açıkları merkez bankası kaynakları ile finanse edilmeye çalışılmış ve merkez bankasının mali baskınlığı artırılmış böylece para potkalarının etkinliği azalmıştır. Bu iki politika döviz talebinin sürekli artmasına neden olmuş buda krize neden olmuştur (Akçay, 1997: 103).

Türkiye'nin, 1996 yılına siyasi istikrarsızlık ve seçimin ekonomide belirsizlik yarattığı ortamda, IMF uygulanan yapılan stand-by anlaşmasının da sona ermesi, ekonomik belirsizlikleri daha da arttırmıştır. Bu sebeplerle merkez bankası söz konusu dönemde piyasalarda istikrar ve enflasyonun düşürülmesi yönünde politikalar uygulamıştır. Bu kapsamda iç varlık artışları sınırlanmış ve dış varlık artışı karşılığında yerli para yükümlükleri arttırılmıştır. Aynı zamanda merkez bankası bilançosunu koruma yoluna gitmiş ve döviz kurlarını sürekli gözetim altında tutmuştur (TCMB, 1996: 65).

1997 yılında merkez bankası ana politika aracı olarak, parasal büyüklükleri kontrol etmek için, rezerv para oranı seçmiştir. Fakat ülke içerisinde yüksek derecede seyreden iç borç stoku ve bütçe açıkları merkez bankasının rezerv para üzerindeki etkisini azaltmıştır. Rezerv para artışının kaynağı kamu finansmanı ile ilgili olması nedeniyle enflasyon oranı üzerindeki etkisi, döviz satın alınarak sağlanan rezerv para artışının enflasyon oranı üzerindeki yaratacağı etkiden fazla olacaktır (Gül, 2006: 106).

1992-1998 arasında Türkiye'de uluslararası finansal serbestleşme hareketleriyle para hareketleri sonucunda faiz oranı dalgalanmalarının etkisine girmiştir. Genel olarak kamunun borçlanması artmıştır. Ayrıca vadesi gelen borçların ödenmesi için yeniden borçlanmada yükselişler görülmüştür. Borçlanma faiz oranları artmış ve para ikamesinin önlenmesi, yerli para cinsinden tasarrufların döviz bulundurmaya kıyasla özendirilmesi için faiz oranları yükseltilmiştir. Devalüasyon ve kriz beklentileri yüksek faizlere rağmen döviz tutmayı engellememiştir. Bu nedenle faiz, Türk Lirası ile döviz arasında talebe bağlı hale geldiğinden reel yatırımlarda politika aracı olarak kullanılmaktan vazgeçilmiştir. 1990'lı yılların başından itibaren piyasaya yüksek miktarda yabancı

sermaye giriş çıkışının sağladığı dalgalı büyüme 1997-1998’de kişi başına düşen geliri zirveye taşımış ve cari işlemler açığında artışa neden olmuştur. Enflasyonun hızlanması yurtiçi ve yurtdışı borçların yoğunluğunu artırmıştır. Yabancı sermayenin ekonominin dalgalı duruma gelmesine, 2000’li yıllara bu birikimle devredilmesine neden olmuştur.

1999 yılında ise, Adapazarı ve Düzce depremleri zaten sorun yaşayan ekonomi açısından büyük bir darbeye sebep olmuştur. Depremlerin yarattığı tahribat özellikle ülkenin ekonomik açıdan en önemli bölgesi olan Marmara Bölgesinde olması olumsuz sonuçları büyütülmüştür.

2000 yılının başında “Enflasyonu Düşürme Programı” oluşturulmuştur. Programın üç temel özelliği bulunmaktadır. Bunlar; yapısal reformların gerçekleştirilmesi, sıkı maliye politikası uygulamalarıyla faiz dışı fazlanın artırılması ve deregülasyon çabaları. Bu dönemde merkez bankası da enflasyon hedefiyle uyumlu gelirler politikası ve düşük enflasyon hedefine odaklanmış para ve kur politikaları belirlemiştir. 2000 yılında sabit kur rejimi kapsamında, kur sepetinin alacağı günlük değerler 1 yıl ve her ay için önceden kamuoyuna açıklanmıştır (TCMB, 2000: 13). Buna rağmen döviz kuru riski ortadan kaldırılamamıştır. Oysaki merkez bankasının ana hedefi önceden tahmin edilebilir değerlerle özellikle yabancılar için belirsizlik ortamının ortadan kaldırılması ve yatırımların artırılmasıydı (Yelda, 2001: 157-174). Yine de nominal faiz oranlarında yaşanan düşüşler ülkeyi büyüme sürecine tekrar sokmuştur. Ayrıca Türk lirası değerlenmeye başlamıştır (TCMB, 2000: 14).

Böyle bir ortamda yaşanan deprem felaketinin de etkisiyle, başta bankacılık kriz ile birlikte tüm finansal piyasa olumsuz etkilenmiş, ödemeler bilançosu açıkları artmış ve yapılan yapısal reformlar amaca ulaşmamıştır. Bu süreç Türkiye’yi 2000 Kasım krizine sokmuştur (Şimşek, 2007: 57-68).

Kasım 2000 krizinin devamı olan 19 Şubat 2001 krizi ise döviz krizi olarak başlamıştır. IMF destekli programda sabit kur yanında finansal serbestleşme uygulamaları şirket ve bankalara olumsuz yansımaya gitmelerine sebebiyet vermiştir. Gecelik repo faizleri ilk gün %1500 ikinci gün %7000'lere çıkmış ve MB 6 milyar dolar satmak zorunda kalmış, gecelik repo faizi ortalama %4018 seviyesine düşmüştür.

Türkiye ekonomisinde bankacılık sektörünün kırılganlığı yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizlerinin önemli nedenini oluşturmaktaydı. Kriz sonrası kamu

borçlarının artmasında bankacılık sektörünü kurtarma planlarının etkisi görülmüştür. Bankacılık sektörünün zayıf olması para politikalarının etkinliğinin sınırlı kalmasına yol açmıştır. MB krizden önce uygulamış olduğu parasal hedefleme rejimi uygulamasından vazgeçmiştir. Daha sonra açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına yönelmiştir. Dönemin kur rejimi ise dalgalı kur rejimiydi (Oktar ve Dalyancı, 2011: 8).

25 Nisan 2001 tarihinde ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda önemli değişiklikler yapılmıştır. Değişiklikler ile hükümetin ekonomik büyüme ve istihdam hedeflerini desteklemek kaydıyla, merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve fiyat istikrarını korumak olarak belirlenmiştir. Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla da kullanılacağı araçlar yönünden bağımsız hale getirilmiştir.

3.3.3 2001 Sonrası Dönemde Para Politikası

Art arda yaşanan iki mali krizin ardından yapılan ciddi yapısal reformların temel kaynağı olarak Mayıs 2001'de uygulamaya giren “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” gösterilebilir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, özelleştirme, kamu maliyesi, bankacılık ve finansal sistem değişiklikleri, para politikası değişiklikleri gibi birçok alanda tedbiri içermektedir. Merkez bankasının bu program ile özerk bir yapıya kavuştuğunu söyleyebiliriz (Eroğlu, 2009: 23-42). Yeni politikalar doğrultusunda merkez bankası için enflasyon hedeflemesi rejimi seçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında da kısa vadeli faiz oranları ana araç olarak belirlenmiştir.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının orta vadeli amacı iyi (etkin) işleyen bir bankacılık sisteminin meydana getirilmesi, bu çerçevede kamu bankalarının yeniden yapılandırılmasıdır. Bu yapılandırma programında başarı sağlanamadığından IMF ile 2002 yılında başlayan ve 3 yıl sürecek olan stand-by anlaşması imzalanmıştır. Programda yer alan örtük enflasyon hedefi para politikası için yeni bir özelliktir. Örtük enflasyon hedeflemesinden kasıt merkez bankasının hedeflediği enflasyon oranını deklare etmemesi değil deklare ettiği enflasyon hedeflemesine ulaşmak için uygulayacağı araçlar hakkında önceden kamuoyu paylaşımında bulunmamasıdır.

Bu dönemde meydana gelen bir olumsuzlukta 11 Eylül saldırıları ile Stand-by anlaşmasının uygulanabilirliğini zorlaştırmıştır. Bu defa daha güçlü kaynaklarla desteklenen yeni bir stand-by anlaşmasına ihtiyaç duyulmuştur. IMF'ye sunulan niyet mektubu ile 2002-2004 yılları için yeni bir anlaşma talep edilmiştir. Yeni programda

enflasyon oranının kademeli olarak 2004 yılı sonunda %12'ye kadar indirmek öngörülmüştür. Programda parasal tabana yönelik hedefler olsa bile daha sonra enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşulların oluşmasıyla resmi enflasyon hedeflemesine geçileceği vurgulanmıştır (Doğan, 2011: 49).

Krizin ardından Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile merkez bankası, uyguladığı döviz kuru hedefleme stratejisinden vazgeçip, 2005 yılına kadar örtük enflasyon hedeflemesi (parasal hedefleme), 2006 yılından sonra ise, açık enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamıştır.

2002 yılında merkez bankası enflasyon hedeflemesi doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını değiştirebileceğini duyurmuş ve makro hedeflerle uyumlu olarak parasal hedefleme politikası yapmıştır. Enflasyon hedeflemesi örtük enflasyon hedeflemesi şeklinde uygulanmıştır. Enflasyon hedefi %35, büyüme oranı ise %3 olarak öngörülmüştür. 2002 yılı politikalarının gerekçeleri finansal ve makro ekonomik istikrarı sağlamak ve gerçekleştirilen yapısal reformlarda ilerleme sağlamaktır (TCMB, 2002; 14-15).

İstikrarlı politikalar sonuç vermiş ve 2002 yılında gerçekleşen %7,9 oranındaki büyümenin ardından, GSMH 180,892 milyar dolar olmuştur (2004 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı, 2004: 3). 2002 yılının merkez bankası açısından en büyük kazançlarından bir tanesi ekonomik birimler üzerinde tekrar güven ortamını sağlamaya başlaması olmuştur.

2003 yılında da Merkez Bankası, temel politika aracı olarak, enflasyon hedeflemesi rejimine uygun olarak kısa vadeli faiz oranlarını belirlemiş ve etkin bir şekilde kullanmaya çalışmıştır. Gecelik faiz oranları %26 seviyesine, enflasyon oranı ise hedeflenen bant aralığında gerçekleşmiştir. Ayrıca, bu dönemde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında belirlenen tüm parasal ve makro ekonomik hedeflere ulaşılmıştır (Yeşildağ, 2015: 115).

Merkez bankası 2004 yılında %12 enflasyon hedefi belirlemiş ve yine kısa vadeli faiz oranını temel araç olarak kullanmıştır. Ayrıca bu dönemde yakın bir zamanda örtük enflasyon hedeflemesi rejiminden açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceğinin sinyallerini vermiştir. Politika açısından başarılı geçen 2004 yılında hedeflenen bütün parasal hedeflere ulaşılmıştır. 2004 yılında merkez bankası sadece kısa vadeli faiz

oranlarında fazla revizeler gerçekleştirmiş ve toplamda dört kere indirime giderek %12,5 evyesine kadar çekmiştir (Sarı, 2007: 1-21).

Merkez bankası, güçlü ekonomiye geçiş programı kapsamında 2005 yılına kadar başarı politikalar gerçekleştirmiş, hemen hemen koyulan tüm hedeflere ulaşmış özellikle de ekonomik birimler üstünde yeniden güven unsurunu oluşturabilmiştir. Dalgalı döviz kuru rejimi ve enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmiş ve merkez bankasının bu politikalar doğrultusunda devam edeceği yönünde kesin kanaat ekonomik birimlerde oluşmuştur. 2005 yılında merkez bankası, gerekli teknik ve kurumsal altyapının sağlandığını belirterek, kademeli şekilde örtük enflasyon hedefini terk ederek yıl sonunda yani 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini deklare etmiştir. Açık enflasyon hedeflemesi rejiminin vazgeçilmezi olarak iletişim politikası yeniden dizayn edilmiştir. Yine bu dönemdeki önemli bir karar da önemli bir karar Türk Lirasından altı sıfırın atılması olmuştur. Altı sıfır atılması Türk Lirasına yeniden itibr kazandırmıştır. 2005 yılı genelinde döviz piyasasında dalgalı kur rejimi uygulaması devam etmiştir (TCMB, 2006; 73).

2006 yılından itibaren merkez bankası açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Merkez bankası açık enflasyon hedeflemesi rejiminde kamuoyunun kavraması açısından enflasyon hedefini, nokta hedef olarak uygulamaktadır. TÜFE üzerinden belirlenen enflasyon hedefi üç yıllık bir zaman dilimi için hükümetle ortak olarak tahmin edilmektedir. MB nokta hedef yürütülmesinde sapmalara karşı alt ve üst sınır belirlemede, enflasyon oranı bu sınırlar içinde gerçekleşmediğinde hesap verme yükümlülüğünden dolayı hükümete açık bir mektup yazma zorunda kalmaktadır. TCMB kanununun 42. maddesinde “Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir. Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar” denilmektedir.

2006-2008 yılları arasındaki dönemde merkez bankası belirlediği enflasyon hedeflerine ulaşamamıştır. Hatta her söz konusu dönemlerde hedef aşılmıştır. Hedeflere ulaşılmamasının sebepleri ise merkez bankasının kontrol sınırları dışındaki unsurlar olmuştur. Üç yıl üst üste hedef aşılması enflasyon hedeflemesi rejimine güven

sarsılmıştır. Özellikle 2008 yılında ABD merkezli meydana gelen küresel krizde merkez bankası güven kaybetmiştir. Çünkü kriz dönemlerinde enflasyon kontrol edilmesi ve başarı sağlanması ekonomik birimlerce önemli bir göstergedir. Fakat sadece Türkiye değil ilgili dönemde gelişmekte olan birçok ülkede hedefler tutturulamamıştır.

2009 krizinin ilk yarısında küresel krizin fiyatlar üzerindeki etkisi aşağı yönlü olmuştur. Enflasyon beklentilerin altında gerçekleşmiştir. Aynı zamanda yaşanan krizin yakın tarihe ilişkin örneğinin olmaması küresel ölçekte uygulanan para politikası önlemlerini geçmişe göre değerlendirilmesi mümkün olmamıştır. Kriz sonrası para politikası uygulamalarında nicelik olarak genişleme yaşanmadığından oluşabilecek riskler azalmıştır (TCMB, 2009; 3). TCMB'nin faiz tedbirlerinin bu dönemde başarılı olduğu gözlenmiştir. Bu sayede düşük faiz oranları ile kredilerin bilanço payında artışlar sağlanmıştır. Dünyanın da toparlanma konjonktürüne girmesiyle yabancı yatırımlarda da artış gözlenmiştir (Sözer, 2013: 56).

2010 yılının son çeyreğinden itibaren uygulanmasına başlanan yeni para politikasında merkez bankası, kriz sonrası dönemde aldıkları kararlarda öngörülebilirlik derecesini kullanmıştır. Amacı ülke ekonomisinin dış şoklara karşı dayanıklılığını artırmak olmuştur. Merkez bankası ortalama fonlama faizini günlük likidite yönetimi araçlarını kullanarak faiz koridorunun gecelik borç verme borç alma faizleri arasında oluşan farktaki herhangi bir noktada oluşturabilmektedir. Buradaki esnekliği bir sonraki para politikası kurulu toplantısını beklemeden günlük olarak yeniden düzenleyebilmesidir (TCMB, 2012; 13). 2010 yılında kriz döneminden çıkış stratejisi çerçevesinde o dönemde etkin olarak kullanılan piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması şeklinde arz edilmekte olan miktar kademeli olarak azaltılmaya başlanmış ve teknik faiz ayarlaması operasyonlarına gidilmiştir. Para politikası kurulu Kasım ayında verdiği karar ile gecelik borçlanma faizlerinin 400 baz puan indirerek borçlanma faizleri ile borç verme faizleri arasındaki farkın artırılmasına karar vermiştir. Böylece kriz döneminde devreye sokulan likidite arttırıcı önlemler geri çekilerek, fazla likiditeyi çekmek için zorunlu karşılık oranlarını arttırmıştır.

2011 yılında, özellikle avro bölgesinde krizden kalan borç ödeme sorunları sebebiyle bankacılık sektörü zorlanmıştır. Yine bu dönemde kriz sonrası Dünyada toparlanma devam etmiş fakat gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasında ayrışma sürmüştür (TCMB, 2012: 29). Söz konusu belirsizlik ortamında merkez

bankası faiz koridorunu ile yurt dışı kaynaklı kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlandırmasını sağlamış ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önüne geçebilmek için rezerv opsiyonu mekanizmasını kullanmıştır. 2011 yılında faiz oranları da artış göstermiş, enflasyon oranı ise çift haneli rakamlara ulaşmıştır (TCMB, 2011: 3). Küresel kriz şunu göstermiştir ki para politikası başarısı için fiyat istikrarının yanında finansal istikrar da önemlidir. Bu sebeple merkez bankası da finansal riskleri ortadan kaldırmak amacıyla yeni bir politika stratejisi oluşturmuştur. Yeni strateji kapsamında, fiyat istikrarından sapmadan, finansal riskleri azaltacak politikalar geliştirilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda da ana politika aracı kısa vadeli faiz oranlarının yanında Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), zorunlu karşılık oranları, vadeli para piyasası faizlerine ek olarak faiz koridoru ve diğer likidite politikaları uygulanmaya başlanmıştır.

2012 yılında son iki yılda uygulanan kararlı politikaların bir sonucu olarak, döviz kurundaki aşırı değerlenme baskısı azaltılmış ve kredi büyüklüğü iyi seviyelere taşınmıştır. Merkez bankasının tekrar başarıyı yakalaması, finansal ve makro ekonomik risklerin azalmasına sebep olmuştur. Fakat her ne olursa olsun merkez bankası fiyat istikrarı politikasından taviz vermemiştir (TCMB, 2012: 89). 2012 yılı enflasyon hedefide belirlenen bant aralığında gerçekleşmiştir (Yeşildağ, 2015: 119).

2013 yılında ilk yarısında, merkez bankası esnek para politikası uygulamalarına, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi sebebiyle devam etmiştir. 2013 yılında kısa vadeli faiz oranları düşük seviyede belirlenmiştir. Faiz oranlarını düşük tutulmasının ana sebebi, sermaye akımlarının artması ile kredi büyümesidir. Çünkü böyle bir durumda finansal istikrar üzerindeki riskleri dengelemek gerekmektedir. Bu dönemde merkez bankası döviz rezervlerini de artırarak makro tedbirleri uygulamaya devam etmiştir. 2013 yılı ilk yarısı kontrollü bir şekilde iç ve dış talebin dengelenme sürecinin yaşandığı bir yıl olmuştur.

2013 yılı ikinci yarısında ise, Dünyadaki finansal piyasalarda yaşanan belirsizlik Türkiye'yi de etkilemiştir. Bu belirsizlik ortamından Türkiye de sermaye kalemlerinde çıkışlar yaşanmıştır.

2014 yılında krediler büyümeye devam etmiştir. Bu kapsamda özellikle ticari krediler kanalıyla küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde artışlar gözlemlenmiştir. Merkez bankası bu dönemde para politikasındaki kararlı duruşundan vazgeçmemiş ve sonuçlarını özellikle gıda dışı enflasyonda düşüşle almıştır. Gıda

fiyatları 2014 döneminde beklenmedik kötü hava koşulları sebebiyle artmış ve yıl sonu enflasyon oranını olumsuz yönde etkileyerek hedefin aşılmasının ana sebebi olmuştur.

2015 yılı para politikası açısından ABD merkez bankasının faiz kararına dair belirsizlikler nedeniyle zor bir yıl olmuştur. Bu belirsizlik merkez bankasının ilave tedbirler almasına neden olmuştur. Bu amaçla da finansal istikrarın bozulmasını engellemek ve istikrarını desteklemek amacıyla döviz likiditesini dengelemeye çalışmıştır (<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/tr/m-2-1-1.php> (29.10.2016)).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

PARASAL DURUM ENDEKSİ (MCI)

4.1 PARASAL DURUM ENDEKSİNİN GENEL YAPISI

Altın standardının geçerli olduğu yıllarda para politikası uygulamaları, sadece sabit bir altın paritesinin uygulandığı katı bir kural niteliğindedir. İkinci dünya savaşından sonra, büyük bunalımında etkisiyle, Keynesyen politikalar popüler hale gelmiş ve uygulanmıştır. Keynesyen politikalar duruma göre politikalar niteliğinde uygulanmıştır. 1970'lerden sonra ise, özellikle 1980 yılına kadar, duruma göre politikaların başarı oranları düşmüş ve dünya bu defa enflasyon sorunu yaşamaya başlamıştır. Enflasyon ise o dönemlerde ekonomik durgunluk ve krizleri beraberinde getirmiştir. Bu süreç içerisinde etkinlikleri geliştirilecek yönleri tartışılmaya başlayan para politikası teorileri, kurallar olarak adlandırılan ve politikanın belirli bir fonksiyonel yapı ile kurala bağlanması olan, politikalar şeklinde uygulanması iktisatçılar tarafından incelenen bir alan haline gelmiştir (Kaytancı, 2008: 11-25). Politika kuralları bir başka adıyla “tepki fonksiyonları” olarak ta adlandırılmaktadır. Politika Kuralları sadece büyüme, enflasyon vb. belirlenmiş değişkenleri içererebileceği gibi, döviz kuru gibi geleceğe dönük değişkenleri de içerebilir (Süslü ve Dişbudak, 2012: 67-85). Bu haliyle kural; bir fonksiyon yardımıyla, tutarlı ve tahmin edilebilir olarak oluşturulan sistematik bir karar sürecidir. O zaman para politikası kuralı da, merkez bankaları tarafından uygulanan para politikasının bu prensiplere göre oluşturulmasıdır (Poole, 1999: 3-12).

Söz konusu kurallar (tepki fonksiyonu), para politikası yapılırken kullanılacak araçlarda kullanım ve araç yönünden yapılacak değişikliklerin tahmin edilebilir olmasını sağlamaktadır. Bu belirgin özelliğinin yanı sıra tepki fonksiyonu şeklindeki kurallar, merkez bankalarının, dışsal ekonomik şoklar veya diğer politika uygulamalarının etkilerini değerlendirmede bir gösterge olmaktadır (Judd ve Redebusch, 1998: 3-16).

Politika kuralları iktisadi birimlerin ileriye dönük beklentilerine cevap verebilecek bir mekanizma olduğundan belirsizlikleri ve belirsizliklerden doğabilecek olumsuzlukları engelleyebilecektir. Taylor (1993), politika kurallarının kullanılması gerekliliğini beş neden ile savunmuştur;

1. Zaman Tutarsızlığı: Zaman tutarsızlığı probleminin sorununun ortaya çıkma sebebi fiyat ve ücretin belirlenmesinde gelecek politikaları ile ilgili beklentiler belirleyici olmaktadır. Bir problem olarak zaman tutarsızlığını gidermek için politika kuralı gerektirmektedir. Bu noktada politika kararlarının eleştirildiği nokta daha çok özel sektörün bekleyişlerinin dikkate alınmasıdır. Beklentiler sabitlen, merkez bankası genişletici bir para politikası uygularsa, üretimi arttırabilir ya da işsizliği düşürebilir. Fakat emek sahipleri ile sermaye sahipleri gelecek kararlarını beklentileri ölçüsünde verirler. Böyle bir ortamda da enflasyonun artacağı beklentisi hakim olur. Bu durumda fiyatlar ve ücretler yükselir (Şıklar, 1999: 15).

2. Net Açıklamalar: İktisadi birimlere yapılacak açıklamalar daha net ve öngörülebilir olacaktır.

3. Azalan Politik Baskı: Merkez bankasının para politikalarının başarılı olması için en önemli ön şartlardan biriside hükümet ile arasındaki bağımsızlık ölçüsüdür. Merkez bankası ne kadar daha az politika baskı ile karşı karşıya kalır ise, o kadar etkin politikalar gerçekleştirebilir. İşte tam bu noktada duruma göre politika izleyen bir merkez bankası yapacağı politikayı şekillendirirken politik baskı altında kalması kaçınılmazdır. Her ne kadar hükümetin istediğini uygulamak zorunda olmasa da örneğin medya baskısı ile hükümet merkez bankası kararlarını etkileyebilir. Oysaki kurala göre politikalarda merkez banasının olası sonuçlarda izleyeceği politika açıktır ve daha az oranda politik baskı ile muhatap olurlar (Kaytancı, 2008: 11-25).

4. Belirsizliği Azaltır: Kuralların en önemli özelliği ekonomik birimler açısından yüksek derecede tahmin edilebilir olmasıdır. Bu durumda da merkez bankası politika kararları daha açık olacağından ekonomik birimlerin bekleyişleri üzerindeki belirsizlikler azalacaktır. (Taylor, 1998: 1-16).

5. Enflasyonist Bekleyişleri Engeller: Kurala göre politikalarda merkez bankasının hangi enstrümanı kullanacağı hangi durumlarda ne oranda kullanacağı açıktır ve ekonomik birimler tarafından kolayca tahmin edilebilir. Oysaki duruma göre politikalarda merkez bankası ana politika aracı dışında kalan bir araçta kullanma yoluna gidebilir. Bu durumda herhangi bir başarısızlıkta ekonomik birimlerdeki enflasyon yükselişi konusundaki beklentilerde yükselir. Çünkü piyasalarda belirsizlik artar (Karasoy vd., 1998: 1-57).

Duruma göre politikalara bir örnek olarak yasaların merkez bankasına ekonomik büyümeyi sağlama görevi verdiğini ve görevi yerine getirebilmek içinde kullanabilecekleri politika araçlarını belirleme yetkisinin var olduğu bir senaryo varsayalım. Bu durumda merkez bankası büyüme rakamlarına odaklanacak ve diğer tüm değişkenleri ikincil plana atabilecektir. Söz gelimi büyüme istenilen düzeyde gerçekleşiyor ise enflasyonun yükselmesi konusunda müdahale yapmakta istekli olamayabilir. Kurala dayalı para politikaları yürütülürken ise, merkez bankalarının kendi isteklerine göre politikalar izlemlerinde sınırlamalar mevcuttur. Çünkü kural, para otoritelerinin hareketlerini kural dahilinde belirlemeyi yani sınırlamayı ve böylece merkez bankalarının üzerindeki kontrolü içermektedir. Kurallar merkez bankaları tarafından verilecek politika kararlarını sınırlayabilir. Örneğin, parasal tabanı sabit bir düzeyde tutacağına dair bir kural olabilir. Böyle bir kural varlığında merkez bankaları kendi isteklerine göre davranmalarını sınırlayacağı anlaşılır. Kuralların içeriği ise çok basit olabileceği gibi daha karmaşık ve kompleks bir yapıda da oluşturulabilir (Dwyer, 1993: 3-13).

Politika kuralları literatürde incelenen popüler para politikası uygulamaları haline gelmiştir. Fakat politika kuralları sadece tüm katılığı ile uygulanan bir araç değil çoğu zaman mevcut durum hakkında yol gösterici yada bilgi verici olarak kullanılabilir (Taylor, 1993: 195-214).

Taylor'a göre eğer bir politika kurala dayalı ise mutlaka sistematik bir yapıda olmalıdır. Bu özelliği ile kural, politika araçlarının esnek olmayan katı bir şekilde ve otomatik olarak belirlenmesi anlamına gelmez. Taylor politika kuralları ile ilgili, kuralın revize edilebilmesi, günlük kuralların uygulanabilmesi ve başka bir kurala geçiş olmak üzere üç alternatif sunmaktadır (Kesriyeli ve Yalçın, 1998: 1-6).

Çok basit politika kuralları ile para politikası hakkında ampirik çalışmalar, ekonomik performansı artırabilir olduğunu göstermektedir. Fakat hangi kural daha iyidir bunun tam bir cevabı yoktur. Merkez bankalarının akademik literatürde yer alan kuralları aynen uyguladığı konusu da şüphelerdir. Çünkü merkez bankaları çeşitli dinamikleri göz önünde tutarak kuralları esnetebilirler. Bu sebeple, literatürdeki politika kuralları genellikle yol gösterici ve mevcut politikaları değerlendirici niteliğinde kullanılmaktadır (Kaytancı, 2008: 11-25).

Taylor kuralı en çok tanınan politika kuralıdır. Taylor kuralı, faiz oranlarının belirlenmesi ile ekonomiye yön vermeye çalışma kurallarından oluşur. Kural kısa vadeli faiz oranlarının, fiyatların aşağı doğru yapışkanlığı sebebiyle, enflasyon oranı ile ilişkisinin, uzun dönemli faiz oranlarından fazla olmasına dayanır. Fakat orijinal Taylor kuralının en karakteristik özelliği dışa açık büyük bir ekonomi için geliştirilmiş olması ve bu sebeple döviz kurunu toplam talebin bir belirleyicisi olarak görmemesidir. Böylesi bir varsayım Türkiye gibi gelişmekte olan ve döviz kurunun toplam talep üzerinde etkili olduğu gerçeği bulunan ülkeler için çok yerinde olmayacaktır. Bu noktada kuralın küçük aynı zamanda dışa açık ülkeler için yeniden tanımlanması gerekir. Veya kısaca, Taylor kuralına döviz kuru değişkeni eklenmesi gerekir (Süslü ve Dişbudak, 2012: 67-85).

Bu sebeplerle kapalı bir ekonomide iyi bir araç kural olabilecek Taylor kuralı dışa açık bir ekonomi için yetersiz kalacaktır. Dünyada yaşanan ve döviz kuru hareketlerinin belirleyici olduğu krizler bu öneriyi doğrular kanıtlardır. Örneğin 1997 döneminde Rusya ve Asya finansal krizleri birçok gelişmekte olan ülkeyi etkilemiştir. Ball dışa açık ekonomiler için uygun kurallar geliştirmek için bazı önerilerde bulunmuştur. Ball'a göre geliştirilecek kural, özellikle dışa açık ekonomilerde, üretimde istikrar ve enflasyonda da istikrar sağlayabilmek için döviz kuru etkilerinden arındırılacak şekilde tasarlanmalıdır. Bir başka önerisi de Taylor kuralının döviz kurları dikkate alınarak revize edilmesidir. Ball bir başka öneri olarak ta nihai hedefle uygun politika araçlarının seçilmesi gerektiğini önermiştir. Ve Balla hem faiz oranı hem de döviz kurunu dikkate alan "parasal durum indeksi" (MCI) kullanımını önermiştir (Kaytancı, 2005: 82).

Kanada merkez bankası ilk defa kısa dönem faiz oranı yerine parasal durum endeksini kullanmıştır. Son yıllarda birçok merkez bankası parasal durum endeksini kullanmaya başlamıştır. Genel olarak, parasal durum indeksi kısa dönem faiz oranı ile döviz kurunun ağırlıklı ortalaması olarak kullanılırken, yine de merkez bankaları arasında farklı kullanımlar görülmektedir. Örneğin, Kanada merkez bankası ve Yeni Zelanda merkez bankası parasal durum endeksini direkt olarak faaliyet hedefi olarak uygularken, Finlandiya, Norveç, İsveç ve İzlanda merkez bankaları ana faaliyet aracı olarak değil karar verirken bilgi edinmek için kullanmaktadır. Parasal durum indeksi, Friedman'a göre hem nominal hem de reel olarak hesaplanabilir. Örneğin Kanada merkez bankası reel parasal durum indeksi hesaplamaktadır (Friedman, 1996: 75). Parasal durum indeksi için bir başka özellik sadece merkez bankaları tarafından kullanılmamaktadır. Çünkü bir

endeks olarak genel para politikaları hakkında bilgi içermektedir. Bu özelliği sebebiyle IMF, OECD, JP Morgan, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Deutsche Bank gibi uluslararası kuruluşlar tarafından bilgi edinmek amacıyla kullanılmaktadır. (Ericsson vd., 1998: 1-27).

Parasal Durum Endeksine ilişkin iki önemli varsayım yapılmaktadır: Birincisi yüksek toplam talep ve döviz kuru esnekliğinin ve ikincisi gecikme etkisinin kısa olmasıdır. Varsayımlar Parasal durum endeksinin etkinliği artmakta aynı zamanda döviz kuru şoklarına karşın para politikasının güvenilirliğine de katkı sağlamaktadır. (Gerlach ve Smets, 2000: 1677-1700). Bu varsayımlar altında parasal durum endeksinin bir avantajı üretim(çıktı) açığının enflasyonun belirleyicisi olmasıdır. Çünkü döviz kuru ve faiz kontrol edilebildiğinde yani parasal durum endeksi araç olarak kullanıldığında açık yönetilebilecektir. O zaman enflasyon üstündeki ana etken, dışa açık bir ekonomi için ticarete konu olan ve olmayan mallar olacaktır (Gerlach ve Smets, 2000: 1677-1700). Parasal durum endeksinin çok önemli bir başka avantajları da bulunmaktadır. Örneğin, merkez bankası reel fiyatı parasal durum endeksi ile etkileyebilir. Çünkü, parasal durum endeksi ile hem ulusal para (enflasyon kanalı ile) hem de yabancı para (döviz kurunun dikkate alınması ile) kontrol edilebilir. Aynı zaman da parasal durum endeksi önemli bir varlık olarak kabul edilen döviz kurunu içerdiği için, varlık fiyatlarını da dikkate alır ve parasal aktarım mekanizmasının üç ana bileşenine göre para politikası dizayn edilebilmiş olur (Süslü ve Dişbudak, 2012: 67-85). Döviz kurlarının varlık fiyatları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar, döviz kurlarının varlık fiyatlarını etkileyen önemli bir değişken olduğu sonucunu göstermiştir. (Chada v.d., 2004: 529-552).

Farklı ülkelerde, ülkelerin kendi ulusal ihtiyaçlarına bağlı olarak parasal durum endeksi farklı bileşenlere ve farklı ağırlıklara göre oluşturulabilmektedir. Örneğin, çoğu Avrupa ülkesinde parasal durum endeksi uzun dönem faiz oranlarını da içerecek şekilde oluşturulmaktadır; çünkü, bu ülkelerin ekonomik yapılanmalarında uzun dönemli finansmanın yeri oldukça önemlidir. Aynı zamanda faiz oranı ve döviz kurunun ağırlıkları da ülkeden ülkeye değişebilmektedir (Carstens, 2004: 1-17).

Parasal aktarım mekanizmasındaki işlevliği sayesinde parasal durum endeksinin toplam talep şoklarındaki etkileri açık biçimde tanımlanabilir. Örneğin, pozitif bir talep şoku karşısında daraltıcı bir para politikası stratejisi izleyeceğini varsayalım. Daraltıcı politikanın sonucu olarak hem kısa dönemli faiz oranının hem de enflasyonun yükselmesi

beklenir. Bu defa parasal durum endeksinde de bir artış meydana gelecektir. Çünkü endeks döviz kuru ve faiz değişkenlerinden oluşmaktadır. Bu durumun tersi de geçerlidir. O zaman bir genelleme yapacak olursak, parasal durum endeksi yükselmesi ülkede daraltıcı politikaların izlendiğini tersi durumda da genişletici politikaların izlendiğini gösterir (Friedman, 1996: 72-74).

Parasal durum endeksinin kullanımına ilişkin literatürde karşı çalışmalarda mevcuttur. Burger ve Knedlik'e (2004) dışa açık ve küçük ülkelerdeki döviz kurunun ve faizin aynı anda kullanıldığı politika kurallarının uygun politikalar olmadığını savunmuşlardır. Destekleyen çalışmalar ise daha fazla rastlanmaktadır. Örneğin, Ilzetki vd. (2009)'de küçük dışa açık ülkeler için döviz kurunu önemli bir değişken olduğunu belirtmişler ve hem döviz kurunun hem de faizin bir arada kullanılması gerektiğini savunmuşlardır. Poon (2010), varlık fiyatları ile bir set oluşturmuş ve destekleyici sonuçlar elde etmiştir.

Türkiye ekonomisi dikkate alındığında, talebin artması fiyatların artışındaki önemli bir neden olsa da döviz kurunun da artışının fiyat artışını desteklediği şüphesizdir. Merkez bankasının faiz kanalını kullanırken sadece talebi değil döviz kurunu da dolaylı ya da direkt olarak kontrol altına almaya çalışması durumun ispatına örnektir. Döviz kurunun önemli bir varlık fiyatı olarak değerlendirildiğini de dikkate alırsak döviz kuru bir kat daha önemli hale gelmektedir. Çünkü sadece faiz oranlarının kullanılması varlık fiyatlarında oluşan beklenmedik dalgalanmaları önleyememekte bu durumda yanlış yada eksik ekonomik kararlar ile kırılgan bir ekonomiye neden olmaktadır. (Süslü ve Dişbudak, 2012: 67-85). Türkiye'de benzer durumların gözükmesi aşıkardır. Hatta bazı görüşler, Türkiye'de faiz oranlarının etkinliğinin azalmakta, döviz kuru başta olmak üzere varlık fiyatlarının etkisinin arttığını savunmaktadır.

4.1.1 Parasal Durum Endeksinin Avantaj ve Dezavantajları

Parasal durum endeksinin hem kurala dayalı olması hem de açık ekonomilerde geçerli olabilmesi birçok avantaj sağlamaktadır. Fakat her iktisat kuralı/kanunu gibi parasal durum endeksinin de dezavantajları mevcuttur. Buna rağmen kurala dayalı politika uygulamalarının duruma göre politika uygulamaları ile karşılaştırıldığında, ekonomik değişkenleri etkileme, düzeltme ve yönetmede daha iyi olduğu konusunda fazlaca görüş mevcuttur (Taylor, 1993: 195-214).

Parasal durum endeksinin diğerk politika önerilerine göre kullanışlı olmasının altında sebepleri vardır. Bunlardan en önemlisi enflasyonist baskının hasıla açığına bağlı olduğu ve açık bir ekonomide hasılayı etkileyen en önemli değişkenler olan döviz kuru ve faiz oranlarının modele dahil edilmesidir. Parasal durum endeksi, hasıla üzerine etki hızı açısından kullanışlıdır. Çünkü döviz kuru kanalı ile ekonomiye müdahalenin etkileri sadece bir dönem sonra ortaya çıkmaktadır (Gerlach ve Smets, 2000; 1677-1700).

Kurala dayalı politika uygulamayan merkez bankaları eğer duruma göre politika uygulamalarını benimsemişse kendi isteklerine göre davranabilirler. Ekonomik birimler ise, tahmin edebilirlik konusunda zorluklar yaşayacaktır. Çünkü merkez bankası kendine verilen görev doğrultusunda bağımsız olduğu araçları kullanma ve yönetmede vereceği kararlar bir kurala dayanmamaktadır. Böylesi bir ortamda ekonomide belirsizlikler artacaktır. (Dwyer, 1993: 3-13). Sonuç olarak, optimum olmayan ekonomik gelişmeye neden olacaktır (Kaytancı, 2008: 11-25). Daha önce bahsedildiği gibi kurala dayalı politikalar merkez bankasının kendi istekleri doğrultusunda karar almasını engelleyecektir. Böylesi bir durumda da ekonomik birimlerin gelecek politikaları tahmin edebilme yetenekleri artacak ve uygulanan politikaların topluma olan maliyeti azalacaktır. Çünkü ekonomik birimlerin politika sürprizleri beklentilerinin azalması onların veremliliğini arttıracaktır (Huang vd., 2001: 3-34).

Bununla birlikte parasal durum endeksinin oluşturulmasına ve kullanımına yönelik eleştiriler bulunmaktadır. Bunlardan ilki düzenleme ile ilgilidir. Endeks döviz kuru ve kısa vadeli faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması ile elde edilmiştir ve Kanada ekonomisi için başarılı olmuştur. Fakat bu diğerk ülkeler için de geçerli olacağı anlamına gelmez. Zira özellikle Avrupa ülkelerinde kısa vadeli faiz oranları yerine uzun vadeli faiz oranı seviyesi, hasıla seviyesi üzerinde daha etkili olmaktadır. Bir diğerk eleştiri ise düzenleme aşamasında politika değişkenlerinin toplam talep değişikliklerine müdahale etmek amacıyla kural içerisinde ağırlandırıldıklarını, para politikasının enflasyonu sadece hasıla açığı kanalı ile etkilediği ön varsayımı dahilinde kuralı oluşturduğu, fakat enflasyonun farklı kanallardan etkilenebileceği ihtimalini göz önünde bulundurmadığı yönündedir (Gerlach ve Smets, 2000; 1677-1700). Zira enflasyon birçok kanal ve çok sayıda politika değişkeninin gecikmeli değerleri tarafından etkilenir ve bunu sadece bir endeks ile açıklamak imkânsızdır (Svensson, 1998: 155-183).

Turnovsky (1977) politika seçeneklerinin sürekli olarak revize edilmesi gerektiği savunmuş ve duruma göre politikaların izlenmesi gerektiğini belirtmiştir. Bir başka görüşte kurala dayalı politikaların genelde enflasyon üzerine yoğunlaştığı ve bu sebeple de reel değişkenler olan büyüme, istihdam vb. değişkenleri dikkate almadığını sonuçta da ekonomide istikrarsızlık olabileceğini savunmaktadırlar. Bu gerekçeye bağlı olarak kurala dayalı politikaların önceden belirlediği değişkeni hedef aldığından ekonomideki beklenmedik durumlara göre esnek olmadığı görüşü mevcuttur.

Friedmanın da parasal durum endeksinin kullanımda dikkat olunması yönünde görüşleri vardır. Friedman parasal durum endeksinin yalnızca faaliyet hedefi olarak kalması gerektiği ve temel bir para politikası aracı olarak izlenmemesini belirtmiştir. Friedmanı bu görüşe sevk eden neden, faiz oranı ya da döviz kurunun ekonomi için nominal bir gösterge niteliğinde olmaması ve parasal durum endeksinin çok fazla katı olduğundan çok kısa dönemde kullanılmaması gerektiğini düşünmesidir. Çünkü çok kısa dönemde belki de önemsiz olan döviz kurunda meydana gelecek dalgalanmalara izin verilmeli böylece gereksiz yere faiz oranlarını değiştirmemelidir. Yine de döviz kurunda uzun dönemde meydana gelebilecek değişikliklere karşı parasal durum endeksinin kullanılabilmesini belirtmiştir. Friedman özet olarak kısa dönemde parasal durum endeksinin kontrol edilmeye çalışılması durumunda piyasalarda meydana gelecek aksaklıkları da kontrol edemeyeceği görüşündedir. Çünkü parasal durum endeksi çoğunlukla toplam talebi dikkate almakta, enflasyonun çıktı açığıyla etkilendiği varsayımı katı bir şekilde savunulmakta bu seferde ekonomideki diğer aktarım mekanizmaları dikkate alınmamaktadır.(Friedman, 1996: 77).

Parasal durum endeksinin üstünde konuşulan dezavantajlarından birisi de faiz oranı ve döviz kurunun denklemler için nasıl ağırlıklandırılması gerektiği üzerindeki belirsizliktir. Uygulamalar ülkelerde de değişiklik göstermektedir. Örneğin Kanada da döviz kuruna daha çok önem verilmiştir. Yeni Zelanda da ise faiz oranı ve döviz kuru eşit şekilde ağırlıklandırılmıştır. Yapılan diğer çalışmalar da ise farklı sonuçlar mevcuttur. Örneğin, Ball (1998), döviz kuru %25, faiz oranı %75 sonucu bulurken, Gerlach ve Smets (2000) ise, döviz kurunun %30, faiz oranının %70 olacak şekilde ağırlıklandırılması görüşündedirler. Daha küçük ve dışa açık ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda da farklı sonuçlar mevcuttur. Örneğin Poon (2010) Asya ülkeleri üzerinde parasal durum endeksini denemiş ve döviz kurunun faiz oranından daha fazla ağırlıklandırılması gerektiğini

belirtmiştir. Ters bir sonuç olarak Gan ve Kian (2008), Malezya için faiz oranının döviz kurundan daha fazla ağırlığa sahip olduğu sonucunu bulmuştur (Süslü ve Dişbudak, 2012: 67-85).

Svensson da, parasal durum endeksini eleştirmiş ve para politikasını tek bir endeksle kontrol etmenin çok farklı parametreleri dikkate almamak olduğunu belirtmiştir (Svensson, 1998: 155-183).

4.2 PARASAL DURUM ENDEKSİ TEPKİ FONKSİYONLARININ MATEMATİKSEL YAPISI

Model, Svensson ve Ball'ın (1997) açık ekonomiye uzantısıdır. Amaç, para politikasının basit etkileri üzerine konvansiyonel bütünlüğü yakalamaktır. Bu model, pek çok merkez bankasının daha karmaşık makro modelleriyle özdeşdir. Model genel olarak üç denklem içerir.

$$y = -\beta r_{-1} - \delta e_{-1} + \lambda y_{-1} + \varepsilon \quad (4.2.1)$$

$$\pi = \pi_{-1} + \alpha y_{-1} - \gamma(e_{-1} - e_{-2}) + \eta \quad (4.2.2)$$

$$e = \theta r + v \quad (4.2.3)$$

y , reel çıktının logaritması alınmış biçimini, r reel faiz oranını, e reel döviz kurunun logaritması alınmış biçimini, π enflasyon oranını ve ε, η, v simgeleri ise, beyaz gürültü formatındaki şokları gösterir. Bütün parametreler pozitif, tüm değişkenler ortalama seviyelerden sapmalar olarak ölçülür.

(4.2.1) nolu denklem, açık ekonomi için IS eğrisini göstermektedir. Denkleme göre çıktılar; reel faiz oranı ve reel döviz kurunun gecikmelerine, kendi gecikmesine ve talep şoklarına bağlıdır.

(4.2.2) nolu denklem, açık ekonomi için Phillips eğrisini göstermektedir. Denkleme göre enflasyon; çıktının gecikmesi, döviz kuru gecikmelerinin farklarına ve şoklara bağlıdır. Döviz kurundaki değişiklikler enflasyonu ithal fiyatlarındaki değişimler nedeniyle direkt etkilemektedir.

(4.2.3) nolu denklem, döviz kuru ve faiz oranı arasında bir bağlantı göstermektedir. Denklem, faiz oranındaki yükselmenin yurtiçi varlıklara karşı ekonomide ilginin arttığı ve değer kazanmasına neden olduğu fikrini ortaya koymaktadır. Şokları gösteren v ise,

beklentiler, yatırımcı güvenini ve yabancı faiz oranları gibi döviz kurunda görülecek diğer etkileri oluşturmaktadır.

Merkez bankası reel faiz oranını (r) seçer. Herhangi bir politika kuralı, faiz için kural olarak belirlenebilir. (4.2.3) nolu denklem kullanılarak, herhangi bir kural döviz kuru ayarlamak için yeniden yazılabilir veya döviz kuru ve faizin bir bileşeni olarak yeniden düzenlenebilir.

Modelin anahtar özelliği, politikaların enflasyonu iki kanal aracılığıyla etkilemesidir. Parasal bir daralma (daraltıcı para politikası), doğrudan enflasyonu düşürücü bir etki yaratarak, Phillips eğrisi boyunca çıktıyı ve dolayısıyla enflasyonu düşürür. Denklemlerdeki gecikmeler birinci kanalın çalışması (etki göstermesi) için iki gecikmenin geçmesi gerektiğini ima eder. Daraltıcı bir politika; r ve e 'yi eşzamanlı olarak yükseltir. Ancak bu değişkenlerin yükselişinin, çıktı ve enflasyonu etkileyebilmesi için bir süreyi beklemek gerekmektedir. Buna karşılık, bir döviz kuru değişiminin enflasyon üzerindeki doğrudan etkisi yalnızca bir periyot alır. Bu varsayım, doğrudan döviz kuru etkisinin en hızlı kanal politikasının enflasyon olduğu ortak görüşünü göstermektedir.

Politika yapıcılar faiz oranları için bir politika kuralı belirleyebilirler. Fakat dışa açık aynı zamanda küçük bir ekonomi için, faiz oranlarının döviz kurlarını derhal etkilediği (kısa sürede) bu sebeple hem döviz kurlarının hem de faiz oranlarının araç olarak kullanılması gerektiği varsayılır. O zaman döviz kuru ve faiz oranını dikkate alan bir kural politikası tanımlamak gerekmektedir. İşte bu amaçla daha etkin bir politika tanımlamak için, öncelikle faiz oranını (r) elimine etmek için (4.2.3) nolu denklemi (4.2.1) nolu denklemin içinde yeniden yazarız. Geçerli döviz kurunun gelecekteki çıktı ve enflasyon üzerindeki etkilerini göstermek için ise, zaman gecikmelerini ileriki zamana kaydırırız. Böylece;

$$y_{+1} = -\left(\frac{\beta}{\theta} + \delta\right)e + \lambda y + \varepsilon_{+1} + \left(\frac{\beta}{\theta}\right)v \quad (4.2.4)$$

$$\pi_{+1} = \pi + \alpha y - \gamma(e - e_{-1}) + \eta_{+1} \quad (4.2.5)$$

Mevcut döviz kurunu seçen bir politika yapıcı baz alındığında, modelin değişkenlerini, denklem (4.2.4) ve (4.2.5)'in sağ tarafındaki terimlere karşılık gelen iki ifade ile tanımlayabiliriz;

$$\lambda y + \left(\frac{\beta}{\theta}\right)v \quad ve$$

$$\pi + \alpha y + \gamma e_{-1}$$

Çıktı ve enflasyonun gelecekteki durumları bu iki ifade ile belirlenir; döviz kuru seçim kuralı ve gelecekteki şoklar. Model doğrusal kuadratik olduğundan, en iyi kural iki durum değişkeninde doğrusal olduğunu şekilde gösterebilir;

$$e = m \left[\lambda y + \left(\frac{\beta}{\theta}\right)v \right] + n(\pi + \alpha y + \gamma e_{-1}) \quad (4.2.6)$$

m ve n model tarafından belirlenir. Denklem (4.2.6)'da, e'nin seçimi döviz kurundaki şok ve gözlemlenebilir değişkenlere bağlıdır. (4.2.3) nolu denklemde v yerine $e - \theta r$ ile yer değiştirilebilir. Bu şartlar altında yeniden bir düzenleme yapılırsa;

$$wr + (1 - w)e = ay + b(\pi + \gamma e_{-1}) \quad (4.2.7)$$

(4.2.7) nolu denklemde, w,a ve b şu şekilde ifade edilir;

$$w = m\beta\theta / (\theta - m\beta + m\beta\theta)$$

$$a = \theta(m\lambda + n\alpha) / (\theta - m\beta + m\beta\theta)$$

$$b = n\theta / (\theta - m\beta + m\beta\theta)$$

Bu gösterim, optimal politika önerisi için kural olarak ortalama faiz oranı ve döviz kurunu temsil eder (Taylor, 1999: 128-131). Böylece (4.2.7) denkleminin solundaki taraf artık standart Taylor kuralı gibi faiz oranı değil, döviz kurunun ve faiz oranının ağırlıklı ortalaması olan Parasal Durum Endeksidir (MCI). Genel bir MCI denklemi ise, basit anlamda şu şekilde ifade edilir;

$$MCI = \alpha\Delta r + \beta\Delta e \quad (4.2.8)$$

(4.2.8) nolu denkleme göre, MCI, faiz oranı ve döviz kurunun bir fonksiyonu şeklindedir.

4.3 DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE PARASAL DURUM ENDEKSİ ÇALIŞMALARI VE UYGULAMALARI

Eika vd. (1996), Kanada, İsveç ve Norveç ekonomileri üstünde parasal durum endeksini test etmişlerdir. Ağırlıkların doğrudan gözlemlenmeyeceği ve ampirik denemelerden hesaplanacağını belirtmişler ve kurdukları model sonucunda her üç ülke içinde parasal durum endeksinin bir politika kuralı olarak uygulanmasında ciddi şüpheler elde etmişlerdir. Ericsson vd. (1998) ise, parasal durum endeksini araç kural olarak kullanan Kanada ve Yeni Zelanda ekonomileri ile birlikte belirsizlik durumunda parasal durum endeksinin performansını incelemişlerdir.

Peeters (1999), büyük makro ekonometrik modeller ışığında parasal durum endeksinin faydalarını ve zayıf yönlerini ele almıştır. Para birliğiyle döviz kurunun kısa vadeli faiz oranının etkisine göre GSYİH üzerindeki etkisinin önemli ölçüde daha düşük olduğu sonucuna varmıştır. Peeters'a göre çoğu ülkede, parasal durum endeksi uzun dönem faiz oranını içeren bir parasal durum endeksi sadece endeksin seviyesini etkiler ve endekste kritik bir değişiklik yaratmaz.

Batini ve Turnbull (2000) MCI'yi İngiltere için tahmin etmiştir. İngiltere'ye ait veriler kullanarak yaptığı çalışmalarında MCI'ya yönelik eleştirilerden hareketle ekonometrik olarak analiz etmiştir. Analizlerinin sonucunda MCI'nın açık ekonomide uygulanan para politikasının daraltıcı mı yoksa genişletici mi olduğunu anlamak için faydalı olduğunu iddia etmişlerdir. Siklos (2000), finansal piyasalarda bir parasal durum endeksinin kullanılmasında nasıl tepkiler alındığını incelenmiştir. Ampirik analizden bir takım önemli sonuçlar çıkarmıştır. En önemli sonuç olarak ta; Faiz oranının ve döviz kurlarının parasal endeks endeksine dahil edilmesi, para politikasını uygulanan bir para otoritesinin kısa vadede tehlikelerini azaltabilecek yüksek frekanslı değişimin belirli bir bölümünü etkin bir şekilde yönetebilir olduğu kanısına varmasıdır.

Qayyum (2002), Pakistan ekonomisi için parasal durum endeksini sınanmıştır. Çalışmada bu ülke ekonomisi için faiz oranı ve döviz kuru ağırlıklarını belirlemiştir. Çalışma sonucunda MCI katsayısını 2,79 olarak bulmuştur. Bu katsayayı Türkiye, Tayland gibi gelişmekte olan küçük ülkeler için uygun bir katsayı olduğunu belirtmiştir.

Esteves (2003), Portekiz ekonomisi için parasal durum endeksini test etmiştir. Yapısının altında yatan basitleştirici varsayımlara rağmen parasal durum endeksinin

dinamik versiyonları, para ekonomisinin özellikle son zamanlarda Portekiz ekonomisinin gelişimine katkısını açıklamakta yardımcı olduğu sonucuna varmıştır.

Us (2004), Türkiye ekonomisi için parasal durum endeksini test etmiştir. Modelin temel denklemleri; toplam talep, ücret fiyat ayarı, açık faizsiz parite, yabancı sektör ve bir para politikası kuralı içermektedir. Çalışmada Us, enflasyonu düşürme yolunu, çıktı açığını, çıktı seviyesini, döviz kuru ve faiz oranını ve ayrıca çeşitli senaryolarda ekonominin çıktı enflasyon farkı sınırını analiz etmiştir. Bunun için iki farklı senaryo kurmuştur. Birinci senaryoda, standart bir Taylor kuralı, politika kuralı olarak uygulanır. Alternatif senaryoda, standart Taylor kuralı yerine, kısa vadeli reel faiz oranındaki ve gerçek etkili döviz kurundaki değişmelerin tek bir değişkende bir araya getirildiği parasal durum endeksi bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Elde edilen sonuçlar ekonominin çok daha hızlı bir şekilde istikrara kavuştuğunu ve bu yeni ortamda belirgin biçimde daha düşük oynaklık gösterdiğini ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, Us, Türkiye için, politika yapıcıların para politikası yürütürken parasal durum endeksini bir araç olarak kullanmayı düşünmesi gerektiği sonucuna varmıştır. Us (2007), bir başka çalışmasında, çeşitli enflasyon hedeflemesi denemeleri altında para politikası kurallarını analiz etmiştir. Yine parasal durum endeksinin Türkiye’de Taylor’a göre üstün olduğu sonucuna varmış ve Türkiye’de döviz kurlarının politika oluşturulurken görmezden gelinemeyeceğini savunmuştur.

Guender (2005), kapalı ekonomiye karşıt olarak, açık ekonomide optimal para politikasının hem talep hem de arz yönlü parametrelere bağlı olduğunu belirtmiştir. Çalışmasında, optimal döviz politikasının uygulanmasında reel döviz kuru kanalının önemli rolünü ortaya çıkarmak için, ileriye dönük bir model üstünde çalışmıştır. Çalışma da ayrıca döviz kuru kanalının önemi de dikkate alınmıştır. Çalışmada, Phillips Eğrisinde döviz kuru kanalının varlığının bir parasal durum endeksi işlevini zorlaştırdığını göstermektedir. Alternatif parasal durum endeksindeki reel döviz kuru üzerindeki ağırlık, sadece modelin tüm parametrelerine değil, eninde sonunda enflasyon ve gerçek çıktı değişkenliği ile ilgili politika yapıcının tercihlerine de bağlı olarak gösterilmiştir. Bu açık ekonomi modelinde reel döviz kuru kanalının önemi nedeniyle alternatif parasal durum endeksindeki göreceli ağırlık, sıkı gerçek çıktı hedeflemesi haricinde geleneksel parasal durum endeksindeki reel döviz kuru üzerindeki görece ağırlıktan daima daha fazladır sonucuna varmıştır.

Kannan vd. (2007), parasal koşulların ek bir göstergesi olarak kredi büyümesini içeren bir "geniş" parasal durum endeksi oluşturulmuştur. Sonuçlar, faiz oranını Hindistan'daki parasal koşulları etkilemek için döviz kurundan daha önemli olduğunu göstermiştir. Hindistan bağlamında, parasal durum endeksi, para politikasının duruşunun daha iyi değerlendirilebilmesi için birden fazla göstergenin bir araya getirilmesinde etkili olmuştur ve ekonomik faaliyetin ve enflasyonun önde gelen bir göstergesi olarak rolünü göstermiştir. Böylece Kannan vd., para otoritesi tarafından benimsenen var olan çoklu göstergelerin eklenmesiyle Hindistan'daki para politikasının değerli bir göstergesi olarak parasal durum endeksinin uygun bir politika olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Holton (2010), çalışmasında, parasal durum endeksinin gelişimini ve sonuçlarının yorumlanmasını analiz etmiştir. Holton'a göre parasal durum endeksi bir gösterge olarak, sıkı ve genişletici para politikalarının koşullarının değerlendirilmesinde kullanılabilir. Fakat daha çok geçmişe dönük yorumların yapılacağını vurgulamaktadır. Holton'nun yaptığı en büyük eleştirisi; parasal durum endeksi oluşturulurken her bir değişkene verilen ağırlıklar, her bir ağırlığın etrafında belirsizlik olduğundan modellere bağlı olarak önemli farklılıklar gösterecektir. Ayrıca Holton, kısa vadeli faiz oranının ve döviz kurunun tek bir endekse dönüştürülmesinin para politikası araçlarını ve etkileşimleri tam olarak açıklanmada sorun teşkil edeceğini belirtmiştir.

Birkan (2010), Türkiye için 2002-2008 yılları arasını kapsayan veriler ile, parasal durum endeksini VAR (vektör otaregresif model) ile tahmin etmiştir. Parasal durum endeksinin ağırlıklarını, oluştururken Türk lirası değerinde gerçekleşen şoklara verdiği tepkilerin birikimleri ve kısa dönem reel faiz oranını kullanmıştır. Birkan çalışmasında Türkiye ekonomisi için hem döviz kurundan hem de faiz oranından gelen şoklara karşı tepkileri bulmuştur. Birkan, elde ettiği parasal durum endeksinin, merkez bankasının politikaları ile tutarlı olduğu sonucuna varmıştır.

Poon (2011), 1982-2004 arası verilerle, Filipinler için, Pesaran vd. tarafından önerilen sınır testi yaklaşımını kullanarak genişletilmiş parasal durum endeksini test etmiştir. Sonuç olarak ta, reel GSYİH ve reel kısa vadeli faiz oranının, döviz kurunun ve özel sektör üzerindeki talepler ile eş bütünleştiğini saptamıştır. Nihayet Filipinler için parasal durum endeksinin kullanılabilir olduğu sonucuna ulaşmıştır. Poon (2014), aynı yöntemlerle Singapur ekonomisi içinde parasal durum endeksini tahmin etmiş ve yine parasal durum endeksinin kullanılabilir olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Xiong (2012), Çin için parasal durum endeksini test etmiştir. 1987-2010 arası verileri kullandığı çalışmada, para koşullarının etkilenebileceği üç alan üstünde durmuştur. Bunlar; borç verme faiz oranı, döviz kuru ve banka kredileridir. Değişkenlerin ağırlıklarını ise, VAR modeli ile belirlemiştir. Sonuçta, parasal durum endeksinin Çin ekonomisi için kullanılabilir bir araç olduğunu tespit etmiştir.

Benazic (2012), Hırvatistan için parasal durum endeksini tahmin etmiş, bu amaçlarda Engle-Granger zaman serilerinin eş entegrasyon yöntemi kullanmıştır. Elde edilen sonuçlar, gözlemlenen dönemde, Hırvatistan'daki para politikasının esas olarak geniş olduğunu ve parasal koşulların hafifletildiğini göstermiştir. Ancak Benazi'ye göre Hırvat para politikasının parasal durum endeksi kullanımına dayalı olması durumunda, Hırvat para politikasının yürütülmesinde birtakım kısıtlamaları akılda tutmak gerekiyor. Örneğin, İç faiz oranlarını ve para arzını serbestçe belirleme olasılığını azaltan en önemli kısıt, Hırvatistan ve diğer ülkeler arasındaki göreceli bir uluslararası sermaye özgürlüğüdür. Dolayısıyla, parasal durum endeksinin, para politikasının kararlarını vermesi gereken teknik bir araç olarak değil, Hırvat para politikasının yürütülmesinde bir gösterge olarak kullanılması gerektiği sonucuna varmıştır.

Vokshi (2013), Arnavutluk ekonomisi için parasal durum endeksini tahmin etmiştir. Vokshi Arnavutluk ekonomisi için parasal durum endeksi katsayısını 2.77 hesaplamıştır. Vokshi'ye göre pek çok çekinceleri olsa dahi parasal durum endeksi Arnavutluk için kullanılabilir bir araçtır. Hesaplanan parasal durum endeksi özellikle, Arnavut ekonomisini etkileyen tüm iç veya dış şokları doğrulamış ve 2002 gibi sorunlu yıllarda (likidite paniği) veya 2009'da (finansal krizlerde) sıkı para koşulları olmasına rağmen herhangi bir çelişki sonuçta çıkmamıştır.

Şıklar ve Doğan (2015), Çalışmada, faiz oranlarındaki ve döviz kurundaki dalgalanmaların para politikası üzerindeki etkisinin değerlendirilmesi amacıyla parasal durum endeksi Türkiye ekonomisi için tahmin edilmiştir. Ağırlıklar, Kalman Filtresi algoritması ile zamanla değişen çerçeve kullanılarak türetilmiştir. Çalışmada elde edilen temel sonuca göre, enflasyonundaki değişiklikler hem faiz oranlarında hem de döviz kurlarında değişikliğe neden olmaktadır. Üstelik elde edilen sonuç, döviz kuru kanalıyla karşılaştırıldığında faiz oranı kanalının, politikadaki değişikliklerin ekonomiye aktarılmasında daha güçlü ve daha hızlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak, ekonomik ve parasal koşulların değerlendirilmesinde parasal durum endeksinin

kullanılması, bağımsız bir değişken olarak faiz oranının veya dövizin bireysel kullanımı ile karşılaştırıldığında daha etkili olduğu savunulmuştur.

Açıcı ve Tasar (2016), 2006 – 2015 dönemi için, yapısal VAR analizi kullanarak Türkiye için parasal durum endeksini tahmin etmiştir. Analiz sonucunda Türkiye için döviz kurunun önemli olduğu sonucuna varan Açıcı, TCMB'nin karara dayalı bir para politikası izlemesini önerilmiştir. Bu bakımdan parasal durum endeksi uygun bir politika olabilir sonucuna varmıştır.

Kucharcukova vd. (2016), konvansiyonel ve ani uygulanan Avrupa Merkez Bankası (ECB) politikalarının avro bölgesi dışındaki Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Macaristan, Polonya, İsveç ve Birleşik Krallık için makroekonomik etkisini araştırmışlardır. Genel olarak sonuçlar, konvansiyonel para politikasının avro bölgesi dışındaki AB ülkelerine yayılmasının önemli olduğunu ve aslında avro bölgesi ekonomisinin tepkilerine çok benzer olduğunu düşündürmektedir. Tüm sonuçlarda parasal durum endeksi anlamlı sonuçlar vermiştir.

Literatür araştırması özetlenecek olur ise, Kanada, Yeni Zelanda, Pakistan, Türkiye, Tayland, Portekiz, Hindistan, Filipinler, Singapur, Çin, Arnavutluk, Çekya, Danimarka, Macaristan, Polonya, İsveç ve Birleşik Krallık için parasal durum endeksi kullanılabilir bir para kuralı olarak kabul edilmiştir. Bu sonuçların yanı sıra Eika, Kanada, İsveç ve Norveç için uygun değil sonucunu bulmuştur. Oysaki bu ülkelerde parasal durum endeksi merkez bankaları tarafından da kullanılmaktadır. Türkiye için yapılan çalışmaların hepsinde parasal durum endeksi kullanılabilir bulunmuştur. Söz konusu çalışmalarda ekonometrik teknik olarak daha çok VAR kullanılmış, bir çalışmada ise Kalman Filtre yöntemi kullanılmıştır. Çalışmalarda Türkiye'nin iktisadi kırılmaları öncelikli olarak dikkate alınmamış ve nedensellik ilişkileri yüzeysel sınıanmıştır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI VE ALTERNATİF BİR PARA POLİTİKA KURALI OLARAK: PARASAL DURUM ENDEKSİ (MCI)

5.1 ARAŞTIRMA KONUSU VE TARTIŞMALAR

Merkez bankalarının en önemli görevi olan para politikaları, mevcut ülke ekonomisini direkt olarak etkileyen/belirleyen temel politikalarındandır. Türkiye de 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası “güçlü ekonomiye geçiş programı” ile temel ilke ve prensipleri yeniden tasarlanan Merkez Bankacılığı ile daha etkin para politikaları uygulamaları görülmüştür. Güçlü ekonomiye geçiş programı kapsamında 2001 öncesi (1990-2001 arası) şu temel sorunlar tespit edilmiştir (TCMB, “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, 2001);

- Sürdürülemez İç Borç Dinamiği: Kamu kesiminin 1990’da %6 civarında olan net iç borç stokunun 1999’da %42 oranına çıkması, yüksek kamusal açıkları beraberinde getirmiştir. Bu durum içinde en etkili faktörler;”

- Kamu döner sermayeleri, yerel yönetimlerin kontrolsüz harcamaları, bütçenin dışındaki harcamaların artması ve kamunun görev zararı ilkesi ile açıkların kamu bankaları tarafından fazlaca fonlanması ile kamu mali disiplinin bozulması,

- Kamuda alınan kamu personeli konusunda gereksiz istihdamlar ve kamu personeli için verimlilikleri değerlendirilmeden yapılan ücret atışları,

- Gerekli fizibilite çalışmaları yapılmadan yapılan fazla yatırım projelerinden gelen yüksek maliyetler,

- Özellikle sosyal güvenlik kurumlarında verimsiz işleyiş ile bütçe açıklarının sürekli artması,

- Nereye ve neden verildiği araştırılmadan fazlaca verilen tarım destekleri,

- İktisadi etkinliği yeteri kadar değerlendirilmeden verimsiz ve yüksek maliyetli çalışan kamu iktisadi teşebbüsleri varlığının ortaya çıkması.

- Mali Sistemdeki Sorunlar: Kamu bankalarının iyi yönetilmemesi ve asli görevleri dışında görevler yapması sonucu mali bütçelerinin bozulması ve zarar eden verimsiz kurumlar haline gelmesi. Kamu bankalarının verdiği kredilerde özel sektör payının %24 olması da bankaların reel sektörü yeterince desteklemediğini göstermektedir. Bu alanda bir başka sorun da enflasyonun çok yüksek olması ve ekonomide belirsizlikleri arttırmış

ve tasarruf sahiplerinin genellikle kısa vadeli pozisyonlar almalarına sebep olmuştur. Buda bankaların yükümlüklerinin kendi varlıkları ile arasındaki vade uyumsuzluğuna yol açmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri de sadece kamu bankalarını değil tüm bankacılık sektörünü etkilemiş hem faiz hem de kur riskleri büyük kayıpların yaşanmasına sebep olmuştur. Aynı zamanda Türk Lirasına güven azalmış ve para ikamesi hızlanmıştır.

Belirlenen sorunlar neticesinde, Türkiye açısından para politikası ve bankacılık sistemi açısından ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanmıştır. Reform niteliğindeki dönüşümün temel özellikleri;

- Tam bir siyasi destek ve siyasi otoritelerle uzlaşmış planlar,
- Şeffaflık ve hesap verilebilir politikalar ile iktisadi birimler üzerinde güven tahsis etmek ve beklentilerini etkileyebilmek,
- Sabit kur rejiminin terk edilip dalgalı kur rejiminin uygulanması,
- Merkez bankasının amacı; ekonomide fiyat istikrarını sağlamak ve fiyat istikrarını korumak olarak belirlenmiş ve merkez bankası amacına ulaşabilmek için araç yönünden bağımsız hale getirilmiştir.
- Döviz kuru nominal çapasından vazgeçilip, enflasyon hedeflemesine geçilmesi.

TCMB fiyat istikrarını sağlamak ve korumak amacıyla enflasyon hedeflemesi kullanmaya başladığı 2001 yılından itibaren kendine ana politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını belirlemiştir. TCMB söz konusu reformun ilk yıllarını oluşturan, 2001, 2002 ve 2003 yıllarında yayınladığı para politikası kurulu raporlarında ve kamuoyu bilgilendirmelerinde de özellikle döviz kurunun serbest piyasada belirleneceği müdahalelerin son derece düşük olacağı ve bunun enflasyon hedeflemesi politikasında da herhangi bir risk yaratmayacağı vurgusunu yapmıştır.

Dalgalı kur rejimine geçmenin ve sabit veya çok sık müdahaleler görülen döviz kuru rejiminin terk edilmesi içinse TCMB iki ana gerekçe sunmuştur. Birincisi, Şubat 2001 krizi öncesi bu sistemin kullanılması ve kriz ile sistemin işe yaramadığının görülmesi, ikincisi ise, bu sistemin Türkiye ekonomisi için yararlı olmadığı görüşüdür. Çünkü, bu zamana kadar yanlış yada negatif sonuçlu politikalar ile bozulan ekonomik sistemin temelleri, ekonomik birimleri Türk lirasından uzaklaştırmış ve döviz cinsinden işlemlere yönelmiş bu durumda döviz kurunu ülke için önemli bir değişken haline getirmiştir. Fiyatların ve ücretlerin dövize endekslenmesi hatta bazı durumlarda

dolarizasyon derecesine ulaşması ekonomik krizler karşısında kırılğan yapıların oluşmasına sebep olmuştur (TCMB, 2002: 5).

TCMB'nın enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi daha önce yüksek derecede önem verilen döviz kurunun tersi bir şekilde ikinci plana atılması hatta neredeyse tamamen piyasa hareketlerine terk edilmesi bir tartışma konusu yaratmış olsa da yeni rejimin ilk yıllarında elde edilen başarılar tartışmaların ilerlemesinin önüne geçmiştir. Öyle ki TCMB'nin 2004 yılı raporunda, "sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçen ekonomilerde, enflasyona odaklı olarak yürütülen, güvenirliliği yüksek politikaların döviz kuru – enflasyon ilişkisini zayıflattığı gözlenmiştir. Benzer bir biçimde, Türkiye'de dalgalı kur rejimi uygulaması henüz yeni olmakla beraber, yapılan ön çalışmalar döviz kurunun enflasyon üzerindeki geçişkenlik katsayısının azalmaya başladığını işaret etmektedir" tespiti yapılmıştır (TCMB, 2004: 6)

Olumlu gelişmelere rağmen 2005 yılı kurul raporunda, döviz rezervlerinin Türkiye açısından hala önemli olduğu ve sadece piyasa şartlarına bırakılamayacağı belirtilmiştir. Fakat yine de merkez bankasının herhangi bir döviz kuru hedefi bulunmadığı tekrarlanmıştır (TCMB, 2005: 9).

Bütün başarılı politikalar ve gelişmelere karşın döviz kuru konusundaki tartışmalar bitmemiş ve yüksek miktarda ithal girdilerin etkisi ile döviz kurundaki oynamalar merkez bankasını hedeflerinde zorlanmalara hatta hedefi şaşırma gibi sonuçlara katkıda bulunmuştur. Türkiye özelinde tartışmalar para politikasının amaç veya araç kurala göre mi yapılması gerektiğinden çok döviz kuru ne kadar dikkate alınmalı ya da döviz kurunun enflasyon üstündeki etkisi ne kadardır? Konularına yönelmiştir.

Çalışmada Türkiye için döviz kurlarının enflasyon üzerinde hala etkili olduğu düşüncesi ile hem faiz hem de döviz kurunu dikkate alması gerektiği bunun içinde kurala dayalı politikaları kullanabileceği önerilmektedir. Bu öneriyi test etmek amacıyla da araştırma hipotezi, dışa açık ve aynı zamanda küçük bir ülke olarak kabul edilen Türkiye'de para politikası belirlenmesinde, kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru beraber değerlendirilmekte, dolayısıyla parasal durum endeksi (MCI) izlenmektedir/uygundur olarak belirlenmiştir.

5.2 TEORİK MODEL

Para politikasının kurala dayalı olup olamaması gerektiği tartışması süre dursun, Kanada, İsviçre, Yeni Zelanda gibi birçok ülkenin merkez bankaları kurala dayalı politikalar yürütmektedirler. Parasal durum endeksi de (MCI) kurala dayalı politikaların, özellikle 90'lı yıllardan sonra, açık ekonomi ilkelerine uyması sebebiyle kullanılan bir politika kuralıdır. Daha önceki bölümlerde belirtildiği gibi politika kuralı literatürde tepki fonksiyonu olarak ta bilinmektedir. Bir kez daha hatırlatmak gerekirse MCI: kısa vadeli faiz oranları ve döviz kurunun bir kombinasyonu olarak, ekonomik büyüme ve enflasyon üzerinde etkili olan parasal değişkenlerin bir göstergesidir.

MCI'ya ilişkin iki önemli varsayım yapılmaktadır: Birincisi yüksek toplam talep ve döviz kuru esnekliğinin ve ikincisi gecikme etkisinin kısa olmasıdır. Varsayımlar MCI'nın etkinliği artmakta aynı zamanda döviz kuru şoklarına karşın para politikasının güvenilirliğine de katkı sağlamaktadır. (Gerlach ve Smets, 2000: 1677-1700).

Çalışmada, küçük bir ülke örneği olarak Türkiye, Svensson ve Ball (1997)'in modeli dikkate alınarak TCMB para politikası analiz edilmiştir. Araştırmanın hipotezi; küçük ve dışa açık bir ülke olan Türkiye'de para politikası belirlenmesinde, kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru beraber değerlendirilmekte, dolayısıyla parasal durum endeksi (MCI) izlenmektedir/uygundur.

Parasal durum endeksi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir;

$$MCI_t = \alpha_1(r_t - r_0) + \alpha_2(e_t - e_0) \quad \alpha_1 + \alpha_2 = 1 \quad (4.2.1)$$

(4.2.1) nolu denklemdeki r_t dönem faiz oranını, r_0 hedeflenen faiz oranını, e_t dönem döviz kurunu, e_0 ise hedeflenen döviz kur değerini ifade etmektedir. α 'lar, faiz oranlarına ve döviz kuruna verilen ağırlık dereceleridir ve görecelidir, ülkelere ve kişilere göre farklı nitelenmektedir.

Parasal durum endeksin farklı gösterimleri de mevcuttur (Stevens, 1998);

$$MCI_t = (r_t - r_0) + \frac{\alpha_2}{\alpha_1}(e_t - e_0) + 100 \quad (4.2.2)$$

(4.2.2) nolu denklemde yer alan "100" baz yılın değerini ifade etmektedir. Endeksin bir başka gösterimi;

$$MCI_t = MCI_0 e^{\left[(r_t - r_0) + \frac{\alpha_2}{\alpha_1} e_t \right]} \quad (4.2.3)$$

(4.2.3) nolu denklemde yılını bu defa MCI_0 değeri ifade etmektedir.

Denklem gösterimleri ne olursa olsun, faiz ve döviz kurun ağırlıkları belirsiz ve ülkelere göre değişken olmakla birlikte, literatürde bu ağırlıkların ekonometrik yöntemlerle tespit edilmesi önerilmiştir.

$$y_t = -\alpha_1 r_t - \alpha_2 e_t + v_t \quad \alpha_1, \alpha_2 > 0 \quad (4.2.4)$$

(4.2.4) nolu denklem tespit edilen katsayıların kullanılmasıyla ağırlıkların göreceliliği azaltılmaktadır. Bu denklemde y_t toplam talebi, v_t ise hesaplanamayan rassal etkileri ifade etmektedir.

Burada önemli olan husus, regresyon denklemlerinin ve dolayısıyla endeks hesaplamalarının da ülkeye göre değişiklik gösterdiğidir. De Wet (2002) çalışmasında parasal durum endeksini kısa vadeli faiz oranındaki ve efektif döviz kurundaki bazı keyfi temel noktalardaki değişimlerin bir kombinasyonu olarak tanımlamıştır. Buradan yola çıkarak, Güney Afrika için aşağıdaki (4.2.5) nolu denklemi önermiştir;

$$MCI_t = \alpha_1 (r_t - r_0) - \alpha_2 (e_t - e_0) \quad (4.2.5)$$

(4.2.5) denklemde negatif α_2 değeri, yerel para biriminin değer kaybını göstermektedir. Bu formüle göre, faiz oranındaki bir artış ve yerel paradaki değerlenme daha yüksek bir endeks değerine sebep olur ve bu da daha sıkı para koşullarını göstermektedir. Çalışmada da benzer bir denklem üzerinden sadece pozitif katsayıları olan denklem biçimi kullanılacaktır.

(4.2.5) nolu denklemde yer alan α 'lar, araştırmacının belirlediği değerlerdir. Bu işlemden sonra toplam talebi ifade edecek olan denklem oluşturulmalıdır. Bu denklemde, iktisat teorisinde kullanılan standart milli gelir denklemidir.

Milli gelir denklemin de biraz farklı şekilde ifade etmek istersek, dışa açık bir ekonomide tüketimin milli gelirin, döviz kurlarının ve faiz oranlarının bir fonksiyonu olarak, toplam talep için aşağıdaki gibi bir denklem kurulabilir;

$$y_t = \alpha_3 - \alpha_4 r_t + \alpha_5 e_t + v_t \quad (4.2.6)$$

(4.2.6) nolu denklem mevcut çıktı düzeyine göre oluşturulmuştur. Potansiyel çıktı düzeyi üzerinden oluşturulmak istenirse (4.2.7) nolu denklem kullanılır;

$$y_t^* = \alpha_3 - \alpha_4 r_t^* + \alpha_5 e_t^* \quad (4.2.7)$$

(4.2.6) ve (4.2.7) nolu denklemlerin farkı ise, çıktı açığı gösterir;

$$y_t^* - y_t = y_{gt} = \alpha_4 r_{gt} - \alpha_5 e_{gt} - v_t \quad (4.2.8)$$

Eğer y_{gt} değeri pozitif ise, filli çıktı potansiyel çıktının altında anlamına gelecektir. Yani çıktı açığı mevcut anlamına gelecektir. Çıktı açığı denklemini endeks denklemini üzerinden ifade edecek olursak (4.2.9) nolu denkleme ulaşırız;

$$y_{gt} = \alpha_4 r_{gt} - \alpha_5 e_{gt} - v_t = \alpha_1 \Delta r_t - \alpha_2 \Delta e_t - v_t = MCI_t - v_t \quad (4.2.9)$$

$$y_{gt} + v_t = MCI_t \quad (4.2.10)$$

(4.2.10) nolu denklem (4.2.9) nolu denklemin bir başka ifadesidir. (4.2.9) nolu denklemde r_{gt} reel faiz oranının potansiyel çıktıdaki değerinden saptması ve e_{gt} reel efektif döviz kurunun potansiyel çıktı değerinden saptmasıdır. Bu nedenle, denklem üzerinden, talep tarafında tanımlandığı gibi MCI, faiz ve kurdaki değişikliklerden kaynaklanan çıktı açığındaki değişikliklerin bir göstergesi haline gelir, ancak talep şoklarının etkisini dışlar. Bu nedenle, bir talep şokunun olmaması durumunda, pozitif bir üretim açığı, daha sıkı para koşullarını daha sıkı ekonomik koşullarla (örneğin durgunlukla) ilişkilendiren standart teoriye tekabül eden daha yüksek bir MCI'ye işaret etmektedir. Denklemdeki $\alpha_1 = \alpha_4$ ve $\alpha_2 = \alpha_5$ eşitliği de bu şekilde açıklanabilir (Burger ve Knedlik, 2004). Sonuç olarak, bu işlemle endeksteki ağırlıkların göreceli olmasından kaynaklanan sorunlar ortadan kalkıp daha sağlam bir zemine oturması sağlanır.

Çıktı açığı arz tarafından tanımlayacak olursak, genişletilmiş Phillips eğrisi üzerinden denklem (4.2.11)'deki gibi bir tanımlama yapmak mümkün olacaktır (Bofinger ve Wollmershauser, 2001);

$$y_{gt} = -\alpha_6 (\pi_t - E(\pi_t)) - u_t \quad (4.2.11)$$

(4.2.11) nolu denklemde $E(\pi_t)$, uzun dönem enflasyon oranını ifade etmektedir. Bu da aynı zamanda merkez bankasının hedeflediği oranı da göstermektedir. Bu denklemi de aynı yolla endeks denklemine eşitleyecek olursak;

$$y_{gt} = -\alpha_6 (\pi_t - E(\pi_t)) - u_t = \alpha_4 r_{gt} - \alpha_5 e_{gt} - v_t = MCI_t - v_t \quad (4.2.12)$$

$$y_{gt} + v_t = -\alpha_6 (\pi_t - E(\pi_t)) - u_t + v_t = \alpha_4 r_{gt} - \alpha_5 e_{gt} = \alpha_1 \Delta r_t - \alpha_2 \Delta e_t = MCI_t$$

(4.2.12) nolu denklemde, pozitif bir arz şokunun (pozitif u_t ya da negatif $-u_t$, örneğin reel ücrette bir düşüş) ve negatif bir talep şokunun (negatif v_t , örneğin kamu harcamalarında düşüş) parasal koşulları hafiflettiği görülmektedir. Yani negatif $-u_t$ ve v_t MCI'nin daha düşük bir seviyeye inmesine neden olur. Daha net bir ifadeyle, baz yıla göre düşük bir MCI değeri, baz yıldan daha yüksek bir enflasyon ve daha düşük bir tüketim olduğunu göstermektedir. Söz konusu bu durumun tersi de geçerlidir. Buna ek olarak, beklenmedik enflasyon düzeyi MCI'da bir düşüşe neden olursa, bu da parasal koşulların gevşediği anlamına gelir, dolayısıyla negatif bir çıktı açığına neden olur. Sonuç olarak, MCI arz tarafındaki şokların ve beklenmedik enflasyonun çıktı açığındaki etkisini yansıtmaktadır.

Merkez bankasının tutarlı bir politika izlemek için izleyeceği bazı sosyal refah fonksiyonlarına sahip olması gerekir. Ekonomi potansiyel çıktı üzerinde bir düzeyde çalışırsa sosyal refah fonksiyonunun en üst düzeye çıktığını varsayarsak, merkez bankası fiili enflasyon oranını hedef enflasyon oranına olabildiğince yakın tutarak gerçekleşen çıktı açığını en alt düzeye indirir ve sosyal refah fonksiyonunu en üst düzeye çıkarır. Ayrıca merkez bankası çıktı açığını minimize etmeyi amaçlayan bir sosyal refah

fonksiyonunu hedefleyen ve negatif etki oluşturabilecek uzun ve değişken gecikmeler nedeniyle arz ve arz şoklarının neden olduğu çıktı açıklarına tepki vermemeye, ancak fiyat düzeyinin beklenenin üzerine çıkmasına sebep olmayacak kararlara tepki göstermemeye karar verebilir. Yukarıdaki model şokların geçici ve rasgele olaylar olduğunu varsaymaktadır. Böylece ekonomi istikrarlı olarak tanımlanır ki, talep şoku etkisi çok uzun süre kalmaz, ekonomi bir dönemde yeterince dengeye geri döner. Hükümet sadece bir sonraki dönemde şoklara tepki verebilir çünkü bu şoklar önceden tahmin edilemez. Buna ek olarak, talep şokları stokastik veya tamamen öngörülemezse, bunları karşılamak arz şoklarını karşılamak kadar zor olabilir. Bu aşamada etkilerin kalıcı olduğu varsayarsak, merkez bankasının çıktı açıklarına tepki verirken şoklara tepki vermediğini düşündüğümüzde yukarıdaki (4.2.13) nolu denklem şeklinde ifade edilir;

$$y_{gt} + v_t + u_t = -\alpha_6 (\pi_t - E(\pi_t)) + v_t = \alpha_1 \Delta r_t - \alpha_2 \Delta e_t + u_t = MCI_t + u_t$$

(4.2.13)

Eğer (4.2.13) nolu denklemin en sağında yer alan toplam sıfıra yakın olursa sosyal refah maksimum düzeyine yakın olur. Söz konusu toplamın hemen sağındaki toplamın sıfıra yakın olması aynı anlama gelmektedir. Bu, çıktı açığına, fiyat düzeyinin beklenen seviyenin üzerine çıkması veya altına inmesi kaynaklı gevşek veya çok sıkı bir para politikasının neden olduğu olasılığını yansıtabilir. Merkez bankası bu durumu düzeltmek için faiz oranını ve döviz kurunu uygun yönde değiştirerek, “anti çıktı açığı” ile müdahalede bulunabilir.

(4.2.13) nolu denklemde sağdaki iki toplamın da negatif olduğunu varsayalım. Bu durum, gerçekleşen enflasyonun beklenen enflasyonu aştığı anlamına gelmektedir. Atı çıktı açığı, gevşek para politikasını tersine çevirir. Bir sonraki dönemde uygulanacak anti çıktı açığını y_{agt+1} ile sembolize edip denkleme eklersek (4.2.14) nolu denkleme ulaşırız;

$$\begin{aligned}
y_{gt} + v_t + u_t + y_{agt+1} &= -\alpha_6 (\pi_t - E(\pi_t)) + v_t + y_{agt+1} \\
&= \alpha_1 (\Delta r_t + \Delta r_{at+1}) - \alpha_2 (\Delta e_t + \Delta e_{at+1}) + u_t \\
&= MCI_t + u_t + \alpha_1 \Delta r_{at+1} - \alpha_2 \Delta e_{at+1} \quad (4.2.14)
\end{aligned}$$

(4.2.14) nolu denklemde Δr_{at+1} uygulanan yeni faiz oranı ile eski faiz oranı farkını, Δe_{at+1} ise uygulanan yeni döviz kuru düzeyi ile eski döviz kuru farkını ifade etmektedir. Yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı üzere, burada sifıra yakınsaması gereken eşitlik en sondakidir. O zaman bunu (4.2.15) nolu denklemdeki gibi ifade edebiliriz ;

$$MCI_t + u_t + \alpha_1 \Delta r_{at+1} - \alpha_2 \Delta e_{at+1} = 0 \quad (4.2.15)$$

Burada $\alpha_1 \Delta r_{at+1} - \alpha_2 \Delta e_{at+1}$ değeri, yukarıdaki MCI denkleminin t+1 dönemindeki halidir. Dolayısıyla bu ifadeyi hedeflenen MCI (MCI_{hedef}) olarak adlandırmak mümkündür;

$$\alpha_1 \Delta r_{at+1} - \alpha_2 \Delta e_{at+1} = MCI_{hedef} = -MCI_t - u_t \quad (4.2.16)$$

(4.2.16) nolu denklem düzenlendiğinde ise faiz ve kur hedefi için (4.2.17) ve (4.2.18) nolu denklemler elde edilir;

$$\Delta r_{at+1} = \frac{-MCI_t - u_t + \alpha_2 \Delta e_{at+1}}{\alpha_1} \quad (4.2.17)$$

$$\Delta e_{at+1} = \frac{MCI_t + u_t + \alpha_1 \Delta r_{at+1}}{\alpha_2} \quad (4.2.18)$$

Aşağıda reel döviz kuru oranı (4.2.19) nolu denklem gösterilmiştir;

$$\Delta e_t = \Delta s_t + \pi_t^f - \pi_t \quad (4.2.19)$$

(4.2.19) nolu denklemde Δs_t değeri nominal kurdaki yüzelik değışimi ifade etmektedir. Son iki sembol ise sırasıyla yabancı ve yerli enflasyon oranını göstermektedir.

Sıradaki denklem ise faiz oranı paritesi teorisini ifade etmektedir;

$$\dot{i}_t = \dot{i}_t^f + \Delta s_t + \rho_t \quad (4.2.20)$$

$$\Delta s_t = \dot{i}_t - \dot{i}_t^f - \rho_t \quad (4.2.21)$$

Denklemlerdeki ρ_t , risk primini ifade etmektedir. (4.2.22) nolu denklem ise Fisher eşitliğini ifade eder;

$$\dot{i}_t = r_t + \pi_t + \rho_t \quad (4.2.22)$$

Yabancı ülke risk primi dışlandığında, yabancı faiz oranı için Fisher eşitliği (4.2.23) nolu denklemdeki gibi olur;

$$\dot{i}_t = \dot{i}_t^f + \pi_t^f + \rho_t \quad (4.2.23)$$

(4.2.22) ve (4.2.23) nolu denklemleri (4.2.21) nolu denklemde yerlerine koyarsak;

$$\Delta s_t = r_t + \pi_t + \rho_t - r_t^f - \pi_t^f - \rho_t = r_t + \pi_t - r_t^f - \pi_t^f \quad (4.2.24)$$

(4.2.24) nolu denklemi (4.2.19) nolu denklemde yerine koyarsak (4.2.25) nolu denklemi elde edilir;

$$\Delta e_t = r_t + \pi_t + \rho_t - r_t^f - \pi_t^f + \pi_t^f - \pi_t = r_t - r_t^f \quad (4.2.25)$$

(4.2.25) nolu denklem aşağıdaki ifadeyle eşittir;

$$\Delta e_{at+1} = r_{at+1} - r_{t+1}^f \quad (4.2.26)$$

Bu noktada iki adet eşitlik karşımıza çıkar;

$$\Delta r_{at+1} = r_{at+1} - r_t \quad \Rightarrow \quad r_{at+1} = \Delta r_{at+1} + r_t$$

Oluşan bu son iki eşitliği ve a_{t+1} değerlerinin t dönemine göre eşitliklerini yukarıdaki hedef denklemlerinde yerine koyduğumuzda (4.2.27) ve (4.2.28) sonuçları elde edilecektir;

$$\Delta r_{at+1} = \frac{-MCI_t - u_t + \alpha_2(r_t - r_{t+1}^f)}{\alpha_1 - \alpha_2} \quad (4.2.27)$$

$$\Delta e_{at+1} = \frac{MCI_t + u_t + \alpha_1(r_{t+1}^f - r_t)}{\alpha_2 - \alpha_1} \quad (4.2.28)$$

Bir kere daha başa dönersek, “ $\alpha_1 \Delta r_{at+1} - \alpha_2 \Delta e_{at+1} = MCI_{\text{hedef}}$ ” idi. Faiz oranı ve döviz kurundaki bu değişiklikler “ $-\alpha_6 (\pi_t - E(\pi_t)) + u_1 + y_{agt+1} = 0$ ” olmasını sağlarken, politika aynı zamanda şokları da kapsar. Pozitif bir arz şoku MCI’yi düşürür, anti çıktı açığıyla eklenen yeni politikalar ise şokun MCI üzerindeki etkisini nötralize eder. Yani, gerçek MCI hedefine ulaşabilmek için gereken değişiklik “ $\alpha_1 \Delta r_{at+1} - \alpha_2 \Delta e_{at+1}$ ”e eşittir. Bu durumda “ $MCI_t + u_t + \alpha_1 \Delta r_{at+1} - \alpha_2 \Delta e_{at+1} = 0$ ” olabilmesi için MCI_{hedef} ’in sıfırdan küçük olması sağlanır. Bu da refah fonksiyonunu sıfıra yakınsatarak maksimize etmenin yoludur. Daha açık bir ifadeyle, gelecek dönemde belirlenecek faiz oranı ve kur düzeyi, gerçekleşen MCI’nın ters işaretlisi sonucunu verecek şekilde belirlenmelidir (eğer rassal bir arz şok (u_t) gerçekleşmezse).

5.3 VERİ SETİ VE EKONOMETRİK YÖNTEM

Çalışmada üçer aylık seriler halinde, 2001:01 – 2016:02 yılları arası üçer aylık seriler kullanılmıştır. Tüm seriler 2010 yılı bazlıdır. Seriler enflasyon etkisinden arındırılmak amacıyla reel hale dönüştürülmüş ve reel seriler kullanılmıştır. Tüm seriler Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası veri tabanından alınmıştır. Literatürde rastlanmasına rağmen, kontrol değişkeni olarak, varlık fiyatları dahil edilmemiştir. Mishkin (2008) ve Stark (2008) yaptıkları iki ayrı çalışmada para politikasının varlık fiyatlarını hedef almaması gerektiğini avunmuşlardır. Ayrıca döviz zaten tek başına ayrı bir varlık olarak sayılmaktadır. Bir başka gerekçe ise, Türkiye'nin sermaye yapısı köklü bir geçmişe ve gelişmişliğe sahip olmadığı için varlık fiyatındaki (döviz kuru dışındaki) dalgalanmalar ekonomik temellerle uyumlu gitmeyebilmektedir. Bu gerekçelerde göz önünde bulundurulduğunda çalışmada, gerekçeleri ve özellikleri ile, şu değişkenler kullanılmıştır;

- Çıktıyı temsilen GYSİH serisi kullanılmıştır. Dolar cinsinden olan üçer aylık olan GSYİH reel hale dönüştürülerek ve logaritması alınarak analize dahil edilmiştir. Aylık olarak hesaplanmayan GSYİH 2010 baz yıllık olarak kullanılmıştır.

- Enflasyon verisi olarak ta Tüketici Fiyat Endeksleri (TÜFE) kullanılmıştır. TCMB 2001 sonrası enflasyon hedeflemesinde kendisine endeks olarak TÜFE'yi ana endeks olarak seçmiştir. TÜFE Serisi 2010 baz yılıdır.

- Kısa vadeli faiz oranları içinse TCMB'nın politika faizi oranları kullanılmıştır. Politika faizi TCMB'nın 2001 sonrası enflasyon hedeflemesinde ana araç değişkenidir. Seri TÜFE kullanılarak reel hale getirilmiştir.

- Döviz kuru içinse reel hale dönüştürülmüş bir şekilde TÜFE bazlı efektif döviz kuru serisi kullanılmıştır. Seri 2010 baz yıllık olarak yeniden oluşturulmuştur.

Serilerin durağanlıklarını sınamak amacıyla iki birim kök testi kullanılmıştır; Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Zivot Andrews.

Dickey-Fuller (DF) testinde sabitli, sabitsiz ve trendli olmak üzere üç model test edilir. Eğer seri trendli bir modelde durağan hale gelmiş ise diğer modellere bakılmadan trendli model kabul edilir. Eğer seri durağan hale gelmemişse, sabit terimli model test edilir, sabit terimli modelde de durağanlık sağlanamamışsa, sabit terimsiz model üzerinden test yapılır (Enders, 1995: 256). DF testi için düzeltilmiş t tablosu

değerlerinden oluşan tau tablo değerleri kullanılır. DF testinde kullanılan üç model şu şekildedir;

$$\Delta y_t = \gamma y_{-1} + \varepsilon_t \quad (5.3.1)$$

$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{-1} + \varepsilon_t \quad (5.3.2)$$

$$\Delta y_t = m_0 + m_1 t + \gamma y_{-1} + \varepsilon_t \quad (5.3.3)$$

(5.3.1) nolu denklem stokastik özellikli trendi içermektedir. (5.3.2) nolu denklemde hem stokastik trend hem de sabit terim, (5.3.3) nolu denklemde sabit terimin, stokastik ve deterministik trendin birlikte modellenip test edildiği bir süreç tanımlanmıştır. Hata terimlerinin ise beyaz gürültü (White Noise) sürecine sahip olduğu varsayılmaktadır. Fakat otokorelasyona sahip olabilir. Böyle bir durumda en küçük karalar tahminlerinin doğru olması için test biraz geliştirilmiş ve adına Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi denilmiştir. DF testinde verilen denklemler ADF testinde ise aşağıdaki şekilde oluşturulur;

$$\Delta y_t = \gamma y_{-1} + \sum \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (5.3.4)$$

$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{-1} + \sum \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (5.3.5)$$

$$\Delta y_t = m_0 + m_1 t + \gamma y_{-1} + \sum \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (5.3.6)$$

Modellerde gecikme uzunluklarının belirlenmesi için birkaç farklı yöntem kullanılabilir. Örneğin, Bayesian Information Criterion (BIC), Akaike Information Criterion (AIC), Hannan - Quinn Criterion (HQ), Akaike Final Prediction Error (FPE), Cambell – Perron ve Schwartz Criterion (SC), kriterleri bu yöntemler arasındadır (Sunal ve Aykaç, 2005: 7)

ADF testi ve benzeri birim kök testleri çok yaygın şekilde kullanılan birim kök testleridir. Fakat bazı özel durumlarda testlerin güvenilirliği tartışmalara yol açabilmektedir. Örneğin ekonomide yapısal kırılmalarının varlığı durumunda testin güvenilirliği tartışmalıdır. Perron(1989,1990) ve Zivot Andrews(1992), tamda bu sorunun çözümüne yönelik testler geliştirmişlerdir. Perron birim kök tespiti için dışsal yapısal kırılmanın dikakte alındığı bir test geliştirmiştir. Zivot ve Andrews(1992) ise Perron'un geliştirdiği testi değiştirerek bir kırılmaya izin veren ve trendi dikkate alan bir test

gelistirmişlerdir. Zivot ve Andrews (ZA) testi olarak bilinen test Perron'un aksine yapısal kırılması içsel kabul etmemtedir. Çalışmada da Zivot –Andrews birim kök testi ile ADF testi hesaplanmış ve sonuçları karşılaştırılmıştır.

Zivot ve Andrews birim kök testi, (5.3.7) (5.3.8) ve (5.3.9) nolu regresyon denklemlerinin tahminine dayanmaktadır. Zivot ve Andrews birim kök testi, ardışık olarak ADF test yöntemi ile veri seti içindeki olabilecek olan tüm kırılma noktası için, regresyon denklemi tahmin edilmekte sistemin parametreleri t-istatistiği ile sınanmaktadır. Zivot ve Andrews birim kök testinin temel hipotezi: bir zaman noktasın (bilinmeyen) sabit ve trendli fonksiyonun eğiminde bir tek kırılma vardır hipotezine karşı birim kök vardır. Zivot ve Andrews testi için tahmin edilen ilk model (5.3.7) nolu denklemdir. Söz konusu denklem ortalama kırılmayla ilgilidir. İkinci tahmin edilen model ise (5.3.8) nolu denklemdir ve eğimdeki kırılmayı gösterir. Son model olan (5.3.9) nolu denklem ise, ekonomide yaşanan yapısal bir değişimin hem ortalama hem de eğimi etkilediğini gösterir.

$$\Delta y_t = \mu + \alpha y_t + \beta t + \theta_1 DU_t(\lambda) + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (5.3.7)$$

$$\Delta y_t = \mu + \alpha y_t + \beta t + \theta_1 DT_t(\lambda) + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (5.3.8)$$

$$\Delta y_t = \mu + \alpha y_t + \beta t + \theta_1 DU_t(\lambda) + \gamma_1 DT_t(\lambda) + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (5.3.9)$$

Δ fark operatörü, hata terimleri otokorelasyonsuz ve normal dağılımlı ve t zamanı göstermektedir. Δy_{t-j} modelde otokorelasyon sorununu gidermek amacıyla eklenmiştir. $\lambda = T_B/T$ kırılma noktasıdır. Teste göre seride birim kök olması, y_{t-1} 'in katsayısının istatistiksel açıdan anlamlılığına bakılarak test edilir. Hesaplanan test istatistiği tablo kritik değerden, mutlak değer olarak, daha büyük ise değişkenin durağan olmadığını gösteren temel hipotez reddedilir.

Zivot Andrews birim kök testinin uygulamasında öncelikle (5.3.9) denklemi tahmin edilip DT ve DU kukla değişkenlerine ait parametrelerin anlamlılığına bakılarak uygun bir model seçilir. DT ile DU kukla değişkenleri eğer istatistiksel açıdan anlamlıysa (5.3.9) denklemi, sadece DU anlamlı ise (5.3.7) denklemi ve nihayet sadece DT anlamlı ise (5.3.8) denkleminin tahmin edilebilir. Zivot ve Andrews birim kök testi için verilen üç denklemden hangisinin güvenilir/kullanılabilir olduğu konusunda ise fikir birliği yoktur. Fakat uygulamalarda (5.3.7) denklemi ve (5.3.9) denkleminin daha sık

kullanıldığı gözlenmektedir. Belirtmek gerekir ki tüm birim kök testlerinde gözlemlendiği gibi, Zivot Andrews birim kök testi de gecikme uzunluğuna duyarlıdır (Yavuz, 2006: 166-67).

Çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki beklenen uzun dönemli ilişkinin belirlenmesi amacıyla da gecikmesi dağıtılmış otoregresif model testi (ARDL) kullanılmıştır. ARDL ile aynı zamanda parasal durum endeksinin katsayılarının ağırlıklandırılmamış kısmını içeren uzun dönem çıktı denklemi de elde edilecektir. Değişkenler arasında ilişkinin olup olmadığı belirlemek için kullanılan yöntemlerden biri ARDL sınır testi, aşağıda (5.3.10) numaralı regresyon denkleminde y bağımlı değişken ve k adet X_j'ler bağımsız değişken olmak üzere ARDL sınır testi görülmektedir.

$$\Delta y_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^p \delta_{j,i} \Delta X_{j,t-i} + \alpha_0 y_{t-1} + \sum_{i=0}^p \alpha_j \Delta X_{j,t-1} + \varepsilon_t \quad (5.3.10)$$

(5.3.10) denkleminde; ε_t , hata terimini; p, değişkenlerin gecikme uzunluğunu; θ_0 , sabit terimi ve $\gamma_i, \delta_{j,i}, \alpha_0, \alpha_j$ ilgili değişkenlerin katsayılarını temsil etmektedir. (5.3.10) numaralı regresyon modelinde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkinin var olup olmadığını belirlemek için F istatistiği kullanılır ve değişkenler arasında sınır testine ilişkin H₀ hipotezi, α 'ların sıfıra eşit olduğunu gösteren hipotezdir.

Pesaran ve diğerleri (2001), tüm değişkenlerin I(0) ya da I(1) oldukları iki uç durum için sırasıyla alt ve üst sınır tablo kritik değerlerini oluşturmuşlardır. Hesaplanan F-istatistik değeri I(1) üst sınırının değerinden büyük çıkması durumunda kullanılan değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır diyebiliriz. Dolayısıyla testin uygulanabilmesi için değişkenlerin I(2) seviyesinin altında durağan olmaması gerekmektedir. Aynı derecede durağan olmasalar dahi ARDL uygulanabilmesi için I(2) seviyesinin altında durağan olmaları yeterlidir. Testin bir başka özelliği değişken sayısının az olmasında dahi testin uygulanabilme yeteneğidir.

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunursa değişkenler için uzun dönem esneklik katsayılarının tahmini için aşağıdaki ARDL modeli kullanılır.

$$y_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^p \theta_i y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j} \rho_{j,i} X_{j,t-i} + \varepsilon_t \quad (5.3.11)$$

(5.3.11) denkleminde, ε_t , hata terimini; p , bağımlı değişkenin gecikme uzunluğunu; $\rho_{j,i}$, j 'nci bağımsız değişkenin gecikme uzunluğunu; ϕ_0 , sabit terimi ve $\theta_i, \rho_{j,i}$ ilgili değişkenlerin katsayılarını ifade etmektedir. Bağımsız değişken X_j için uzun dönem esneklik katsayısı ϵ_j , (5.3.11) nolu denklemin parametreleri kullanılarak hesaplanır;

$$\beta_j = \frac{\sum_{t=1}^{q_j} \rho_{j,i}}{1 - \sum_{i=1}^p \theta_j} \quad (5.3.12)$$

Kısa dönem etkileri görmek için ARDL hata düzeltme modeli (ARDL-HDM) aşağıda gösterildiği gibidir.

$$\Delta y_t = \pi_0 + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j} \omega_i \Delta X_{j,t-i} + \psi EC_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5.3.13)$$

(5.3.13) numaralı ARDL-HDM'de; EC , hata düzeltme terimini; π_0 , sabit terimi; ω_i, λ_i ilgili değişkenlerin katsayılarını ve ψ , modelin dengeye gelme hızını gösterir. EC aşağıdaki uzun dönemden denkleminin (5.3.14)'den hesaplanır;

$$EC_t = y_t - \alpha - \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j,t-i} \quad (5.3.14)$$

(5.3.14) numaralı ARDL-HDM'de EC_{t-1} "hata düzeltme teriminin" katsayısının, sıfır(0) ile -1 arasında bir değer alması aynı zamanda bu katsayının istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir (Umut, Karadeniz Teknik Üniversitesi, 2016: 41)

Değişkenler arasındaki olası eşbütünlüğün varlığı durumunda ise nedensellik testleri için asimetrik nedensellik (Hatemi-J ve Roca), frekans alanı nedensellik (Breitung ve Candelon) ve bootstrap (Balcılar vd. Bootstrap Rolling Windows) yöntemleriyle analizler yapılmıştır.

Klasik nedensellik testleri değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını incelerken pozitif şokların nedensellik etkileri negatif şoklarla aynı kabul edilmektedir. Fakat ekonomik birimlerin pozitif ve negatif şoklara verdikleri tepkiler değişiklik gösterebilmektedir. Bu değişikliği dikkate alan nedensellik analizleri asimetrik

nedensellik analizleridir. Çalışmada da asimetrik nedenselliğin araştırılması Hatemi-J ve Roca (2014) testi kullanılmıştır. Hatemi-J ve Roca (2014) asimetrik nedensellik testi sadece değişkenler arasındaki ilişkinin tespitini değil farklı şok durumlarına göre verdikleri tepki ve nedenselliği de incelemektedir. Hatemi-J ve Roca (2014) P_{1t} ve P_{2t} iki eşbütünleşik değişkenin varlığı varsayımı ile ((Hatemi ve Roca, 2014: 7-9);

$$P_{1t} = P_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = P_{1,0} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i} \quad \text{ve} \quad P_{2t} = P_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = P_{2,0} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i} \quad (5.3.15)$$

t değişkeni $1,2,\dots,T$ değerleri alırken, hata terimleri beyaz gürültü durumundadır. Değişkenlerin oluşan pozitif ve negatif şoklarda sırasıyla şu şekilde olması beklenir; $\varepsilon_{1i}^+ = \max(\varepsilon_{1i}, 0)$, $\varepsilon_{2i}^+ = \max(\varepsilon_{2i}, 0)$, $\varepsilon_{1i}^- = \max(\varepsilon_{1i}, 0)$ ve $\varepsilon_{2i}^- = \max(\varepsilon_{2i}, 0)$. O zaman, $\varepsilon_{1i} = \varepsilon_{1i}^+ + \varepsilon_{1i}^-$ ve $\varepsilon_{2i} = \varepsilon_{2i}^+ + \varepsilon_{2i}^-$ olacaktır. Bu sayede değişkenler aşağıdaki şekilde hesaplanabilir;

$$P_{1t} = P_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = P_{1,0} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^+ + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^- \quad (5.3.16)$$

$$P_{2t} = P_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = P_{2,0} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^+ + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^- \quad (5.3.17)$$

Her bir değişken için, pozitif ve negatif şokların kümülatif toplamlar; $P_{1t}^+ = \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^+$, $P_{1t}^- = \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^-$, $P_{2t}^+ = \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^+$, $P_{2t}^- = \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^-$ olur. Söz konusu bu kümülatif toplamlar değişkenler arasındaki asimetrik nedenselliğin belirlenmesinde kullanılır. Örneğin değişkenler arasındaki pozitif nedensellik test edilecek ise; $P_t^+ = (P_{1t}^+, P_{2t}^+)$ olur. P_t^+ vektörü k gecikmeli bir VAR modeli ile kurulabilir;

$$P_t^+ = v + A_1 P_{t-1}^+ + \dots + A_L P_{t-k}^+ + u_t^+ \quad (5.3.18)$$

(5.3.18) nolu denklem de v 2×1 boyutunda sabit değişken vektörü, u_t^+ ise, 2×1 boyutlu pozitif şoklar ile ortaya çıkan hata terimleri vektörüdür. A ise 2×2 parametre matrisidir. k gecikmenin optimum gecikmesi HJC testi ile belirlenmektedir.

$$HJC = \ln(|\Omega_f|) + k2T^{-1}(m^2 \ln T + 2m^2 \ln(\ln T)) \quad (5.3.19)$$

(5.3.19) nolu denklemde $|\Omega_f|$ k uzunluğunda hata terimleri kovaryans matrisini, m modeldeki denklem sayısı ve T modeldeki örneklem sayısını temsil etmektedir. Uygun gecikme uzunluğunun seçilmesinin ardından, A_r matrisinin k'nıncı sütun ve J2ninci satırının sıfıra eşit olduğunu gösteren, yani nedenselliğin olmadığını gösteren H_0 hipotezi sınanır. Hesaplanacak test istatistikleri kritik değerlerden daha büyük ise, H_0 hipotezi reddedilir ve nedenselliğin varlığı kabul edilir.

Klasik nedensellik testleri değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını incelerken iktisat alanında sıklıkla kullanılan kısa ve uzun dönem arasındaki fark göz ardı edilmektedir. Frekans alanı nedensellik analizlerinde farklı zaman periyotları için farklı çıkarımlar yapılmaktadır. Bu sayede kısa dönemli nedenselliklerin geçici, uzun dönemli nedenselliklerinde kalıcı nedensellikler olarak tespit edilmesi mümkündür (Kayhan vd., 2016: 150). Çalışmada frekans nedensellik analizi için Breitung ve Candelon (2006) frekans nedensellik analizi testi kullanılmıştır. Breitung ve Candelon (2006), $\theta_{ij}(L) = \theta_{ij,1}L^0 + \dots + \theta_{ij,p}L^{p-1}$ eşitliğinde $j=1,2$ ve $[u_t, v_t] \sim (0, \Sigma)$ bağımsız değişken olarak, X ve Y'den oluşan seri durağan VAR(p) olarak ifade edilir;

$$\begin{bmatrix} X_t \\ Y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \theta_{11}(L) & \theta_{12}(L) \\ \theta_{21}(L) & \theta_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u_t \\ v_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \Psi_{11}(L) & \Psi_{12}(L) \\ \Psi_{21}(L) & \Psi_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_t \\ \eta_t \end{bmatrix} \quad (5.3.20)$$

(5.3.20) matris denkleminde $t=1, \dots, T$ iken Σ belli ve pozitifdir. $G'G = \Sigma^{-1}$ Cholesky ayrıştırmasının indirgenmiş matrisi olan G matrisini gösterir. Burada $\begin{bmatrix} \varepsilon_t \\ \eta_t \end{bmatrix}$ matrisi, $\begin{bmatrix} \varepsilon_t \\ \eta_t \end{bmatrix} = G \begin{bmatrix} u_t \\ v_t \end{bmatrix}$ ve $\psi_{ij}(L); i, j = 1,2$ olarak tanımlanır. Testte x evrenini temsil eden $f_x(\omega)$ ise denklem (5.3.21)'deki gibi belirlenir;

$$f_x(\omega) = \frac{1}{2\pi} (|\psi_{11}(e^{-i\omega})|^2 + |\psi_{12}(e^{-i\omega})|^2) \quad (5.3.21)$$

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Hosoya ve Geweke tarafından şu şekilde formülize edilmiştir;

$$M_{y \rightarrow x}(\omega_0) = \log \left(\frac{2\pi f_x(\omega_0)}{|\psi_{11}(e^{-i\omega_0})|^2} \right) = \log \left(1 + \frac{|\psi_{12}(e^{-i\omega_0})|^2}{|\psi_{11}(e^{-i\omega_0})|^2} \right) \quad (5.3.22)$$

(5.3.22) denkleminde $M_{y \rightarrow x}(\omega_0) = 0$ ise x ve y arasında nedensellik yoktur sonucuna varılır. Testte, H_0 hipotezi nedenselliğin olmadığını gösteren ve sınan hipotezdir.

Çalışmada nedensellik analizlerinden son olarak bootstrap nedensellik analizi kullanılmıştır. Bootstrap analizleri ile farklı zaman aralıklarında nedensellik analizi yapmak mümkündür.

Granger nedensellik testi en çok kullanılan analizlerdendir. Birçok nedensellik analizi içinde çıkış noktasını oluşturmaktadır. Granger nedensellik analizinde asimptotik dağılıma dayalı regresyon modelleri tahmin edilmektedir. VAR çerçevesinde, Granger nedenselliğini test etmek için Wald, olasılık oranı (LR) ve Lagrange çarpanı (LM) testi gibi yaygın olarak kullanılan test istatistikleri kullanır. Eğer değişkenler VAR'da entegre veya koentegre ise nedensellik standart olmayan asimptotik özelliklere sahip olabilir. Bu tür VAR modellerinin uygun gecikme tahmininde ortaya çıkan güçlükler Park ve Phillips ile Toda ve Phillips tarafından incelenmiştir. Toda ve Yamamoto (1995) ve Dolado ve Lütkepohl (1996), I (1) değişkenleri ile VAR (p) işlemlerinin katsayıları üzerinde gerçekleştirilen Wald testleri için standart asimptotik dağılımı garanti eden bir çözüm önerdiler. Onların çözümü, boş hipotez altında sınırsız en az bir katsayı matrisi gerektirir. Dahası, süreçte bir fazlalık geciktirmenin ve ilk p lag'larla ilgili katsayı matrisleri üzerinde Wald testlerinin gerçekleştirilmesinin standart asimptotik dağılımı elde ettiğini gösterdiler. Dolgu ve Lütkepohl (1996) tarafından önerilen şekilde, Shukur ve Mantalos (1997b) çeşitli standart ve modifiye boyut ve güç özelliklerini, entegre-şebütünleştirilmiş VAR sistemlerinde Granger-nedensellik testlerinin genellemelerini inceledi. Standart ve modifiye formlarda Granger nedensellik testlerinin sekizinci versiyonu, yazarlar tarafından Monte Carlo simülasyonları ile değerlendirilmiştir. Yazarlar, Wald testinin küçük, hatta orta boy örneklerde doğru boyutta olmadığını tespit ettiler. Buna ek olarak, Shukur ve Mantalos (1997a) kritik değerlerin artık tabanlı tabanlı önyükleme tekniğini (RB) kullanarak geliştirilebileceğini göstermiştir, böylece 1-10 denklem arasında değişen sistemlerde RESET testinin gerçek boyutu nominal değer. Mantalos ve Shukur (1998) koentegre VAR modellerinde RB tekniğini incelemiş ve RB tekniğinin sağlam kritik değerler ürettiğini göstermiştir. Shukur ve Mantalos (2000), RB'ye dayalı olmayan çeşitli Granger nedensellik testlerinin özelliklerini incelemiş ve küçük örnekleme düzeltilmiş LR testlerinin küçük numunelerde bile boyut ve güç

bakımından en iyi özelliklere sahip olduklarını bildirmiştir. Bununla birlikte, yazarlar RB'ye dayalı olmayan tüm standart testlerin, özellikle küçük örneklerde, eşbütünleşme olmadığında, kötü performans gösterdiğini gösterdi. Monte Carlo yöntemlerini kullanarak Mantalos (2000), eş zamanlı ve koentegre olmayan süreçlerde Wald, düzeltilmiş LR ve önyükleme sınamalarının özelliklerini karşılaştırmış ve eşlik etme özelliklerine bakılmaksızın bootstrap testinin neredeyse tüm durumlarda en iyi performansı sergilediğini göstermiştir. Bu çalışmada elde edilen bulgulara dayanarak, bu çalışma, enerji tüketimi ile reel GSYİH arasındaki nedensel ilişkiyi araştırmak için RB tabanlı düzeltilmiş-LR testlerini kullanmaktadır (Balcılar vd., 2010: 1399)

Önyüklemeyi göstermek için LR Granger nedensellik, aşağıdaki iki değişkenli VAR (p) işlemini göz önünde bulundurun:

$$y_t = \Phi_0 + \Phi_1 y_{t-1} + \dots + \Phi_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (5.3.23)$$

$\varepsilon_t = (\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t})$ 'nin sıfır olması bağımsız değişkenin beyaz gürültü süreci olduğu anlamındadır. Gecikme uzunluğu ise AIC ile hesaplanır. Gösterimi basitleştirmek için, y_t 'yi iki parçaya bölüp (5.3.24) nolu matris denkleminde ulaşıyoruz:

$$\begin{bmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \phi_{10} \\ \phi_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}(L) & \phi_{12}(L) \\ \phi_{21}(L) & \phi_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \quad (5.3.24)$$

$\phi_{11}(L) = \sum_{k=1}^p \phi_{ij,k} L^k$, $i, j = 1, 2$ ve L ($L^k X_t = X_{t-k}$) fark operatörüdür. Bu kurulumda Granger neden olmadığını gösteren H sıfır hipotezi $i=1, 2, \dots, p$ değerleri aldığı durumda sıfır kısıtlama için ($\phi_{12,i} = 0$) test edilebilir (Balcılar vd., 2010: 1400).

5.4 AMPİRİK ANALİZ

Çalışmanın ilk aşamasında serilere birim kök testi uygulanmıştır. GSYİH, “y” ile, döviz kuru, “e” ile ve faiz oranları “r” ile simgelenmiştir. Öncelikle, standart birim kök testlerinden biri olan ADF birim kök testi uygulanmış sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 5.4.1: Birim Kök Testi Sonuçları (ADF)

Seri	Sabitli	Sabitli ve Trendli
y	-0.1785(0)[0.9351]	-2.6744(1)[0.2507]
Δy	-6.4011(0)[0.0000]	-6.3356(0)[0.0000]
e	-2.1896(0)[0.2121]	-2.2286(0)[0.4655]
Δe	-7.8141(0)[0.0000]	-6.5909(0)[0.0000]
r	-3.9759(2)[0.0029]	-2.8084(1)[0.2001]
Δr	-45.4305(0)[0.0001]	-49.7592(0)[0.0001]

Tabloda (5.4.1) değerler; test istatistiği(uygun gecikme uzunluğu)olasılık değeri olarak verilmiştir. ADF birim kök testi sonuçlarına göre, y ve e değişkenleri 1. Farklarında trendli durağandırlar. r serisi ise seviyesinde sabitli durağandır. Bu durumda, ADF testine göre y ve e I(1) r ise I(0)'dır.

Serilerin aynı zamanda, kırılmaya izin veren Zivot Andwers testi ile de durağanlıkları sınanmıştır. Zivot Andwers testinin sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 5.4.2 : Zivot Andwers Birim Kök Testi Sonuçları

Seri	Test İstatistiği	Kırılma Zamanı
y	-4.9878(1)	2008:04
e	-5.1438(0)	2007:02
r	-2.2004(4)	2014:01
Δr	-5.0592(4)	2007:03

Değişken sayısına göre kullanılacak kritik değerler; %1 seviyesinde, (-5.57); %5 seviyesinde, (-5.08); %10 seviyesinde, (-4.82)'dir. Sonuçlara göre, GSYİH'yı temsil eden y serisi seviyesinde %10; döviz kurunu temsil eden e serisi seviyesinde %5 ve faiz oranını temsil eden r serisi 1. farkında %5 seviyesinde durağandır. Zivot Andwers sonuçları ADF sonuçlarından farklı olarak sadece r I(1) diğer değişkenler I(0)'dır. Zivot Andwers test

sonuçlarına göre serilerin durağan oldukları seviyelerin kırılma zamanları incelendiğinde, 2008 global krizinin etkileri görülmektedir. Döviz ve faiz serilerinde 2007 yılının başında, finansal piyasalarda etkinin daha önce gerçekleşmesine bağlı olarak, kırılma gerçekleşirken, GSYİH'ya yansıma 2008 yılının ortalarına doğru yaşanmıştır.

Serilerin bazıları düzeyinde bazıları da birinci farkında durağan olduğu için aralarındaki ilişki ARDL sınır testi ile sınanacaktır. Pesaran ve diğerleri (2001), tüm değişkenlerin $I(0)$ ya da $I(1)$ oldukları iki uç durum için sırasıyla alt ve üst sınır tablo kritik değerlerini oluşturmuşlardır. Hesaplanan F-istatistik değeri $I(1)$ üst sınırının değerinden büyük çıkması durumunda kullanılan değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır diyebiliriz. Dolayısıyla testin uygulanabilmesi için değişkenlerin $I(2)$ seviyesinin altında durağan olmaması gerekmektedir. Aynı derecede durağan olmasalar dahi ARDL uygulanabilmesi için $I(2)$ seviyesinin altında durağan olmaları yeterlidir. Testin bir başka özelliği değişken sayısının az olmasında dahi testin uygulanabilme yeteneğidir. ARDL ile aynı zamanda parasal durum endeksinin katsayılarının ağırlıklandırılmamış kısmını içeren uzun dönem çıktı denklemi de elde edilecektir.

Öncelikle ARDL sınır testi yapılmış ve F istatistiğine göre sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 5.4.3 ARDL Sınır Testi Sonuçları

F istatistiği	K (gecikme)	I(0) “alt sınır”	I(1) “üst sınır”
7.5257	2	4.13 (%1)	5 (%1)

F istatistiği üst sınırdan daha büyük çıktığından, kullanılan değişkenler arasında uzun dönemli ilişki yoktur temel hipotez reddedilir. ARDL modelinde maksimum gecikme uzunluğu 8 verilerek ARDL (1,0,5) modeli için kısa ve uzun dönem tahmin edilmiş ve sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 5.4.5 Kısa Dönem ARDL Hata Düzeltme Modeli

Değişken	Katsayı	Std Hata (olasılık)
Δr	-0.184626	0.105216 (0.0857)
Δe	0.025933	0.587130 (0.5599)
$\Delta e (-1)$	0.134354	0.045639 (0.0050)
$\Delta e (-2)$	0.059980	0.041822 (0.1580)
$\Delta e (-3)$	0.128483	0.038336 (0.0016)
$\Delta e (-4)$	0.054382	0.037555 (0.1541)
Hdt(-1)	-0.040553	0.007380 (0.0000)

Kısa dönem sonuçlarına göre hem döviz kuru hem de faiz kısa dönemde, bağımlı değişken olan, GSYİH üzerinde etkilidir. Tablodaki önemli sonuçlardan biriside hata düzeltme katsayısını temsil eden “Hdt(-1)” değeridir. Değerin sıfır(0) ile -1 arasında çıkması “hata düzeltme mekanizmasının” çalıştığını göstermektedir. Yani kısa dönemdeki sapmalar uzun dönemde dengeye gelmektedir.

ARDL (1,0,5) modeli için uzun dönem sonuçları da aşağıdaki gibidir,

Tablo 5.4.6 Uzun Dönem ARDL Hata Düzeltme Modeli

Değişken	Katsayı	Std Hata (olasılık)
Δr	-3.856448	1.558200 (0.0169)
Δe	-3.243039	1.827224 (0.0823)
C	496.022481	211.556985 (0.0232)

Uzun dönem sonuçlarına göre hem döviz kuru hem de faiz istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. İki değişkeninde bağımlı değişken olan GSYİH üzerindeki etkisi negatiftir. Yani bağımlı değişken ile aralarında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Analizin uzun dönemli modeli ise (5.4.1) nolu denklemde sunulmuştur;

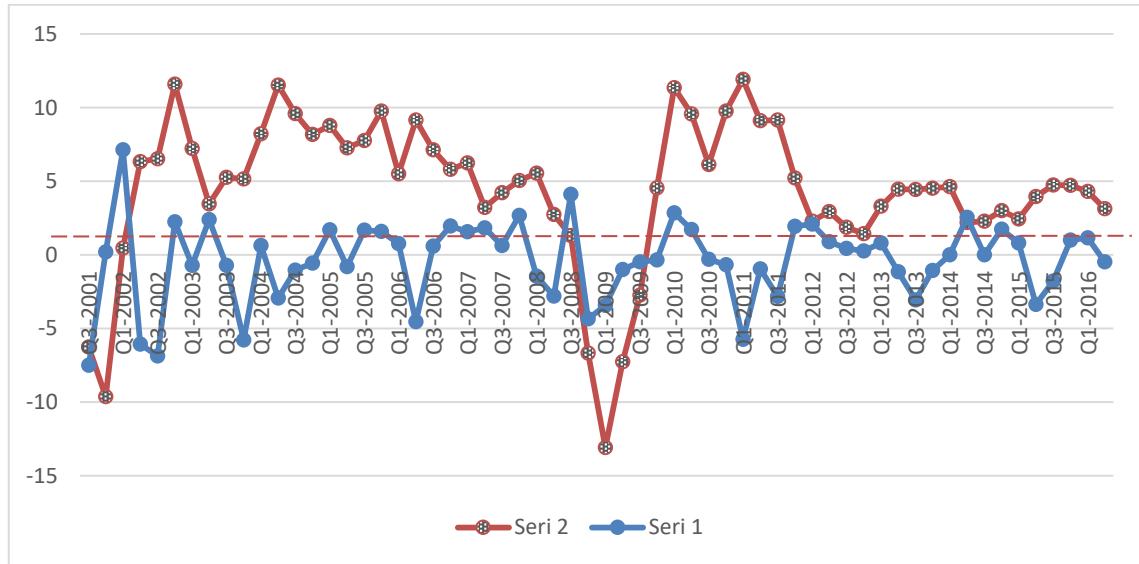
$$y = -3.8564r - 3.2430e + \varepsilon \quad (5.4.1)$$

(5.4.1) nolu denklemi bir para politikası kuralı olarak parasal durum endeksi haline getirebilmek için, katsayıların ağırlıklandırılmış değerleri belirlenmelidir. Ağırlıklandırma olarak (4.2.7) nolu denklemin ağırlıklandırılmış döviz kuru ve faiz katsayıları kullanılmış ve Türkiye için ağırlıklandırılmış katsayıları içeren Parasal Durum Endeksi denklemi aşağıdaki (5.4.2) nolu denklemde sunulmuştur;

$$MCI = 0.543\Delta r + 0.457\Delta e + \varepsilon \quad (5.4.2)$$

Tahmin edilen (5.4.2) nolu denkleme göre hem faiz oranları hem de döviz kuru para politikaları üzerinde etkilidir. Yani merkez bankası toplam talep ile fiyat istikrarını sağlamak için sadece faizleri değil hem faizi hem de döviz kurunu kullanmak durumundadır. Bu sonuca rağmen faiz oranının döviz kuruna göre daha etkili olduğu da görülmektedir.

Grafik 5-1: MCI – GSYİH Büyüme ilişkisi



Grafik 5.1; MCI serisinin toplam talebi ne kadar etkilediğini göstermektedir. Seri 1, MCI endeksini seri 2 ise GSYİH büyüme oranını göstermektedir. MCI'nın 1'in altında olması genişletici para politikalarını gösterirken, tersine 1'in üstünde olması daraltıcı(sıkı) para politikalarını işaret etmektedir. İnceleme dönemi içerisinde TCMB'nin daha çok genişletici politika yaptığı görülmektedir. 2001 yılının ilk iki çeyreği

krizin çok yüksek etkisi sebebiyle grafikte gösterilmemiştir. Grafikteki “0” ekseninin hemen üstünde kesikli çizgi ise MCI’nın 1 olduğu değeri göstermektedir.

Grafik 5.1’e göre TCMB’nin politikaları içerisinde genişletici politikanın oranı %68’dir. Faiz oranlarındaki analiz dönemi içerisindeki iniş trendi de bu durum kanıtıdır. 2005 yılı gerek örtük enflasyon modelinden açık enflasyon hedefine geçileceğinin (yıl içerisinde kademeli olarak) deklare edildiği gerekse Avrupa Birliği ile müzakerelerin başladığı yıl olması sebebiyle önemli bir yıldır. 2005 yılına kadar olan dönemde TCMB üç dönem haricinde (2002 birinci çeyrek ve dördüncü çeyrek ile 2003 ikinci çeyrek) çeşitli oranlarda genişletici para politikasını uygulamıştır. Genelde hedeflerin tuttuğu ve kriz dönemi sonrası toparlanmanın yaşandığı bu dönemde, büyüme oranları da bu dönemde yükseliş göstermektedir. Bu periyotta gözlemlenen bir başka ilişki TCMB’nin büyüme oranlarında düşüş yaşandığı dönemlerden hemen önceki dönemlerde MCI 1’in üstünde yani sıkı para politikaları uygulanmıştır. Genel olarak ta bu döneme kadar büyümede para politikalarının genişleme ve sıkılaştırma süreçlerine uyum göstermiş ve genişletici politikalarda büyüme sağlanırken sıkı politikalarda büyüme azalmıştır.

2005 yılı içerisinde ise TCMB yılsonunda açık enflasyon hedeflemesine geçeceğini deklare etmiş ve açık enflasyon hedeflemesine geçişin biranda değil yılsonuna kadar kademeli olacağını duyurmuştur. Bu sebeple geçiş süreci olarak değerlendirebileceğimiz 2005 yılında TCMB para politikalarında temkinli davranmış bu durumda MCI değerlerine yansımıştır. Genelde 1 ve yakın çevresinde MCI değerleri gözlemlenmektedir. Büyüme oranları ise bu istatistiğe yakın olarak büyük değişkenlik göstermemiştir.

2006 yılından itibaren merkez bankası açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Bu dönemde TCMB her ne kadar genişletici politikaları uygulamak istese de 2006-2008 yılları arasındaki dönemde merkez bankası belirlediği enflasyon hedeflerine ulaşamamıştır. Hatta her söz konusu dönemlerde hedef aşılmıştır. Hedeflere ulaşılmamasının sebepleri ise merkez bankasının kontrol sınırları dışındaki unsurlar olmuştur. Üç yıl üst üste hedef aşılması enflasyon hedeflemesi rejimine güven sarsılmıştır. Yine 2008 küresel krize giden bir dönem içerisinde büyüme oranları da düşük seyretmiştir. Bu dönem içerisinde TCMB sonuçlara göre çoğu zaman sıkı politikalar kullanmak durumunda kalmıştır (2006-2008 arası %50 oranında sıkı para politikası uygulanmıştır).

2008 yılından sonra ise ABD merkezli küresel kriz etkilerini göstermeye başlamış ve dış etkenler ile büyüme oranları hızla düşmeye başlamış hatta eksiye dönmüştür. 2009 yılının son çeyreğine kadar süren büyüme düşüşleri ancak bu tarihten sonra toparlanmaya başlayabilmiştir. Bu dönemde MCI açısından TCMB çoğunlukla genişletici politikalar izlemiş sadece 2008'in üçüncü çeyreğinde sıkı politika uygulamış bunun da etkisi hemen gözlemlenmiştir: 2009'un ilk çeyreğine kadar ve ilk çeyreğinde en sert düşüş yaşanmıştır. 2008 son çeyrek ve 2009 ilk çeyrek büyüme oranlarındaki sert düşüşlere TCMB para politikasını daha çok oranda gevşeterek cevap vermiştir. Bunun sonucunda ekonomide yeniden toparlanma sürecinin başlaması ile (2009 ikinci çeyrek) genişletilen para politikaları sıkılaştırılmaya fakat yine de genişletici şekilde uygulanmaya devam etmiştir.

2009 yılının son çeyreğinden itibaren büyüme oranları tekrar pozitif olarak değişmiştir. Fakat pozitif gidişata rağmen MCI sonuçlarına göre TCMB temkinli bir politika izlemiş ve 2010 yılının ilk altı ayında sıkı para politikası uygulamıştır. 2009 son çeyreği dahil 2010 yılı sonuna kadar sadece 2010 ilk altı ayı MCI endeksine göre sıkı politikalar diğer aylar ise, yüksek derecede olamasa da, genişletici politikalar uygulanmıştır. Düşük faiz oranları ile kredilerin bilanço payında artışlar sağlanmıştır. Bunun en büyük nedeni yine küresel kriz sonrası uluslararası ekonomide yaşanan belirsizliktir. Dünyanın da toparlanma konjonktürüne girmesiyle yabancı yatırımlarda da artış gözlemlenmiştir (Sözer, 2013: 56).

2011 yılında, özellikle avro bölgesinde krizden kalan borç ödeme sorunları sebebiyle bankacılık sektörü zorlanmıştır. Bu zorlamayı aşmak için MCI göstergelerine göre TCMB 2011 son çeyrek hariç genişletici politikalara yönelmiştir. Büyüme oranları ise 2012 yılına girerken giderek düşmeye başlamıştır. Bu düşüş sebebiyle 2011 son çeyreği ve 2012 ilk çeyreğinde sıkı para politikaları uygulanmıştır. 2012 ikinci çeyrekte sonra tekrar politikalar kademeli olarak genişletilmeye başlanmış fakat büyümedeki düşüşü etkilemesi ancak 2013 yılı ilk çeyreğinde sağlanmıştır.

2013 yılı ise iki açıdan önemlidir. Yeniden toparlanma sürecine girilmesi ve özellikle 2013'ün ikin yarısında Dünyadaki finansal piyasalarda yaşanan belirsizliktir. TCMB elde edilen sonuçlara göre 2013 yılı içerisinde genişletici para politikalarına başvurmuştur. Zaten kısa vadeli faiz oranları da sermaye akımlarının artması ile kredi büyümesi sebebiyle düşük seviyede belirlenmiştir. Yine bu dönemde TCMB döviz rezervlerini de arttırmış ve dövize verdiği önemi göstermiştir.

2014 yılı ise büyüme oranları yönünden çalkantılı bir dönem olmuştur. Bu dönemde Büyüme oranları düştüğünde (2014 ikinci çeyrek ve yılsonuna kadar toparlayamaması) TCMB sıkı para politikası uygulamış (2014 ikinci çeyrek ve son çeyreği) diğer dönemlerde ise genişletici fakat temkinli politikalara yönelmiştir.

2015 yılı ve çalışma dönemi sonu olan 2016 üçüncü çeyreğine kadar ise büyüme oranlarında toparlanma ve yeniden düşüş (2016 ile beraber) gözlemlenmektedir. Bu dönemde MCI sonuçlarına göre TCMB genellikle genişletici politikalar sergilemiştir. Buna rağmen 2015 son çeyreği ve 2016 ilk çeyreğinde sıkı politikalar gözlemlenmiştir. Bu dönemlerin bir başka özelliği seçim dönemlerine de denk gelmiş olmasıdır.

Tahmin edilen parasal durum endeksi denklemine ek olarak analize derinlik katmak amacıyla, seriler arasındaki eşbütünleşme varlığı sebebiyle nedensellik testleri için asimetrik nedensellik (Hatemi-J ve Roca), frekans alanı nedensellik (Breitung ve Candelon) ve bootstrap (Balcılar vd. Bootstrap Rolling Windows) yöntemleriyle analizler yapılmıştır.

GSYİH, “y” ile, döviz kuru, “e” ile ve faiz oranları “r” ile simgelenmiştir. Hatemi-J ve Roca (2014) asimetrik nedensellik testi sonuçlarından ilk analiz sonucu olan GSYİH ve döviz kuru arasındaki asimetrik nedensellik testi sonuçları aşağıdaki gibidir;

Tablo 5.4.7 Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Reel Döviz Kuru Arasında Hatemi J-Roca (2014)Asimetrik Nedensellik Test Sonuçları

Nedenselliğin Yönü	MWALD	%1	%5	%10
$(y)^+ \neq (e)^+$	10.580 (0.00)***	12.219	7.193**	5.473*
$(y)^+ \neq (e)^-$	4.589 (0.101)	11.940	7.107	5.104
$(y)^- \neq (e)^-$	0.022 (0.883)	9.395	4.566	3.212
$(y)^- \neq (e)^+$	6.189 (0.045)**	12.752	6.951	4.840*
$(e)^+ \neq (y)^+$	1.328 (0.515)	14.045	8.006	5.969
$(e)^+ \neq (y)^-$	1.700 (0.192)	10.040	5.390	3.473
$(e)^- \neq (y)^-$	1.287 (0.257)	11.624	4.627	2.770
$(e)^- \neq (y)^+$	2.156 (0.142)	7.881	4.329	2.887

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Reel Döviz Kuru Arasında Hatemi J-Roca (2014)Asimetrik Nedensellik Test Sonuçlarına göre tablo 5.4.7’de; \neq notasyonu nedenselliğin olmadığı sıfır hipotezini göstermektedir. Parantez içindeki değerler asimtotik olarak olasılık değerlerini göstermektedir. ***,** ve * değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisini göstermektedir. Bootstrap sayısı 10.000’dir.

Sonuçlara göre, GSYİH’da meydana gelen pozitif şoklar reel döviz kurundaki pozitif şoklara doğru etkileşim yaratmaktadır. GSYİH’da meydana gelen negatif şoklar reel döviz kurundaki pozitif şoklara doğru etkileşim yaratmaktadır. Bu nedenselliğin haricinde GSYİH ile reel döviz kuru arasında herhangi bir nedensellik bulunmamaktadır.

Bu durumda nedenselliğin asimetrik yapıda olduğundan bahsedilebilir. Yani nedensellik pozitif GSYİH şokunda reel döviz kuruna doğru var iken negatif GSYİH şokundan reel döviz kuruna doğru görülmemektedir. Fakat GSYİH’nın hem pozitif hem de negatif şokları reel döviz kuru üzerinde pozitif şoklara etki etmektedir. Kısacası GSYİH’nın zaman içerisinde artması ya da azalması reel döviz kuru artışına etki etmektedir. Bu durumun birçok sebebi olabileceği gibi en kuvvetli sebep Türkiye’nin sanayi üretimindeki dışa bağımlılık olarak gösterilebilir. Çünkü yarı mamul ve hammadde aynı zamanda teknoloji tabanlı üretimin altyapısı yurtdışı endeksli olduğundan üretimi arttırmak için daha fazla dövize (ithalata) ihtiyaç duyulmaktadır. Bu durum dış ticaret rakamlarından anlaşılabilir; 2015 yılı dış ticaret rakamlarına göre Türkiye’nin en çok ihracat yaptığı ilk beş fasıl, “motorlu kara taşıtları”, “makineler”, “kıymetli veya yarı kıymetli taşlar”, “örme giyim eşyası” ve “elektrikli makine ve cihazlardır”. Bu göstergeler ile beklenen durum net ihracat gelirlerinde de en çok bu fasıllardan pozitif girdi olmasıdır. Fakat net ihracat gelirleri incelendiğinde; sadece iki fasıldan net kazanç elde edilmektedir: “kıymetli veya yarı kıymetli taşlar”, “örme giyim eşyası”. Bununla beraber “motorlu kara taşıtları”, “makineler”, “elektrikli makine ve cihazlar” fasıllarından net zarar elde edilmektedir. Hatta “makineler” ve “elektrikli makine ve cihazlar” fasılları en çok zarar edilen fasıllar arasındadır (net ihracatları sırasıyla: -13,2 milyar dolar ve -9,3 milyar dolar. Bunlara karşın en çok kar edilen fasıl olan “örme giyim eşyası” faslının net ihracatı 8 milyar dolardır). Kundak (2015) Türkiye ekonomisi için kısa, uzun ve birim etkileri açısından dinamik panel veri analizi ile yaptığı çalışmada özellikle kısa dönemde döviz kurunda meydana gelen artışların, imalat

sanayinde ithalat bağımlılığını arttırdığını tespit etmiştir. Çünkü döviz kurundaki artış ithal ara ve yatırım malları maliyetini yükseltmektedir. Kundak, uzun dönemde de kısa dönemdeki sonuçlara benzer olarak, sabit sermaye yatırımları, GSYİH ve döviz kurunda oluşan artışların imalat sanayinin dışa bağımlılığını arttırıcı etkiler ortaya çıkardığını tespit etmiştir.

Tersi durumda da yani GSYİH'daki negatif şoklarda cari açık üzerinde olumsuz etki yaratacağından reel döviz kurunu arttırıcı yönde etki edebilmektedir. Nitekim, Erbaykal(2007), Toda ve Yamamoto analizi kullanılarak Türkiye'de ekonomik büyüme ve reel döviz kurunun Türkiye'nin cari açığı üstündeki etkisini sınımış ve sonuçta hem ekonomik büyümeden hem de döviz kurundan cari açığa doğru nedensellik tespit edilmiştir. Böylelikle Türkiye'de cari açığın nedenselliği için baskın olan görüşlerde desteklenmektedir. Bunlar cari açığın GSYİH büyümesi sonucu ortaya çıkan talep artışından pozitif etkilendiği hem de sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye yatırımlarının durumunun döviz kurunu etkilemesidir (Erbaykal, 2007:87). Bu durumu destekleyici bir başka durum özellikle imalat sanayinin dışa bağımlılığı sebebiyle, GSYİH'nın azalması yabancı sermaye yatırımlarını (kısa veya uzun dönemli) azaltacağından yeterli döviz olmaması ya da döviz girişinin azalmasına neden olacaktır. Böylelikle döviz kurunda artışlar gözlemlenebilecektir.

Hatemi-J ve Roca (2014) asimetrik nedensellik testi sonuçlarından ikinci analiz sonucu olan GSYİH ve faiz oranı arasındaki asimetrik nedensellik testi sonuçlarıdır. Söz konusu nedenselliğin varlığı TCMB politika uygulamalarında faiz oranının toplam talebi etkileme derecesi yönünde bulgular verecektir. Fakat buradaki faiz oranının piyasadaki faiz oranı olmadığını ve merkez bankasının belirlediği kısa dönemli faiz oranı yani politika faiz oranını temsil ettiğini hatırlamak gerekir. Politika faiz oranı ile merkez bankasının amacı bekleyişler hipotezi ile piyasa faiz oranlarını etkilemektedir. Hatemi-J ve Roca (2014) asimetrik nedensellik GSYİH ve faiz oranı arasındaki asimetrik nedensellik testi sonuçları aşağıdaki tablodaki gibidir;

Tablo 5.4.8 Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Faiz oranı Arasında Hatemi J-Roca (2014)Asimetrik Nedensellik Test Sonuçları

Nedenselliğin Yönü	MWALD	%1	%5	%10
$(y)^+ \neq (r)^+$	1.895 (0.169)	9.265	4.446	2.963
$(y)^+ \neq (r)^-$	0.001 (0.978)	19.072	5.138	2.730
$(y)^- \neq (r)^-$	1.728 (0.189)	8.007	4.316	2.957
$(y)^- \neq (r)^+$	1.206 (0.272)	13.609	6.155	2.981
$(r)^+ \neq (y)^+$	0.954 (0.329)	7.845	4.228	3.152
$(r)^+ \neq (y)^-$	0.392 (0.531)	7.602	4.182	3.016
$(r)^- \neq (y)^-$	1.519 (0.218)	7.885	4.713	3.169
$(r)^- \neq (y)^+$	0.182 (0.670)	8.592	4.441	3.162

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Faiz oranı Arasında Hatemi-J Roca (2014)Asimetrik Nedensellik Test Sonuçlarına göre tablo 5.4.7’de; \neq notasyonu nedenselliğin olmadığı sıfır hipotezini göstermektedir. Parantez içindeki değerler asimtotik olarak olasılık değerlerini göstermektedir. ***,** ve * değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisini göstermektedir. Bootstrap sayısı 10.000’dir.

Hatemi-J Roca test sonuçlarına göre faiz oranı ile GSYİH arasında herhangi bir etkileşim bulunmamaktadır. Herhangi bir nedensellik tespit edilememesinin sebebi faiz oranı olarak merkez bankasının politika faiz oranının kullanılması olabilir. Çünkü politika faiz oranı gecikmeli ve dolaydı olarak piyasa faiz oranlarını etkilemekte ve piyasa faiz oranı kadar da değişkenlik göstermemektedir. Buna karşın, ARDL sonuçlarında, hem kısa dönemde hem de uzun dönem de hem döviz kuru hem de faiz GSYİH üzerinde etkilidir sonucu çıkmıştır.

Bekleyişler hipotezine göre de aktarım mekanizması kısa dönemli faiz oranlarında meydana gelen etkilerle uzun dönemli faiz oranlarına etki yapmayı amaçlayan mekanizmanın tamamlanması önemlidir. Zaten bekleyişler hipotezi özü uzun dönem faiz oranlarını, kısa dönem (cari) faiz oranları ile beklenen kısa dönemli faiz oranlarının belirlediği ve bunların bir otalaması olduğudur. Para otoriteleri ve TCMB’de bu anlayış

ile kısa vadeli faiz oranlarını, politika faiz oranı ile etkilemeyi ve sonunda uzun vadeli faiz oranlarına etki etmeyi amaçlamaktadır.

Yine bilinen bir başka durum döviz kurlarının ekonomik büyüme ve dolayısıyla GSYİH üzerindeki etkisidir. Dışa açık bir ekonomi için rekabetçi döviz kuru GSYİH üzerinde etkilidir. Örneğin, reel döviz kurlarında yaşanacak bir düşüş üretim tarafında maliyetleri azaltacağından karlılığa buda üretim artışına yol açabilecektir. Ayrıca düşük ve rekabetçi bir reel döviz kuru üreticileri dış pazarda mal satmaya teşvik eder dolayısıyla da GSYİH etkilenir. Çünkü söz konusu ihracat ve üretimin büyümesi ekonomide dışsallık yaratarak başka sektörler de büyüme yönünde olumlu katkılar yapacaktır (Balaylar, 2011: 140).

GSYİH, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki Breitung ve Candelon (2006) frekans alanı nedensellik testi analiz sonuçları aşağıdaki gibidir;

5.4.9 Breitung ve Candelon (2006) Frekans Alanında Nedensellik Test Sonuçları

	Uzun dönem		Orta Dönem		Kısa Dönem	
ω_i	0.01	0.05	1.00	1.50	2.0	2.50
$y \neq e$	0.806	0.784	4.276**	0.954	0.397	5.109***
$e \neq y$	2.871*	2.876*	2.210	1.152	0.861	1.441
$y \neq r$	5.270***	5.266***	4.566**	0.455	0.921	1.244
$r \neq y$	4.284**	4.261**	0.389	1.755	0.222	0.277

Klasik nedensellik testleri değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını incelerken iktisat alanında sıklıkla kullanılan kısa ve uzun dönem arasındaki fark göz ardı edilmektedir. Frekans alanı nedensellik analizlerinde farklı zaman periyotları için farklı çıkarımlar yapılmaktadır. Bu sayede kısa dönemli nedenselliklerin geçici, uzun dönemli nedenselliklerinde kalıcı nedensellikler olarak tespit edilmesi mümkündür (Kayhan vd., 2016: 150). Çalışmada, GSYİH, döviz kuru ve faiz oranı değişkenleri için Breitung ve Candelon (2006) Frekans Alanında Nedensellik Test yapılmıştır. Tablo 5.4.9'de (2.T-2p) serbestlik derecesi ile F tablo değeri yaklaşık olarak %1 (*) anlam seviyesi için 2.399, %5 (**) anlam seviyesi için 3.161, %1 (***) anlam seviyesi için 5.005'tir. 0 ve $\pi.\omega \in (0,\pi)$ arasında yer alan her frekans alanı (ω_i) için sonuçlar gösterilmiştir. Sonuçlara göre;

GSYİH'dan reel döviz kuruna %5 anlam seviyesinde orta dönemde ve %1 anlam seviyesinde kısa dönemde nedensellik bulunmaktadır. Buna göre GSYİH'nın kısa dönemde döviz kuru üzerinde daha etkili olduğundan bahsedebiliriz. Bu ilişki aynı zamanda elde edilen Hatemi J ve Roca asimetrik nedensellik sonuçlarını da desteklemektedir. Uzun dönem ilişkinin bulunamaması ise, Türkiye'de döviz kurunun hareketliliğin fazla olması ile bağlantılıdır. Çiftçi (2014) bu sonucu doğrulayıcı bir analiz yapmıştır. Yaptığı çalışmada Türkiye ekonomisi için kriz habercisi olabilecek cari işlemler açığı ile reel döviz kuru ve GSYİH arasındaki ilişkileri VAR modeli ile Johansen eşbütünleşme analizi ile test etmiştir. Test sonuçlarına göre; cari açık, GSYİH ve reel döviz kurunun nedeni iken, GSYİH'da meydana gelen değişimler döviz kurunda değişimlere neden olmamaktadır.

Elde edilen bir başka sonuç ta; reel döviz kurundan GSYİH'ya ise %10 anlam seviyesinde uzun dönemde nedensellik bulunmasıdır. Gerçekten de döviz kuru gecikmeli olarak GSYİH'yı etkileyen bir değişkendir. Çiftçi (2014) analizinde de reel döviz kuru, GSYİH'da oluşan değişimlerin Granger nedeni olarak tespit edilmiştir. Türkiye gibi dışa açık fakat gelişmekte olan ekonomiler için genel görüş te, aşırı değer kazanmış döviz kuru yerli üreticiye dış pazarda rekabet gücü kazandırmaktadır. Ya da tam değerlenmemiş, eksik değerlenmiş döviz kuru rekabet gücü kaybettirmektedir (Balaylar, 2011: 156). ARDL test sonuçlarında da ise frekans nedensellik analizine ek olarak hem kısa hem uzun dönemde de ilişkiler tespit edilmiştir.

Nedenselliğin diğer boyutunda ise, GSYİH'dan faiz oranına %1 anlamlılık düzeyinde uzun dönemde ve %5 anlamlılık düzeyinde ise, orta dönemde nedensellik bulunmaktadır. Faiz oranından GSYİH'ya ise, %5 anlamlılık düzeyinde uzun dönemli nedensellik tespit edilmiştir. Kısacası GSYİH ve faiz oranı arasında özellikle uzun dönemde karşılıklı nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu sonuç ARDL sonuçları ile de örtüşmektedir.

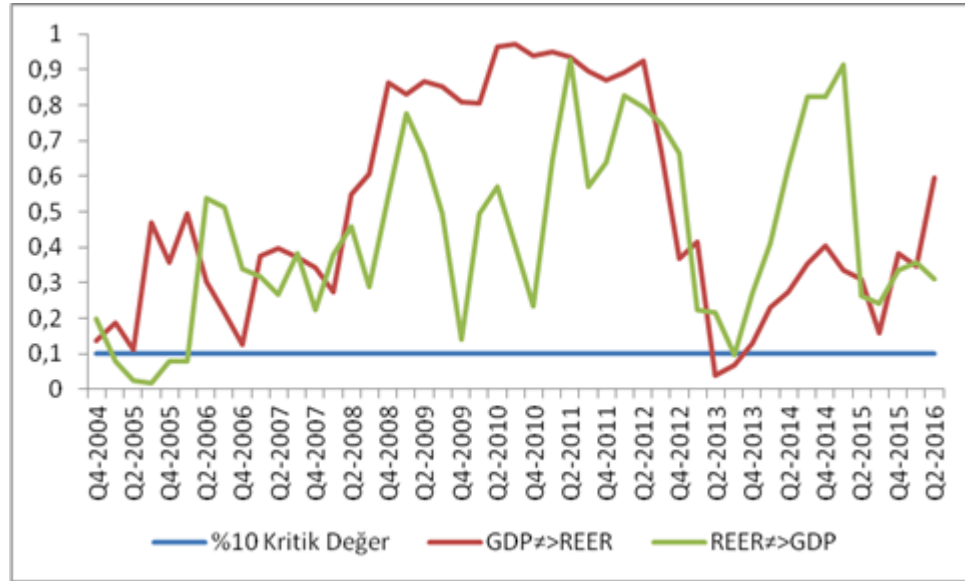
Merkez bankası politika faiz oranını belirler iken para politikası amacı kapsamında enflasyonu kontrol etmeyi amaçlamaktadır. Enflasyon ile GSYİH yada büyüme arasında ise son derece kuvvetli ilişki bulunmaktadır. İyidoğan (2015), Türkiye ekonomisi üzerinde, enflasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışma yapmıştır. Çalışmada ARDL ve Toda-Yamamoto testlerini kullanan İyidoğan, iki testte de aynı olmak üzere şu sonuçlara varmıştır; Öncelikle enflasyon oranı ve GSYİH arasında

uzun dönemli bir ilişki mevcuttur. Nedensellik ilişkisinin yönü ise, enflasyon oranından GSYİH'ya doğru ve negatiftir. Yani enflasyon oranı düşer ise GSYİH büyüyecektir.

Bir başka çalışmada İğdeli ve Sever (2016) bu kez içinde Türkiye'nin de yer aldığı gelişmekte olan aynı zamanda dışa açık ekonomilerde enflasyon hedefleme stratejisine bağlı olarak enflasyon düşüşlerinin GSYİH üzerindeki etkilerini incelemiştir. Buna göre enflasyon hedefleme stratejisi ile düşen enflasyon GSYİH'da artışa neden olmuş kısacası enflasyon oranından GSYİH'ya doğru ve negatif yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.

Bootstrap analizleri ile farklı zaman aralıklarında nedensellik analizi yapılmıştır. Bu kapsamda GSYİH ve döviz kuru arasındaki Balçılar vd. Bootstrap nedensellik analizi sonuçları aşağıdaki gibidir;

Grafik 5-2: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Reel Döviz Kuru Arasında Balçılar vd. (2010) Bootstrap Nedensellik sonuçları



Sonuçlara göre, GSYİH'dan reel döviz kuruna 2013 yılının 2. ve 3. çeyreklerinde nedensellik vardır. GSYİH'dan döviz kuruna nedensellik ilişkisi, Hatemi-J Roca asimetrik nedensellik analizinde de tespit edilmiştir. 2013 yılının en tipik özelliği, küresel finansal kriz sonrası ülkelerin finansal istikrar ve fiyat istikrarı politikalarını beraber uygulamasıdır. 2013 yılında ilk yarısında, merkez bankası esnek para politikası uygulamalarına, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi sebebiyle devam

etmiştir. 2013 yılında kısa vadeli faiz oranları düşük seviyede belirlenmiştir. Faiz oranlarını düşük tutulmasının ana sebebi, sermaye akımlarının artması ile kredi büyümesidir. Çünkü böyle bir durumda finansal istikrar üzerindeki riskleri dengelemek gerekmektedir. Bu dönemde merkez bankası döviz rezervlerini de artırarak makro tedbirleri uygulamaya devam etmiştir. 2013 yılı ilk yarısı kontrollü bir şekilde iç ve dış talebin dengelenme sürecinin yaşandığı bir yıl olmuştur. 2013 yılı ikinci yarısında ise, Dünyadaki finansal piyasalarda yaşanan belirsizlik Türkiye'yi de etkilemiştir. Bu belirsizlik ortamından Türkiye de sermaye kalemlerinde çıkışlar yaşanmıştır. 2013 yılının sonunda ise Türkiye beklenen daha düşük olarak %4 büyüme gerçekleştirmiştir. Buna karşın nedensellik ilişkisinin kanıtı olarak, GSYİH büyümesi 2013 yılının 2. ve 3. Çeyreğinde yılsonu performansından daha iyi olmak üzere sırasıyla %4.46 ve %4.44 büyürken reel döviz kurunda düşüş yaşanmıştır.

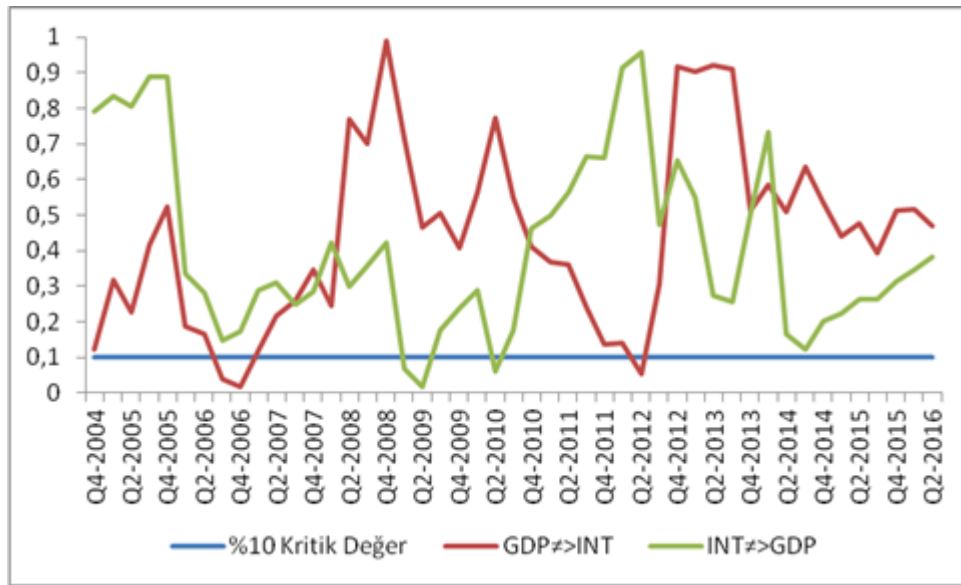
Bootstrap testinin bir başka sonucuda; reel döviz kurundan GSYİH'ya da 2005 yılının tamamında ve 2006 yılının 1. çeyreğinde nedensellik bulunmaktadır.

2005 yılı TCMB ve Türkiye para politikası açısından önemli bir dönemin yılı olmuştur. Merkez bankası, güçlü ekonomiye geçiş programı kapsamında 2005 yılına kadar başarı politikalar gerçekleştirmiş, hemen hemen koyulan tüm hedeflere ulaşmış özellikle de ekonomik birimler üstünde yeniden güven unsurunu oluşturabilmiştir. Dalgalı döviz kuru rejimi ve enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmiş ve merkez bankasının bu politikalar doğrultusunda devam edeceği yönünde kesin kanaat ekonomik birimlerde oluşmuştur. 2005 yılında merkez bankası, gerekli teknik ve kurumsal altyapının sağlandığını belirterek, kademeli şekilde örtük enflasyon hedefini terk ederek yıl sonunda yani 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini deklare etmiştir. Yine bu dönemdeki önemli bir karar da önemli bir karar Türk Lirasından altı sıfırın atılması olmuştur. Altı sıfır atılması Türk Lirasına yeniden itibar kazandırmıştır. 2005 yılı genelinde döviz piyasasında dalgalı kur rejimi uygulaması devam etmiştir (TCMB, 2006; 73). 2005 yılında Türkiye bu olumlu gidişat ile %8.4 büyüme oranına ulaşmıştır. 2006 yılı itibari ile de tamamen örtük enflasyon hedeflemesi terk edilmiş ve açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. 2006 yılı ilk ayları 2005'den gelen gelişmeler nedeniyle başarılı geçerken, 2006 yılı büyüme oranı %6.9 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında her çeyrekte reel döviz kuru sürekli yükselirken GSYİH'da sürekli olarak yükselmiştir. Bu nedenselliğin pozitif yönde olduğunu göstermektedir. Fakat burada ki

pozitif nedensellik ilişkisinin sebebi önemli ölçüde Türkiye'nin 2005 yılında Avrupa Birliği ile müzakerelere başlaması olabilir. Çünkü 2006 1. çeyreğinde de reel döviz kuru yükseliş devam ederken GSYİH büyüme oranı düşmüştür.

Bootstrap analizleri kapsamında GSYİH ve faiz oranı arasındaki Balçılar vd. Bootstrap nedensellik analizi sonuçları aşağıdaki gibidir;

Grafik 5-3: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile Faiz Oranı Arasında Balçılar vd. (2010) Bootstrap Nedensellik sonuçları



Sonuçlara göre, faiz oranından GSYİH'ya 2009 yılı 1. ve 2. çeyreği, 2010 yılı 2. çeyreğinde nedensellik mevcuttur.

2009 yılı krizinin ilk yarısında küresel krizin fiyatlar üzerindeki etkisi aşağı yönlü olmuştur. Enflasyon beklentilerin altında gerçekleşmiştir. Aynı zamanda yaşanan krizin yakın tarihe ilişkin örneğinin olmaması küresel ölçekte uygulanan para politikası önlemlerini geçmişe göre değerlendirilmesi mümkün olmamıştır. Kriz sonrası para politikası uygulamalarında nicelik olarak genişleme yaşanmadığından oluşabilecek riskler azalmıştır (TCMB, 2009; 3). Genişlemeden kasıt faiz oranlarının daha aşağı seviyelere çekilmesidir. Bunun tam tersine, TCMB'nin faiz tedbirlerinin bu dönemde başarılı olduğu gözlenmiştir. Bu sayede düşük faiz oranları ile kredilerin bilanço payında artışlar sağlanmıştır. Dünyanın da toparlanma konjonktürüne girmesiyle yabancı yatırımlarda da artış gözlenmiştir (Sözer, 2013: 56). Buda nedensellik sonuçlarında 2009

yılı için faiz oranının etkisini göstermektedir. Kriz sonrası yıl olması itibariyle faiz oranlarının en etkili biçimde kullanılmış olması yine söz konusu nedenselliğin çıkmasına sebeplerden birisidir. 2010 yılında ise, kriz döneminden çıkış stratejisi çerçevesinde o dönemde etkin olarak kullanılan piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması şeklinde arz edilmekte olan miktar kademeli olarak azaltılmaya başlanmış ve teknik faiz ayarlaması operasyonlarına gidilmiştir. 2009 yılının nedensellik analizi sonucunda ortaya çıkan 1. ve 2. çeyreğinde faiz oranları düşerken GSYİH büyüme oranında düşüş ve yine 2010 ikinci çeyreğinde de aynı durum tespit edilmiştir. Bu durumun önceki nedensellik analizlere tam uymamasının sebebi öncesinde meydana gelen küresel kriz gösterilebilir.

Bootstrap testinin bir başka sonucuda; GSYİH'dan faizlere 2006 yılı 3. ve 4. çeyreği, 2012 yılı 2. çeyreğinde nedensellik tespit edilmiştir.

2006 yılından itibaren merkez bankası açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Merkez bankası açık enflasyon hedeflemesi rejiminde kamuoyunun kavraması açısından enflasyon hedefini, nokta hedef olarak uygulamaktadır. Bu olumlu durum 2006 yılı sonunda 2012 yılında 2010 yılından beri uygulanan kararlı politikaların bir sonucu olarak, döviz kurundaki aşırı değerlenme baskısı azaltılmış ve kredi büyüklüğü iyi seviyelere taşınmıştır. Merkez bankasının tekrar başarıyı yakalaması, finansal ve makro ekonomik risklerin azalmasına sebep olmuştur. Fakat her ne olursa olsun merkez bankası fiyat istikrarı politikasından taviz vermemiştir (TCMB, 2012: 89). Söz konusu döviz baskısının azaltılması nedensellik sonucundaki gibi GSYİH iyileşmemesi sebebiyle faiz oranlarına da yansımıştır. Nedensellik testi sonuçlarının işaret ettiği 2006 üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde GSYİH büyüme oranı düşerken faiz oranları hemen hemen aynı oranda kalmıştır. 2012 ikinci çeyreğinde ise, GSYİH çok küçük bir oranda büyürken faiz oranları yine aynı seviyede kalmıştır. Nedenselliğin ilgili bölümlerde gözlemlenmemesinin nedeni faiz oranlarının bekleyişler hipotezi kapsamında gecikme ile etki etmesidir. Breitung ve Candelon (2006) frekans alanı nedensellik testi analiz sonuçlarında da faiz oranından GSYİH aynı zamanda da GSYİH'dan faiz oranlarına uzun dönemde nedensellik tespit edilmişti.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Para politikasının genel olarak uygulama biçimleriyle, teori ya da belli bir düşünce sistemine dayalı olarak incelenmesi merkantilist düşünceden sonraki döneme dayanmaktadır. Merkantilist düşünceye göre dünya serveti sabitti. Dış ticarete ise ancak hammadde ithali yapılmalı ve altın stoku arttırılmalıydı. Çünkü merkantilistlere göre bir ülkenin zenginliği altın stoku ile ölçülmekteydi. Bu haliyle merkantilist düşünce sıkı devlet kontrollerine dayalı bir yapıdaydı. 18. yy'da ise, buhar makinesinin bulunuşu dünya iktisat tarihindeki gidişatını önemli ölçüde etkileyen gelişme olmuştur. Buhar makinesinin icadı sanayi devrimine yol açmış ve makinelerin kullanılması ile daha kaliteli ve kitlesel üretim altyapısının gelişmesine yol açmış ve artık esas sorun üretim değil üretilenin nasıl pazarlanacağı olmuştur. Bu durumda dünya servetinin sabit olmadığı kanıtlanmış ve ülkeler arası ticaretin gelişmesi ile de parasal mekanizmalar gelişmeye başlamıştır. Parasal mekanizmaların gelişmesi bunların yönetimi sorununu ortaya çıkarmış ve İsveç ve İngiltere de merkez bankaları adı altında kurumsallaşma başlamıştır. İlk merkez bankaları Devletin bankası olma işlevleri görmüş ve hükümetlerin finansal problemlerinin çözümüne ağırlık vermişlerdir. Buna rağmen para basma yetkileri ve kuru belirleme yetkileri bulunmaktaydı. Para politikası uygulaması ile ulaşılmak istenen amaçlar, zaman içerisinde önemli değişikliklere uğramıştır. Günümüzde sıklıkla ülke içinde fiyat istikrarını sağlamak, paranın iç ve dış değerini korumaktır amaçlanmaktadır. Birinci dünya savaşı öncesinde ise, altın standardı uygulamasının da etkisi ile, paranın değerinin korunması ön planda amaçlanmaktaydı.

Merkez Bankaları amaçları doğrultusunda, para politikası araçlarını kullanır. Amaçlarına ulaşabilmesi için para politikası araçlarının etkisi ile reel ekonomik değişkenler arasındaki etkilerin ilişkisinin kuvvetli olması gerekir. Hiç kuşkusuz, paranın politik bir araç olabilmesi için reel ekonomik değişkenleri etkilemesi gerekmektedir. Aksi durumda, para politikası sonucunda sonucu tüketim, üretim, istihdam seviyesi üzerinde bir etki oluşmazsa, para politikası etkisiz demektir.

Para politikası otoritesi olarak önemli bir görev üstlenen merkez bankaları, günümüzde, amaç yönünden olamasa da birçok merkez bankası, araç yönünden bağımsız durumdadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da 2001 yılından bu yana "fiyat istikrarını sağlamak amacını" gerçekleştirebilmek için kullanacağı araçlar

yönünden bağımsız durumdadır. Son zamanlarda merkez bankalarının para politikaları stratejileri ise, gizli politikalar yerine kamuoyu ile paylaşılan açık politikalar şeklinde gerçekleşmektedir. Böylece iktisadi birimler gerçekleştirecek politikalara hazırlıklı olarak sürpriz şoklardan daha az etkilenmektedir. Açık politikalar konusunda literatürde çok tartışma olamaması ve daha ekonomi açısından daha sağlıklı sonuçlar üreteceği görüşü hakimdir. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ekonominin de açık politikalar uygulaması bu durumun bir sonucudur. Söz konusu durum için tartışılan nokta, duruma göre politikalar mı Yoksa belli bir prosedür dahilindeki yani kurala dayalı politikalar mı Takip edilmelidir? Her ne kadar duruma göre politikalar ağırlıklı olarak uygulanırsa da merkez bankalarının bu açık stratejilerinde duruma göre politikalar değil de Taylor'un (1993) da bahsettiği gibi, politik kurallar şeklinde olması ekonomik performansı iyileştirmede daha etkin olduğu görüşü literatürde değer gören bir görüştür. Tepki fonksiyonları olarak ta adlandırılan, politika kuralları, merkez bankalarının iktisadi değişiklikler karşısında politikalarını değiştirmeleri ve tahmin etmelerinde, fonksiyonel yapıya dayalı olmaları özellikleriyle, yardımcı olurlar. Söz konusu kurallar iktisadi değişkenlere verilen önemin farklılık göstermesi sebebiyle çok karmaşık modellerle de ele alınabileceği gibi karmaşık modellerin anlaşılma ve uygulanma zorluğunu bertaraf edebilecek ve genel kabul görmüş, Taylor kuralı gibi daha basit kurallarla da uygulanabilmektedir.

Taylor kuralı, faiz oranlarının belirlenmesi ile ekonomiye yön vermeye çalışma kurallarından oluşur. Kural kısa vadeli faiz oranlarının, fiyatların aşağı doğru yapışkanlığı sebebiyle, enflasyon oranı ile ilişkisinin, uzun dönemli faiz oranlarından fazla olmasına dayanır. Fakat orijinal Taylor kuralının en karakteristik özelliği dışa açık büyük bir ekonomi için geliştirilmiş olması ve bu sebeple döviz kurunu toplam talebin bir belirleyicisi olarak görmemesidir. Oysaki gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde, günümüzde döviz kuru değişiklikleri gerek lojistik gerekse teknolojik altyapıların gelişmişliği ile piyasada fiyata anında etki etmekte ve yine haberleşme ağının gelişmesi ile iktisadi bireylere ani ve kitlesel olarak etkili kararlar alılabilmektedir. Bu sebeplerle döviz kurunun toplam talebin belirleyicisi olmayacağı gibi bir varsayım Türkiye gibi gelişmekte olan ve döviz kurunun toplam talep üzerinde etkili olduğu gerçeği bulunan ülkeler için çok yerinde olmayacaktır. Yine dövizin toplam talep ve dolayısıyla ekonomi açısından önemli olduğu gerçeğini gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları döviz krizleri ve yine buna bağlı olarak devalüasyon süreçleri ile de gösterebiliriz. Çünkü Türkiye gibi

üretimi ithalata bağlı olan ülkeler döviz artışlarına veya azalışlarına ekonomide adeta bir şok etkisi ile reaksiyonlar verebilmektedir. Üretimde ve buna bağlı olarak ihracatta dışa bağımlılık (ihraç edilen ürünlerinin girdilerinin büyük kısmının ithal hammadde yada yarı mamule bağlı olması) Türkiye'nin dış ticaret istatistikleri ile de anlaşılabilir; 2015 yılı dış ticaret rakamlarına göre Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ilk beş fasıl, “motorlu kara taşıtları”, “makineler”, “kıymetli veya yarı kıymetli taşlar”, “örme giyim eşyası” ve “elektrikli makine ve cihazlardır”. Bu göstergeler ile beklenen durum net ihracat gelirlerinde de en çok bu fasıllardan pozitif girdi olmasıdır. Fakat net ihracat gelirleri incelendiğinde de; sadece iki fasıldan net kazanç elde edilmektedir: “kıymetli veya yarı kıymetli taşlar”, “örme giyim eşyası”. Bununla beraber “motorlu kara taşıtları”, “makineler”, “elektrikli makine ve cihazlar” fasıllarından net zarar elde edilmektedir.

Dolayısıyla gelişmekte olan ve döviz kurunun etkilerinin bulunduğu ülkeler Taylor kuralından farklı kurallar kullanmak zorundadır. Taylor kuralının genişletilmiş versiyonlarında döviz kurunu da içeren modeller var olmakla birlikte araştırma konusu olan “Parasal durum Endeksi” bu alanda önemli bir model olarak literatürde yer almaktadır. Parasal durum endeksi; faiz oranları yanında döviz kurunun da ayarlandığı kuralı ifade etmektedir. Yani, parasal durum endeksi dışa açık bir ekonomi için sadece faiz oranı değil döviz kurunun da etkili olabileceği varsayımı altında, döviz kuru ile kısa dönem faiz oranı arasındaki değişiklikleri kural olarak açıklayan politika kuralıdır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 1931 yılında kurulmuş ve günümüze kadar kurumsal anlamda değişik görevler üstlenmiştir. Fakat son ve en önemli dönüşüm Türkiye de 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası yaşanmış ve “güçlü ekonomiye geçiş programı” ile temel ilke ve prensipleri yeniden tasarlanan merkez bankacılığı ile daha etkin para politikaları uygulamaları görülmüştür. 2001 yılından sonra Türkiye açısından para politikası ve bankacılık sistemi açısından ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanmıştır. Reform niteliğindeki dönüşümün temel özellikleri;

- Tam bir siyasi destek ve siyasi otoritelerle uzlaşmış planlar,
- Şeffaflık ve hesap verilebilir politikalar ile iktisadi birimler üzerinde güven tahsis etmek ve beklentilerini etkileyebilmek,
- Sabit kur rejiminin terk edilip dalgalı kur rejiminin uygulanması,

- Merkez bankasının amacı; ekonomide fiyat istikrarını sağlamak ve fiyat istikrarını korumak olarak belirlenmiş ve merkez bankası amacına ulaşabilmek için araç yönünden bağımsız hale getirilmiştir.

- Döviz kuru nominal çapasından vazgeçilip, enflasyon hedeflemesine geçilmesi.

TCMB fiyat istikrarını sağlamak ve korumak amacıyla enflasyon hedeflemesi kullanmaya başladığı 2001 yılından itibaren kendine ana politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını belirlemiştir. Bu amaçla da TCMB döviz kurunun serbest piyasada belirleneceği müdahalelerin son derece düşük olacağı ve bunun enflasyon hedeflemesi politikasında da herhangi bir risk yaratmayacağı vurgusunu yapmıştır. Böylece uygulama kural niteliğinde değerlendirilecek olursa Taylor kuralının öngördüğü kriterler çerçevesinde TCMB hareket etmeye başlamıştır. Dalgalı kur rejimine geçmenin ve sabit veya çok sık müdahaleler görülen döviz kuru rejiminin terk edilmesi içinse TCMB iki ana gerekçe sunmuştur. Birincisi, Şubat 2001 krizi öncesi bu sistemin kullanılması ve kriz ile sistemin işe yaramadığının görülmesi, ikincisi ise bu sistemin Türkiye ekonomisi için yararlı olmadığı görüşüdür. Çünkü TCMB'ye göre bu zamana kadar yanlış ya da negatif sonuçlu politikalar ile bozulan ekonomik sistemin temelleri, ekonomik birimleri Türk lirasından uzaklaştırmış ve döviz cinsinden işlemlere yöneltmiş bu durumda döviz kurunu ülke için önemli bir değişken haline getirmiştir. Fiyatların ve ücretlerin dövize endekslenmesi hatta bazı durumlarda dolarizasyon derecesine ulaşması ekonomik krizler karşısında kırılğan yapıların oluşmasına sebep olmuştur (TCMB, 2002: 5).

TCMB'nın enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi daha önce yüksek derecede önem verilen döviz kurunun tersi bir şekilde ikinci plana atılması hatta neredeyse tamamen piyasa hareketlerine terk edilmesi bir tartışma konusu yaratmış olsa da yeni rejimin ilk yıllarında elde edilen başarılar tartışmaların ilerlemesinin önüne geçmiştir. 2001 Ocak ayın 95 puan olan reel efektif döviz kuru yıl içerisinde 62 puana kadar düşüş göstermiştir. Olumlu gelişmelere rağmen, döviz rezervlerinin Türkiye açısından hala önemli olduğu ve sadece piyasa şartlarına bırakılamayacağı görüşü özellikle 2005 yılından sonra daha çok tartışılmaya başlanmıştır. 2005 yılına kadar örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan TCMB hedeflerine ulaşmış ve ciddi başarılar yakalamıştır. 2005 yılında ise, kademeli olarak (2006 yılı başına kadar) açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçeceğini deklare etmiştir. Bu gelişmeler ile TCMB merkez bankasının herhangi bir döviz kuru hedefi bulunmadığı yönündeki tutumunu

değiştirmemiştir. Fakat Türkiye’de fiyat artışlarının önemli bir sebebi hala döviz kurundaki artışlardır. Çünkü ithal girdiye dayalı üretim hala önemli bir yer tutmaktadır. Yapılan çalışmalarda, Türkiye ekonomisi için kısa, uzun ve birim etkileri açısından özellikle kısa dönemde döviz kurunda meydana gelen artışların, imalat sanayinde ithalat bağımlılığını arttırdığını tespit etmiştir. Çünkü döviz kurundaki artış ithal ara ve yatırım malları maliyetini yükseltmektedir. Uzun dönemde de kısa dönemdeki sonuçlara benzer olarak, sabit sermaye yatırımları, GSYİH ve döviz kurunda oluşan artışların imalat sanayinin dışa bağımlılığını arttırıcı etkiler ortaya çıkardığını tespit edilmiştir (Kundak, 2005:170).

Söz konusu durum itibari ile çalışmada araştırılan temel hipotez; “Dışa açık aynı zaman da küçük bir ülke olarak değerlendirilen Türkiye’de para politikası belirlenmesinde; kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru beraber değerlendirilmekte, dolayısıyla parasal durum endeksi (MCI) izlenmektedir/uygundur” olarak belirlenmiştir. Temel hipotezin yanısıra temel hipotezi doğrulamak amacıyla; “Türkiye’de döviz kurları etkili değişkendir”, “Para politikasında araç kurallar Türkiye için uygulanabilir” ve “Türkiye’de iktisadi kısımlar dikkate alınmalıdır” yardımcı hipotezleri belirlenmiştir.

Hipotezleri test etmek için öncelikle Türkiye ekonomisinde döviz kuru ve faizin özellikle de TCMB ana aracı olan politika faiz oranının çıktı yani GSYİH üzerinde etkilerinin kısa ve uzun dönemli olup olmadığı test edilmiştir. Tespitin amacı, eğer her iki değişken içinde ilişki bulunursa, Parasal Durum Endeksinin savunduğu dışa açık ve küçük bir ekonomi için döviz kurunun dikkate alınabileceği ortaya çıkacaktır. Aksi takdirde hem Taylor kuralı hem de TCMB’nin uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimindeki gibi ya döviz kurunun bir etkisinin olmadığı ya da önemsenmeyecek kadar düşük bir etkisinin olduğu sonucuna varılacaktır. Yine seriler arasındaki nedensellik ilişkileri incelenerek hipotezlerin geçerliliği yorumlanmıştır. Tek bir nedensellik testi kullanılmamış farklı özellikleri olan nedensellik testleri karşılaştırma amacıyla uygulanmıştır.

Bu kapsamda teoriye uygun olarak değişkenler belirlenmiştir. Bu aşamada ve tüm değişkenler aynı baz yıllı hale çevrildikten sonra uygun değişkenler TÜFE endeksi ile reel hale getirilmiştir. Bu aşamada literatürde rastlanmasına rağmen, kontrol değişkeni olarak, varlık fiyatları dahil edilmemiştir. Gerekçe olarak döviz zaten tek başına ayrı bir varlık olarak sayılmaktadır. Bir başka gerekçe ise, Türkiye’nin sermaye yapısı köklü bir

geçmişe ve gelişmişliğe sahip olmadığı için varlık fiyatındaki (döviz kuru dışındaki) dalgalanmalar ekonomik temellerle uyumlu gitmeyebilmektedir.

Birim kök sınavında en yaygın kullanılan genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testinin yanısıra Türkiye ekonomisi şartları göz önüne alınarak seride kırılmaya izin veren Zivot Andrews birim kök testleri uygulanmıştır. Testler sonunda faiz oranı $I(1)$ diğer değişkenler ise $I(0)$ 'da durağan çıkmışlardır. Serilerin durağan oldukları seviyelerin kırılma zamanları incelendiğinde, 2008 küresel krizinin etkileri görülmektedir. Döviz ve faiz serilerinde 2007 yılının başında, finansal piyasalarda etkinin daha önce gerçekleşmesine bağlı olarak, kırılma gerçekleşirken, GSYİH'ya yansıma 2008 yılının ortalarına doğru yaşanmıştır. Bu dönemde reel efektif döviz kurunda da ortalama 10-15 puan arasında artışlar gözlemlenmiştir. Dolayısıyla Türkiye'de iktisadi kırılmalar etkilerini ekonomi üstünde göstermektedir hipotezi desteklenmektedir.

Birim kök testlerinden sonra seriler arasında uzun dönemli eşbütünleşmeyi test etmek amacıyla tüm serilerin aynı seviyede durağan olması gibi şartlara sahip olan kırılmalı eşbütünleşme testleri yapılamamıştır. Bunların yerine farklı seviyelerde durağanlıklardan etkilenmeyen (tüm serilerin $I(2)$ seviyesinin altında durağan olması şartı altında kullanılabilen) ARDL testi uygulanmıştır. ARDL sonuçlarına göre öncelikle değişkenler arasında uzun dönemli ilişki varlığı tespit edilmiştir. Dahasonra ARDL modelinde maksimum gecikme uzunluğu 8 verilerek ARDL (1,0,5) modeli için kısa ve uzun dönem tahmin edilmiştir. Sonuçlara göre, kısa dönemde hem döviz kuru hem de faiz GSYİH üzerinde etkilidir. Bir başka önemli sonuç olarak ta hata düzeltme katsayısını temsil eden "Hdt(-1)" değerinin sıfır(0) ile -1 arasında çıkması olmuş ve bu sonuç "hata düzeltme mekanizmasının" çalıştığını göstermiştir. Yani kısa dönemdeki sapmalar uzun dönemde dengeye gelmektedir. Uzun dönem sonuçlarına göre ise hem döviz kuru hem de faiz istatistiksel olarak anlamlı bulunmuş ve iki değişkeninde GSYİH üzerindeki etkisi negatif tespit edilmiştir. Yani bağımlı değişken ile aralarında ters yönlü bir ilişki mevcuttur.

Değişkenler arasındaki olası eşbütünleşmenin varlığı sebebiyle nedensellik testleri yapılmış ve nedensellik testleri için asimetric nedensellik (Hatemi-J ve Roca), frekans alanı nedensellik (Breitung ve Candelon) ve bootstrap (Balcılar vd. Bootstrap Rolling Windows) yöntemleriyle analizler yapılmıştır.

Hatemi-J ve Roca asimetric nedensellik testi sonuçlarına göre, GSYİH'da meydana gelen pozitif şoklar reel döviz kurundaki pozitif şoklara doğru etkileşim yarattığı aynı

zamanda GSYİH’da meydana gelen negatif şoklar reel döviz kurundaki pozitif şoklara doğru etkileşim yarattığı tespit edilmiştir. Bu nedenselliğin haricinde GSYİH ile reel döviz kuru arasında herhangi bir nedensellik bulunmamaktadır. Bu durumda nedensellik pozitif GSYİH şokunda reel döviz kuruna doğru var iken negatif GSYİH şokundan reel döviz kuruna doğru da görülmektedir. Fakat GSYİH’nın hem pozitif hem de negatif şokları reel döviz kuru üzerinde pozitif şoklara etki etmektedir. Kısacası GSYİH’nın zaman içerisinde artması ya da azalması reel döviz kuru artışına etki etmektedir. Bu durumun birçok sebebi olabileceği gibi en kuvvetli sebep Türkiye’nin sanayi üretimindeki dışa bağımlılık olarak gösterilebilir. Hatemi-J ve Roca nedensellik sonucu çalışmada savunulan Türkiye’nin dış ticaretinin dışa bağımlı olduğu ve dolayısıyla döviz kurunun da önemli olduğu savını doğrulamaktadır. Hatemi-J ve Roca testi sonucu elde edilen bir başka sonuç ise, faiz oranı ile GSYİH arasında herhangi bir etkileşim bulunmamasıdır. Bu durumun nedeni sebebi faiz oranı olarak merkez bankasının politika faiz oranının kullanılması olabileceği düşünülmüştür. Çünkü politika faiz oranı gecikmeli ve dolaydı olarak piyasa faiz oranlarını etkilemekte ve piyasa faiz oranı kadar da değişkenlik göstermemektedir.

Uygulanan bir başka nedensellik testi de kısa ve uzun dönem olarak farklı zaman periyotlarında analiz yapmaya imkan veren Breitung ve Candelon (2006) frekans nedensellik analizi testidir. Sonuçlara göre; GSYİH’den reel döviz kuruna orta dönemde ve kısa dönemde nedensellik tespit edilmiştir. Buna göre GSYİH’nın kısa dönemde döviz kuru üzerinde etkili olması Hatemi J ve Candelon asimetric nedensellik sonuçlarını da desteklemektedir. Uzun dönem ilişkinin bulunamaması ise, Türkiye’de döviz kurunun hareketliliğin fazla olması ile bağlantılıdır. Elde edilen bir başka sonuç ta; reel döviz kurundan GSYİH’ya kısa dönemde değil uzun dönemde nedensellik bulunmasıdır. Nedenselliğin diğer boyutunda ise, GSYİH’den faiz oranına uzun dönemde ve orta dönemde nedensellik tespit edilmiştir. Faiz oranından GSYİH’ya ise uzun dönemde nedensellik tespit edilmiştir.

Nedensellik analizleri kapsamında son olarak Bootstrap analizleri ile farklı zaman aralıklarında nedensellik analizi yapılmıştır. Sonuçlara göre, GSYİH’den reel döviz kuruna 2013 yılının 2. ve 3. çeyreklerinde nedensellik vardır. GSYİH’den döviz kuruna nedensellik ilişkisi, Hatemi-J Candelon asimetric nedensellik analizinde de tespit edilmiştir. Bootstrap testinin bir başka sonucuda; reel döviz kurundan GSYİH’ya da 2005

yılına tamamında ve 2006 yılına 1. çeyreğinde nedensellik bulunmaktadır. Faiz oranları ile GSYİH analiz sonuçlarında faiz oranından GSYİH'ya 2009 yılı 1. ve 2. çeyreği, 2010 yılı 2. çeyreğinde nedensellik tespit edilmiş ve GSYİH'dan faizlere 2006 yılı 3. ve 4. çeyreği, 2012 yılı 2. çeyreğinde nedensellik tespit edilmiştir.

Nedensellik testleri göstermektedir ki GSYİH, merkez bankası politika faizi ve Döviz kuru arasında karşılıklı ve özellikle uzun dönemli nedensellikler mevcuttur. Buna göre çalışmanın yardımcı hipotezlerinden olan "Türkiye'de döviz kuru etkili bir değişkendir" hipotezi red edilemez.

Çalışmanın sonraki aşamasında hipotez ağıcının son yardımcı hipotezi olan "Para politikasında araç kuralları Türkiye için uygulanabilir" hipotezi test edilmiştir. Buna göre parasal durum endeksi kuralı sınanmış ve çalışmanın ilgilendiği zaman periyodu dahilinde irdelenmiştir. Bu amaçla, ARDL modelinden Türkiye için uzun dönemli çıktı denklemi tahmin edilmiş ve bu denklemden parasal durum endeksinin ağırlıklandırılmış döviz kuru ve faiz oranı katsayıları tahmin edilmiştir.

İstatiksel olarak anlamlı çıkan parasal durum endeksi sonucuna göre güçlü ekonomiye geçiş programının uygulanmaya başladığı 2001 yılından 2016 ikinci çeyreğine kadar geçen süre içerisinde sadece faiz toplam talebi etkilemede temel değişken olmadığı aynı zamanda döviz kurunun da neredeyse faiz kadar etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Ağırlıklandırılmış parasal durum endeksi kuralına göre faiz oranı yaklaşık %54 oranında etkili iken döviz kuru %46 etkili tespit edilmiştir. Daha sonra dönemsel olarak GSYİH büyüme oranı ve parasal durum endeksi katsayıları karşılaştırılmıştır. MCI'nın 1'in altında olması genişletici para politikalarını gösterirken, tersine 1'in üstünde olması daraltıcı(sıkı) para politikalarını işaret eder varsayımı altında analizler yapılmıştır. Buna göre analiz dönemi içerisinde TCMB %68 oranında genişletici para politikaları uygulamıştır. Gerçekten de Faiz oranlarındaki analiz dönemi içerisindeki iniş trendi de bu durum kanıtıdır. Elde edilen parasal durum endeksi katsayıları TCMB politika kararları, GSYİH ve ekonomik konjonktür ile uyum göstermektedir. örneğin TCMB'nin büyüme oranlarında düşüş yaşandığı dönemlerden hemen önceki dönemlerde parasal durum endeksinin 1'in üstünde yani sıkı para politikaları uygulanmıştır. Genel olarak ta büyümede para politikalarının genişleme ve sıkılaştırma süreçlerine uyum göstermiş ve genişletici politikalarda büyüme sağlanırken sıkı politikalarda büyüme azalmıştır. Yine elde edilen bulgulara göre parasal durum endeksinin 1 ve yakın olduğu

dönemlerde büyüme oranları ise bu istatistiğe yakın olarak değişkenlik göstermemiştir. Yapısal kırılmaların etkileri de analizlerde gözlemlenmiştir. 2008 küresel krizine giden bir dönem içerisinde büyüme oranları da düşük seyretmiştir. Bu dönem içerisinde TCMB parasal durum endeksi sonuçlarına göre çoğu zaman sıkı politikalar kullanmak durumunda kalmıştır. Daha sonra Kriz sonunda politikalar genişletilmeye başlanmış fakat ekonomide yeniden toparlanma sürecinin başlaması ile (2009 ikinci çeyrek) genişletilen para politikaları sıklaştırılmaya (parasal durum endeksi 1'e yaklaşmaya başlamış) fakat yine de genişletici şekilde (Dünyadaki belirsizlik sebebiyle temkinli olarak değerlendirilebilecek bir süreç) uygulanmaya devam etmiştir. Söz konusu TCMB politikaları ve parasal durum endeksi uyum TCMB'nin karar alırken her ne kadar enflasyon hedeflemesi stratejisi kapsamında sadece faiz oranını göz önüne aldığını deklare etse de süreç içerisinde döviz kurunu etkilediği ve parasal durum endeksine benzer bir kural çerçevesinde hareket edebildiğini göstermiştir.

Sonuç olarak Türkiye'de iktisadi kırılmaların etkili olduğu ve bu kırılmalarda özellikle döviz kurunun yüksek oynaklık gösterdiği bu durumda üretimde dışa bağımlı bir ülke olan Türkiye'yi etkilediği tespit edilmiştir. Bir başka sonuç olarak Türkiye'de döviz kurları etkili değişken olarak tespit edilmiştir ve yine TCMB'nin Para politikasında araç kurallar çerçevesinde hareket edebileceği sonucuna ulaşılmıştır. En sonunda TCMB'nin savunduğu, "dalgalı kur rejimi altında enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerde, döviz kurunun etkisi zamanla azalmaktadır "görüşünü geçerli olmadığı, aksine araştırma temel hipotezi olan, "dışa açık aynı zamanda küçük bir ülke olan Türkiye'de para politikası belirlenmesinde, kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru beraber değerlendirilmekte, dolayısıyla parasal durum endeksi (MCI) izlenmektedir/uygundur" hipotezi kabul edilmiştir.

TCMB'nin önümüzdeki dönemlerde varlık fiyatları ve özellikle döviz kuru tarafından gelebilecek riskleri minimize etmek ve enflasyon hedeflerine ulaşmak amacıyla kısa vadeli faiz oranları kadar döviz kurlarını da kullanması gerekmektedir. Bu sayede hem fiyat istikrarının sağlanması hem de istikrarlı büyümenin sağlanması daha rahat gerçekleşebilecektir.

KAYNAKÇA

Açıcı Y., ve Tasar, İ., "An Analysis On Monetary Condition Index In Turkey By Using Structural Var Analysis." *Ecoforum Journal* 5(2)/2016, ss.119-124.

Akçay, M. A., (2009), Para Politikası Araçları Türkiye Ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar, Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No: 2483, Ankara.

Akdiş, M., (2001). Para Teorisi ve Politikası (1. Baskı), Beta Kitabevi, Kırımlareli.

Akdiş, M., (2006). Para Teorisi ve Politikası, Gazi Kitabevi, Ankara.

Altuğ, N., (2001), İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri: İstanbul, (1. Baskı), Türkmen Kitapevi, İstanbul.

Balaylar, Ni. A., "Reel Döviz Kuru İstihdam İlişkisi: Türkiye İmalat Sanayi Örneği", *Sosyoekonomi* 16(16)/2011, ss.137-160.

Balcılar, M., vd., "Economic growth and energy consumption causal nexus viewed through a bootstrap rolling window", *Energy Economics* 32(6)/2010, ss.1398-1410.

Ball, L. M., "Policy rules for open economies." *Monetary policy rules. University of Chicago Press*, 1999, ss.127-156.

Batini, N., ve Kenny, T., "Monetary conditions indices for the UK: A survey", *External MPC Unit Discussion Paper*, (1)/2000, ss.1-32.

Benazic, M., "Monetary Conditions Index For Croatia." *Economic Research-Ekonomska İstraživanja* 25(1)/2012, ss.47-64.

Berber, M., (2016), Makro İktisat, (1. Baskı), Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa.

Birkan, A. Ö., "An Indicator of Monetary Conditions for Turkey." *Ekonomik Yaklaşım* 21(74)/2010, ss.23-38.

Bocutoğlu, E., (2003), *Karşılaştırmalı Makro İktisat*, (1. Baskı), Derya Kitapevi, Trabzon.

Bofinger, P. ve Wollmershäuser, T., "Managed floating: understanding the new international monetary order" 2001.

Burger, P. ve Knedlik, T., "The MCI As A Monetary Policy Guide In A Small, Open Emerging Market Economy". *The South African Journal of Economics*, 72(2)/2004, s.365-383.

Büyükkakın, T., "Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1/2007, ss.22-36

Carstens, C. K., "Monetary Policy Rules: The Taylor Rule and the Monetary Condition Index", *Seminar in International Macroeconomics*, 7(25) / 2004, s.1-17.

Chadha, J. vd., "Monetary Policy Rules, Asset Prices, and Exchange Rates", *IMF Staff Paper*, 53(3)/2004, s.529-552.

Clarida, R., Gali J. ve Gerdler M., "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", *European Economic Review*, 42/1998, ss.1033-1067.

Croce, E. ve Khan, M. S., "Monetary Regimes and Inflation Targeting", *IMF Policy Discussion Paper*, PDP.99.8/2000, ss. 1-23.

Çiftci, N., "Türkiye’de Cari Açık, Reel Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler: Eş Bütünleşme Analizi", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 14(1)/2014.

Demir, D., “25 Ocak kararlarının İkinci Yıldönümünde Parasal Göstergeler”, *Para Dergisi*, 8(1)/1984, s.25-32.

Doğan, P. E., (2011), *Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Para Politikası Uygulaması*, Gazi Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Dwyer, G. P., “Rules and Discretion in Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 4/1993, 3-13.

Eika, K. H., vd., “Hazards in Implementing A.Monetary Conditions Index”, *International Finance Discussion Papers*, Number, (568) / 1996, ss.765-790.

Enders, W. (1995), *Applied Econometrics Time Series*, John Wiley & Sons, New York.

Erbaykal, E., "Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili Midir? Bir Nedensellik Analizi”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* 3(6)/2012, ss.81-88.

Erdoğan, S., “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Bir Değerlendirme”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9/2005, ss.34-54.

Ericsson, N. R., vd., “Interpreting a monetary conditions index in economic policy”, *Bank for International Settlements Conference Papers*, 1998, ss.1-27.

Eroğlu, N., “Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1) /2009, ss.23-42.

Ertuğ, D., (2007), *Türkiye İçin Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu ve Taylor Kuralı: Eşbütünlük Yaklaşımı*, Gazi Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Esteves, P. S., "Monetary conditions index for Portugal." *Banco de Portugal Economic Bulletin* (7)/2003, ss.25-31.

Friedman, M., "The Role of Monetary Policy". *American Economic Review*, 58(1) /1968, ss.1-17.

Friedman, C., (1996), *The Transmission of Monetary Policy in Canada, The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada*, Bank of Canada, Kanada

Gan, P. T., Kian, K., "Estimating Monetary Policy Rules: An Optimal Monetary Conditions Index For Malaysia", *International Research Journal of Finance and Economics*, (12)/2008, 196-210.

Gaygılı, A. K., (2007), *Finansal Açıklığın Para Politikalarının Etkileri Üzerine yansımaları; Türkiye Örneği*, Marmara Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Gerlach, S. ve Smets, F., "MCIs and Monetary Policy". *European Economic Review*, (44) /2000, ss.1677-1700.

Gramlich, E. M., "Monetary Rules", *Eastern Economic Journal*, 24(2)/1998, ss.107-127.

Görgülü, P. K. ve Songur, M., Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Araç Kural "Taylor Kuralı" mı?, *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2(1)/2016, ss.21-41.

Guender, A. V., "On Optimal Monetary Policy Rules And The Construction Of Mcis In The Open Economy", *Open Economies Review* 16(2)/2005, ss.189-207.

Gül, Y. K., (2006), *Türkiye'de 1980 Sonrası Uygulanan Para Politikaları ve Sonuçları*, İstanbul.

Güneş, H., (1990), Türkiye’de Para Arzının Kontrol Araçlarının Etkinliği, İstanbul Ticaret Odası Yayını no:1990-9, İstanbul.

Gürbüz R., (2006), Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri’, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.

Hatemi-J, A., ve Roca, E., “BRICs and PIGS in the presence of Uncle Sam and big brothers: Who drive who? Evidence based on asymmetric causality tests”, *Griffith Universty Discussion Papers Finance and Economics* 01/2014, ss.2-18.

Holton, S., vd., "A Discussion Of The Monetary Condition Index." *Quarterly Bulletin* (1)/2010, ss.68-80.

Huang, A., vd., “Monetary Policy Rules in Practice: Evidence From New Zealand”, *Bank of Finland Discussion Papers*, (18)/2001, ss.3-34.

Ilzetzki, E. vd., “How Big Are Fiscal Multiplier”, *CEPR Working Paper*, 39/2009.

İğdeli, E., ve Sever, E., "Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Bir Analiz", *Sosyal Ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 1(36)/2016, ss.116-137.

İslatince, H., "Rasyonel Beklentiler Teorisinin Rasyonelliği Tartışmaları", *CÜ İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3/2002, ss.17-23.

İnan, E. A., “Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye”, *Bankacılar Dergisi*, 39/2001, ss. 3-20.

İyidoğan, P. V., "Enflasyon Oranı Ekonomik Büyüme Üzerinde Etkili Midir? 2003-2012 Dönemi Türkiye Örneği", *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* 13(2)/2015, ss.332-344.

Judd, J.P., ve Rudebusch, G.D., "Taylor's Rule and The FED: 1970-1997" *FRBSF Economic Review*, 3/1998, ss.3-16.

Kannan, R. Vd., "Monetary conditions index for India." *RBI Occasional Papers* (27)/2007, ss.57-86.

Karabıçak, M., "Türkiye'de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(2)/2000, s.49-65.

Kayhan, S., (2011), Taylor Kuralı: Teori ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama, Erciyes Üniversitesi SBE Doktora Tezi, Kayseri.

Kayhan, S. Vd., "Kamu Harcamaları–Dış Ticaret Açığı İlişkisi: Birbirlerini Aynı Yönde mi Etkiler? Türkiye Örneği." *ICPESS (International Congress on Politic, Economic and Social Studies)*, 1/2016, ss.145-158.

Kaytancı, G., (2005), Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (199—2003), Osmangazi Üniversitesi SBE Doktora Tezi, Eskişehir.

Kaytancı, G., "Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Basit Kuralların İncelenmesi", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4-3(1)/2008, ss.11-25.

Kesiyerli M. ve Yalçın C., "Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not, *TCMN Araştırmalar Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, 9802/1998, ss.1-6.

Keyder, N., (2000), Para Teori Politika ve Uygulama. Uygulama, (7. Baskı), ODTÜ Yayınları, Ankara.

Kahn, G. A., "Beyond Inflation Targeting: Should Central Banks Target the Price Level?", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 3/2011, ss. 35-64.

Karasoy, A. vd., “Enflasyonun Doğrudan hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri”, *Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, 9801/1998, ss.1-57.

Karataş, M., "1990 Sonrası Türkiye'de Uygulanan Para Programları", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 3(4)/2000. ss.131-153.

Kaytancı, B. G., “Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi”, *Osman Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(1)/2008, ss.11-25.

Koçyiğit, D., (2009), Olağan ve Olağandışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetimi Stratejileri, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Kucharčuková, B., vd., "Spillover of the ECB's monetary policy outside the euro area: How different is conventional from unconventional policy?." *Journal of Policy Modeling* 38(2)/2016, ss.199-225.

Kundak, S., (2015), Türkiye’de İmalat Sanayinin İthalata Bağımlılığının Analizi, Afyon Kocatepe Üniversitesi SBE Doktora Tezi, Afyon.

Macesich, G., (1984), *World Banking and Finance: Cooperation Versus Conflict*, (1.baskı), Praeger Publishers, Santa Barbara.

Meltzer, A. H., “Limits of Short Run Stabilization Policy”. *Economic Inquiry*, 25(1)/1987, s.1-14.

McCallum, T. B., "Monetarist rules in the light of recent experience”, *American Economic Review*, 74/1984, s.388-391.

Mishkin, S. F., (2007), Para Politikası Stratejileri, Efil Yayınevi, Ankara.

Mishkin, F. S., "How should we respond to asset price bubbles?." *Banque de France Financial Stability Review–Valuation and Financial Stability* (12)/2008), ss.65-74.

Mishkin, S. F., "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", *The American Economic Review*, 90 (2)/2000, ss.105-109.

Muth, J., "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, 29/1961 (1).

Neumann, M. J., "Transparency in monetary policy", *Atlantic Economic Journal*, 30/2002 (4), ss. 353-365.

Oğuz, H., "Bir Optimal Parasal Politika ilkesi Olarak Friedman Kuralı", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 23/2008 (7), ss. 1-41.

Oktayer, A., "Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Süreci Üzerine Nitel Bir İnceleme", *Akademik İncelemeler Dergisi* 4/2009(1), ss. 73-100.

Ongan, H., "Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği" *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 45/2004, ss.1-12.

Orhan, Z. ve Erdoğan, O., (2003), *Para Politikası*, (1. Baskı), Filiz Kitapevi, İstanbul.

Orhan, Z. ve Erdoğan, O., (2007). *Para Politikası*, Yazıt Yayıncılık, Ankara.

Önder, T., (2005) *Para Politikası Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, , Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Tezi), Ankara.

Özyurt, H., (2003), *Para Teorisi ve Politikası*, (1. Baskı), Derya Kitapevi, Trabzon.

- Paya, M., (1997), Makro İktisat, (2. Baskı), Filiz Kitapevi, İstanbul.
- Parasız, İ., (1998), Para Politikası Türkiye Uygulaması, (5. Baskı), Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Parasız, İ., (2003), Para Politikası Türkiye Uygulaması, (9. Baskı), Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Peeters, M., "Measuring monetary conditions in Europe: use and limitations of the MCI." *De Economist* 147(2)/1999, ss.183-203.
- Pesaran, M., Hashem, Y., vd. ..., "Bounds testing approaches to the analysis of level relationships." *Journal of applied econometrics* 16/2001(3), ss.289-326.
- Pigou, A. C., (1952), Essays in economics: Macmillan, London.
- Pirimoğlu, A., (1991), Para Politikası, Eskişehir.
- Poole, W., "Monetary Policy Rules?", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 4(1)/1999 ss.3-12.
- Poon, W. C., "Augmented MCI: An Indicator of Monetary Policy Stance for Asean 5", *Monash University Discussion Paper*, 25(10)/2010.
- Poon, W. C., "A Monetary Policy Rule: The AMCI for the Philippines Using UECM and Bounds Test [dagger", *IUP Journal of Bank Management* 10(4)/2011, ss.16-30.
- Poon, W. C., "Different Interest Rates-Is It a Concern in Constructing Augmented Monetary Conditions Index?." *IUP Journal of Applied Economics*, 13(1)/2014, ss.20-33.

Razzak W.A., "Is The Taylor Rule Really Different From The McCallum Rule?". *Contemporary Economic Policy*, 21(4)/2003, ss.445-457.

Sarı, Y., "Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları", *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(7)/2007, s.1-21.

Siklos, P. L., "Is the MCI a useful signal of monetary policy conditions? An empirical investigation." *International Finance* 3.(3) / 2000, ss.413-437.

Stevens, G. R., "Pitfalls in the use of monetary conditions indexes", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, 8/1998, SS.1-10.

Süslü, B. ve Dişbudak, C., "TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)", *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 19(2)/2012, ss.67-85.

Sözer, Ç., (2013), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi, Başkent Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Stark, J., "Main Challenges for Monetary Policy in a Globalised World." *Proceedings of the Monetary Policy in Sub Saharan Africa: Practice and Promise conference*. 2008.

Sunal, S. ve Aykaç, E., "Türk İmalat Sanayinde İstihdam, İhracat ve Kapasite Kullanım Oranı İlişkisi: Panel Koentegrasyon", VII Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu, 2005, ss.1-24

Svensson, L. E., "Open-economy inflation targeting", *Journal of international economics*, 50(1)/2000, ss.155-183.

Svensson, L., “Monetary Policy and Real Stabilization”, *National Bureau of Economic Research*, w9486/2003, ss.1-11

Şıklar, İ., (1999), *Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü*, (1. Baskı), Eskişehir Sanayi Odası Yayın No: 27, Eskişehir.

Şıklar, I., ve Dogan, B., "Monetary Condition Index with Time Varying Weights: An Application to Turkish Data." *Business and Economic Research* 5(1)/2015, ss.117-132.

Şimşek, H. A., “Türkiye’de 2000 sonrasında uygulanan istikrar programlarının kamu maliyesine etkileri”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*,44(512)/2007, s.52-68.

Qayyum, A., "Monetary conditions index: A composite measure of monetary policy in Pakistan", *The Pakistan Development Review* 41(4) /2002, ss.551-566.

Takım, A., “Türkiye’de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13) /2011, ss. 15-35.

Taylor, J. B., (1999), *Monetary Policy Rules*, The Universty of Chicago Press, London.

Taylor, J. B., “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39/1993, ss.195-214.

Taylor, J. B., “Applying Academic Research on Monetary Policy Rules: An Exercise in Translational Economics”, *The Manchester School of Economics&Social Studies*, *Blackwell Publishing*, 66(0)/1998, ss.1-16.

Turnovsky, S. J., (1977), *Macroeconomic Analysis and Stabilization Policies*, Cambridge: Cambridge University Press, Cambridge.

Tüfekçi, A., Vd., "Türkiye’de İstihdamın Sektörel Belirleyicileri", *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)* 8(4)/2016, ss.89-95.

Türkiye Cumhuriyeti Avrupa Birliği Bakanlığı, 2004 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı, Ankara, 2004.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Yıllık Raporlar <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor>

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 1996 Yıllık Rapor, Ankara, 1997.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 1996 Yıllık Rapor, Ankara, 1998.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 1996 Yıllık Rapor, Ankara, 2000.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2001 Yıllık Rapor, Ankara, 2002.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2001 Yıllık Rapor, Ankara, 2004.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2005 Yıllık Rapor, Ankara, 2006.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2010 Yıllık Rapor, Ankara, 2011.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2011 Yıllık Rapor, Ankara, 2012.

Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Ankara, 2001.

Tüleykan, H. ve Bayramoğlu, S., “Türkiye’de 24 Ocak Kararları İle Başlayan Finansal Serbestleşmenin Günümüz İktisadi Ve Mali Yapısına Yansımaları”, *The Journal of Academic Social Science Studies*, 44(2)/2016, s.401-420.

Umut, S., (2016), Döviz Paritesi ve Oynaklığının Dış Ticaret Sektörü Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, Karadeniz Teknik Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, Trabzon.

Us, V., "Monetary Transmission Mechanism In Turkey Under The Monetary Conditions Index: An Alternative Policy Rule." *Applied Economics* 36(9)/2004, ss.967-976.

Us, V., "Alternative Monetary Policy Rules In The Turkish Economy Under An Inflation-Targeting Framework." *Emerging Markets Finance and Trade* 43(2)/2007, ss.82-101.

Wet, W. D., "Coping with inflation and exchange rate shocks in the South African economy." *South African Journal of Economics* 70(1)/2002: ss.78-94.

Vokshi, A., "A Monetary Conditions Index For Albania." *Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica* 15(1)/2013, ss.205-213.

Vural, S., (1982), İktisat Politikasına Giriş, (1.Baskı), AR Yayın Dağıtım, İstanbul.

Xiong, W., "Constructing The Monetary Conditions Index For China." *Frontiers of Economics in China* 7(3)/2012, ss.373-406.

Yavuz, N. Ç., "Türkiye'de turizm gelirlerinin ekonomik büyümeye etkisinin testi: yapısal kırılma ve nedensellik analizi", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 7 (2)/2006, ss.162-171.

Yay, G. G., (1996). Yeni Klasik İktisat Okulu: Para ve Finans Ansiklopedisi, (3. Baskı), İstanbul.

Yay, G. G., "Para politikası stratejileri ve enflasyon hedeflemesi", *İktisat Dergisi*, 470/2006, ss. 3-17.

Yeldan, E., “Birinci Yılında 2000-Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi”, *Mülkiye Dergisi*, 25(226)/2001, s.157-174.

Yeşildağ, U. Ö., (2015), Türkiye’de Enflasyonun Kontrol Edilmesinde Uygulanan Para Politikası Stratejileri ve Etkileri, Kırklareli Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, Kırklareli.