

**T.C.**  
**BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**  
**MUHASEBE FİNANSMAN YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**PARA ARZININ MAKROEKONOMİK**  
**FAKTÖRLER ÜZERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**HAZIRLAYAN**  
**HAYRİYE DENİZ YILMAZ**

**TEZ DANIŞMANI**  
**Dr. AYHAN ALGÜNER**

**ANKARA-2015**

## TEŞEKKÜR

Çalışmamın gerçekleşmesinde ve sonuca ulaşması sũrecinde her daim yardımını esirgemeyen Danışman Hocam Dr. Ayhan Algũner'e, tez konusuyla ilgili sũrete yol gũsteren Prof.Dr.Gũray Kũũkkocaođlu'na ve tez yazım aşamasında yanımnda olan çalışma arkadaşlarıma çok teőekkũr ederim.

Hayatım boyunca yanımnda olan ve tez yazım aşamasında beni sũrekli destekleyen aileme sonsuz teőekkũr ederim.

## ÖZET

Son yıllarda dünya üzerinde meydana gelen ekonomik krizlerin enflasyon üzerinde önemli etkileri olduğu bilinmektedir. Enflasyonun yanı sıra para arzında meydana gelen değişikliklerin ekonomiye olan etkileri de göz ardı edilmemelidir.

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinin gidişatına yön veren bazı makroekonomik değişkenlerin para arzından etkilenip etkilenmediği araştırılmıştır. Araştırma boyunca En Küçük Kareler Yöntemi tekniği kullanılarak araştırılmış ve değişkenler arasındaki ilişki analiz edilerek yorumlanmıştır.

Çalışma sonucunda, Türkiye’de 2006-2014 yılları arasında para arzının Hazine Bonosu faiz oranı, BİST-100 endeksi, GSYİH, döviz sepeti değeri ve yatırımlar üzerinde etkili oluşu ve istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Bunun yanında para arzında meydana gelen bir değişimin cari açık ve enflasyonu önemli bir orandan etkilemediği görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Para Arzı, Makro Ekonomik Değişkenler, En Küçük Kareler Yöntemi, Türkiye

## **ABSTRACT**

It is known that the economic crisis, which occurred in the previous years, have important effects on inflation. Besides inflation, it should not be neglected that the changes occurring on money supply have effects on economy.

On this work, some of macroeconomic variants, which were directing Turkish economy, were searched to have an understanding whether they were affected by money stock or not. During the search, the least squares method was used and the relation between variants were analyzed and commented.

At the end of the work; share interest rate of money supply, BIST-100 index, GDP, exchange basket, and the influences on investments as well as the meaning in terms of statistics between 2006-2014 in Turkey were seen. Besides this, it is seen that a change on money stock was not affecting current deficit and inflation in an important ratio.

**Key Words:** Money Supply, Macroeconomic Variants, The Least Squares Method, Turkey.

## İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	II
ÖZET.....	III
ABSTRACT.....	IV
TABLolar LİSTESİ.....	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	X
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XI
KISALTMALAR.....	XII
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM I. PARA POLİTİKASI.....	3
1.1.Para Politikasının Tanımı.....	3
1.2. Parasal Aktarım Mekanizması.....	4
1.2.1. Para Aktarım Mekanizması Faiz Kanalı.....	6
1.2.2. Para Aktarım Mekanizması Varlık Fiyatları Kanalı.....	8
1.2.3. Para Aktarım Mekanizması Beklentiler Kanalı.....	8
1.2.4. Para Mekanizması Döviz Kuru Kanalı.....	9
1.2.5.Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler.....	9
1.3. Para Politikası Stratejileri.....	10
1.3.1. Ara Hedefleme.....	10
1.3.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	11
1.3.1.2. Parasal Hedefleme.....	12
1.3.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi.....	12
1.3.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi.....	13
1.4.Para Politikası Amaçları.....	14
1.4.1.Tam İstihdam.....	14
1.4.2. Fiyat İstikrarı.....	14
1.4.3. Ekonomik Büyüme.....	15
1.4.4. Ödemeler Dengesi Bilançosu.....	16
1.5. Para Politikası Araçları.....	16

1.5.1. Doğrudan(Direkt) Para Politikası Araçları.....	18
1.5.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri .....	19
1.5.1.2. Kredi Tavan Kontrolleri .....	19
1.5.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	20
1.5.1.4. İthalat İçin Depozito Zorunluluğu .....	20
1.5.1.5. Disponibilite Uygulaması .....	20
1.5.1.6. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi.....	21
1.5.1.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kontrol.....	21
1.5.1.8. Tüketici Kredilerinin Kontrolü .....	21
1.5.1.9. Asgari Ödeme Oranı .....	21
1.5.1.10. Özel Mevduatlar .....	22
1.5.1.11. Merkez Bankasının Moral Takviyesi .....	22
1.5.1.12. Reklam ve Resmi Olmayan Ögütler .....	22
1.5.1.13. Taksitli Satış .....	22
1.5.1.14.Sözlü Müdahale .....	22
1.5.2. Dolaylı (Endirekt) Para Politikası Araçları .....	23
1.5.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	24
1.5.2.2. Reeskont Oranları .....	26
1.5.2.3. Zorunlu Karşılıklar .....	26
1.6. Para Politikasının Etkinliği .....	27
1.7. Para Politikasının Makroeconomik Faktörler Üzerindeki Etkisi .....	27
1.8. Gelişmiş Olan Ülkelerin İzledikleri Para Politikaları .....	28
1.8.2.ABD.....	30
1.8.2. İngiltere .....	35
1.8.3. Yeni Zelanda .....	37
1.9. Gelişmekte Olan Ülkelerin İzledikleri Para Politikaları.....	39
1.9.1. Şili.....	43
1.9.2. Brezilya .....	45
1.9.3. Meksika .....	47
1.9.4. İsrail.....	49
1.10. Türkiye'nin İzlediği Para Politikası .....	50

BÖLÜM II. PARA ARZI VE MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERLE OLAN İLİŞKİSİ .....	59
2.1.Para Arzı .....	59
2.2. Para Arzının Makroekonomik Faktörlerle Olan İlişkisi .....	60
2.2.1.Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişki.....	60
2.2.2. Para Arzı ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki.....	64
2.2.3. Para Arzı ile Borsa Endeksi Arasındaki İlişki.....	68
2.2.4.Para Arzı ile Cari Açık Arasındaki İlişki .....	70
2.2.5. Para Arzı ile Döviz Kuru/Döviz Sepeti Arasındaki İlişki.....	72
2.2.6. Para Arzı ile Yatırım Arasındaki İlişki .....	75
2.2.7.Para Arzı İle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Arasındaki İlişki.....	76
BÖLÜM III. PARA ARZININ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ .....	79
3.1. Literatür Taraması.....	79
3.2. Araştırmanın Amacı.....	81
3.3. Araştırma Verileri .....	82
3.4. Araştırmanın Yöntemi .....	83
3.5.Araştırma Sonuçları .....	84
3.5.1.Para Arzının Faiz Oranı Üzerine Etkisi.....	84
3.5.2. Para Arzının Hazine Bonosu Faiz Oranı Üzerine Etkisi .....	85
3.5.3. Para Arzının Cari Açık Üzerine Etkisi .....	86
3.5.4. Para Arzının BİST-100 Endeksi Üzerine Etkisi.....	87
3.5.5. Para Arzının Enflasyon Üzerine Etkisi .....	88
3.5.6. Para Arzının GSYİH Üzerine Etkisi .....	89
3.5.7. Para Arzının Döviz Sepeti Üzerine Etkisi.....	90
3.5.8. Para Arzının Yatırım Üzerine Etkisi .....	91
BÖLÜM IV. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	92
KAYNAKÇA .....	95
EKLER .....	104
EK-1 Para Arzı ile Faiz Oranı Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu.....	105
EK- 2 Para Arzı ile GSYİH Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu.....	105
EK -3 Para Arzı ile Cari Açık Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu.....	106

EK- 4 Para Arzı ile Döviz Sepeti Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu.....	106
EK-5 Para Arzı ile BİST-100 Endeksi Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu.....	107
EK- 6 Para Arzı ile Enflasyon Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu.....	107
EK- 7 Para Arzı ile Yatırım Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu.....	107
EK-8 Para Arzı ile Faiz Oranları Arasındaki Dağılım Grafiği .....	108
EK-9 Para Arzı ile GSYİH Arasındaki Dağılım Grafiği .....	109
EK-10 Para Arzı ile Cari Açık Dağılım Grafiği .....	109
EK-11 Para Arzı İle Döviz Sepeti Arasındaki Dağılım Grafiği .....	110
EK-12 Para Arzı İle BİST-100 Endeksi Arasındaki Dağılım Grafiği .....	110



## TABLolar LİSTESİ

Tablo1. Parasal Aktarım Mekanizması.....	7
Tablo2. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri.....	25
Tablo3. IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu Projeksiyonları (G.Ü).....	29
Tablo 4. Yeni Zelanda Merkez Bankası Para Politikası Araçları.....	38
Tablo 5. IMF Dünya Ekonomik Görünüm Projeksiyonları (G.O.Ü.).....	47
Tablo 6. Merkez Bankasının Para Arzı Üzerindeki Durumu.....	60
Tablo 7. Veri Setine İlişkin Temel İstatistiksel Parametreler .....	82
Tablo 8. Para Arzının Faiz Oranı Üzerine Etkisi.....	84
Tablo 9. Para Arzının Hazine Bonosu Faiz Oranı Üzerine Etkisi.....	85
Tablo 10. Para Arzının Cari Açık Üzerine Etkisi.....	86
Tablo 11. Para Arzının BİST-100 Endeksi Üzerine Etkisi.....	87
Tablo 12. Para Arzının Enflasyon Üzerine Etkisi.....	88
Tablo 13. Para Arzının GSYİH Üzerine Etkisi.....	89
Tablo 14. Para Arzının Döviz Sepeti Üzerine Etkisi.....	90
Tablo 15. Para Arzının Yatırım Üzerine Etkisi.....	91
Tablo 16.Regresyon Modeli Sonuçları Tablosu.....	92

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması.....	5
Şekil 2. Yeni Para Politikası Işığında Parasal Aktarım Mekanizması.....	13
Şekil 3. Para Politikası Araç ve Amaçları.....	15
Şekil 4. FED’ in Para Politikası Araçları.....	32
Şekil 5. FED’ in Parasal Aktarım Mekanizması.....	34
Şekil 6. İngiltere Merkez Bankası’nın Parasal Aktarım Mekanizması.....	37
Şekil 7. Yeni Zelanda Merkez Bankası Parasal Aktarım Mekanizması.....	39
Şekil 8. TCMB’ nin Yeni Para Politikası Amaç ve Araçları.....	54

## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik. 1 Gelişmiş Ülkelerde Büyüme.....	28
Grafik 2. ABD, Enflasyon, İşsizlik ve FED Bilanço Büyüklüğü Değişiminin Gelişimi....	33
Grafik 3 . Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme.....	42
Grafik.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde 10 Yıllık Tahvil Faizleri ve Döviz Kurları.....	43
Grafik 5. 2010-2014 Yılları Arası Kısa Vadeli Faiz Oranları.....	57
Grafik 6. 2005-2014 Yılları Arası Tüfe ve Gıda Enflasyon Değerleri .....	58
Grafik 7. Sepet Kur ve CDS Primi.....	75
Grafik 8. GSYİH ve Nihai Yurtiçi Talep .....	78

## KISALTMALAR

- ABD:**Amerika Birleşik Devleti  
**APİ:** Açık Piyasa İşlemleri  
**BDDK:** Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu  
**BOM:** Meksika Merkez Bankası  
**CDS:**Credit Risk Swap  
**CETES:**Hazine Sertifikası  
**ECB:** European Central Bank  
**EKKY:** En Küçük Kareler Yöntemi  
**EVDS:** Elektronik Veri Dağıtım Sistemi  
**FED:** Federal Reserve System  
**FOMC:** Federal Açık Piyasa Komitesi  
**GSYİH:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla  
**IMF** Uluslararası Para Fonu  
**İMKB :** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası  
**NİV :** Net İç Varlıklar  
**NUR :** Net Uluslararası Rezervler  
**OCR:** Cash Interest Rate  
**PRI** Kurumsal Devrimci Parti  
**RBNZ:** Yeni Zelanda Merkez Bankası  
**TCMB :** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
**TÜFE :** Tüketici Fiyat Endeksi

## GİRİŞ

Globalleşen dünyada önemli gelişmelerden birisi olarak bilinen merkez bankaları, kuruluşlarından günümüze kadar olan süreçte birçok değişiklik göstermişlerdir. Bu değişiklikler zamanla klasik merkez bankacılığı anlayışından çağdaş merkez bankacılığı anlayışına doğru bir gelişim sağlamıştır. Merkez bankaları ülkelerin banknot ihracatlarını gerçekleştirmede, hazinenin finansmanı rolünü sahiplenme ile oluşan kuruluşlar iken günümüzde merkez bankası perspektifi; fiyat istikrarı, ekonomik büyüme ve gelişme, finansal piyasanın istikrarı, tam istihdam ve ödeme bilançosu dengesi gibi rolleri üstlenen son derece önemli kurumlar olmuşlardır.

İçinde bulunduğumuz zamanda Türkiye ekonomisini etkilemeye başlayan en önemli değişkenlerden bir tanesi para arzıdır. Para arzının enflasyon üzerindeki yansıması çok önemlidir. Bunun yanı sıra para arzının bazı makroekonomik değişkenler üzerinde de yönlendirme yaptığı ortadadır.

Para günümüzde birçok tanıma sahip olmakla birlikte en genel şekilde değer saklama ve hesap birimi gibi görevlerin hepsinin bir arada olduğu bir araç olarak tanımlanabilir. Paranın ekonomik dünyadaki önemi konusundaki teoriler Klasikler, Keynesyenler ve Monetaristler tarafından tartışılmakta olup belli bir kalıba konulamamıştır. Para için Merkez Bankası'nın da tanımları M1 için paranın işlevleri içerisinde emisyonu kapsayan kısım, M2 paranın saklama değerini içeren kısım, M3 ise paranın mübadele değerini içeren kısım olarak açıklanabilir.

Para politikasının birçok uygulaması yer almaktadır. Fakat para politikası uygulamalarında asıl amaç, paranın değerini kaybetmemesi, işlev açısından fiyat belirleyici ve hesap birimi olmasıdır. Para politikası, merkez bankasının, devletin ya da para otoriterlerinin ekonomi içerisinde faiz oranlarına, döviz kuruna ve para arzına karşı aldığı kararlar sonucunda enflasyona müdahale edebilme çalışmalarının tamamını oluşturur.

Para politikası genel olarak genişletici ya da daraltıcı para politikası şeklinde iki kısımda incelenebilir. Genişletici para politikası, para arzının artması sonucunda faizlerin

düşmesi sebebiyle, tahvil fiyatlarının artmasına neden olurken, daraltıcı para politikası da bunun tam tersi şeklinde gerçekleşir. Durağanlık dönemlerinde ekonomiye canlılık getirilmesi açısından genişletici para politikası uygulaması gerçekleştirilir. Daraltıcı para politikası da ekonomide yüksek enflasyonun olduğu zamanlarda, para arzının azaltılarak toplam tüketim oranının düşürülmesi amacıyla uygulanır.

Para politikası, enflasyon ve reel üretim artışını direkt etkilemediği zamanlarda iki aşamalı olarak uygulama süreci içerisine girer. Bu durumda direkt müdahale edilebilen araçlardan nihai hedefe yönelik bir oluşum zinciri gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır. Sözü edilen iki aşamalı süreçten ilki nihai amaç için bir hedef seçilmesi, ikincisi ise nihai amacı en çok etkileyebilecek olan değişkenin ara hedef olarak belirlenmesidir.

Bu çalışmanın temel amacı; Türkiye ekonomisinde yer alan para arzının bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin ekonometrik analiz ile incelemesidir. Bu çerçevede aşağıdaki bölümler yer almaktadır:

Çalışmanın bölümleri şu şekilde düzenlenmiştir: Birinci bölümünde, para politikası ana hatlarıyla aktarılmaya çalışılmış, bunun içerisinde para politikasının amaç ve araçlarına değinilmiştir. Ayrıca parasal aktarım mekanizması ve para politikası stratejileriyle ilgili bilgilendirme de yapılmıştır. İkinci bölümde, para arzının tanımı ve ülke ekonomisinde para arzı ile makroekonomik değişkenler (faiz oranı, enflasyon, BİST-100 endeksi, cari açık, yatırım, döviz sepeti, GSYİH ve hazine bonusu faiz oranı) arasındaki etkiler araştırılmıştır. Üçüncü bölümde, 2006:01-2014:12 tarihleri arasında para arzı ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki ekonometrik analiz ile birebir ele alınarak, çıkan değerler ele alınmıştır. Son bölümde ise, ortaya çıkan sayısal veriler üçer aylık dönemlerle incelenip, neticesinde para arzıyla ilgili sonuçlar ve öneriler üzerinde durulmuştur.

## BÖLÜM I. PARA POLİTİKASI

### 1.1.Para Politikasının Tanımı

Ekonomik etkileri arttırma, istihdamın yükselmesi ve fiyat istikrarı gibi amaçları gerçekleştirebilmek adına paranın etkin halde bulunması ve meydana gelen maliyete etki etmek adına alınan kararlara para politikası denir. Ayrıca merkez bankaları tarafından kullanılan politikaları da açıklar.<sup>1</sup>

Para politikasının bir diğer tanımı ise şöyledir; ekonomik düzeyde ilerleme, istihdamın yükselmesi, ödemeler dengesi ve fiyat istikrarı gayelerini gerçeğe dönüştürebilmek adına ülkelerin para hacmini, bulundurma maliyetini ve bundan başka ekonomik durumları tetiklemeye yol açan ve merkez bankaları tarafından kullanılan politikaların tamamıdır (Lindsey ve Wallich, 1996: 508). Ülkelere göre farklılık oluşturan para politikaları, bütün ülke ekonomilerinde makro büyüklüklere etki ederek makroekonomik istikrar politikaları ile uyumluluk sağlamakta ve genelinde enflasyonist ya da deflasyonist duruma göre değişiklik göstermektedir (Yücemiş, 2011: 3).

Para politikasının bir başka tanımı, merkez bankası, ekonomik durumun gidişatını değiştirebilmek adına banka ve diğer kuruluşlara ait olan görevlerinde farklılık yoluna gidebilir. Merkez bankası bilançosunun sağında yer alan yükümlüler, yüksek oranda para yetkisine sahip kurumun diğer kurumlara olan borçlarını ifade eder. Banka, farklı para politikası araçları ile halka karşı meydana gelen bu borçlarını değiştirebilmektedir. Merkez bankasını bilançosunun pasif tarafında paranın likit durumuyla ilgili olaylar yer alırken, bilançonun aktif tarafında ise paranın akışkanlığının hangi kanallar yoluyla sağlandığı görülebilmektedir. Merkez bankasının başarılı bir para politikası uygulayabilmesi için bilançonun içeriğine ve gidişatına hakim olması gerekmektedir (Keyder, 2002).

Para politikası tarihsel kronolojide, ülkelerin ekonomik istikrarlarına göre çeşitlenmiş ve değişime uğramış olup merkez bankalarının araçları da buna bağlı olarak değişiklikler sergilemiştir. İlk zamanlarda merkez bankacılığının amacı savaş zamanlarında paranın iç ve dış değerinin sabit olmasını hedeflerken, 18.yüzyılda banknot ihraç etmeyi kendi tekeline almış, bunun yanı sıra son likidite merkezi olması para politikasına karşı olan değerini yükseltmiştir. 1970 yılı itibariyle para politikası stratejisini, fiyat istikrarına

---

<sup>1</sup> [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen\\_sek/sozluk.htm#parapolitikası](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#parapolitikası)

yönelmiştir. Bununla birlikte para, finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmalarda önemli rol üstlenmeye başlamıştır. Doğal olarak para politikası likidite ve faiz oranlarını da kapsar duruma gelmiştir. Ayrıca para, güvenilir ödeme sistemi oluşturma ve mali sistemi düzenleme gibi farklı görevleri de içermektedir.

Merkez bankaları 1960'ların sonuyla birlikte para politikası oluştururken fiyat istikrarını etkin hale kullanmayı amaç haline getirmiştir. Böylelikle para, merkez bankaları tarafından ekonomik piyasaya etki edebilmek ve istenen hedeflere ulaşabilmek adına yararlandıkları asli bir araç durumu oluşturmuştur. Para, bilhassa piyasalarda meydana gelen negatif olaylar karşısında olumlu biçimde yarar sağlamaktadır. Merkez bankalarının alınan likidite ve faiz oranları kararları içerisinde yer almış gibi görünen para politikaları, ekonomik birimlerin aldıkları kararlara doğrudan etki ederler. Para politikası, aktif ve sağlam ödeme mekanizması hakimiyetini sağlamak, parasal döngüyü sürekli kontrol etmek, finansal durum istikrarını gerçekleştirmek ya da sürdürülebilmek gibi farklı etkinlikleri içermesi dolayısıyla çok önemlidir.

Para politikası para arz ve talebini aktif kılmak için doğrudan ve dolaylı para politikası araçlarının etkinliğini içermektedir. Böylelikle, para politikası uygulamaları dünya çapında değişikliklere maruz kalabilmektedir. Günümüz ekonomisinde bilhassa dış etmenli değişikliğin yaşanması ya da piyasa koşullarında hızlı gerçekleşen değişiklikler olması durumunda para politikası araçlarının daha yaygın bir şekilde kullanıldığı görülmektedir.

## **1.2. Parasal Aktarım Mekanizması**

Merkez bankaları enflasyonu direkt olarak kontrol edemezler. Bundan dolayı para politikası stratejilerini oluştururken enflasyonla ilgili belirleyicileri ve belirleyicilerin enflasyonu ne şekilde, hangi kanallarla etkileyeceklerini daha iyi görebilmeleri ve bunun neticesinde para politikalarını öngörmeleri gerekmektedir. Bu aşamada aktarım mekanizması etkin rol oynamaktadır.

Çalışmalarda merkez bankalarının toplam arz üzerindeki etkisi daha kısıtlıyken, ekonomi üzerindeki üstünlüğün toplam talep aracılığıyla doğacağını dile getirmiştir (Önder, 2005). 1980'li yıllar itibarıyla merkez bankaları, para politikalarının ekonomi üstündeki etkilerini ve enflasyon üzerinde meydana gelen değişimleri gözlemeye imkan

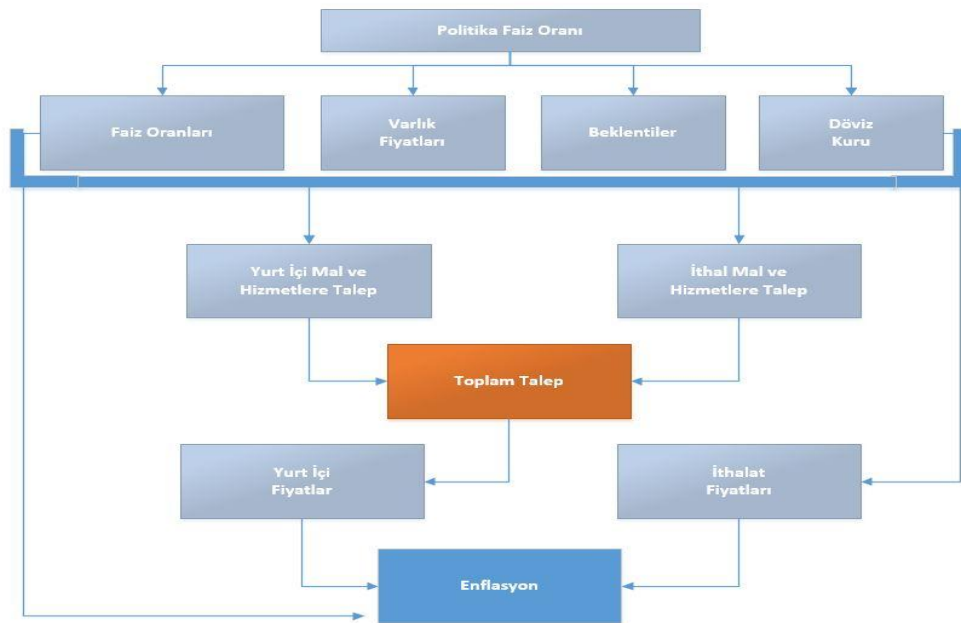


sağlayan, parasal aktarım mekanizmasını kullanmaya başlamışlardır. Alınan kararlar ve uygulanan politikaların tam anlamıyla ekonomiyi nasıl etkileyeceğini anlayamayan otoriteler, tam olarak çözümlenemeyen mekanizmaya black box, (kara kutu), adını vermişlerdir.

Para aktarım mekanizması üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, uygulamadaki faktörlerin varlık fiyatları, faiz oranları, döviz kuru ve beklentiler gibi değişkenlerle olan ilişkisini göstermektedir. İkinci bölümde, değişkenlerin yurt içi ve ithal mallara olan talep etkisini göstermektedir. En son yani üçüncü bölümde, toplam fiyat ve yurt içi fiyatlandırma hareketleri saptanmakta ve yurtiçi fiyatlarıyla dışarıdan temin edilen malların fiyatları tüketici fiyat endeksini meydana getirmektedir.

Ekonomik faaliyeti ve enflasyonu temel olarak alan merkez bankaları dört kanal aracını etkilemektedir. Bunlar; faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, beklentiler kanalı ve döviz kuru kanalından oluşur. Şekil 1’de de basitleştirilmiş politika faiz oranının nelere bağlı olduğu gösterilmiştir. Politika faiz oranındaki değişikliklerle farklı değişik kanallardan da enflasyonu etkilemektedir.

**Şekil 1. Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması**



Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr>, Mayıs, 2015

### **1.2.1. Parasal Aktarım Mekanizması Faiz Kanalı**

En yaygın olarak kullanılan kanal faiz kanalıdır. Bu kanal Keynesyen standart parasal aktarım kanalı şeklinde de adlandırılabilir. Bu kanal çeşidine dikkatle bakıldığında, para otoritesi borç paranın maliyetini farklılaştırarak, tüketicilerin nakit akım dengesini ve üreticilerin alım-satım görüşlerinin değişmesine neden olmaktadır.

Bazı çalışmalar (TCMB, 2013) parasal aktarım mekanizması faiz kanalıyla ilgili olarak faiz oranlarındaki düşme, sermayenin maliyetini indirgeyerek yatırım harcamalarını arttırmakta, bunun sonucunda talebin yükselmesine ve üretimin artmasına sonuç oluşturma şeklinde açıklamıştır. Neticede parasal aktarım mekanizmasında yer alan faiz oranı kanalı, para arzı artışını ekonomik anlamda büyümeye yöneltmektedir.

Fiyat uygulamasının belirli bir zaman dilimini kapsamı gerektiği düşünülürse, merkez bankasının kısa dönem nominal faiz oranında meydana getirdiği farklılık, kısa ve uzun dönem reel faiz oranlarında da birebir şekilde farklılık oluşturmaktadır. Kısa dönem faiz oranı ile uzun dönem faiz oranı ilişkisindeki paralel durumu, uzun dönem faiz oranının tahmin edilen kısa dönem faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasını oluşturduğu, açıklayan beklentiler teorisiyle meydana gelmektedir.

Bazı çalışmalar (TCMB,2013) ekonominin kısa dönem içerisinde belirli bir üretim kapasitesi olduğundan, artan talep, üretim kapasitesinde baskıya yol açarak, firmaların kar marjlarını artırmak istemesine yol açacağı yönündedir. Bunun yanı sıra, üretim arttıkça, firmalar pasif durumda olan üretim faktörlerini etkin hale getireceğinden, birim üretim maliyeti, üretimle artar. Bu durumun ekonomide diğer bir adı “azalan verimler yasası”dır. Tablo 1’de belirtildiği üzere merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarının artması ya da azalmasına göre mekanizma kanallarının etkinlikleri değişmektedir.

**Tablo 1. Parasal Aktarım Mekanizması**

	<b>Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Artırmasını Sonucunda</b>	<b>Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Azaltması Sonucunda</b>
<b>Beklentiler Kanalı</b>	<p>*Tüketici ve üreticiler merkez bankasının enflasyonla mücadeleyle bağlılığına inanır.</p> <p>↓</p> <p>Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankası hedefiyle uyumlu oluştururlar.</p>	<p>*Tüketici ve üreticiler enflasyonun ve ekonomik görünümünün olumlu olduğuna inanır.</p> <p>↓</p> <p>Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankasının hedefi ile uyumlu oluştururlar.</p>
<b>Faiz Kanalı</b>	<p>*Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faiz artar.</p> <p>*Tüketiciler harcamalarını azaltır, tasarruflarını artırır.</p> <p>*Üreticilerin borçlanma maliyeti yükselir, yatırımlar azalır.</p> <p>*Kullanılan kredi miktarı azalır.</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep düşer, ekonomik aktive yavaşlar.</p>	<p>*Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faizler azalır.</p> <p>*Tüketiciler harcamalarını artırır, tasarruflarını düşürür.</p> <p>*Üreticilerin borçlanma maliyeti azalır, yatırımlar artar.</p> <p>*Kullanılan kredi miktarı artar.</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır.</p>
<b>Varlık Fiyatlar Kanalı</b>	<p>*Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları azalır.</p> <p>*Tüketicilerin gelirleri düşer, tüketimleri azalır.</p> <p>*Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları güçleşir, yatırımlar azalır.</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep düşer, ekonomik aktive yavaşlar.</p>	<p>*Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları yükselir.</p> <p>*Tüketicilerin gelirleri yükselir, tüketimleri artar.</p> <p>*Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları güçleşir, yatırımlar artar.</p> <p>↓</p> <p>Toplam talep düşer, ekonomik aktive hızlanır.</p>
<b>Döviz Kuru Kanalı</b>	<p>*Diğer faktörlerin sabit kaldığı düşünülerek, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı görece olarak artar.</p> <p>*Ülkeye sermaye girişi hızlanır, ulusal para değeri artar.</p> <p>*Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir.</p> <p>↓</p> <p>Enflasyon azalır.</p>	<p>*Diğer faktörlerin sabit kaldığı düşünülerek, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı görece olarak azalır.</p> <p>*Ülkeden sermaye çıkışı artar, ulusal para değerini kaybeder.</p> <p>*Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir.</p> <p>↓</p> <p>Enflasyon artar.</p>

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr>, Mayıs, 2015

### **1.2.2. Parasal Aktarım Mekanizması Varlık Fiyatları Kanalı**

Merkez bankalarının nominal faiz oranlarında ve para arzında meydana getirdiği değişiklikler, kredi ve hisse senedi fiyatı üzerinden gözlemlenebilmektedir.

Kredi kanalı, büyük firmalardan daha çok sermaye ve fon ihtiyaçlarını oluşturamayan ve banka kredileriyle ayakta kalabilen küçük ve orta durumdaki firmaların yatırım harcamalarını içermektedir.

Artan para politikası neticesinde bankaların para rezervleri ve mevduatları genişleyeceğinden, arz edebilecekleri kredi miktarı artmaktadır. Bundan dolayı firmaların yatırım maliyetlerinin yükselmesine neden olacak ve toplam talep için arttırıcı bir etkiye yol açacaktır. Ayrıca artan para politikasının firmaların değerini arttırması, oluşan borç riskini azaltması, nakit akışını yükseltmesi ve nominal borç yükünü azaltması nedeniyle bilgi asimetrisinden doğan ahlaki tehlikenin ve ters seçim etkisinin azalması düşünülmektedir. Bu durum, bankaların kredi arz artırımının doğmasına neden olmaktadır.

Hisse senedi kanalı, merkez bankaları faiz oranlarını azalttığı zaman, tahvil getirileri düşeceğinden hisse senetlerine olan istem çoğalacak ve hisse senetlerinin fiyatları artacaktır.

### **1.2.3. Parasal Aktarım Mekanizması Beklentiler Kanalı**

Beklentiler kanalı, başta enflasyon olmak üzere ekonomiyle ilgili konularda, ilerdeki değişimler üzerinde meydana gelmesi beklenen değişimler vasıtasıyla işleyen bir mekanizmadır.

Merkez Bankası'nın anlatımına göre (TCMB, 2013) Merkez Bankası kredibilitesinin yüksek olması, fiyat istikrarında bir güven duygusu oluşturarak, gelecekteki enflasyon hakkında bilgi verip, fiyatlarda oluşabilecek değişimlere etki edebilecektir. Merkez Bankası'nın gerçekleştireceği bilgilendirmeye bağlı olması doğrultusunda güven oluşturması çok önemlidir.

İleriye dönük faiz oranı beklentileri, orta ve uzun süre içerisinde faiz oranlarının oluşmasında da önemlidir.

#### **1.2.4. Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı**

Globalleşen dünyada, esnek döviz kuru sistemlerinin geçerli halde olmasıyla birlikte küçük ve orta açık ekonomilerin, para politikasının döviz kuru içerisindeki yeri önemle artmaktadır. Döviz kuru hem toplam talebe hem de toplam arzı etmektedir.

Kurları içine alan aktarım mekanizmasında; ilk olarak para arzının yükselmesi faizlerin azalmasına yol açacaktır. Faizlerin düşmesi sonucu ya sermaye çıkışı dışarıya artacak ya da sermayenin içeri girişleri azalacaktır. Böylelikle ulusal paranın değeri azalmaya başlayacaktır. Paranın değerinin azalmaya başlamasıyla birlikte, yurt içinde üretilen malların değerleri yabancı mallara göre daha ucuz olacaktır.

Yerli paranın değer kaybetmesi, döviz kurlarının artması neticesinde ithal malların fiyatlarının, yerli para birimini arttırarak enflasyonun artmasına yol açacaktır. Uluslararası alışverişin artması, ülkelerin esnek döviz kuru değişimlerine doğru yol açmaktadır.

Sonuç olarak, ülkelerin dışı açıklık derecesi ile parasal aktarım mekanizmasındaki döviz kuru kanalı paralel yapıya sahiptir.

#### **1.2.5. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler**

Resmi müdahaleler doğrudan aktarım mekanizmasını etkilemektedir. Resmi otoriteler tarafından direkt ele alınan; faiz kontrolleri, banka kredi seviyesi ve finansal piyasalara yapılan müdahaleler genel olarak resmi müdahaleler arasında yer almaktadır.

Ekonomideki fiyatlama mekanizması parasal aktarım mekanizmasını etkileyen diğer bir faktördür. Fiyat katılığı, farklı fiyat değerlerinin piyasaya geç uyum sağlamasını ifade etmektedir. Fiyat katılığının aktif olduğu bir ekonomi döneminde, aktarım kanallarının hızı değişim göstermektedir.

Finansal sözleşme vade yapısı, para politikasını direkt etkileyen faktördendir. Finansal vade yapısının kısa dönemli olması demek kredi ve mevduat sözleşmelerinin daha sık aralıklarla güncellenmesi anlamına gelmektedir.

Sermaye hareketlerinin başarılı olarak kontrol edilemediği ülkede, döviz kuru ile yerli ve yabancı finansal varlıklar arasındaki ilişkiye göre para politikası uygulamaları değişiklikler göstermektedir.

Parasal aktarım mekanizmasını etkileyen bir diğer faktör ise hane halkı ve firmaların yapılarıdır. Hane halkı ve firmaların ekonomi piyasalarındaki işleyişleri farklılıklar yaratabilmektedir

### **1.3. Para Politikası Stratejileri**

Reel üretim ve enflasyon oranı artışının para politikasını direkt etkilememesi politika sürecinin iki bölümde ele alınmasına neden olmuştur. İlk bölüm asıl amaç için seçilen değişkenin hedeflenmesi, ikinci ise amacı en çok etkileyen değişkenin ara hedef olarak belirlenmesidir.

#### **1.3.1. Ara Hedefleme**

Ara hedefleme konusunda (Önder, 2005) merkez bankası, enflasyon ile ilgili tahminde bulunduğu ara hedefini kamuoyuna duyurmakta ve bunun için araçlarını ara hedef ile düzenlemekte ve oluşturmakta olduğunu açıklamıştır. Fakat ara hedef ile enflasyon ilişkisi çok kritik durum oluşturmaktadır. Seçilen ara hedef aracı her zaman enflasyon ile doğru orantıda olmayabilir. Bunun sonucu olarak, ara hedef aracı, enflasyonun üzerinde daha fazla bir seyir gösterebilir. Böylelikle, ara hedeflemenin enflasyona etkisinin çok önemli bir katkısı olmadığı düşünülmektedir.

Ara hedefleme stratejisi, etkin bir araç durumundaysa, amaçlara ( parasal artış- döviz kuru vb.) ulaşılmasında daha aktif bir role sahiptir. Bu çerçevede, uygulanan politikaların makroekonomik faktörler üstündeki müdahaleleri daha kolay izlenebilirken, fiyat ya da milli gelire etkisi daha uzun sürmekte ve meydana gelen sonuçlar daha uzun sürede gözlemlenebilmektedir (Telatar, 2002: 37).

Üç farklı ara hedefleme stratejisi bulunur .Bunlar:

- 1) Döviz Kuru Hedeflemesi
- 2) Parasal Hedefleme
- 3) Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi.

### 1.3.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi eskiden beri uygulanan para politikası rejimidir. Bu hedeflemede, enflasyonu azaltmak ve enflasyonist varsayımlara daha çabuk müdahale edebilmek için bir ülkenin, ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin parasıyla ilişkilendirerek yürüttüğü ekonomik bir stratejidir. Örnek olarak, ülkenin para değeri için altın değeri gibi bir kıymete bağlanması da düşünülebilir. Bu hedefleme için genellikle ülkeler, yakın ticaret ilişkisinde buldukları ülkeleri seçerler (Aker, 2009: 68).

Döviz kurunda, bir ülkenin para birimi diğer bir ülkenin para birimine çevrilerek ilişki kurulmaktadır. Merkez bankası, sabit kur sisteminde kuru daha önceden saptamakta ve ilan etmektedir. Merkez bankası, sabit kur için daha önceden döviz alım-satımı gerçekleştirerek kura etki edebilmektedir. Bunlardan öncelikli olanı, uluslar arası ticarete konu olan ürün fiyatlarının düşürülmesi yönünde çalışılması, ikincisi ise merkez bankasının ana hedef stratejisinde yer alan araçlarla enflasyonu düşük durumda seyir halinde tutmaktır.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulama üzerindeki en iyi şekli, para kurudur. Döviz kurunun ara hedef olarak uygulanması ekonomik sorunların ortadan kalkmasında önemli rol oynar. Örneğin, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş aşamasında paranın dolanım hızının tahmin edilmesi, parayla para benzerleri arasındaki ayırımın tam olmadığı kronik enflasyon ülkelerinde tam görülememektedir. Bundan dolayı, uygulama konusunda herhangi bir sorun söz konusu olmadığı durumda, belli bir para kuralının ne denli sıkı olması gerektiği ve istikrarlı ilişkinin enflasyon azaldıktan sonra sürüp sürmeyeceğini öngörmek güç olacaktır. Ancak döviz kurunun ara hedef olarak seçilmesi, kural olarak, para talebi ve dolaşım hakkında herhangi bir bilgiye ihtiyaç olmaması açısından bir avantaj sağlamaktadır ( Müslümov ve diğerleri, 2002).

Döviz kuru hedeflemesinin diğer bir avantajı ise, hükümetin parasal hedeflemeden daha net olarak fiili oluşumlar hakkında bilgi vermesidir. Bundan dolayı, döviz kuru hedeflendiğinde enflasyon oluşumları düşecek, enflasyon oranı süreç içerisinde belirli para ülkesinin enflasyon oranına ulaşacaktır.

Döviz kuru hedeflemesinin avantajları olduğu kadar dezavantajları da vardır. Bunlardan en başta olanı, genişletici para politikasının zaman zaman ters tepkiler

vermesidir. Diğer bir dezavantajı, merkez bankasının dönem dönem yeteri kadar döviz rezervinin olmamasıdır. Merkez bankasının, döviz kuru hedeflemesini sağlayabilmek için yeteri kadar rezerv bulundurması gerekmektedir. Olağan bir durum gerçekleştiğinde, piyasaya döviz satabilmelidir. Merkez bankasının yeteri kadar rezervinin olmadığını yatırımcılar gözlemlerse, şüpheli ataklarda bulunabilirler.

Döviz kuru hedeflemesinin diğer stratejilere göre dezavantajı, merkez bankasının eleştiriler karşısında politika bağımsızlığını yitirmesidir. Döviz kuru hedeflemesi gerçekleştiği dönemde, politika otoritesi, ülkeyi sarsabilecek durumlara tepki verememektedir.

### **1.3.1.2. Parasal Hedefleme**

Parasal hedefleme, enflasyonist varsayımları kontrol mekanizması içerisinde ele alma amacıyla, belli bir para büyüklüğü miktarına ilişkin artış oranının hedef olarak amaçlanmasıdır. Merkez bankasının hedeflemesinde parasal taban, geniş para veya kredi miktarlarının büyüme oranları vardır.

Parasal hedefleme stratejisinde üç ana unsur yer alır. Bunlar: para politikasının uygulanmasında parasal büyüklüğe etkili bilgilerin önemli olması, parasal büyüklük hedeflerinin daha önceden açıklanması, parasal hedeflerin yön değiştirmesini engellemek için hesap verme sistemlerinin çalışmasıdır.

Parasal hedeflemede, ara hedef olarak seçilen para arzının enflasyon üzerindeki etkisi çok önemlidir. Merkez bankasının duyurduğu parasal miktarın enflasyonla olan ilişkisi güçlü olmalıdır. Seçilen parasal büyüklük ile enflasyon arasındaki bağ ne kadar yüksekse, merkez bankasındaki parasal hedefleme de başarıya o kadar yakındır.

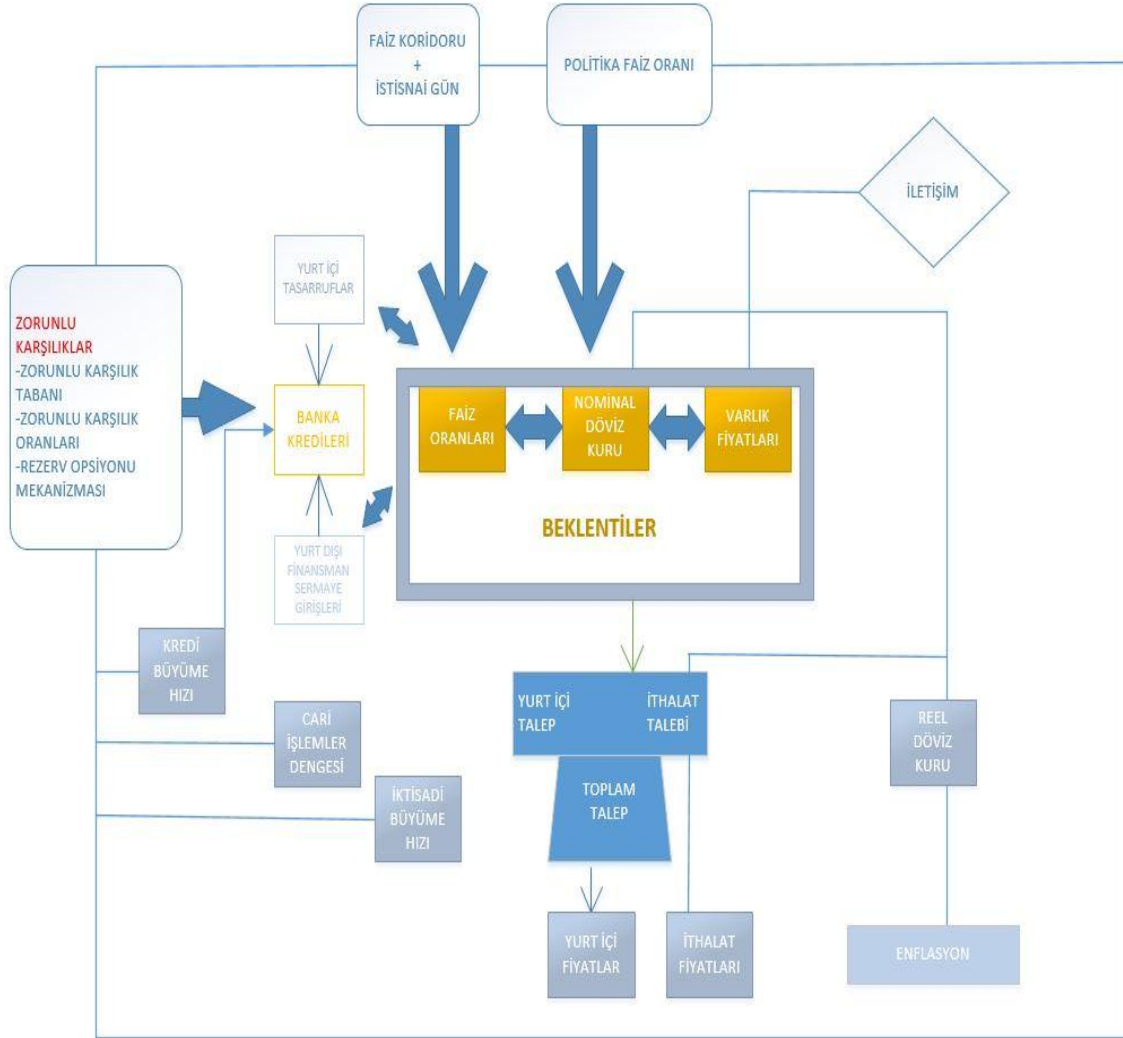
### **1.3.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi**

Merkez bankası bilançosu hedeflemesinin (Önder, 2005) normal IMF uygulamalarında sıklıkla karşılaşılan durumlar olduğunu çalışmada dile getirmiştir. Net uluslararası rezervlere (NUR) alt, net iç varlıklara (NİV) üst hedefler belirlenmekte ve bu hedefler uygulama unsuru şeklinde seçilmektedir. Paranın minimum değerine göre maksimum değeri oluşturulur. Diğer bir ifadeyle, NUR'a taban hedef belirlenmesiyle ülkenin net



döviz rezervlerinin sabitlenmesi, NİV'e tavan hedef belirlenmesiyle merkez bankası kredileriyle para arzının artışının engellenmesi düşünülmektedir.

## Şekil 2. Yeni Para Politikası Işığında Parasal Aktarım Mekanizması



**Kaynak:** TCMB Dergisi, 2013: 15

### 1.3.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi

Para politikasının uygulanmasında yaşanan gelişmeler, enflasyonun, direkt hedeflendiği politikaların en gözde olmasına katkı sağlamıştır. Meydana gelen değişimler ülkelerin enflasyon hedeflemesi politikalarına doğru eğilimine sebep oluşturmuştur.

Doğrudan enflasyon hedeflemesi çalışmasında (Önder, 2005) bir ülkede enflasyon hedeflemesine geçilmek isteniyorsa, yere ait bazı durumların oluşturulmuş olmasını dile

getirmektedir. İlk olarak, Merkez Bankası bağımsız bir şekilde olmalıdır. İkinci olarak, enflasyon hedeflemesini gerçekleştirmek isteyen ülkenin döviz kuru ve faiz oranlarının değişiklikleri durumunda sıkı durması gerekir. Diğer bir durum ise merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak asıl amacı olmalıdır.

Doğrudan enflasyon hedeflemesinin avantajları ve dezavantajları vardır. Avantajlarından bazıları; saydam ya da görünebilir olmasıdır. Sonuç olarak, enflasyonun araçlarından olan beklentilerin meydana gelmesi kolaylaşmaktadır. Dezavantajları ise; sert bir biçimde hedeflerin uygulanmasıdır. Hükümetin desteği zorunludur. Şekil 2’de görüldüğü gibi yeni çerçevede araçlara faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi eklenmiştir.

#### **1.4. Para Politikası Amaçları**

Para politikasının birkaç tane amacı günümüzde piyasada önemli rol oynamaktadır. Sırayla; tam istihdam, ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve ödemeler bilançosu dengesidir.

##### **1.4.1. Tam İstihdam**

Tam istihdamın para politikası amaçları altında yer alması 1929 Dünya Ekonomik krizi itibariyle başlamaktadır. Tam istihdam, ekonomideki üretim durumunun değerlendirilmesi içerisinde temel amaç olarak yer almıştır. Para politikası çerçevesinde tam istihdamın amaçları arasında, işsizliğin azaltılması ve engellenmesinde yapısal ve mevsimlik gibi durumların giderilmesi de bulunmaktadır.

##### **1.4.2. Fiyat İstikrarı**

Fiyat istikrarı para politikasının uzun zamanlı asıl amaçlarını (büyüme ve istihdam) baz alarak ekonomik birimlerin karar alma aşamalarında etkili olmayacak biçimde düşük ve süreklilik sağlayan bir enflasyon oranını açıklamaktadır.<sup>2</sup>

Fiyat istikrarının asıl hedefi, para değerinin korunmasını sağlamaktır. Bunun için para değerinin içindeki değeri bilmek gerekir. Genel olarak fiyatlardaki değişiklikler enflasyon oranını belirtir. Enflasyon oranının % 1-2 oranında olması fiyat istikrarının olduğunu işaret

---

<sup>2</sup> [http://tcmb.gov.tr/yeni/gen\\_sek/sozluk.htm#](http://tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#)

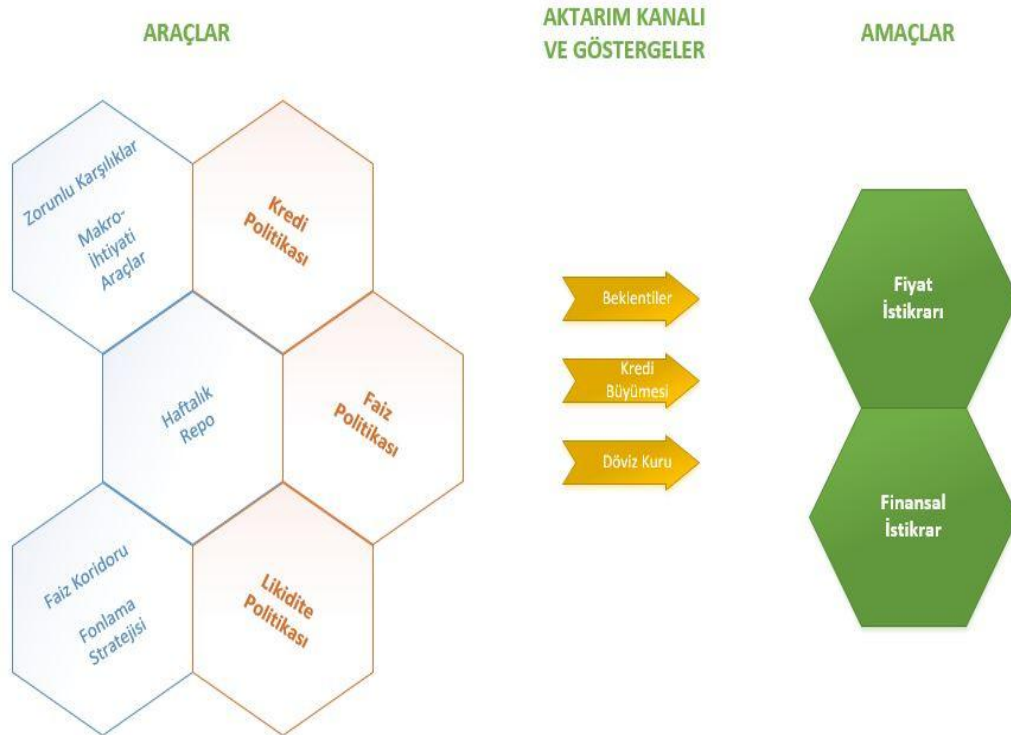
etmektedir. Piyasalarda gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranının % 5 olması normal olarak karşılanmaktadır.

### 1.4.3. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme 2. Dünya Savaşı'ndan sonra önem kazanmaya başlayıp etkin olarak para politikasından yer almaya başlamıştır.

Enflasyonun içerisinde yer alan politikalarda kısa zamanda gelişme meydana gelebilir. Fakat uzun zaman içerisinde, ekonomik büyümenin parasal katkılarla gelişebilmesi zor görünmektedir. Bundan dolayı para politikasının amacı, ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmektir. Parasal taban politikasının en zor konusu da büyüme oranının hangi para politikasıyla sağlanabileceğinin tam olarak bilinmemesidir (Parasız, 2007: 299). Aşağıdaki Şekil 3'te para politikası araç ve amaçları gösterilmiştir.

**Şekil 3. Para Politikası Araç ve Amaçları**



**Kaynak:** TCMB Bülten. 2012. 27. s:3

#### **1.4.4. Ödemeler Dengesi Bilançosu**

Ödemeler dengesi bilançosunda amaç ödemeler bilançosunun düzenlenmesidir. Ödemeler bilançosu aktifinde ödeme girdilerini, pasifinde de diğer ülkelerle gerçekleştirilen ödemeleri içerir.

Ödemeler bilançosunun para politikasındaki dengesi çok önemlidir. Bu dengenin sağlanıp sağlanamaması konusunda döviz kuru da önemli role sahiptir. Sabit döviz kuru para politikası içerisinde ödemeler dengesi bilançosunu sağlıyorsa acil bir durum yoktur. Acil bir durum oluşursa devreye esnek döviz kuru müdahalesi gerekmektedir. Esnek döviz kuru para dalgalanmalarını ortadan kaldırmaktadır. Şekil 3'te para politikası araçlar ve amaçlar arasındaki durum gösterilmektedir.

#### **1.5. Para Politikası Araçları**

Merkez bankalarının kullandıkları para politikası araçları, ekonomik yapının etkilenmesi dolayısıyla geçmişten günümüze kadar gelen merkez bankacılığının tarihsel değişimlerinden etkilenerek farklılıklar oluşturmuştur.

1970'ler öncesi merkez bankacılığında doğrudan para politikasının kullanıldığı görülmektedir. Bunun nedeni ise genel olarak ekonominin kamu müdahalesine maruz kalması ve sermaye hareketlerinin kısıtlanmasıdır. Liberal ekonomi etkisiyle birlikte finansal piyasalar etkin olmaya ve sermaye hareketleri hızlanmaya başlayarak, 1970'lerin sonlarında gelişmiş ülkeler; faiz oranı tahvilleri, kredi kontrolleri gibi doğrudan araçları kullanmaktan vazgeçip açık piyasa işlemleri, reeskont imkanı ve zorunlu karşılıklarına yön vermişlerdir.

Para politikasıyla ilgili (Koçyiğit, 2007) 1980 yılından itibaren birçok para piyasası aracının kaldırıldığından ya da azaltıldığından bahsetmiştir. Merkez bankası 1985 yılında doğrudan müdahale eden bir güç olarak görünse de, sonraki yıllarda dolaylı olarak para politikasına katkı göstermiştir. 1980 yılı sonrası etkileşimde, dolaylı para politikası araçlarından açık piyasa işlemleri belirgin olarak kullanılırken, gelişmekte olan ülkeler de ise doğrudan para politikası araçları ile zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları da dolaylı para politikası olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1990 yılı sonrası ise gelişmekte olan ülkeler daha etkin olarak dolaylı para politikalarına eğilim göstermiştir.

Merkez bankası doğrudan etki yaratarak para politikası uygulayacağı gibi para piyasası koşullarına da dolaylı olarak müdahale edebilmektedir.

Para politikası araçları doğrudan (direkt) ve dolaylı (endirekt) para politikası araçları şeklinde iki farklı gruba ayrılabilir (Alexander ve diğerleri, 2005):

1. Doğrudan para politikası araçları ya fiyata (faiz oranı) ya da miktara (kredi-mevduat) etki ederken, dolaylı para politikası araçları piyasada meydana gelen arz-talebe göre etkileşimde bulunmaktadır.
2. Doğrudan para politikası araçları, finansal piyasa içerisindeki kuruluşların (bankalar) bilançolarına müdahale etmeyi hedeflerken, dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosuna etki etmeyi hedeflemektedir.

Para politikası uygulamasında (Laurens ve diğerleri, 2005) etkin bir sonuç oluşturulmasını kısıtlayacak nedenlerin meydana gelebileceğinden söz etmektedir. Bazı makroekonomik etkenler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

1. Mali baskınlık, para politikası araçlarının kullanımını etkilemektedir. Merkez bankası, mali baskınlığın etkin olduğu bir ülkede piyasa faiz oranlarının altında kamuya fazla miktarda borç tahsis edilmektedir. Fakat bunun neticesinde, piyasada oluşacak olan likidite fazlasını piyasa faiz oranlarıyla oynayarak çözme yoluna gitmesi, merkez bankalarını zor durumda bırakacaktır.
2. Yapısal likidite fazlası, para piyasası araçlarının hareketlerini kısıtlamaktadır. Bu etken hem faiz oranlarında hem de bankaların rezervlerinde bazen sarsılmalara yol açmaktadır.

Piyasa oyuncularının kısıtlarını oluşturan etkenler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

1. Bankalar arası para piyasası iletişiminin yeterli olmaması, aktarım mekanizmasında yer alan faiz ve kredi kanalının çalışmasını kısıtlayarak para piyasası araçlarının hakimiyetini en aza indirmektedir.
2. Merkez bankalarının zaman zaman yapmış olduğu çalışmalar, piyasanın aktif gidişatını kilitlemektedir.

3. Para piyasası etkinliğinin düşmesinin nedeni, merkez bankası değerleri için etkin bir piyasa oluşturulamamasıdır.

Kurumsal kısıtlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

1. Merkez bankalarının özerk durumda olmaması,
2. Likidite durumunda oluşan aşırı düşüşler, merkez bankalarında etkin olmayan para politikası araçlarını kullanmaya yöneltmektedir. Bu nedenle, para politikası araçlarından piyasa temelli olanların kullanımını düşmektedir.
3. Likidite ve para piyasasının etkinliğinin azalması, etkin şekilde yer almayan ödeme durumlarından kaynaklanmaktadır.

### **1.5.1.Doğrudan (Direkt) Para Politikası Araçları**

Doğrudan para politikası araçları, merkez bankasının para politikası işleyişlerinden piyasaların seçiminden farklı olarak yasal düzenlemeler kanalıyla gerçekleştirilen para politikası araçlarıdır. Doğrudan araçların en çok kullanılan ve en aktif olanları faiz oranı kontrolleri, banka bazlı kredi tavanları ve yönlendirilen kredi çeşitleridir. Doğrudan para politikasının avantaj ve dezavantajlarından bahsetmek mümkündür (Önder, 2005).

Doğrudan para politikasının avantajları aşağıda sıralanmaktadır:

- En çok geçici kriz dönemlerinde, kredi miktarının maksimize durumunu ve fiyat kontrolünde önemli etkiye sahiptir.
- Finansal piyasaların çok gelişme göstermediği ve merkez bankalarının yeterince etkin olmadığı zamanlarda doğrudan para politika araçları müdahalede bulunabilmektedir.
- Hükümetler için uygun olan dolaylı para politikası araçları, belli kredileri belli piyasa kuruluşlarına daha kolay tahsis edebilirler.

Doğrudan para politikasının dezavantajları aşağıda özetlenmektedir:

- Etkin bir şekilde kaynak kullanımı olamamaktadır. Örneğin kredi tavanı kontrolleri daha çok kamu bankaları tarafından yapıldığından özel kesim bankacılığının gelişim sürecini kısıtlamaktadır.
- Doğrudan para politikası araçları diğer ekonomik araçlar gibi zaman zaman rekabet ortamını pasifize etmektedir.

- Kullanılan kredilerin tam olarak kimler tarafından kullanıldığı bilinmediğinden, tam bir veri setine ulaşamamaktadır.

#### **1.5.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri**

Merkez Bankası, bankaların ve diğer kurumların mevduat ve kredi faiz oranlarına düzenlemelerle veya kısıtlamalarla müdahale edebilir. Faiz oranının günümüzde aktif bir para politikası aracı olarak kullanılmamasının nedeni; merkez bankasının dengede tutabileceği bir faiz oranının belirlenememesidir. Bunun yanı sıra, bankalar müşterilere sunacakları kredi fiyatlarını verirken, meydana gelebilecek risk faktörlerini de hesaplamaları gerekmektedir.

#### **1.5.1.2. Kredi Tavan Kontrolleri**

Merkez bankasının, ticari bankaların farklı parasal faaliyetleri için belirleyecekleri maksimum fiyat oluşturmaları için kullanılan bir para politikası aracıdır. Asıl amaç, (Koçyiğit, 2009) özendirilmek istenen piyasa kuruluşlarına maksimum kredi olanağıyla bu piyasa kuruluşlarının daha aktif şekilde çalışması şeklinde belirtilmektedir. Kısaca merkez bankasının bankaları özendirmesi diyebiliriz.

Kredi tavanı kontrolleri, dolaylı para politikası araçları tarafından kullanılırken para kaybını da minimum düzeye getirmektedir. Kredi tavanları en çok merkez bankası tarafından ticari bankalar için desteklenen bir para politikası aracıdır.

Kredi tavan kontrolleri ticari bankalara uygulanırken üç temel çeşidi bulunur. Bunlar:

- Merkez bankasının ticari bankaya verdiği kredi tutarı, ticari bankaların sadece pasif tarafındaki mevduatlar içerisinde yer almalıdır.
- Pasif içerisindeki krediler, öz kaynakların içerisinde belli bir yerde olmalıdır.
- Ticari bankaların verdikleri krediler sadece kredi alanlar için olmalıdır.

### **1.5.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları**

Bankaların hedefleri, risk durumunu ve likidite durumuyla ilgili olarak düzenlenmektedir. Bu kotaların desteğiyle bazı bankaların reeskont açısından daha fazla faydalanabilmesi, bazı sektörlerle yardım edilmesi hedeflenmektedir. Bu kotaların kullanılabilmesi için ilgili sektörlerin reeskonta kabul edilecek menkul kıymetlerin içerikleri değiştirilebilmektedir.

### **1.5.1.4. İthalat İçin Depozito Zorunluluğu**

İthalat için depozito zorunluluğunda (Koçyiğit, 2009) merkez bankaları, dış ülke kuruluşlarınca gerçekleştirilen bütün ithalat değerinin kısmi bir oranını merkez bankasına verme şartı neticesinde ithalatı sınırlama yoluna gidebilmesini belirtmiştir. Bütün malları kapsayarak gerçekleştirilen bu uygulama, bütün talebi sınırlayarak, enflasyonist durumu minimum düzeye getirebilmektedir.

### **1.5.1.5. Disponibilite Uygulaması**

Disponibilite uygulamasında (Koçyiğit, 2009) devlet veya para mercii, ticari bankaları ve banka dışı kuruluşları, ellerindeki fonların belirli bir oranı ile belirledikleri tahvil ve bonoları satın almaya, nakit ve nakit benzeri kıymetleri merkez bankasında bulundurmaya şart koşma durumunu dile getirmiştir. Nakit ve nakit benzeri kıymetleri bulundurma uygulaması, piyasadaki para arzının kontrolünde etkili olurken, tahvil ve bonoların neden olacağı etki bu kağıtların faiz oranlarına bağlı olarak değişim gösterecektir. Disponibilite uygulaması, bankalara kaçacak alan bırakmayarak dolaysız, bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak dolaylı bir araç durumundadır. Disponibilite uygulamasının olumsuz yönleri belirtilmiştir (Koçyiğit, 2009).

Disponibilite uygulamasının bazı olumsuz yönleri vardır:

- Likidite etkinliğini değiştirebilmekte,
- İkinci piyasalara müdahale edip, etkinliğini bozabilmekte,
- Bankaların varlık durumunu etkileyebilmektedir.



#### **1.5.1.6. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi**

Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı kurumların portföy içerisinde ne tür kıymetlerden hangi oranda bulundurabileceklerini hesaplama yoluna gidebilir. Böyle bir uygulamayla, finansal kuruluşların ellerinde olan fonlar, ekonomik gelişmeye katkı sağlayacak kuruluşlara iletilmiş duruma gelecektir. Düzenlemenin etkin bir durumda gerçekleştirilmesi için o ülke piyasasının yeteri kadar bilgiye erişmiş olması şarttır.

#### **1.5.1.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kontrol**

Hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kontrol çalışmasında (Koçyiğit, 2009) hisse senedi ve tahvillerin peşin alınmaması neticesinde, otoriteler bazı senetlerin satın alınmasında ne miktarda peşin ödeme olacağını belirtmiştir. Bununla birlikte bireysel tasarruflara yönelebileceği bazı faaliyet ve alanlar sınırlanırken, bazılarında teşvik edilebilir. Bu çeşit kredi kontrolleri, 1930 yıllarında Amerika Birleşik Devletleri'nde bankaların sahip olduğu borçların senet piyasalarında spekülasyona yol açmasıyla senet fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Alınan senetlerin ileride teminat şeklinde gösterilerek yeniden borçlanma yoluna gidilmesi, sonuç olarak para miktarının yükselmesini sağlanması nedeniyle kullanıma girmiştir.

#### **1.5.1.8. Tüketici Kredilerinin Kontrolü**

Merkez bankaları ya da devletler, ev kredisini de içine alarak farklı dayanıklı tüketim mallarının taksitli satışlarında, banka müşterilerinin peşin olarak ödeme yapacakları azami para tutarını, kredinin vadesini ve faizleri değiştirerek, yer alan dayanıklı mallara için talebi geliştirme gibi azami olanaklara sahiptir.

#### **1.5.1.9. Asgari Ödeme Oranı**

Bu araç daha çok sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde kullanılmaktadır. Yatırımcıların menkul kıymetlere yatırım yapmaları, toplam yatırım tutarının azami ödeme oranı tutarındaki bölümünü kendi öz kaynaklarından finansa etme durumunda oldukları, kalanıysa yatırımcıların banka kredileriyle ödeme yapacakları bir sistemdir.

#### **1.5.1.10. Özel Mevduatlar**

Özel mevduatlarla ilgili olarak (Koçyiğit, 2009) ticari bankalara ödenmesi zorunlu olan bazı mevduatların, merkez bankasına yatırılmasını öngören ve bu durumda para arzının düzenini sağlayan araçlar olarak ifade etmiştir. Özel mevduatlar, yasal karşılık oranlarını değiştirmenin seçeneğidir ve bu seçenek genellikle merkez bankasınca kullanılmaktadır.

#### **1.5.1.11. Merkez Bankasının Moral Takviyesi**

Merkez bankasının, banka ve diğer ticari kuruluşlara herhangi bir durumda davranışlarını değiştirmeleriyle ilgili öneri ve tavsiyelerde bulunma hakları vardır. Yasal bir getiri sağlamayan bu davranışın etkisi, ülkenin bankacılık geleneklerine ve toplumun değerlerine göre farklılık göstermektedir.

#### **1.5.1.12. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler**

Reklam ve resmi olmayan tavsiyelerin (Koçyiğit, 2009) merkez bankasının söylemlerinin kamu tarafından duyurulması ve bilinmesi ve farkındalık kazanması için birçok yöntem olduğunu vurgulamıştır. Merkez bankası basın yoluyla görüşlerini kamuya açıklayabileceği gibi, tavsiyeleriyle de ticari kuruluşların bekleyişlerini değiştirmede etkili olabilirler.

#### **1.5.1.13. Taksitli Satış**

Taksitli satışlarla ilgili olarak (Koçyiğit, 2009) nakit talebinin düşmesinin nedenlerinden bir tanesi piyasadaki taksitli satışların artmış olma ihtimalinden söz etmiştir. Bir satış işleminde peşinat oranının fazla olması para talebini yükseltirken, taksitlerin uzun bir zaman içerisinde yer alması ve vade farklılığı sebebiyle uygulanacak faizin düşük olması para talebini düşürmektedir.

#### **1.5.1.14. Sözlü Müdahale**

Doğruyu aksettirmenin piyasa üzerinde negatif etkilerinin değerlendirilecek olunması, merkez bankalarının istediği şekilde gerçeği belirtme yoluna gitmeleridir.

### 1.5.2. Dolaylı (Endirekt) Para Politikası Araçları

Dolayla para politikası araçlarını, (Önder, 2005) piyasalara merkez bankalarının bir aracı gibi girerek faaliyet göstermesini sağlayan araçlar olarak tanımlamıştır. Dolaylı para politikası araçları literatürde para bazlı araçlar olarak da adlandırılırlar. Finansal piyasalar üzerinde etkiyi arttırmak için para politikalarının ve finansal kararların şekillendirilmesinde kullanılan araçlardır. Bunun için para otoritelerinin istedikleri hedeflere ulaşmak için hangi araçları daha verimli şekilde kullanacaklarını belirlemeleri gerekmektedir. Birçok ülkede uzun dönemde fiyat istikrarı sağlanmasına rağmen belirli amaçlar için seçilen günlük hedeflere belli bir faiz oranı veya döviz kuru etki etmektedir.

Bazı çalışmalar (Önder, 2005), doğrudan para politikası araçlarının verimsizliği ilk başta gelişmiş ülkelerde görüldüğünü belirtmiştir. 1967 yılında Kanada doğrudan araçları kullanmayı sona erdirmiştir. ABD, 1980'lerin sonuna kadar doğrudan para politikası araçlarını kullansa da daha sonraki yıllarda dolaylı araçlara geçiş yapmıştır. Batı Avrupa ülkelerinin çoğunluğu kademeli olarak dolaylı para politikalarına geçiş yapmışlardır. Fransa ve İngiltere'nin 1960'ların sonu 1970'lerin başı itibarıyla dolaylı araçlara kullanımda buldukları görülmüştür.

Para politikası araçları genellikle likidite yönetim amacına yönelik olarak işlem görebilmektedir. Merkez bankaları dolaylı para politikası araçlarını kullanarak parasal tabanı tahmin etme şansına sahiptir. Bundan dolayı piyasadaki faiz oranları değişebilmektedir. Merkez bankası finansal otorite ile piyasadaki likidite durumunu belirleyebilmekte ancak duruma müdahale edememektedir. Birçok ülkede kısa vadeli faiz oranlarına açık piyasa işlemleri etki edememektedir. Bu başarısızlığın nedeni ise ya likidite tahminlerindeki noksanlık ya da fazla likiditenin bulunması olarak gösterilmektedir.

Merkez bankası (Önder, 2005) içinde söz sahibi olmak istediği kredi-faiz oranları ve para miktarı gibi değişkenleri ne tür araçlarla aktive edeceğini bulmak için dolaylı araçların çeşitlenmesine neden olacağını belirtmiştir. Kullanılan araçların meydana getireceği etkiler mutlaka tahmin edilebilir olmalıdır. Parasal kontrol edilebilirliği olan araçlar esnek ise, herhangi bir değişiklikte anında müdahale edilebilir. Dolaylı araçlar para politikası uygulamalarında daha esnek yapıya sahip olmaktadır. Ani iniş çıkışlarda dolaylı araçlarla daha verimli sonuçlar alınabilmektedir.

### 1.5.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

API, merkez bankasının sağladığı para değerini değiştirmek için, hazine bonosu ve devlet tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemleri olarak tanımlanabilir (Parasız, 2005: 349).

Genel bir ifadeyle, merkez bankasının kontrolü altındaki parayı değiştirmek için tahvil ve hisse senetlerini alıp satma işlemlerine açık piyasa işlemleri denir. Dolaşımdaki paranın değişmesi, kaydi para hacmini aynı yönde etkileyerek toplam para stokunun da farklılaşmasını sağlar.

Merkez bankası tarafından açık piyasa işlemleri hem savunmaya yönelik hem de hücumaya yönelik nedenlerle gerçekleştirilir. Parasal tabana etki eden unsurlar, parasal tabanı düşünülenin üzerinde etkilediğinde, Merkez Bankası bu etkiyi dengeleyici yöne doğru geçer. Açık piyasa işlemlerini 4 ana başlık altında toplayabiliriz. Bunlar: doğrudan satım, ters repo, doğrudan alım ve repodur. İşlemlerin açıklamaları aşağıda tek tek yazılmıştır.

#### a. Doğrudan (Kesin) Satım İşlemleri

Merkez bankaları, piyasada kalıcı likidite fazlası olduğunda, söz konusu fazla likiditeyi azaltmak için açık piyasa portföylerindeki kıymetleri bankalara veya aracı kurumlara satmaktadırlar. Bunun sonucunda kuruluşlar, ellerinde var olan likiditeyi merkez bankasına bir daha geri almaksızın verirler. Yani merkez bankalarının direkt satım yapımlarıyla bankaların ve aracı kurumların toplam rezervleri düşürülmüş olur (TCMB Bülten, 2012: 2).

#### b. Ters Repo (Geri Alım Vaadiyle Satım) İşlemleri

Merkez bankaları, likiditenin kalıcı olarak istenilen seviyeden düşük olması durumunda, piyasadaki likidite ihtiyacını karşılamak adına bankalardan ve aracı kurumlardan kıymet almakta ve karşılığında bu kuruluşlara likidite aktarmaktadır. Doğrudan alım işlemleri içerisinde ikincil piyasada bankalardan ve aracı kurumlardan menkul kıymet satın alınabilmesine karşın, merkez bankası bağımsızlığının bir göstergesi olarak TCMB' nin de aralarında yer aldığı çoğu merkez bankası birincil piyasadan alım yapmamaktadır (TCMB Bülten, 2012: 2).

c. Doğrudan (Kesin) Alım İşlemleri

Merkez bankaları, likidite düzeyinin beklenen düzeyden az olması durumunda bankalardan ve aracı kurumlardan menkul kıymet alarak likidite sağlamasıdır.

d. Repo (Geri Satım Vaadiyle Alım) İşlemleri

Repo işlemi, piyasada likidite azlığının geçici olduğu zamanlarda, bankacılık sistemi likiditesinin belli bir zaman aralığında yükseltilmesi amacıyla kullanılmaktadır. Bu işlem için, merkez bankası açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan, işlem tarihinde anlaşma yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ileri zamanda bir tarihte geri satmak şartıyla kıymet satın almaktadır. Geri satım fiyatı, alış işlemlerinin valör tarihinde belirlenmektedir. İşlem gerçekleşirken, taraf kuruluş da işlem vadesinde repo işlemlerine konu kıymeti satın almayı taahhüt etmektedir. Böylece işlem valöründe piyasaya sağlanan likidite işlem vadesinde piyasadaki çekilmektedir (TCMB Bülten, 2012:2). Tablo 2’de görüldüğü üzere açık piyasa işlemlerinin hangi durumlarda nasıl sonuçlar vereceği gösterilmiştir.

**Tablo 2. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri**

<b>İŞLEM ÇEŞİDİ</b>	<b>HANGİ DURUMDA YAPILIR?</b>	<b>SONUÇTA NE OLUR?</b>
<b>Doğrudan Satım</b>	Piyasada kalıcı likidite fazlasını olduğu durumlarda yapılır.	Piyasadan kalıcı olarak likidite çekilmiş olur.
<b>Ters Repo</b>	Piyasada geçici likidite fazlalığı olması durumunda yapılır.	Piyasadan geçici olarak likidite çekilmiş olur.
<b>Doğrudan Alım</b>	Piyasada kalıcı likidite sıkışlığının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasaya kalıcı olarak likidite sağlanmış olur.
<b>Repo</b>	Piyasada geçici likidite olması durumunda yapılır.	Piyasaya geçici olarak likidite sağlanmış olur.

**Kaynak:** Açık Piyasa İşlemlerinin Çeşitleri, TCMB Dergisi, Haziran 2012, 28:3

### **1.5.2.2. Reeskont Oranları**

Reeskontun tanımı, bankalar tarafından iskonto edilmiş ya da banka portföyü içerisinde yer alan bir senedin merkez bankası tarafından iskonto edilmesi şeklindedir. Bu şekilde bankalar ellerinde bulunan ticari senetleri, vade süreleri sona ermeden merkez bankasında bozdurarak rezerv ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir (Akçay, 1998: 38).

Reeskont kredileri, bankaların likidite açığını kapatmak için merkez bankasından kredi temin edebilmesini kolaylaştıran bir araçtır. Ancak reeskont kredileri, bazı ülkelerde öncelikli başvuru kaynağı olarak da kullanılmıştır (Akçay, 1998: 38).

Reeskont oranındaki değişimler etki ettikleri duruma göre değişim göstermektedirler. Buna göre; piyasada borçlanma maliyetine etki ederek maliyet etkisi, piyasada farklı fon kaynaklarını temin etme ya da yüksek miktarda reeskont kredisi kullanılmasına sebep olarak ikame etkisi yaratabilir.

### **1.5.2.3. Zorunlu Karşılıklar**

Zorunlu karşılıklar, bankacılık sistemindeki likidite talep etkinliğini arttırmak için kullanılmaktadır. Zorunlu karşılıklar, ticari bankaların borçlarının belli miktarını merkez bankasında tutmak zorunda oldukları tutardır.

Bankalara çok fazla mevduat çekmeleri sonucunda likidite sağlamak amacıyla geliştirilen zorunlu karşılıkların zamanla bu işlevinin çok etkin olmadığı, özellikle para arzının kontrol aracı olduğu görülmektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler, tüm bankacılık sistemini etkilemeye yol açabilirler. Ancak yapılacak değişikliklerin hedeflenen sonuçlara ulaşılması bazı etkenlere bağlı olabilir.

Zorunlu karşılık uygulamasında (Koçyiğit, 2009) bankalar arasındaki rekabeti etkileyecek durumda da etkin olabileceğinden bahsetmiştir. FED'in politikasına bakıldığında, zorunlu karşılık uygulamasının küçük çapta olan bankalar üzerindeki etkisini azaltmak için, borçların belli tutarını rezerv tabanına esas olan borç tutarından çıkartmakta ve yükü azaltmakta olduğu görülmektedir.

## **1.6. Para Politikasının Etkinliği**

Merkez bankasının para politikası oluşumundaki asıl amacı fiyat istikrarının meydana gelmesi, tam istihdam için enflasyonunun minimize olması ve ekonomik gelişmeyi sağlamaktır. Bunun yanında merkez bankasının görevi sadece parasal istikrarı oluşturmak değil, finansal istikrarı sağlamakta yer almaktadır (Günel, 2001).

Para politikasının başarılı olmasını anlayabilmek için başarı için planlanan hedefler yanında, hedeflerin başarılması sırasında kullanılan araçlarda önem arz etmektedir. Para politikasının etkin olabilmesi için bağımsız bir merkez bankasının olması çok önemlidir. Bağımsız bir merkez bankası, para politikası uygulanmasında daha iyimser, fiyat istikrarı sağlanmasında daha başarılı olabilmektedir. Para politikası dış etkenlerden dolayı ekonomi üzerinde direkt bir etkiye sahip değildir (Cecchetti, 2002, s:2).

Para politikasının başarılı olduğunu anlayabilmek için, içerisinde bulunduğu döviz kuru değişiklikleri, para otoritesinin sağlayabildiği kredibilite oranı, meydana gelen enflasyon düzeyi ve ekonomik istikrar çok önemli rol oynamaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 2012).

Uygulanan para politikası ile beklentiler halinde olan para politikası arasında önemli bir etkileşim vardır. Para politikası iki nedenden dolayı değişebilmektedir. Birincisi, para politikası beklentinin üzerinde olursa nihai politikanın farklılaşmasına neden olmaktadır. İkincisi ise, uygulanması düşünölen politikanın daha önceden açıklanması da beklentiler üzerinde etki yaratmaktadır. Para politikalarına olan güven düzeyi de para politikası etkinliğinde önemli role sahiptir (Cengiz, 2012).

Para politikasının etkinliğini meydana gelen azalmanın sebebi para politikasının etkilenmiş olduğu i ve dış gecikmelerdir. Dış gecikme, merkez bankasının etkinliğinden sonra hedef faktörlerin değişime uğradığı süreye kadar ki meydana gelen gecikmedir. İ gecikme, ekonomik portföyü etkileyecek kararların oluşturulmasıyla merkez bankasının aktive olduğu an arasındaki an çizgisidir (Tezer, 2006).

## **1.7. Para Politikasının Makroeekonomik Faktörler Üzerindeki Etkisi**

Para politikası para arzı yoluyla ekonomiye müdahale etmek istemektedir. Bu durumda para arzı ve faiz oranlarının yükselmesiyle ekonomik durumun tekrardan

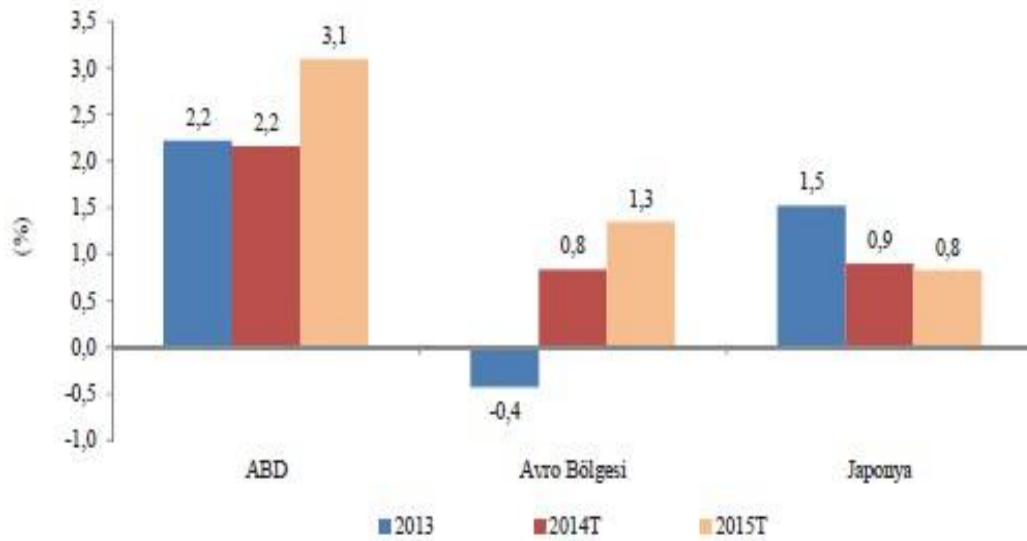
değerlendirilmesi gerekmektedir. Fakat para arzı ve faiz oranlarının duruma kesin müdahalelerde bulunduğu ifade edilse de bunu tamamen kanıtlamak mümkün değildir (Mishkin, 1995: 4).

Mishkin'in düşüncesine göre para arzının artmasıyla milli gelir artmaktadır. Milli gelirin yüksek olması faiz oranlarını yükseltmektedir. Faizlerin artması demek halkın piyasadan daha fazla para talep etmesi anlamına gelir. Para talebinin artması sonucu fiyatlar genel düzeyi artar bir nevi enflasyon artışı demektir. Para arzının artışının diğer bir sonucu ise ödemeler dengesinin bozulmasıdır. Milli gelirin artması lüks mal tüketiminin hızlanmasına yol açarak, faizlerin azalmasına neden olacaktır. Faizlerin azalmasına bağlı olarak yabancı sermaye ülkeyi terk edecektir (Mishkin, 1995: 4).

### 1.8. Gelişmiş Olan Ülkelerin İzledikleri Para Politikaları

Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları para politikaları gelişmekte olan ülkelere göre daha planlı ve istikrarlıdır. Grafik 1'de görüldüğü üzere gelişmiş ülkelere ABD'nin 2013 ve 2014 yılında büyüme oranları aynı kalmakta olup Japonya'nın 2013 yılından sonra büyüme oranında bir azalma yaşadığı görülmektedir. Aşağıda Grafik 1'de gelişmiş ülkelerin yüzde değişimleri gösterilmiştir.

**Grafik 1. Gelişmiş Ülkelerde Büyüme**



**Kaynak:** T.C. Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Rapor, 2014



**Tablo 3. IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu Projeksiyonları (Gelişmiş Ülkeler)**

Yıllık Yüzde Değişim						
			IMF Tahminleri	Ocak 2014	IMF 2013 Tahminlerine Göre Revizyon	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015
<b>Dünya Hasılası</b>	3.1	3	3.7	3.9	0.1	0
<b>Gelişmiş Ekonomiler</b>	1.4	1.3	2.2	2.3	0.2	-0.2
<b>ABD</b>	2.8	1.9	2.8	3	0.2	-0.4
<b>Euro Bölgesi</b>	-0.7	-0.4	1	1.4	0.1	0.1
<b>Almanya</b>	0.9	0.5	1.6	1.4	0.2	0.1
<b>Fransa</b>	0	0.2	0.9	1.5	0	0
<b>İtalya</b>	-2.5	-1.8	0.6	1.1	-0.1	0.1
<b>İspanya</b>	-1.6	-1.2	0.6	0.8	0.4	0.3
<b>Japonya</b>	1.4	1.7	1.7	1	0.4	-0.2
<b>Birleşik Krallık</b>	0.3	1.7	2.4	2.2	0.6	0.2
<b>Kanada</b>	1.7	1.7	2.2	2.4	0.1	-0.1
<b>Diğer Gelişmiş Ekonomiler</b>	1.9	2.2	3	3.2	-0.1	-0.1
<b>Dünya Ticaret Hacmi</b>	2.7	2.7	4.5	5.2	-0.5	-0.3
<b>Gelişmiş Ekonomiler İthalatı</b>	1	1.4	3.4	4.1	-0.7	-0.5
<b>Gelişmiş Ekon. Tüket. Fiyat</b>	2	1.4	1.7	1.8	-0.1	0

**Kaynak:** TÜSAİD Türkiye Ekonomisi.2014

Tablo 3'te görüldüğü üzere gelişmiş ekonomilerin büyüme hızı gün geçtikçe artmaktadır. 2013 yılında gelişmiş ülkelerin büyüme oranı 2014 yılında da aynı seyirde devam etmiştir. Ancak 2013 yılının ikinci yarısında ABD'nin izlediği para politikasındaki değişiklik, finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açarak içinde Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülkeyi negatif yönlü etkilemiştir. Dalgalanma yüzünden cari açık sorunuyla uğraşan

birçok gelişmekte olan ülkeler sermaye kaybı yaşamış, para birimleri değer kaybetmiş ve faiz artırımına gidilmiştir.

Dünya genelini etkileyen enflasyon, az talep nedeniyle düşük etki göstermektedir. 2012 yılından 2013 yılına geçildiği zaman ticari mal ve hizmet fiyatları gerilerken, dünya tüketici fiyatları artış göstermiştir.

ABD ve Japonya başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde meydana gelen kamu borç düzeyleri ilerleyen yıllarda da devam edecek gibi görünmektedir.

### **1.8.1. Amerika Birleşik Devletleri**

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası olan FED (Federal Reserve System) in kararları ve uyguladığı politikalar dünya ekonomisine yön vermektedir. FED'in yapısı diğer ülke merkez bankalarının yapılarından oldukça farklı özellikler göstermektedir. En önemli farklılık, ülkede tek bir merkez bankası teşkilatının olmamasıdır. Ülkenin çok büyük, ticari bankaların çok sayıda ve ülkenin federal devlet yapısına sahip olması gibi nedenlerden dolayı ülkede tek bir merkez bankası yerine 12 Bölge Merkez Bankasından meydana gelen bir merkez bankaları sistemi vardır. Kongre, FED'in yapısını tüm ülkenin ekonomik faaliyetleri üzerinde geniş bir etkiye sahip olacak şekilde tasarlamıştır. FED, Washington'da bulunan bir merkezi hükümet dairesi olan Yönetim Kurulu ve on iki tane Bölge Merkez Bankasından (Federal Reserve District Banks) oluşan bir merkez bankasıdır. Kurul ve Bölge Merkez Bankaları, bankalara mevduat kuruluşlarına ve Federal Hükümete bankacılık hizmetlerinin sağlanması, tüketicilerin doğru bir biçimde bilgilendirilmesi ve bankacılık sistemi ile olan işlerinde sorunsuz bir işleyişi temin etmek gibi konularda ve kimi finansal kuruluşların denetlenmesi ve düzenlenmesinde sorumluluğu paylaşırlar (Baumol ve Bliner,1986:242).

FED dört ana organdan oluşmaktadır. Bunlar: Güvernörler Kurulu, FOMC, Federal Rezerv Bankalar ve Yönetim Kurulu'dur.

Güvernörler Kurulu, ABD başkanınca tayin edilen ve Senato tarafından kabul edilen on dört yıllık görev süresine sahip yedi üyeden oluşmaktadır. FOMC'nin çoğunluğu Kurul temsilcilerinden oluşmaktadır. Kurul, para politikasının oluşturulmasından yetkilidir. Güvernörler Kurulu tarafından zorunlu karşılıklar seçilmektedir. Kurul ve Federal Rezerv

Bankaları, iskonto oranının oluşturulmasıyla görevlendirilmiştir. FED'in diğer mercii FOMC'dir. FED'in önemli kararları alma mercii olan FOMC, açık piyasa işlemleriyle ilgilenir. FOMC, Governörler Kurulu üyelerinden ve beş Federal Rezerv Bankası başkanından oluşmaktadır. New York Federal Rezerv Bankası başkanı FOMC'nin daimi üyesidir. Diğer dört Federal Rezerv Banka başkanı değişimli olarak bir yıl süreyle görevde bulunurlar. Kanuna göre, FOMC'nin yılda en az dört defa Washington D.C.'de toplanması zorunluluğu vardır. 1981'den beri FOMC, planlanan zaman içerisinde yılda sekiz defa belli bir zaman doğrultusunda toplantı yaparlar (FED, 2003).

Federal Rezerv Bankaları'nın kurulma amacı, merkez bankasının operasyonel işleyişinin takip edilmesi için FED'in bir kolu olan Kongre tarafından kurulmuştur. Günlük uygulamaların etkinliğinin sağlanabilmesi için ülke on iki Federal Rezerv Bölgeye ayrılmış ve her bir bölge için farklı Federal Rezerv Banka görevlendirilmiştir. Federal Rezerv Bankaları, Governörler Kurulu'nun denetimi kapsamında işleyişlerini devam ettirmektedir. Bunun yanı sıra, her bir Federal Rezerv Banka, işleyişlerinin teftiş edilmesinden sorumlu dokuz üyeden oluşan bir Yönetim Kurulu'na sahiptir. Kar amacı hedeflemesine gütmeyen bu bankalar, oluşan fazla gelirini Hazineye aktarırlar. Federal Rezerv Bankaları, ülkenin ihtiyaç duyduğu banknot ve madeni parayı mevduat kuruluşlarına dağıtmakta, merkezi çek takas sistemi şeklinde görev almakta ve elektronik fon ve menkul kıymet transferlerinin aktif şekilde işlemlerini sağlamaktadır. FED'in diğer bir organı Yöneticiler Kurulu'dur. Bu kurul, ekonomi ve krediyle ilgili bilgiye sahip dokuz üyeden oluşmaktadır (FED, 2003).

FED'in temel amacı, 1977 yılında yapılan değişikliklerle maksimum istihdam, fiyat istikrarı ve ılımlı faiz oranlarını sağlamak şeklindedir. Bunun yanı sıra 1987 yılından bu yana FED Başkanı Alan Greenspan fiyat istikrarı tanımını ekonomik çalışmalarında dikkate almıştır.

Para politikası stratejisinin asıl amacı fiyat ve faiz oranlarındaki düzenin sağlanmasından oluşmaktadır. Bu amaçlara bağlı olarak para politikası stratejisi dört temel bileşenden meydana gelmektedir. Bunlardan ilki, FED'in amaçları ve bu amaçlar için varsayılan zaman dilimidir. İkincisi, amaçlara erişmek için kullanılan araçlar, bir diğeri araçların nasıl kullanıldıklarına dair yöntemler ve sonuncusu ise iletişim yöntemleridir.

FED, para politikasını enflasyon beklentileri ve para politikasındaki -uzun süreli gecikmeleri dikkate alacak şekilde ileriye yönelik bir bakış açısı ve önleyici politika müdahalelerinin (preemptive strike) oluşturduğu bir yaklaşımla yürütmektedir. Böyle bir yaklaşım, ekonomide enflasyonist baskılar ortaya çıktığında, temel politika enstrümanı olan kısa vadeli faiz oranlarının (federal funds rate) fiyat artışlarının momentum kazanmasını önleyici olarak yükseltilmesini ifade etmektedir ( Mishkin, 1998: 27).

#### Şekil 4. FED' in Para Politikası Araçları



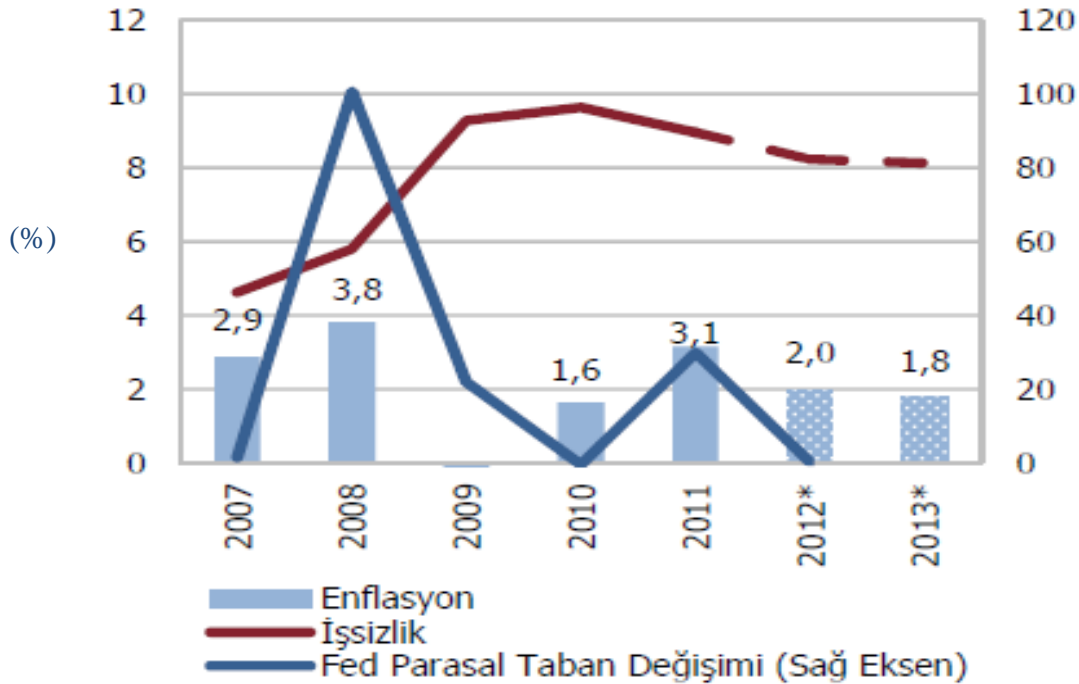
**Kaynak:** Sancar,C.2014.

FED, 1980 yılında iki haneli olan enflasyon oranını tek haneye indirilmesiyle önleyici müdahalelerin yer aldığı yaklaşım uygulanmıştır. 1994 ve 1995 yılları arasında enflasyon artmasına rağmen faiz oranları önleyici kademeler dahilinde kontrollü olarak arttırılmıştır. Bu durumda 1990'lı yıllarda çok büyük bir makroekonomik performans sergilediği düşünülmektedir.

FED'in para politikası uygulamalarındaki başarısı fiyat istikrarının sağlanması sürecinde üretimde ciddi dalgalanmalar yaratmamış ve dezenflasyon sürecinin maliyetlerini azaltmıştır. Burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta, FED'in başarısının aynı zamanda para politikasının modern dogmalarından olan para politikasındaki değişimlerin ekonominin yalnızca talep yanını etkileyeceği düşüncesinin de

sorgulanmasına yol açtıdır. Bu anlamda, fiyat istikrarına geçiş sürecinde para politikasının istikrarı, özel kesimin para politikasındaki yönelimleri öğrenme düzeyinin artmasına bağlı olarak beklentilerini daha az geriye yönelik oluşturmaya neden olmaktadır. Bir diğer deyişle para politikası fiyat istikrarı doğrultusunda yürütüldükçe özel kesimin beklentilerini nihai amaç doğrultusunda oluşturması söz konusu olmakta ve böylelikle ekonominin arz yanı para politikasındaki yönelimlere daha esnek cevap vermekte, ekonominin esnekliği artmaktadır. FED, bu yönüyle, ECB'ye yöneltilen büyüme karşıtı eleştirilerine maruz kalmamaktadır (Bayoumi ve Sheggeri, 2004: 4-5).

**Grafik 2. ABD, Enflasyon, İşsizlik ve FED Bilanço Büyüklüğü Değişiminin Gelişimi\*\***



**Kaynak:** TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2012:2

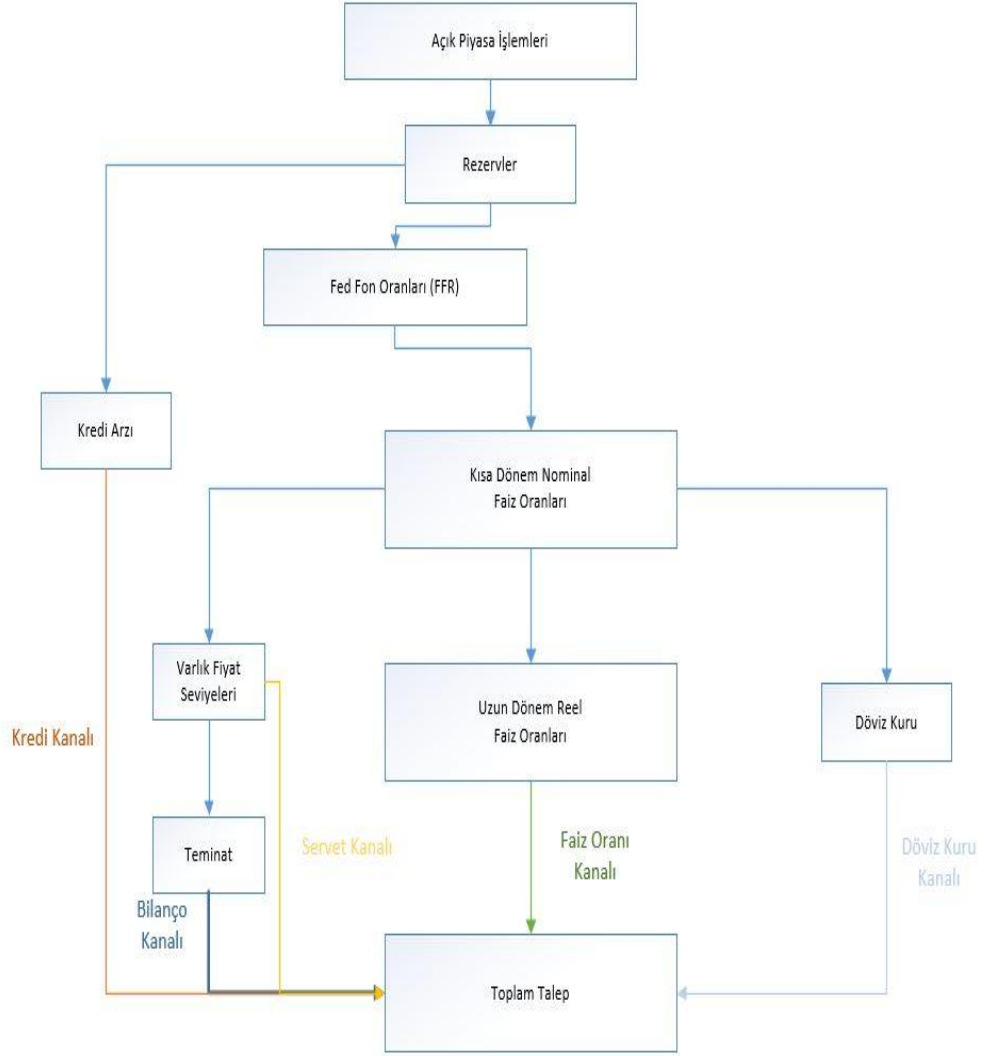
(\*\*) FED parasal tabanının yıllık değişimini göstermektedir.

(\*) Enflasyon ve İşsizlik için IMF öngörüsünü, FED parasal taban değişimi için

Ekim 2012-Aralık 2011 yılları arası değişimi göstermektedir.

Grafik 2’de görüldüğü üzere FED parasal taban değişimiyle işsizlik ters orantılıdır. 2008 yılında en yüksek enflasyon oranı gözlemlenmektedir. Bunun yanı sıra 2009 yılında enflasyon düşük olmasına rağmen işsizlik % 10 seviyelerine kadar gelmiştir.

## Şekil 5. FED'in Parasal Aktarım Mekanizması



**Kaynak:** Sancar ,C.2014.

ABD ekonomisinin 2013 yılında sahip olduğu büyüme hızı, 2014 yılı ilk çeyreğiyle düşüş göstermiştir. Bunun nedeni olarak kötü hava koşullarıyla stoklardaki ürün fazlalığının azalması ve net ihracatın büyüme oranının azalması neden olmuştur. Fakat, ekonomik durum ikinci çeyrekte, tekrar hareketlenmeye başlayarak beklentilerin üzerinde büyüme göstermiştir.

Hızlanmada, GSYH'nin çoğunluğunu içeren tüketim harcamalarındaki artışın yanı sıra stok yatırımları ve ihracatın etkisi büyüktür. ABD'de öncü göstergelerden İmalat Sanayi PMI verisi de yılın ikinci yarısı için umut sağlamaktadır. Şubat ayından itibaren bir

yükseliş grafisi göstererek Ağustos ayında % 59 seviyesine çıkmıştır. ABD’de istihdam piyasası ise yavaş bir artış göstermekle birlikte sağlıklı bir yapıya henüz ulaşamamıştır. İşsizlik oranı Haziran ayındaki % 6,1 seviyesinden Temmuz ayında % 6,2’ye yükselmiş; Ağustos’ta ise % 6,1’e geri dönmüştür. İşgücüne katılım oranı ise hala kriz öncesi seviyesinin altında, % 62-63 aralığında değişmektedir. Ekonomide enflasyonun ise biraz arttığı görülmüştür. Mayıs ayında % 2 ile 2012 yılından bu yana ilk defa yüzde 1’li seviyeleri aşan enflasyon Temmuz’da % 1,8’e düşmüştür (TC Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Raporu,2014: 10). 2012-2013 yılları arasında ABD ekonomisi inişli çıkışlı bir ivme göstermiştir.

ABD Merkez Bankası FED’ in son toplantılarında işgücü piyasalarındaki pozitif etkilere rağmen halen kaynakların istenilen seviyede olmadığına (atıl kapasite) dikkat çekmiştir (FOMC Toplantıları, 2014). FED, sadece istihdam oranının artması durumunda faiz yükselişinin olabileceğini, faizi “kayda değer bir zaman” daha arttırmayacaklarını belirterek faiz oranlarını şimdilik sabit tutmaktadır. Bununla birlikte FED, 2015 yılına ilişkin faiz tahminini % 1,12’den % 1,375 şeklinde yenilemiştir (Hole Konuşması, 2014). Özetle, 2015 yılı faiz durumuyla ilgili olası tahminlerde bulunulmuştur.

### **1.8.2. İngiltere**

İngiltere Merkez Bankası’nın (Bank of England) iki temel amacı vardır. Bunlardan ilki, parasal istikrarın sağlanmasıdır. İkincisi ise, istihdam ve büyüme için oluşturulan hedefleri de kapsayarak hükümetin ekonomik politikasını desteklemesidir.

2008–2009 yılları arasında yaşanan finansal kriz ve ekonomik durgunluk, makro ekonomik çerçevede ciddi sorunlar ortaya çıkarmış olsa da, enflasyon hedeflemesi stratejisi genelde fiyat istikrarının sağlanmasında olumlu sonuçlar vermiştir (Bank Of England, 2013:4).

Herhangi bir para politikası çerçevesinin inandırıcı olması için, politika yapıcıların belirledikleri hedeflere ulaşmaları için etkin araçlar kullanılmalıdır. Bu doğrultuda İngiltere Merkez Bankası’nca 2008-2009 küresel finansal krizinden buyana çok çeşitli para politikası enstrümanı kullanılmıştır. Bu anlamda, İngiltere Merkez Bankası’nca para politikasının yönetiminde geleneksel araçların yanı sıra geleneksel olmayan araçlarda kullanılmıştır. Geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımında, özellikle

merkez bankası için kredi riski içeren yatırımcılar, vergi mükellefleri, kredi tahsisinin dağılımı konularında parasal ve finansal otoriteler arasında ihtiyaç duyulan koordinasyon göz önünde bulundurulmaktadır (Bank of England, 2013:45).

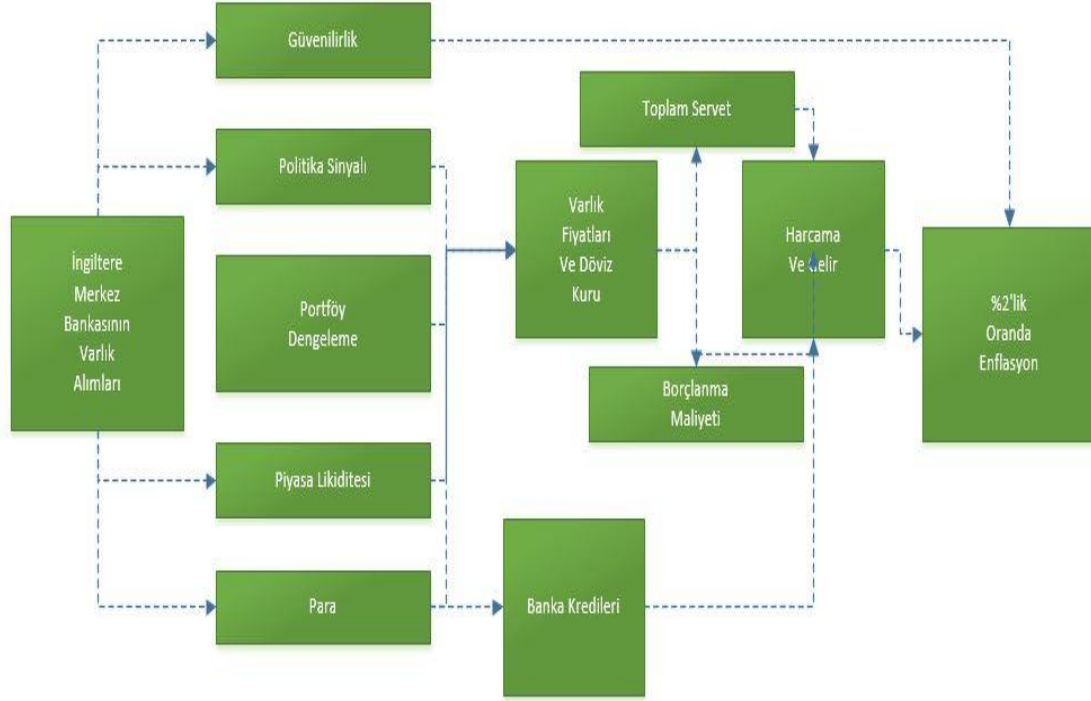
İngiltere’de para otoritesi enflasyon ve reel ekonomik aktiviteyi varlık fiyatları ve döviz kuru kanalı vasıtasıyla da etkileyebilir. Bankaların kısa vadeli borçlanmalarını gerçekleştirildiği para piyasaları bu iletim mekanizmasının önemli bir parçasıdır. Ancak, 2008–2009 finansal krizinde bankalar arası para piyasaları ciddi bir şekilde bozulmuş ve Merkez Bankası’nca politika faiz oranlarının alt sınırını düşürülerek geleneksel para politikası araçları yoğun bir şekilde kullanılmıştır (Bank of England, 2013:45).

İngiltere Merkez Bankası, olağan zamanlarda geleneksel para politikası araçlarından kısa vadeli olarak faiz oranını kullanmaktadır. Merkez bankası likiditeyi ve faiz oranlarını değiştirmek amaçlı açık piyasa işlemlerini kullanmaktadır. Bunun yanı sıra faiz oranlarıyla banka kredileri ve mevduat oranları değiştirilebilmektedir. İngiltere, varlık fiyatları ve döviz kuru aracılığıyla da enflasyon ve reel ekonomik durumlar üzerinde değişimler meydana gelebilir.

Genişletici bir para politikası kapsamında Merkez Bankası tarafından finansal varlık alınması durumunda ilk olarak geniş tanımlı para miktarının (M1) artması, finansal varlık fiyatlarını yukarı yönlü olarak iter. Çünkü para arzındaki artış sonucu ekonomik birimlerin finansal varlıklara olan taleplerindeki artış, varlık fiyatlarının yükselmesine neden olur. Diğer taraftan para arzındaki artış sonucu faiz oranlarının düşmesi borçlanma maliyetlerini aşağı çekerek harcamaları, servet artışlarını teşvik eder ve sonuçta enflasyon düzeyini etkiler (Joyce ve diğerleri, 2011: 201). Şekil 6’da İngiltere Merkez Bankası’nın aktarım mekanizması gösterilmektedir.



## Şekil 6. İngiltere Merkez Bankası'nın Parasal Aktarım Mekanizması



**Kaynak:**Sancar,C.2014.

### 1.8.3. Yeni Zelanda

Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesini duyurup uygulamaya geçen ilk ülkedir. 1980 sonuna kadar ki dönemde yaşanan petrol şoku nedeniyle tek haneli olan enflasyon oranı iki haneli rakamlara geçmiştir.

1970 yılında değişen hükümetle birlikte merkez bankası yasasında değişikliklere gidilmiştir. Yeni Zelanda Merkez Bankası (Reserv Bank of New Zeland-RBN) kanunu 1989 yılında yasalaşarak 1990 yılında yürürlüğe girmiştir. Yeni kanunla birlikte bankanın işlevi; para politikasını, istikrarın sağlanması için genel fiyatlar seviyesinde tutmak ve korunması amacıyla uygun bir şekilde uygulamaktır.

Yeni Zelanda'nın uyguladığı para politikasına genel olarak değinmek gerekirse; uygulanan politika çerçevesinde enflasyon hedefi dışında başka bir hedef belirlememiş, enflasyon hedef yaklaşımı yasaya bağlı olarak anlaşmalar neticesinde kontrol edilmiş, yeni

para politikası enflasyonun düşmeye başladığı dönemlerde kullanılmış, enflasyon hedefinin belirlenmesinde esnekliğin önemli bir yere sahip olması üzerinde durulmuştur. Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesinde şeffaflığa çok önem vermiştir. Halkın enflasyonu bilmesi ve anlayabilmesi için birçok araç-gereçlerle okulda öğrencilere, internet yoluyla da halkı bilgilendirmişlerdir.

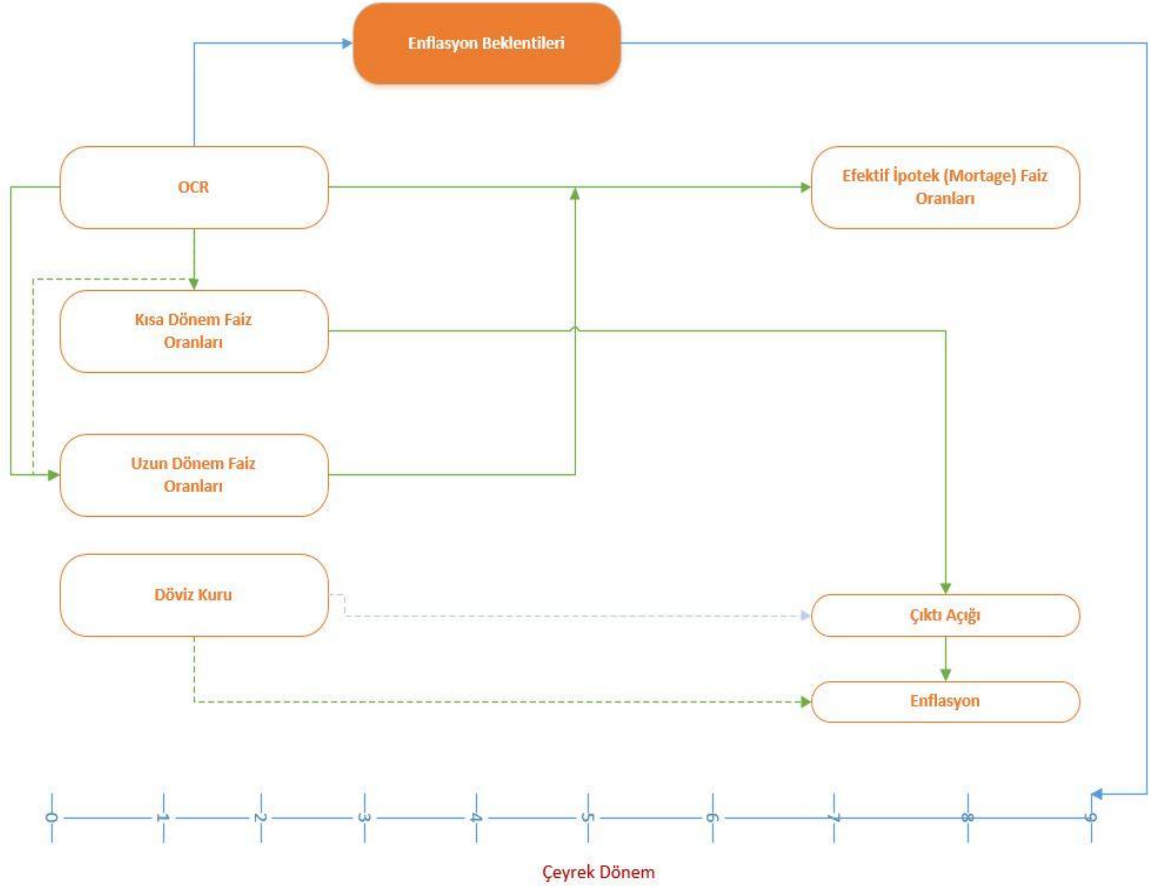
**Tablo 4. Yeni Zelanda Merkez Bankası Para Politikası Araçları**

Likitle Operasyonları	Ayakta İmkanlar	Diğer Operasyonlar	Yurtiçi
1.Açık Piyasa Operasyonları (OMOs) -Günlük Repo İşlemleri -Merkez Bankası (RB) Bonusu İhracı 2.Döviz (FX) Swapları ve Temel Swapları	1.Overnight Ters Repo Tesisi (ORRF) -Manuel ORRF -Otomatik ORRF 2.Ödünç Verme Tahvil Tesisleri (BLF) -Kredi Tahvil Tesisleri	-Repo ve / veya Yeni Zelanda Hükümeti Menkul Kıymet Takası	

**Kaynak:**Sancar,C.2014

Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın temel para politikası aracı "Resmi Nakit Faiz Oranı"dır (Official Cash Rate-OCR). Merkez Bankası kapanmış hesap bakiyeleri üzerinden faiz öder ve bankalar arası para piyasasında "Gecelik (Overnight) Borçlanma Faiz Oran"ları OCR ile bağlantılı bir şekilde hareket eder. Ayrıca, Yeni Zelanda Merkez Bankası uygulamada bu faiz oranları üzerinden borç veya ödünç alınacak nakit miktarına hiçbir sınır getirmez. Bunun anlamı, hiçbir ticari bankanın OCR' den önemli ölçüde yüksek bir faiz oranından kredi sunma olasılığının mümkün olmamasıdır. Çünkü diğer bankalar Merkez Bankası'nın açıkladığı kredi kullanım faiz oranlarından daha düşük bir faiz oranı teklif ederler. Benzer şekilde, bir bankanın OCR' nin altında bir fiyatla (faiz oranı ile) kısa vadeli borç vermesi olası değildir. Çünkü aynı banka, ancak OCR seviyesinden Merkez Bankasından borç alıp veya borç verebilir. Sonuç olarak, Yeni Zelanda'da para piyasası faiz oranları Merkez Bankası'nın OCR seviyesinin etrafında tutunmaktadır (Reserve Bank of New Zealand, 2009:12).

**Şekil 7. Yeni Zelanda Merkez Bankası Parasal Aktarım Mekanizması**



**Kaynak:** Sancar,C.2014.

Yeni Zelanda'da parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı ve beklentiler kanalı temel aktarım kanallarıdır. Şekil 7'de Yeni Zelanda Merkez Bankası parasal aktarım mekanizması gösterilmektedir. OCR de beklenmeyen bir artış öncelikle hem kısa hem de uzun vadeli faiz oranlarında bir artışa neden olur. Bu faiz oranlarındaki artışlar hisse senedi, tahvil ve gayrimenkul gibi gelir akımlarının bu günkü değerini azaltarak bu varlıkların fiyatlarının düşmesine yol açar. Diğer taraftan yükselen faiz oranları, hane halkı ve firmaları cari tüketim ve yatırım harcamalarını ertelemeye teşvik eder. Böylece toplam talebin bu yeni düzeyi enflasyonist baskıları hafifletir (Sethi, 2008: 24).

### **1.9. Gelişmekte Olan Ülkelerin İzledikleri Para Politikaları**

Bazı ülkelerin gelişmekte olmalarının nedeni kontrolsüz hızlı nüfus artışından kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde emeğin karşılığı az olmakta ve üretim daha

çok sermaye yatırımlarıyla oluşmaktadır. Sınırlı olan kaynakların en verimli ve uygun şekilde kullanılabilmesi için finansal sistemin bulunması gerekmektedir ki bu sistem gelişmekte olan ülkelerde çok bulunmaktadır. Bu nedenle elde edilen finansal birikimler ya elde tutulmakta ya da banka sistemi içerisinde ticari faaliyetlerde kullanılmaktadır. Görünen o ki bankalar, gelişmekte olan ülkeler için finansör durumunda bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler para politikalarını uygularken bazı sorunlarla karşı karşıya kalmaktadır. Bunlar:

- ❖ Kurumsal Faktörler
- ❖ Enflasyonun Türü
- ❖ Enflasyon Artış Hızının Yüksek Olması
- ❖ Kamu Finansman Açığının Olması
- ❖ Uluslar arası Bankacılığın Gelişme Durumu
- ❖ Para Politikasının Gecikme Problemi
- ❖ Finansal Piyasaların Yeterince Gelişmemesi

Gelişmekte olan ülkelere, finansal piyasaların gelişmemiş olması maliye politikasına bağımlı olunduğunun bir göstergesidir. Kamu harcamalarının artmasıyla hükümet dış borçlanmaya gidebilmektedir. Bu durumda enflasyonun yükselmesi ve faiz oranlarının artmasıyla birlikte ulusal para değerini kaybetmeye başlamakta ve yabancı para değeri artmaya başlamaktadır.

Para otoritelerinin, yani merkez bankalarının almış oldukları kararlar bankaların likiditesini, kredi hacimlerini sınırlı bir ölçüde etkiliyorsa, bu durum da para politikasının etkinliğinin az olduğunun göstergesidir. Bazı para politikası araçlarının kullanılabilmesi ve etkili olabilmesi gelişmiş bir para ve sermaye piyasasının varlığına bağlıdır. Örneğin açık piyasa işlemleri. Para piyasalarının fazla gelişmemiş olduğu bir ekonomide açık piyasa işlemleri ile para arzının kontrolü zorlaşmaktadır. Ekonomide geniş bir örgütlenmemiş kredi piyasası varsa, kredi piyasasının büyük bir bölümü para otoritelerinin kararlarından etkilenmiyorsa, böyle bir ekonomide para politikasının başarı şansı azdır (Minibaş, 1992: 25).

Merkez bankalarının direkt ya da endirekt şekilde kamu kesimi finansmanında yer alması, ülkelerin uyguladıkları para politikası araçlarının etkinliğini azaltmaktadır. Merkez

bankasının kamuya açmış olduğu kredilerin fazla olması para politikası araçlarından; zorunlu karşılıklar, disonibilite ve reeskont gibi para politikası araçlarının etkili bir şekilde kullanılmasını kısıtlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin kamu kesimi finansman açıklarının fazla olması zorunlu karşılıklar ve disonibilite oranlarının yükselmesine neden olmakta, reeskont kredileri faiz dışındaki diğer belirleyicilerle kısıtlanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde teşvik uygulamaları son derece fazladır. Örnek verilecek olursa; ihracatın fazlalaştırılması için belli sektördeki firmalara daha fazla kredi verilerek satış imkanları kolaylaştırılmaktadır. Bankacılık sistemin çok etkin olarak kullanılmaması yurtdışından kaynak fon kullanılmasına olanak sağlamaktadır. Diğer bir yandan da bankacılık kesiminin gelişmemiş olması, mevcut mevduatın GSMH'dan az olması para politikası araçlarının etkin kullanımını kısıtlamaktadır.

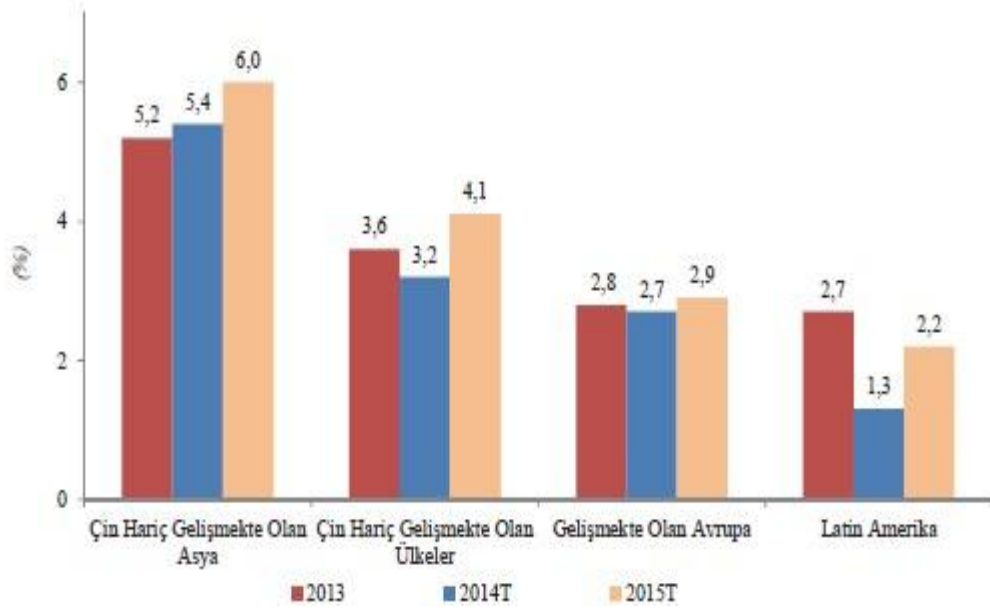
Gelişmekte olan ülkelerin diğer bir sorunu da para politikası uygulamalarında yaşanan süre sorunudur. Para politikası araçlarıyla enflasyon, işsizlik ve ödeme dengesi sorunlarının çözülmesi arasında bir süre sorunu yaşanabilmektedir. Para politikasıyla ilgili iç gecikme ve dış gecikme şeklinde iki tür gecikme vardır. İç gecikme, para politikasının değişikliğe geçilmesi gereken zamanla Merkez Bankasının değişikliğe geçtiği andaki zamandır. Dış gecikme ise, bir para politikasına başlandıktan sonra hedef değişikende meydana gelen bir soruna kadarki zaman dilimidir.

Gelişmiş ülkelerde geniş bir sermaye piyasasının varlığı ve finansal araçların çeşitliliği, para arzındaki değişmelerin hedef değişkenleri, örneğin fiyatlar genel düzeyini etkileme süreci gecikmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise sermaye piyasası yeteri kadar gelişmediğinden ve banka dışı finansal araçların yaygın olmaması, para arzındaki artışın kısa sürede talep şeklinde mal ve hizmetler sektörüne yansımaya neden olmaktadır (Parasız, 1992:137).

Gelişme gösteren ekonomiler bir taraftan FED' in genişletici para politikasının çıkışının meydana getirdiği kırılmalık bir taraftan da temel problemler yüzünden nispeten yavaş bir büyüme sürecinden geçmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yapısal değişikliklerin zorunluluğu uluslar arası kuruluşlar tarafından sürekli olarak söylenmektedir. Gelişme gösteren ekonomiler için özellikle temel eksikleri azaltıcı ve üretkenliği arttırıcı değişikliklerle büyüme oranını yükseltmesi ve büyümenin daha kalıcı

kılınması temel hususlar olarak gösterilmelidir (Dünya Bankası, Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu, Haziran 2014). Grafik 3’te 2013 yılında ekonomi büyüme oranlarından sonra 2014 yılında büyüme oranı azalması tahmin edilmekte olup, 2015 yılı için bir artış beklenmektedir.

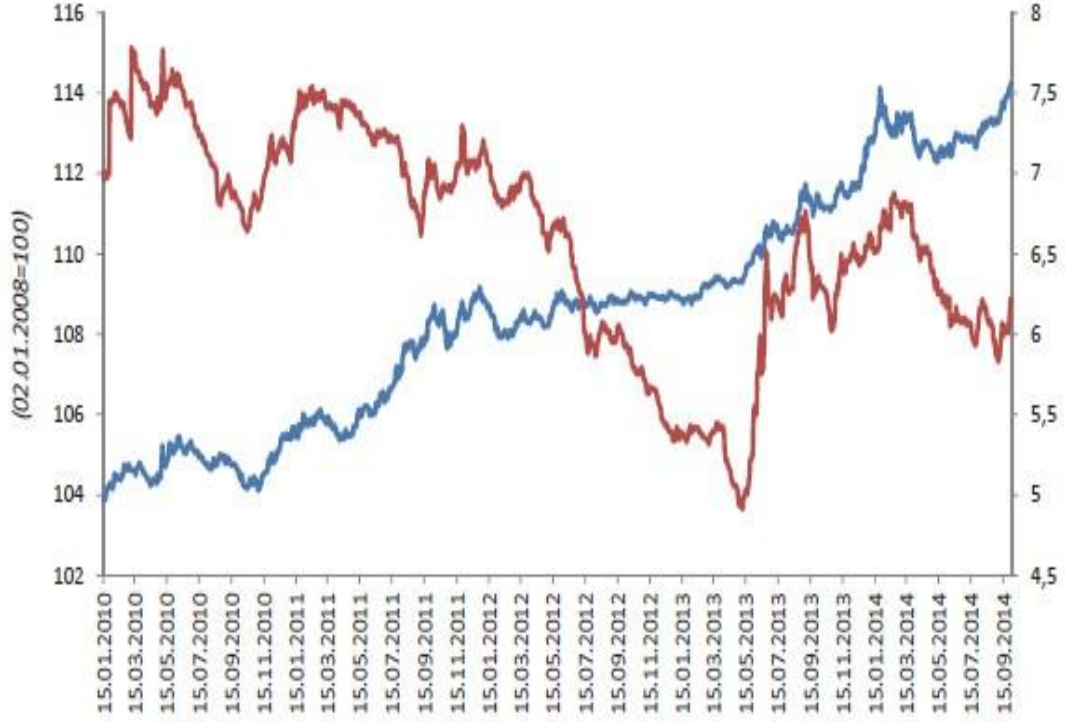
**Grafik 3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme**



**Kaynak:** TÜSİAD Ekonomik Araştırmalar Bölümü, 2014

Sanayileşmiş ülkelerdeki talebin toparlanamaması ve bozulan makro dengelerde uyum gereklilikleri, gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini sınırlamış olsa da, 2014 yılında da küresel ekonomik büyümenin ana kaynağını yine gelişmekte olan ülkeler oluşturmuştur. Diğer yandan, küresel ölçekte likiditenin azalmaya başladığı bu dönemde, gelişmekte olan ülkelerin küresel likidite yerine, büyümelerini destekleyecek mikro yapısal reform ihtiyaçları ön plana çıkmıştır ( TÜSİAD Ekonomik Araştırmalar Bölümü, 2014: 4).

**Grafik 4. Gelişmekte Olan Ülkelerde 10 Yıllık Tahvil Faizleri ve Döviz Kurları**



----- : 10 yıllık tahvil faizleri ( sağ eksen) ----- :Dolar karşısında döviz kurları (sol eksen)

**Kaynak:** TÜSİAD Ekonomik Araştırmalar Bölümü, 2014

Grafik 4'te gelişmekte olan ülkelerin (Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan, Güney Afrika, Endonezya, Güney Kore, Brezilya, Şili, Kolombiya, Türkiye) 10 yıllık tahvil faizleri ve döviz kurları arasındaki ilişki gösterilmiştir. Genel olarak ters orantı içinde olsalar da Temmuz 2012-2013 yılları arasında bir kesişme durumu olmuştur.

Gelişmekte olan bazı ülkeler arasında Şili, Brezilya, Arjantin, Yeni Zelanda, Kore ve İsrail gibi ülkeler yer almaktadır.

### 1.9.1. Şili

Şili ekonomisi 1970'lerin başında yüksek enflasyon, yüksek bütçe açığı ve negatif yöndeki faiz oranlarıyla karşı karşıya kalmıştır. Bu zaman içerisinde Şili ekonomisinin uyguladığı para politikaları ise faiz oranı tavanları, kredi miktar kısıtlamaları ve zorunlu karşılıklardı. 1970'li yılların ortalarında istikrar arayışları ve bütçe açığının azaltılmasıyla

ilgili çalışmalara başlanmıştır. 1974 yılından sonra dolaylı para politikası araçlarına geçiş olmuştur. 1976 ile 1982 yılları arasında özelleştirme programıyla birlikte dış ticaret tarifeleri düşürülmeye başlanarak, reel faiz değerleri artmaya ve bütçe değerleri toparlanarak artıya geçmiştir.

1977-1980 yılları arasında dış olaylardan etkilenen Şili devletinin cari işlemler açığının GSMH'ya oranı % 7'den % 15'e yükselerek ülke ekonomik kriz içerisine girmiştir. Ekonomik krizin etkileri 1987 yılına kadar devam etmiştir. Kriz sonrası gelişmeler iki dönem içerisinde ele alınmıştır. İlk dönem 1981-1987 yılları; bu dönemde dışsal etkilerden dolayı merkez bankasının dolaylı para politikası araçları daha etkin halde kullanılmıştır. İkinci dönem 1987 yılı ve sonrasında ise, yeni ekonomik istikrar programıyla birlikte finansal sistem güçlenmeye başlamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerden Şili'de Şili Merkez Bankası, 1989'da bağımsız olduğu zaman enflasyonu kontrol altında tutmak ve istikrar sağlamak konusunda uzun dönemli bir plan benimsemiş ve kademeli bir yol izlemiştir (Demirhan, 2002:188). Diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında Şili daha liberal ve gelişmiş bir finansal sisteme sahip bulunmaktadır. Bunun yanı sıra Şili finansal sistemi 1980'lerin başında yaşanan ciddi bankacılık krizi sonrasında alınan önlemler sayesinde, bankacılık düzenleme ve denetleme alanında gelişmiş ülkelerle yarışabilecek standart ve uygulamalara sahiptir. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmeden önce enflasyon makul seviyelere çekilmiştir. Şili Merkez Bankası enflasyonu azaltmak için kademeli bir yol izlemiştir. Şili Merkez Bankası on bir yıllık bir enflasyonla mücadele programının ardından, bir dönem üç haneli rakamlarda olan enflasyon oranını % 25 seviyesine düşürmeyi başarmıştır. % 25 seviyesine inen enflasyon oranına daha düşük seviyelerde istikrar kazandırabilmek amacıyla 1990 yılının Eylül ayında ilk enflasyon hedefi ilan edilmiştir. 1991 yılı için % 20'nin üzerinde bir hedef belirlenirken, bu hedef 1999 yılı sonunda % 3,5'a düşürülmüştür. Merkez Bankası belirlenen hedefi gerçekleştirerek, 1990'larda % 27,3 seviyelerindeki enflasyon oranını 1999'da % 2,3'e çekmeyi başararak programın güvenilirliğini de kanıtlamıştır (Altıntaş, 2002: 89-90).

Şili ekonomisinde enflasyonun azalması, aşamalı ve sürekli bir trendde sürmüştür. Bu sonucun ortaya çıkmasında sadece para politikası ve enflasyon hedefleme uygulamaları yanında, 1980 ve öncesinde başlatılan yapısal reformların ülkeye giren yabancı sermayeyi



teşvik etmesi de rol oynamıştır. Ayrıca, güçlü mali sistem, sağlam finansal yapı ve Şili Merkez Bankası'nın fiyat istikrarına her zaman birinci önceliği vermesi, Şili'nin başarısının gerisinde yatan en önemli faktörlerdir. 1990 yılında %25 civarında olan enflasyon oranı, 1999 yılında %3 civarında gerçekleşerek 1930'lu yıllardan sonra en düşük seviyesine çekilmiştir. 2000 yılına gelindiğinde enflasyon oranı %3,8, 2003 yılının sonunda da %1,1 olarak gerçekleşmiştir (Öğretmen, 2004: 108).

Mart 2010'da Başkanlık görevini devralan Pinera hükümetinin önceliği, makroekonomik istikrardan ödün verilmeden depremin hasarlarının giderilmesi olacaktır. Bu dönemde liberal dış ticaret ve yatırım politikalarının sürdürüleceği ve yeniden inşa sürecinde düzenlenecek yardım programları çerçevesinde istihdamın ve tüketimin artacağı tahmin edilmektedir. 2010–2014 yılları için deprem öncesinde öngörülen % 6 ekonomik büyüme ve her yıl 200.000 kişiye yeni iş olanakları sağlanması hedefleri korunmakla beraber; sağlık, eğitim ve altyapı yatırımlarının artması hedeflenmektedir (Aydın, 2011: 4).

### **1.9.2. Brezilya**

Gelişmekte olan diğer ülkelerden bir tanesi de Brezilya'dır. Brezilya ekonomisi 1950'li yıllardan başlayıp 1980'lerin sonuna kadar genel olarak yüksek enflasyon içerisinde yer almıştır. 1950 yılında Brazil olan başkentin inşası için harcanan fazla paralar enflasyonu meydana getirmiştir.

Brezilya hiperenflasyon süreciyle karşı karşıya kalmıştır. Finansal piyasalarda endekslenmeye gidilmiş, böylece bir yandan yurt içi tasarruflar teşvik edilirken, diğer yandan kamusal borç sektörü için piyasa yaratılmıştır. 1963 yılında karaborsada döviz kuru primi %60'lara ulaşmışken, 1964'ün sonunda bu oran sifira düşmüş, 1965 ve 1966 yıllarında değişmemiştir. Yapılan uygulamaların sonucunda enflasyon 1964'ün başında %144 iken, 1965'de %57.5'e, 1966'da %38'e düşmüştür (Parasız, 2001 :273).

1986 yılında Cruzado Planı istikrarı sağlamak şeklinde bir plan olup parasal bir reformdur. Eski Cruzeiro para birimi yerine yeni Cruzadoya geçilmiş ve 1 Cruzado=1000 Cruzeiro şeklinde yerini almıştır. Bu planda amaç, yüksek enflasyon oluşumunu engellemek için fiyatları sabit tutmaktır. Ancak bir süre sonra fiyatları sabit tutma işlemi aşırıya kaçarak olumlu olan planın ötesine geçilmiştir. Bu nedenden dolayı 1987 yılında o dönemin Maliye Bakanı olan Luiz Bresser Pereira kendi adını taşıyan Bresser istikrar

programını geliştirmiştir. Bu programda amaç, Cruzada Planı'nın tam tersine enflasyonun tamamının ortadan kalkmasına yönelik olmayıp, enflasyonun kontrollü bir şekilde gidişatını takip etmektedir. Bresser programında fiyat ve ücretleri belli bir süreliğine sabitlese de bu programda başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

1994 yılında hiper enflasyonu sonlandırmak amacıyla döviz kuruna dayalı bir programa geçilerek birden çok ekonomik reformlar gerçekleştirilmiştir. Ancak Asya krizi nedeniyle Ocak 1999 yılında sabit döviz kuru uygulamasından dalgalı kur uygulamasına geçilmiştir. Temmuz 1999 yılı itibariyle ekonomi hedeflemesi esas alınarak, politika Merkez Bankası tarafından uygulanmaya başlanmış ve enflasyon hedefleri TÜFE değişimlerine dayanarak belirlenmeye başlanmıştır. 2001 yılında dışsal bir şokla birlikte döviz kuru değerini kaybetmeye başlamış ve direkt sermaye girişlerinde düşüş başlamıştır. Bununla birlikte fiyat artışları yükselmeye başlamış ve enflasyon hedeflerini bozmuştur. 2003 yılında yapılan Stand-By anlaşmasıyla birlikte, döviz kuru değer kazanmaya başlamış ve fiyat artış hızında düşüş görülmüştür. Ekonomi hızlı bir büyüme devresine girerek 2004 yılında işsizlik oranı düşmüş, döviz kurunda değer artışı meydana gelmiştir.

Latin Amerika içerisinde ses getiren ekonomik piyasalar arasında Brezilya'da finansal koşullardaki baskı ve değerren tahminler yatırım ve tüketime negatif yönlü etki etmektedir. Brezilya ekonomisi ikinci çeyrekte % 0,9 oranında azalmıştır. Nisan 2013'te katı bir para politikası erevesi içerisine giren Brezilya Merkez Bankası % 4,5 oranında bir enflasyon amaçlamaktadır. Eylül ayıyla birlikte politika faizini % 11'de tutmaktadır (TÜSİAD Ekonomik Araştırmalar Bölümü, 2014: 13). Tablo 5'te gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümleri yer almaktadır.

**Tablo 5. IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu Projeksiyonları(Gelişmekte Olan Ülkeler)**

Yıllık Yüzde Değişim						
	IMF Ocak 2014 Tahminleri				IMF 2013 Tahminlerine Göre Revizyon	
	2012	2013	2014	2015	2014	2015
<b>Hasılası Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomileri ve Gelişen Ekonomiler</b>	4.9	4.7	5.1	5.4	0	0.1
<b>Rusya</b>	3.4	1.5	2	2.5	-1	-1
<b>Çin</b>	7.7	7.7	7.5	7.3	0.3	0.2
<b>Hindistan</b>	3.2	4.4	5.4	6.4	0.2	0.1
<b>Brezilya</b>	1	2.3	2.3	2.8	-0.2	-0.4
<b>Meksika</b>	3.7	1.2	3	3.5	0	0
<b>Gelişmekte Olan Piyasa İthalatı</b>	5.7	5.3	5.9	6.5	0	-0.2
<b>Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomileri Tüketici Fiyatları</b>	6	6.1	5.6	5.3	0	0.1

**Kaynak:** TÜSAİD Türkiye Ekonomisi 2014

### 1.9.3. Meksika

Gelişmekte olan ülkelerden Meksika, 1970 yılının ikinci yarısından sonra finansal değişikliklere başlamıştır. Bu dönemle birlikte para politikası araçları değişmeye başlamış, menkul kıymet piyasaları geliştirilmiştir. 1978 yılında hazine bonusu ihaleleriyle Hazine Sertifikaları (CETES) dolaylı para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Yapılan reformlar sonucunda ekonomi daha hızlı büyümeye başlamıştır. 1988-1991 yılları arasında gerçekleşen reformlar daha önce yapılan çalışmalarla benzerlik göstermektedir. 1989 yılında faiz oranları serbest duruma getirilmiş, banka kredileri üzerindeki kısıtlamalar ortadan kaldırılmıştır. 1991 yılında para otoriterleri para arzının etkisiyle devlet borçlarının satışını etkin şekilde kullanmaya başlamıştır. 1990'lı yılların ortasına gelindiğinde, ekonomik gidişatın kötü olmasından dolayı bir takım önlemler alınmıştır. Alınan önlemler

arasında, kısıtlayıcı para ve maliye politikası uygulamasına gidilmiş, Meksika hükümeti ile ABD ve Kanada arasında dış yardım paket anlaşması imzalanmıştır. Bunun sonucunda kamu otoritesi denetleyici ve düzenleyici bir program oluşturmuştur.

Meksika Merkez Bankası (BOM), kredilerin yıllık genişleme oranını mali yıl balında belirlemektedir. Faiz oranları, arz-talep değişikliğine göre belirlenmekte, aşırı dalgalanmalar meydana geldiği zaman BOM müdahale etmektedir.

1995 yılında Meksika Paso'sunun değer kaybetmeye başlaması ve ortaya çıkan yüksek enflasyon, Meksika merkez bankasının güvenilirlik kaybına neden olmuştur. Meksika merkez bankası bu dönemde enflasyonu düşürme amacına yönelik olarak para tabanında büyümeyi önlemek için tavan sınır hedefi belirlemiştir. Fakat çok basit olarak uygulanmaya çalışılan bu para politikası programı, enflasyonist beklentileri, döviz kurunu ve enflasyon istikrarını sağlamada yetersiz kalmış ve para politikası başarısız olmuştur ( Leon, 2000: 119-121).

Meksika'nın son dönem makroekonomik durumunda ortaya çıkan olumlu tablonun gerisinde esnek döviz kuru sisteminin etkisi büyüktür. Ülkenin dış şoklar karşısında korunması ve kısa süreli sermaye girişlerinin azaltılması konusunda uygulanan esnek kur sisteminin katkısı büyüktür. Hedeflenen enflasyonun gerçekleşmesi için para tabanının değil, sadece enflasyon hedeflemesinin gerekliliği yapılan uygulamalar ile ortaya çıkmıştır. Meksika'da 1990'lı yılların sonunda enflasyon hedeflerinde meydana gelen küçük sapmaların sebebi budur. Son dönemlerde Meksika merkez bankasının politika çerçevesi belirlenirken objektif olarak belirlenen enflasyon oranı, ortalama bir hedef Enflasyonist baskıyı dengelemek amacı ile alınan iradi tedbirler şeffaflık ve hesap verebilirlik özellikleri ortaya çıkmıştır ( Leon, 2000: 119).

Meksika, 2013 yılında gösterdiği zayıf ekonomik durumunun aynısını 2014 yılında da devam ettirmiştir. 2014 yılı ilk çeyrekte % 1,9, ikinci çeyrekte ise % 1,6 oranında bir artış göstermiştir. Ülke olarak eğitim, iletişim, kamu maliyesi ve banka sektörü gibi değişik alanlarda gelişmeler göstermiştir. Bu reformların kısa vadeli gelişmelerinin, katlanılan maliyetler karşısında düşük olması, hukuki belirsizlik, fazla vergiler ve mali kurallar ülkede tüketim ve yatırım harcamalarını kötü bir şekilde etkilemiştir. Bu nedenden dolayı devletin büyümesinin hızlanması için kamu yatırım harcamalarını yükseltmesi

gerekmektedir. 2013'te yüzde 1,1 oranında büyüyen Meksika'nın 2014'te yüzde 2,4 büyümesi hedeflenmektedir (TÜSİAD Ekonomik Araştırmalar Bölümü, 2014: 13). Anlaşılan o ki, Meksika'nın yaptığı reformlar ekonomik performans gelişimi için yetersiz kalmıştır.

#### **1.9.4. İsrail**

Gelişmekte olan diğer ülkelerden bir tanesi ise İsrail'dir. 1950-1960 yılları arasında hızlı büyümeye ve düşük bir enflasyona sahip olan İsrail, 1970'li yılların başlarında yüksek enflasyon ile mücadeleye başlamıştır. İsrail'in enflasyon oranının sürekli artmasının nedenleri; endekslenme, savunma harcamalarının fazla olması ve dış şoklardan etkilenme şeklinde söz edilebilir. 1983 yılı sonu itibariyle meydana gelen devülasyondan dolayı ödemeler bilançosu eksikleri kapansa da 1984 yılı boyunca ülkede sürekli sermaye çıkışları olmuştur. İsrail hükümeti 1985 yılında enflasyonu azaltmak ve ödemeler bilançosu eksiklerini düşürmek amacıyla geniş bir istikrar programı düzenlemiştir. Bu program kapsamında alınan önlemler arasında, merkez bankası para politikası hedefleri arasında döviz kurunun nominal gösterge olarak kredi baz alınmış, zorunlu karşılıkları arttırarak kredi hacmi kısıtlanmış, İsrail vatandaşlarına döviz yerine şekeli kullanmaları söylenmiş, para politikasını etkin kullanmak için bono ve tahvil alım-satım işlemleri arttırılmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte ABD'den dış yardım paketi alınmıştır.

1985 yılında ana hedefin enflasyonun düşürülmesi olan heteredoks bir istikrar programı uygulamaya konuldu. Programda öncelik kamu harcamalarının azaltılmasına verilirken Sekelin (İsrail para birimi) değeri de ilk yıl için dolara sabitlendi. İkinci yıl için ise sekel G5 ülkelerinin paralarından oluşan bir sepete sabitlendi. Program enflasyon oranını iki yılda % 450'den % 20'lere düşürerek büyük bir başarı sağladı. Ancak, enflasyon oranı daha sonraki yıllarda da tek haneli rakamlara indirilemedi. 1991 yılına gelindiğinde enflasyon oranı % 16-% 20 arasında değişen bir seyir izlemiş ve bu nedenle sabit kur rejiminde Sekel değer kazanmıştır. Bunun yanı sıra İsrail birçok defa faiz oranlarında oluşan büyük dalgalanmalar pahasına sabit kuru sağlamak amacıyla piyasalara müdahalelerde bulunmak zorunda kalmıştır. Uluslar arası piyasalarda rekabetçi gücünü yitirmeye başlayan İsrail 1989 yılında sabit kur rejimini terk ederek Sekeli önceden belirlenmiş bir bant ( $\pm\%3$ ) içerisinde dalgalanmaya bırakmıştır. Mart 1990'da ise bu bandı genişletmesine rağmen ( $\pm\%5$ ) spekülasyon atakları önleyememiştir. Nihayet 19 Aralık 1991

tarihinde enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya koymuş ve maliye bakanı ile merkez bankası başkanı beraberce 1992 yılsonu için %14–15 olarak enflasyonu hedeflemesini açıklamışlardır. Genelde İsrail’de uygulanan enflasyon hedeflemesi programı başarı ile yürütülmüştür (Usta, 2003: 66-67).

Enflasyon hedeflerinde üst sınır sadece 1994 ve 1996 yıllarında aşılmıştır. İsrail, enflasyon hedefinin yanı sıra kur için bant hedefi de koymuştur. Enflasyon hedefine ulaşılabilmesi amacıyla uygulanacak kısa dönemli faiz oranlarının kur hedefi sırasında oluşacak faiz oranında daha yüksek olacağı açıktır. Ancak, İsrail kur hedefi bandını sürekli genişleterek önceliği enflasyon hedefine verdiğini açıkça duyurmuştur. İsrail hedefin aşıldığı dönemlerde sıkı para politikası uygulayarak tamamen enflasyonun düşürülmesine yönelik önlemler alınmıştır (Usta, 2003: 66-67).

### **1.10. Türkiye’nin İzlediği Para Politikası**

Birinci Dünya Savaşı’ndan sonra ülkelerin para politikalarını özgür bir biçimde şekillendirme yönünde bir eğilim durumu oluşmuştur. Türkiye, Birinci Dünya Savaşı’nda kazandığı siyasi bağımsızlığı ekonomik bağımsızlıkla kuvvetlendirme adına 1931 yılında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nı faaliyete sokmuştur.

Kuruluş Kanunu’na göre Merkez Bankası’nın temel amacı ülkenin ekonomik kalkınmasına yardım etmektir. Banka, banknot basma yetkisine tek elden sahip durum haline gelmiştir. Bununla birlikte Banka, reeskont oranlarını belirlemeye, para piyasasını ve para dolaşımını düzenlemeye, hazine işlemlerini yerine getirmeye ve Türk parasının değerini korumak üzere tüm önlemleri alma gibi görevlere sahiptir. Bunlar dışında Banka, devletin haznedarlığı görevini de yapmaktadır. Bu dönemde uygulanan sabit döviz kuru rejimi altında olan döviz kurlarını belirleme yetkisi hükümete çatısı altındadır. Merkez Bankası’nın temel politika aracı ise reeskont oranları olarak belirlenmiştir. Hükümetin Banka’nın yetkili olduğu alanlara ve kararlarına müdahale edemediği Kısaca 1930-1940 yılları arası Merkez Bankası’nın bağımsızlığının ön planda olduğu, enflasyonun ise düşük düzeylerde olduğu yıllar olmuştur.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> [http://www.tcmg.gov.tr/yeni/iletisimgm/dundenbugune\\_TCMB.pdf,s.3-6](http://www.tcmg.gov.tr/yeni/iletisimgm/dundenbugune_TCMB.pdf,s.3-6).

TCMB, 1940’larda İkinci Dünya Savaşı’nın olumsuz sonuçlarından dolayı bağımsız bir para politikası uygulamak yerine kamu finansman eksikliğini doldurmaya yönelik uygulamalarda yer almıştır. 1950’li yıllar seçimlerden dolayı toplam harcamaların fazla olduğu bir dönem olmuştur.

14 Ocak 1970 yılında kabul edilen 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu, Bankanın görevinin ve yetkilerinin fazlaştırılması bakımından birçok yenilikler meydana getirmiştir. İlk olarak, Bankanın doğrudan ve dolaylı para politikası araçları üzerindeki kontrolü fazlaştırılmıştır. Diğer taraftan, devletin para ve krediye ilişkin tedbirleri alırken Bankanın fikrinin alınması kararı eklenmiştir. Ayrıca sözü edilen kanun değişikliğiyle Bankaya para arzını ve likiditeyi yeniden düzenlemek için açık piyasa işlemleri yapma görevi verilmiştir. Bunun yanı sıra, yatırımları ve ekonomik gelişmeyi desteklemek adına, Bankaya reeskont işlemleri ile orta vade kredi verme olanağı sağlanmıştır. Hazineye verilecek avans miktarının üst sınırı, ilgili döneme ait bütçe giderlerinin % 15 oranına çıkarılmıştır<sup>4</sup>.

1980-1999 yılları arasında, istikrar programı adı altında asıl amacı devletin müdahalesini azaltarak serbest piyasa ekonomisini daha aktif hale getirmektir. Ekonomiyi dış kesime açmak, enflasyonu düşürmek, yatırım, üretim ve istihdamı arttırmayı merkez bankasının hedefleri arasındaydı. Merkez Bankası 1986’dan sonra dolaylı para politikası araçlarını daha etkin bir şekilde benimsemiştir.

1989 sonunda sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi, para politikasının uygulandığı ortam büyük ölçüde değiştirirken ekonomiyi güçlü ve çoğunlukla kısa vadeli sermaye akımlarına maruz bırakmıştır. Böylece, para cephesindeki asıl gelişme para politikasının kademeli ve düzenli bir şekilde etkinliğini yitirmesi ve Merkez Bankası’nın parasal göstergeler üzerindeki kontrolünü kaybetmesi olmuştur (TCMB, 2002:34-35).

1991 yılında meydana gelen Körfez Savaşı, 1994 yılında bir ekonomik krize neden olmuştur. Krizle birlikte enflasyon üç haneli rakamlara kadar çıkmıştır. Yüksek enflasyonla birlikte kamu harcamaları Merkez Bankası’nın finansmanı ile gerçekleşmiştir. 1995-1999 yılları arasında, Merkez Bankası’nın amacı, döviz kurundaki sapmaları

---

<sup>4</sup> <http://www.tcmb.gov.tr/yenibanka/tarihce.html>

engellemek ve döviz kurundaki hareketlenmeleri en alt seviyeye çekerek finansal piyasalardaki düzeni sağlamıştır.

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi stratejisinin, Merkez Bankasının 09 Aralık 1999 tarihinde Uluslararası Para Fonu'na (IMF) sunduğu niyet mektubunun "*Para ve Kur Politikaları*" kısmında ilk defa dile getirildiği söylemek mümkündür. Programda 2000, 2001 ve 2002 yılları için enflasyon oranları % 25, % 12 ve % 7 seviyelerinde öngörülmeyle birlikte; 17. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2000 – 2002 yılları arasında uygulanması planlanan istikrar programına ait para ve kur politikaları iki dönem çerçevesinde açıklanmıştır. İlk 18 ay içerisinde, döviz kurlarının çapa olarak seçildiği belirtilmiş; programın 18 aylık ikinci yarısında ise kurların genişleyen bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılacağı planlanmıştır. Buna göre program süresince döviz kurunun çapa olma özelliği esnekleştirilerek aşamalı olarak doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmesi kararlaştırılmıştır (TCMB Para Politikası Metinleri, 1999).

Türkiye 2000 yılına devam eden enflasyon problemini ortadan kaldırmak için IMF destekli bir istikrar programı-"enflasyonu düşürme programı"- içerisine girmiştir. Programın nominal çapası sabit döviz kuru olarak belirlenmiştir. İstikrar programının diğer ikincil amaçları içerisinde faiz oranlarını azaltıp yatırımları yükseltmek vardır. Beklentiler TL' nin değer kazanmasının reel sektörde meydana getireceği negatif etkilerin faizlerin düşmesiyle toparlanacağı ve azalan faizlerin yatırımları teşvik edeceği yönündeydi. Fakat Türkiye'de tüketim eğilimi fazla olduğundan faizler kişilerin tasarruf eğilimini azaltıp tüketimlerini arttırmıştır. Fazla olan tüketim talebi, tüketim mallarının ithalatını yükseltmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2009: 588-589).

2000 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK) kurulmasıyla birlikte merkez bankasınca bazı görevler BDDK'ya aktarılmıştır. 2001 yılında yaşanan krizden sonra merkez bankasının görevlerinde bazı değişiklikler olmuştur. 25 Nisan 2001 tarihinde 1211 sayılı yasayla birlikte merkez bankasının hazineye avans verme görevi sonlandırılmış ve bankanın asıl amacının fiyat istikrarı olduğunun altı çizilmiştir.

2001 yılında yaşanan krizle sekteye uğrayan programın kur çapası değiştirilerek, yerine parasal hedefleme ve örtük enflasyon hedeflemesi eklenerek, programa "güçlü



ekonomiye geçiş planı” adıyla devam edilmiştir. TCMB, 2006 yılında ara rejim değişikliğiyle daha önceden hazırlıklarını yaptığı açık enflasyon hedeflemesini fiyat istikrarı asıl amacı doğrultusunda tek ara hedef olarak açıklamıştır. 2005 yılında altı sıfırın ortadan kalkması ve 2008’de yaşanan mali kriz ve sonrasında Merkez Bankasının finansal istikrarı da kapsamı bu dönemin önemli para ve politika oluşumu olarak gösterilmiştir( Doğru, 2012: 322).

Türkiye’de bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesine geçiş, örtük enflasyon hedefi süreci (2002–2005) ve açık enflasyon hedeflemesi süreci (2006 ve sonrası) olarak iki süreçte değerlendirilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçişte en önemli sorunlar dolarizasyon ve ekonomide var olan mali baskınlık olmuştur. 2001 yılı krizinden sonra değiştirilen Merkez Bankası Kanunu bu konuda bir dönüm noktası oluşturmuştur. Kanunla, para politikasının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmıştır. Ayrıca merkez bankasının, nihai amacı olan fiyat istikrarına ulaşmak için uygulayacağı politikayı ve kullanacağı araçları, hükümetin ya da başka herhangi bir kurumun müdahale ya da onayı olmaksızın, özgürce seçebilmesinin önü açılmıştır. Merkez Bankası, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçişinin gerekli ön koşullarda önemli iyileşme sağlandığı göz önüne alarak, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir (Kara ve Orak, 2008: 48). 2006 yılı itibariyle merkez bankası daha saydam bir şekilde görevini yürütmeye başlamış ve kamuoyunun merkez bankasına güveni daha da sağlamlaşmıştır.

2007 ve 2008 yıllarında enflasyon hedeflemesi içerisinde dalgalı kur rejimi uygulanmıştır. 2008 yılında meydana gelen küresel kriz sonucunda ortaya çıkan kısa vadeli yabancı sermaye belirsizliği ve finansal istikrarın etkinliğinin artması sonucunda yeni para politikası arayışlarına gidilmiştir. 2006 yılından itibaren TCMB uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimi içersine finansal istikrarı da alarak yeniden düzenleme yapmıştır.2010 yılı sonlarına doğru yeni bir para politikası oluşumu içersine girilmiştir.

TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisinde politika aracı olarak politika faizi kullanılırken, yeni uygulama da geleneksel politika aracı olarak başvuru bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve diğer likidite aktif bir şekilde kullanılmıştır. Para Politikası Kurulu, daha düşük politika faizi ve daha yüksek zorunlu karşılık oranları şeklindeki politika bileşiminin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı

sağlamada en uygun seçenek olduğu belirtmiştir (TCMB, 2011a: 4). TCMB fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar görevi doğrultusunda 2010 yılı Kasım ayında başladığı düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşimi uygulamasına 2011 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiştir (Sancar, 2014: 124). Özetle; geleneksel para politikası araçları olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve diğer likidite etkileri kullanılmaya başlanmıştır. Bunun yanı sıra fiyat istikrarı, düşük politika faizi ve daha fazla zorunlu karşılık oranlarının kullanılmasında daha etkin olacağı düşünülmüştür.

### Şekil 8. TCMB'nin Yeni Para Politikası Amaç ve Araçları



**Kaynak:** TCMB Bülten,2013

Şekil 8'de görüldüğü üzere TCMB'nin yeni yaklaşımında fiyat istikrarının yanında amaç olarak finansal istikrarda yer almaktadır. Bunun yanında, araçlar içerisinde politika faizi, likidite yönetimi ve faiz koridoru da eklenmiştir.

2011 yılı Para ve Kur Politikası ile TCMB'nin yaptığı uygulama değişiklikleri maddeler halinde belirtilmiştir (Çolak, 2011: 37).

- Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7'den % 6,50'ye düşürülmüştür.
- Merkez Bankası borçlanma faiz oranı % 1,75'ten % 1,50'ye düşürülmüştür. Buna karşın borç verme faiz oranı % 8,75'ten % 9 düzeyine yükseltilmiştir.
- APİ çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı ise % 7,75'ten % 8'e yükseltilmiştir.
- Geç likidite penceresi uygulamasında, bankalar arası para piyasasında gecelik vadede uygulanan merkez bankası borçlanma faiz oranını % 0 düzeyinde sabitlemiş; ancak borç verme faiz oranını % 11,75'ten % 12'ye yükseltilmiştir.
- Zorunlu karşılık oranları mevduatın vadesine göre farklılaştırılmıştır.

2011 yılındaki politikaya bakıldığında ekonomiyi iyileştirici çalışmalarda bulunduğu yukarıda görülmektedir. TCMB, 2012 yılının ilk yarısında finansal istikrarı güçlendirmek adına sıkı likidite politikası uygulamasına devam etmiştir. Yılın ikinci yarısında ise enflasyonu kontrol etmek adına para politikası aşamalı olarak uygulanmıştır. TCMB, artan sermaye akımlarını frenlemek adına politika faiz oranlarını kontrollü olarak azaltmış ve zorunlu karşılıklara karşı önlemler almıştır.

2013 yılında uygulanan politikalarda ise elde edilen kazanımların korunarak daha da ileri götürülmesi amaçlanmıştır. 2013 yılı para politikası stratejisi oluşturulurken de önceki dönemde olduğu gibi, fiyat istikrarı ana amacı korunmakla birlikte, bu amaçla uyumlu olarak para politikası uygulanırken finansal istikrara ilişkin riskler de dikkate alınmıştır. Merkez Bankası 2010 yılının sonlarından itibaren tasarladığı fiyat istikrarı ile birlikte makro finansal riskleri de gözetilen para politikası uygulamalarına 2013 yılında da devam etmiştir. 2013 yılında küresel ekonomideki süregelen durgunluk ve belirsizliklere paralel olarak küresel risk iştahı ve sermaye akımlarında oynak bir görünüm gözlemlenmiştir. Ayrıca, Euro Bölgesindeki sorunlar ve gelişmiş ekonomilerin iktisat politikalarına dair belirsizlikler küresel risk iştahını artıran başlıca etkenler olmuştur. 2013 yılında uygulanan para politikası stratejisinde küresel sermaye akımlarındaki oynaklığın fiyat istikrarı ve finansal istikrarı bozucu etkisinin sınırlandırılmasına önem verilmiştir (Sancar, 2014: 126).

2014 yılının TCMB tarafından yayımlanan Para ve Kuru Politikasıyla ilgili kararlar aşağıdaki gibi özetlenmektedir (TCMB, 2014):

TCMB fiyat istikrarına odaklı para politikası duruşunun ve para politikasındaki öngörülebilirliğin korunduğu bir çerçeveyi temel almaktadır. Bunun yanı sıra, rezerv opsiyon mekanizmasının otomatik dengeleyici etkisi artarak güçlenecektir.

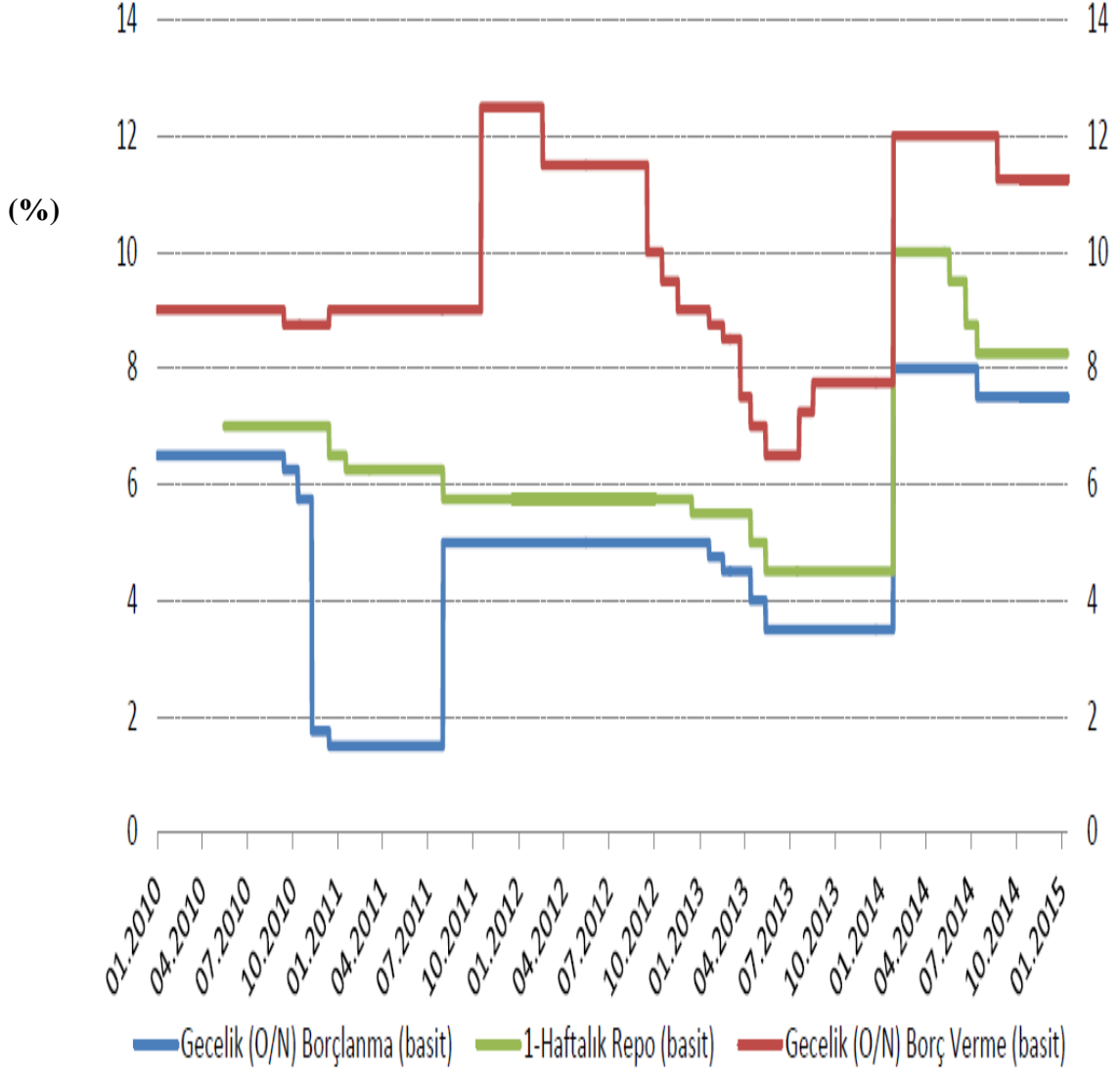
TCMB enflasyonu hedefle uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlarken finansal istikrarı gözetmeye devam edecektir. Bu doğrultuda TCMB, sermaye akımlarının yurt içi ekonomi üzerinde oluşturduğu oynaklığın sınırlanmasına yönelik politikalarına devam edecektir. Önümüzdeki dönemde de fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda, geleneksel araçların yanı sıra yeni politika çerçevesi dâhilinde geliştirilen araçlar da kullanılmaya devam edecektir. Ayrıca krediler ve döviz kuru kanallarının daha etkin çalışması için, iletişim kanalı da gerektiğinde destekleyici bir araç olarak devreye sokulacaktır.

Önümüzdeki dönemde iç talebin yükselmeye devam edeceği ancak finansal koşullardaki sıkılaşma nedeniyle bu artışın ılımlı kalacağı öngörülmektedir. Temkinli para politikası duruşunun, alınan makro ihtiyati önlemlerin ve düşük seyreden sermaye akımlarının etkisiyle kredi büyüme hızlarının daha makul düzeylere geleceği düşünülmektedir. Bu açıdan, ekonominin ılımlı şekilde büyümeye devam ederken talep bileşenlerinin olumlu yönde dengelenmesi düşünülmektedir. Böyle bir kompozisyon altında, toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde baskı oluşturması beklenmemektedir.

Genel bir değerlendirme yapılacak olursa TCMB'nin asıl amacı fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır. Bu program çerçevesinde 2014-2015 yıllarında olduğu gibi 2017 yılı içinde enflasyon hedefi hükümetle anlaşmalı bir şekilde yüzde 5 seviyesinde Orta Vadeli Program hazırlıklarına devam edilmektedir.

TCMB'nin hesap verme yükümlülüğünün bir unsuru olan belirsizlik aralığı, önceki yıllarda olduğu gibi her iki yönde 2 yüzdelik puan olarak korunmuştur. Enflasyonun yıl içinde üçer aylık dönemlerin sonu itibarıyla yılsonu hedefinden 2 yüzdelik puandan fazla farklılaşması durumunda, sapmaya yol açan nedenler ile hedefe ulaşılması için alınan ve önlemler Enflasyon Raporu aracılığıyla kamuoyuna açıklanacaktır. (TCMB, 2014:3).

**Grafik 5. 2010-2014 Yılları Arası Kısa Vadeli Faiz Oranları**



**Kaynak:**TÜSİAD Yayını,2014,s.17

Grafik 5'te görüldüğü üzere gecelik faiz borçlanma oranı 2011 yılında sert bir düşüşe uğramış, Temmuz 2011'de yükselişe geçerek Ocak 2013 yılına kadar sabit bir değerde devam etmiştir. Haftalık repo oranları 2013 yılına kadar düşüşe uğramakla birlikte Ocak 2014 yılı itibariyle artmaya başlamıştır. Gecelik borç verme oranları ise inişli çıkışlı değerlere sahip olmuştur.

**Grafik 6. 2005-2014 Yılları Arası Tüfe ve Gıda Enflasyon Değerleri**



**Kaynak:**TÜSİAD Yayını,2014,s.21

Yukarıdaki Grafik 6'da 2014 yılının tamamı değerlendirildiğinde yılsonu enflasyona en çok katkının gıda ve alkolsüz içecekler olduğu görülmüştür. Bu harcama grubu, % 8,2'lik olarak gerçekleşen, 2014 yılsonu enflasyonuna % 3,1 oranında etki etmiştir. Gıda grubundan sonra % 1,1'lik etkisiyle, ev, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar gibi harcama grubu yer almaktadır. 2014 yılında enflasyonun beklenen değerden fazla olmasının en önemli nedeni olarak görülen gıda fiyatlarının etkisinin, son on yıllık ortalamasının 0,5 puan üzerine olduğu belirtilmektedir. 2005-2014 yılları arasında ortalama % 8,1 olan enflasyonun % 2,6'lık kısmı gıda ve alkolsüz içeceklerden oluşmaktadır. Bu açıdan, gıda fiyatlarında ortalamaya dönüş beklentisi, 2015 yılsonu enflasyonunun daha düşük olacağını göstermektedir (TÜSİAD, 2015:21).

## BÖLÜM II. PARA ARZI VE MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERLE OLAN İLİŞKİSİ

### 2.1. Para Arzı

Para arzı, piyasada yer alan banknotların, madeni para ve ticari bankalarla diğer mevduat toplayan kurumlardaki farklı mevduatların bir araya gelmesiyle meydana gelmektedir. Daha basit bir tanımla para arzı, piyasadaki mal ve hizmet sunumlarında kullanılan veya kullanılabilir miktarda nakdi olan araçlar bütünüdür.

Bunun dışında para arzıyla ilgili yer alan diğer tanımlar;

- ❖ M1, kısıtlı bir açıklamayla paranın değişim etmeni olarak görülen kısım,
- ❖ M2, M1'e göre daha açık bir tanım olmakla birlikte paranın tasarruf aracı olarak görülen kısım,
- ❖ M3, en geniş tanım olmakla birlikte, para ve paranın tamamlayıcı kısımlarını da içerir.

**M1** = Piyasada Yer Alan Banknot + Madeni Para + Türk Lirası Vadesiz Mevduat + Yabancı Para Vadesiz Mevduat

**M2** = M1 + Türk Lirası Vadeli Mevduat + Yabancı Para Vadeli Mevduat

**M3** = Repo + Para Piyasası Fonları + İhraç Edilen Menkul Değerler

Para arzının artması, para talebinin sabit olduğu düşünüldüğünde, kısa vade diliminde faizlerde düşüş yaşanmasıyla yatırımlarda da artış görülür. Bunun neticesinde hane halkında harcama meyili meydana gelir. Harcama eğilimiyle birlikte artan tüketim neticesinde firmalar talebi karşılayabilmek için daha fazla işgücü ve sermaye malı isteyebilir. Fakat, bu durumun beklenenden daha uzun sürmesi durumunda fiyatlarda daha fazla artış olması enflasyona neden olacaktır. Buna bağlı olarak, uzun dönemde gayri safi yurtiçi hasıla artışı gerçekleşmeyecektir. Bu durum “paranın nötr olması” olarak açıklanır.

Para arzının en büyük etmenlerinden bir tanesi merkez bankasıdır. Merkez bankası, para arzının doğrudan veya dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Merkez bankasının para

arzını etkilemede kullandığı temel araçlar; zorunlu karşılık oranları, açık piyasa işlemleri ve politika faiz oranlarıdır.

**Tablo 6. Merkez Bankasının Para Arzı Üzerindeki Durumu**

Merkez bankaları para arzını arttırmak istediğinde;	Merkez bankaları para arzını azaltmak istediğinde;
*Politika faiz oranını düşürür.	*Politika faiz oranını artırır.
*Açık piyasa işlemleri (doğrudan alım, geri satım vaadiyle alım) yoluyla piyasaya para verir.	* Açık piyasa işlemleri (doğrudan satım, geri alım vaadiyle satım, likidite senedi ihracı, Türk lirası depo alım ihaleleri) yoluyla piyasadandan para alır.
*Zorunlu karşılık oranlarını düşürür.	*Zorunlu karşılık oranlarını artırır.

Kaynak: TCMB Dergisi.2013, 31

## 2.2. Para Arzının Makroekonomik Faktörlerle Olan İlişkisi

Para arzının bazı makroekonomik faktörleri etkilediği bilinmektedir. Bunlardan bazıları; enflasyon, hazine bonosu faizi, GSYİH, cari açık, döviz sepeti, yatırım ve BİST-100 endeksi olabilir.

### 2.2.1. Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişki

Para arzı ile enflasyon arasındaki ilişki için birden çok görüş ileri sürülmektedir. Para arzının enflasyon üzerinde etki olup olmadığı sorusunun cevabı iktisatçıları farklı görüşlere itmiştir.

Türkiye’de, ekonomik istikrarın oluşumunda önemli bir role sahip enflasyon sorunu çözmek için farklı dönemlerde birçok para ve maliye politikaları denenmiştir. Diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de para politikası olarak 3 değişik çapa uygulaması denenmiştir. Bunlar; para, döviz kuru ve enflasyon çapalarıdır. 1990 yılı itibariyle para arzı çapası ve 1984 istikrar programıyla döviz kuru çapası uygulanmış ancak başarı elde edilememiştir. 2000’li yıllar itibariyle yeniden döviz kuru çapası uygulanmak istenmiş fakat bu uygulamayla da başarılı olunamamış ve sene sonunda kriz meydana gelmiştir.



Uygulanan bu çapaların olumsuz şekillerde sonuçlanması sebebiyle para politikası olarak bir çapaya karar verilmemiş, 2001 yılı Mart ayına kadar çapasız olunmuştur. Fakat bu uygulama da piyasalarda sıkıntı yarattığı için, 2002 yılında, para politikası olarak daha önce uygulanmayan enflasyon çapası uygulaması denenmiştir (Çatalbaş, 2007: 197-212).

Para arzı ile enflasyon arasındaki ilişki hakkında birçok yaklaşım yer almaktadır. Klasik, Keynesyen, Paracı (Monetarist) ve Yapısalcı yaklaşımlar bu yaklaşımların başında yer almaktadır.

Klasik miktar teorisi yaklaşımında enflasyon, para arzındaki dış etkenlerden dolayı değişikliğe uğramaktadır.

J.M.Keynes 1923-1936 yılları arasında efektif talebi, toplam arzı ve ekonomi içerisindeki istihdam durumunu incelemiştir. Ancak Keynes 1936 yılından sonra bu düşüncesinden vazgeçmiştir. Keynes'e göre enflasyonun sebebi talep miktarındaki fazlalıktan kaynaklanmaktadır. Üretim miktarının az olması nedeniyle talep fazlalığı ortaya çıkmaktadır. Keynesyen yaklaşımda para arzında meydana gelen değişimler, üretimi esas alarak, faiz oranı ve yatırım harcamalarındaki değişimler yoluyla değişiklikler göstermektedir.

Keynesgil enflasyonist açık modeline göre, enflasyonun başlama noktası olarak, ekonominin tam istihdam düzeyi alınmaktadır. Tam istihdam gelir seviyesine ulaşıldığında, toplam talebin artması ile cari fiyatlar genel düzeyinde, toplam üretim düzeyi ve toplam talep arasında üretim düzeyi bakımından bir açık söz konusu olmaktadır. Keynes'e göre bu açık enflasyonist baskı unsurudur ve fiyatlar genel düzeyini yükselterek eskisine oranla daha yüksek bir fiyat düzeyinde toplam üretimi toplam talebe eşitler. Bu nedenle beliren bu açığa enflasyon boşluğu denilmektedir (Demir, 1997: 9).

Keynesyen yaklaşımında para arzı çok önemli olmamakla birlikte para arzının meydana getirdiği sonuçlar enflasyonu etkileyebilmektedir.

Keynesgil enflasyon analizinde para arzı artışı her zaman enflasyonist bir sonuç doğurmayabilir. Para arzı artışının ancak toplam talebin ana unsurlarını etkileyerek harcamalara da bir genişleme doğurduğu, bu toplam talep artışının da tam istihdam düzeyinde sağlanan toplam üretim ya da toplam arzla karşılama olanağı bulunmadığı

durumlarda ancak enflasyon bir talep fazlası olarak göz önüne alındığından ekonomi tam istihdama ulaşmıncaya kadar ciddi bir enflasyon ortaya çıkmamaktadır. Çünkü tam istihdama kadar toplam arz elastik bulunduğundan toplam harcamalardaki artış, toplam arzla dengelenebilecek ve önemli bir fiyat artışıyla karşılaşılacaktır. Para miktarındaki artış milli gelirin değerindeki artışa eşdeğer olduğu takdirde ancak hızlı bir enflasyonun devamlı bir biçimde artacağı kabul edilmektedir. Ne var ki para miktarındaki artış enflasyonun sebebi değildir. Buna rağmen para arzı artışlarının enflasyon için gerekli bir şart olduğu da gözden kaçırılmamaktadır. Bu enflasyonist süreç gelirin yeniden bölüşüme uğramasıyla birlikte yatırım-tasarruf dengesinde değişimler enflasyonun üzerinde önemli bir sonuç yaratabilecek güçtedir (Orhan, 1995: 48-50).

Monetarist (parasalcı) yaklaşımın öncülerinden sayılan Milton Friedman geleneksel miktar teorisini modern anlamda açıklamıştır. Friedman, enflasyonun meydana gelmesinin tek nedeninin para arzındaki artışlar olduğunu ve enflasyonu önlemek için para arzında meydana gelen artışları denetlemek gerektiğini ileri sürmüştür. Friedman'ın görüşüne göre, mal ve hizmet miktarı kadar para miktarı da aynı oranda artsa fiyatlar sabit kalarak, fiyat düzeyinde herhangi bir değişim meydana gelmeyecektir.

Enflasyon, para miktarı üretilen mal ve hizmet miktarından fazla olduğu zaman meydana gelmektedir. Birim mal başına etki eden para miktarı arttıkça enflasyonda da artış görülmektedir. Friedman, parasal yaklaşımının diğer yaklaşımlar içerisinde en iyi iddia etmektedir.

Friedman'a göre bütün dünyada meydana gelen parasal büyüme üç nedenden dolayı meydana gelmektedir. Bunlar; devlet harcamalarındaki hızlı büyüme, tam istihdam politikası ve merkez bankalarının yanlış politikalarıdır.

Devletin görevleri saymakla bitmeyecek kadar çoktur. Ekonomik alanda devletin büyük rollere sahip olması devlet harcamalarında da büyük artışlara neden olmuştur. Artan harcamalar için vergilendirme ya da halktan para alma yoluna gidilseydi para artımına ya da enflasyona neden olacak bir durum oluşmazdı. Bu durum gerçekleşecek olsaydı devletin harcamak için daha çok parası, halkın ise kullanmak için daha az parası olacaktı. Devletin halktan borç para alarak faiz oranlarını yükseltmesi sonucunda özel yatırımların daha pahalı olmasına ve kredi alınmalarını daha zor hale gelmesine neden olmaktadır.

Devletin ekonomideki rolünün giderek artması sonucunda harcamalarının fazla olması, devletin bunun için halktan borç para talep ederek ya da vergilendirme yoluna giderek enflasyonu arttırmasındansa, para miktarını arttırması daha iyi bir yol olarak görülmektedir. Devlet para artırımını, hazineye tahvil sattırıp bunların bedellerini hazine bonolarıyla ödeyebilir ya da hazineye yer alan hesabından para çekerek gerçekleştirebilmektedir.

Tam istihdam politikası, hükümetin işsizliği azaltmak için kullandığı bir politikadır. Tam istihdamda her gün giderek yeni malların üretilmesi sonucunda arz eski üründen yenisine geçecektir. Bunun sonucunda, iş gücü aynı işi yapandan, kendini sürekli geliştiren yenileyen iş gücüne geçecektir.

İş imkanını arttıran olanaklar kabul görse de işsizliği arttıran durumlar kabul edilememektedir. Hükümet tam istihdama ulaşmak için enflasyonist yol ayrımlarını deneyecektir. Bunun için hükümetin enflasyonla ilgilenmesi iki durumdan kaynaklanmaktadır. Birincisi, hükümet istihdamı arttırmak için harcamalarını yükselterek verileri azaltır. İkincisi ise merkez bankası para miktarını başka şekillerde de arttırabilmektedir. Örneğin; devlet tahvil ve senetlerinden alarak bunun karşılığında yeni basım paralardan ödeme yapabilir.

Merkez bankalarının yanlış uyguladığı para politikası para artırımına neden olmaktadır. Uygulanan para politikasında faiz oranlarının kontrolüne dikkat edilmektedir. Ancak dikkat edilmesi ve takip edilmesi gereken para miktarıdır.

Monetarist yaklaşım az gelişmiş ülkelerde enflasyona karşı önlem için kullanılmaktadır. Ancak bazı ülkelerde bu konuda yeterli olunamadığının görülmesi sonucunda farklı yaklaşımlara gidilmiştir. Monetarist yaklaşıma karşı bazı iktisatçılar yapısalcı yaklaşım adında bir görüşü öne sürmüşlerdir. Yapısalcı yaklaşım, Latin Amerika iktisatçılarının girişimiyle ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımda enflasyonun nedenleri; ekonomideki yapısal bozukluk ve kısıtlılık olduğu görüşü savunulmaktadır. Yapısalcı yaklaşımı savunanlara göre az gelişmiş ülkelerin yapısal bozuklukları; tarımsal ürün arzının gerektiği kadar olmaması, ekonomik kuruluşların yeteri kadar olmaması ve dış ticaret dengesinin kontrol altında olmamasından kaynaklanmaktadır.

Az gelişmiş ülkelerde tarım ve uluslar arası işlemlerde kurumsal hiçbir etkiye maruz kalmayan piyasalarda ekonomik büyümede görülen baskıların enflasyona sebep olduğu düşünülmektedir. Parasal ve mali otoriteler, işsizlik ya da tüketim ve yatırımdaki sorunları çözmek için enflasyonist baskıları da kabul edip para arzını yükseltmeyi tercih etmişlerdir. Az gelişmiş mali piyasalar ve zayıf bir şekilde bağımsız görev alan bir merkez bankası, para arzını yükseltebilir. Bundan dolayı , yapısalci yaklaşıma göre para arzı artışı yapısal enflasyonun bir neticesidir ( Pinga ve Nelson, 2001: 1271).

Yapısalci düşünceyi savunanlara göre önemli olan enflasyondan çok iktisadi kalkındır. Bu yaklaşımı destekleyenler için para miktarı enflasyon için bir neden sonuçtur.

Yapısalci görüşe göre enflasyon olgusu, az gelişmiş ve gelişme seyri gösteren ülkelerde daha çok ekonominin yapısal özellikleri esas alınarak oluşturulmuştur. Bu yaklaşımın temeli, paracı yaklaşımı reçetelerinin uygulanmasına karşın gelişme gösteren ülkelerin uzun dönem enflasyonlarının kontrol altına alınmayışına ilişkin tahminlerle açıklanmaktadır (Işığık, 1994:118).

### **2.2.2. Para Arzı ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki**

Para arzı ile faiz oranı arasındaki durumla alakalı olarak meydana gelen etkilerden biri kısa süreli ve direkti diğeryse daha uzun süreli ve indirekt odlulardır. Para miktarıyla faiz oranı arasındaki durumu açıklayan üç değişik yaklaşım yer almaktadır. Bunlar Klasik, Neo-Klasik ve Keynesyen yaklaşımlar olarak açıklanmaktadır. Klasik ve Neo-Klasik yaklaşım, para miktarındaki farklılaşmanın faiz oranlarını kısa süreli etkilese dahi uzun süreli değiştiremeyeceğini düşünmüşler. Klasik yaklaşıma sahip ekonomistler, faizi açıklarken reel etkenlere önem vermişler ve faiz oranını değiştiren asıl durumun reel tasarruf arzıyla sermaye talebi olduğunu dile getirmişlerdir. Klasikler para miktarındaki yükselişin başta kısa zamanlı faiz oranını azaltacağını ifade etmişler fakat bu düşüşün kısa süreli olacağını uzun sürede faiz oranlarında herhangi bir değişme olmayacağını söylemişlerdir. Neo-klasik iktisatçıların faiz teorisi olan ödünç verilebilir fonlar teorisi açısından para arzı genişlediğinde fona olan arz yükselir ve faiz oranı da bundan dolayı azalır. Para arzı düştüğü durumda fon arzında oluşan düşme faiz oranlarını yükseltir. (Üstünel, 1990: 122).

Keynesyen görüşe göre para arzındaki yükseliş (likidite fonksiyonunda bir farklılaşma olmadığı düşüncesiyle) faiz oranını azaltacak, para arzındaki her düşüş faiz oranını yükseltecektir. Sonuçta para hakimiyetine sahip olan bağımsız Merkez Bankasının elinde olan para arzıyla faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki durumu görülmektedir (Ertürk, 1996: 414). Para arzındaki yükselişin faiz oranları üzerindeki etkisinin büyük olması yanında para arzı artış miktarının başka bir ifadeyle para arzı büyümesindeki değişikliğin faiz oranları üzerindeki etkileri de göz ardı edilemeyecek kadar çoktur; çünkü para arzı artışındaki değişime bağlı olarak faiz değişiminin de etkin şekilde makroekonomik etkileri olmaktadır. Yani, faiz oranlarındaki değişimler, elde hazine bonusu tutma riskini yükseltmektedir. Artan bu risk para talebini yükseltmekte ve genel anlamda faiz oranları yükselmektedir (Sarı, 2009:23).

Para arzının faiz oranı üzerinde meydana getirdiği durumlar dört etkiyle açıklanmaktadır. Bunlar; likidite etkisi, fiyatlar genel düzeyi etkisi, gelir etkisi ve beklentiler etkisi (Fisher Etkisi)'dir.

*Likidite Etkisi:* Para arzı yükseldiğinde ilk olarak elde tutulan para miktarı yükselecektir. Ancak bu durumda fiyatlar henüz artmadığından, bireylerde bulunan reel para miktarı artacaktır. Yani para bollaşmış, ekonominin likiditesi artmış olacaktır. Artan para arzı sermaye piyasasına (tahvil piyasasına) yöneldiği takdirde tahvil talebi ve tahvil fiyatları artar, faiz oranları düşer. Buna likidite etkisi adı verilmektedir ve bu etki sonucunda faiz oranları düşmektedir. Keynes'in likidite tercih teorisi bu etkiden hareketle ortaya çıkmıştır (Paya, 2001:149). Sonuç olarak, kısa dönemli bir değişim etkeni olup, para miktarındaki değişimin faiz oranlarını etkilediğini gösteren bir durumdur. Bu durum likidite etkisini açıklamaktadır.

*Fiyatlar Genel Düzeyi Etkisi :*Fiyatlar genel düzeyi, para arzındaki bir artışın, ekonomik piyasalarda yer alan reel para miktarını artırması şeklinde tanımlanmaktadır. Fazlalaşan para, harcamalara kaydığı durumda fiyatlar genel düzeyinde bir yükselişe yol açabilir. Özellikle ekonominin tam istihdama yakın olduğu zamanlarda fiyatlardaki artış eğilimi daha bir belirgin yükseliş gösterecektir. Para arzındaki yükselişin ekonomide bu tür bir sonuç ortaya çıkarması durumuna fiyatlar genel düzeyi etkisi ya da fiyat etkisi adı verilmektedir (Paya, 2001: 149). Para arzında meydana gelen büyümeyle harcamanın

artacağı ve bunun sonucunda fiyat genel düzeyinde artış olacağı düşünülmektedir. Fiyatlar genel düzeyi etkisinin kontrol edilebilir olması gerekmektedir.

*Gelir Etkisi:* Reel endekslerin artması, var olan para miktarını istenilen düzeyin üzerine çıkaracaktır. İnsanlar bu önemsiz parayı harcayarak, ellerindeki reel balanslarını eski düzeye indireceklerdir. Önce bono fiyatlarını arttırıp faizleri azaltan parasal genişleme, sonra da, bono gelirlerinin harcamaya dönüşmesi ile mal ve hizmetlere olan talebi yükseltecektir. Ekonomide boşa yer kaplayan kapasiteler var ise, mal ve hizmet üretimi artacak ve reel milli gelir yükselişe geçecektir. Bu duruma gelir etkisi denilmektedir. Reel milli gelir artınca, kişilerin para talebi de genişleyecektir. Para talebinin genişlemesi üzerine, likidite sorunu yaşayan kişiler, tahvil satışlarına yönelecekler tahvil fiyatları azalacak, faizler ise artacaktır (Paya, 2001: 149).

*Enflasyonist Beklentiler Etkisi (Fisher Etkisi):* Enflasyonist beklentiler etkisi tam olarak Fisher tarafından ileri sürülmüştür. Beklenti etkisine göre; nominal faiz oranları, reel faiz oranıyla beklenen enflasyon toplamına eşittir.

Fisher denklemi, nominal faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi göstermek için kullanılan bir denklemdir. Bu denklemde para miktarındaki değişimin enflasyon ve faiz oranını nasıl değiştirdiği anlaşılabilir. Fisher denklemine göre, paranın büyüme oranı yükselirken, nominal faiz oranlarında bir düşüş yaşanarak, enflasyon ve faiz oranlarında bir artma meydana gelecektir.

Fisher denklemi,  $i \equiv \pi + r^e$  (nominal faiz oranı = reel faiz oranı + beklenen enflasyon oranı) bu ilişkiyi göstermektedir (Şimşek ve Kadılar, 2006: 99).

Para arzında meydana gelen bir yükselişle ortaya çıkan dört faktörde likidite etkisi, fiyatlar genel düzeyi etkisi, gelir etkisi ve enflasyonist beklentiler etkisinin sonucunda faiz oranları üzerinde toplamda nasıl bir etkide bulunacağı bilinemez. Bu etkilerden likidite etkisi para arzı artışının faiz oranlarında bir düşmeye yol açacağını gösterirken, diğer üç etki para arzı artışına müteakip faiz oranlarının yükseleceğini göstermektedir. Net etki hangi etkinin daha büyük olduğuna bağlıdır. Genelde parasal büyümeden hemen sonra likidite etkisi ortaya çıkar. Fakat gelir ve fiyat düzeyi etkilerinin görülmesi zaman alır. Çünkü parasal büyümenin geliri ve fiyat düzeyini etkilemesi süre alır. Beklenen enflasyon etkisi ise, parasal büyüme yükseldiğinde, toplumun enflasyonla ilgili bekleyişlerini yavaş

mı yoksa hızlı mı ayarladıklarına bağlı olarak yavaş veya hızlı bir biçimde meydana gelir (Aslan, 2009: 417-418).

Faiz oranını değiştiren faktörlerden bir tanesi de parasal politikalarıdır. Parasal politikayı belli sınırlar çerçevesinde belirleyen merkez bankalarıdır. Merkez bankası para arzı kontrolünü açık piyasa işlemleri, reeskont politikaları, mevduat munzam karşılık oranlarını belirlemek şeklinde para arzına müdahale ederek gerçekleştirir. Merkez bankası en çok açık piyasa işlemleri yaparak para arzını etkilemektedir. Para arzındaki bu artış ve azalış da faiz oranlarını etkilemektedir (Dornbusch ve Fischer, 1998: 124).

Devletin para açığını kapatması için TC Hazinesi tarafından 1 yıldan daha az sürede kısa vadeli şekilde olmak üzere, ana para ve faiz getirili borç senetleridir.

Hazine bonusu, para piyasalarındaki faiz oranlarının belirlenmesine önemli bir göreve sahiptir. Bono ile faiz oranları ter orantılıdır. Ülkede faiz oranı arttıkça, bononun getirisi azalır.

İMKB' de tahvil ve bono piyasasında Türk Lirasından başka birçok ülkenin para birimleri yani dövizlerle ödenen devlet iç borçlanma senetleri, gelir ortaklığı sağlayan senetler ve TCMB tarafından dışarı satılan likidite senetleri işlem görmektedir. Bütün bu yatırım malları dışarı satıldıkları ilk günden itibaren, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, özel kuruluşlar, mahalli idarelerce ihraç edilen borçlanma senetleri ve Borsa Yönetim Kurulu'nca işlem görmesi doğrultusunda karar verilen diğer bütün menkul kıymetler, Kamuyu Aydınlatma Platformu vasıtasıyla yatırımcılara duyurulurlar. Bu sürecin akabinde ikinci iş gününde işlem görmeye başlayan yatırım ürünleri dışında repo, ters repo ve menkul kıymet seçenekli repo gibi repo işlemleri de oluşabilmektedir. İMK üyelerinin katılımıyla kurulan ve bağımsız bir kuruluş olan Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından uygulanan takas ve saklama işlemlerinde ödeme karşılığı teslim esaslı uygulanmaktadır Bu şekilde anapara riski ortadan kalkmaktadır. Devletin bankalara, bankalarında yatırımcılara belirli faiz, vade ve oran ile sattıkları hazine bonoları ve devlet tahvilleri, birincil ve ikincil piyasalarda arz – talep oranlarına göre bireysel ve ya kurumsal yatırımcılarca alımın satılarak işlem görürler.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> <http://www.bononedir.com/hazine-bonusu.html/>

### 2.2.3. Para Arzı ile Borsa Endeksi Arasındaki İlişki

Birikimlerini menkul kıymetler borsasında değerlendirmek isteyen tasarruf sahiplerinin sağlayabilecekleri maksimum fayda ile yatırım yapılan hisse senedinden sağlanacak maksimum getiri eş tutulabilir (Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Ege, 2009). Hisse senedi getirisi, o hisse senedine yatırım yapanların gelecekte elde edecekleri nakit varlıkların iskonto edilmiş değerlerinin tamamıdır.

Yatırımcıların kararlarının belirlenmesinde en önemli gösterge kuşkusuz hisse senetlerinin getirisidir. Mali piyasaların gelişmesi, serbestleşmesi ve alt piyasalardaki etkileşimin artması, hisse senedi getirilerini ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı daha çok duyarlı hale getirmiştir. Bu piyasaların istikrarlı hale gelmesi, gelişmesi düzenli bir seyir izlemesi, yatırımcıların doğru tercih yapmaları adına ve alacakları kararları etkilemesi bakımından hisse senedi piyasası ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin ortaya konulmasına bağlıdır (Demir ve diğerleri, 1997).

Makroekonomik teoriler, hem para politikası hem de maliye politikası ile beklenen gelecekteki ekonomik büyüklükler, dolayısıyla ekonomik aktivite arasında anlamlı bir ilişki olduğunu açıklar. Makroekonomik politikalar, gelecekteki ekonomik aktivite düzeyini, gelecekteki ekonomik aktivite düzeyi de hisse senedi fiyatlarını etkilediğine göre, makroekonomik politikalar ile hisse senedi fiyatları arasında güçlü bir ilişki olması beklenebilir (Çıtak, 2003).

Hisse senedi piyasası ile olan güçlü bağdan dolayı parasal şoklardan, hisse senedi piyasası hemen ve doğrudan etkilenebilir. Parasal şokla birlikte ortaya çıkan faiz oranlarındaki değişiklikler, hisse senedi fiyatlarını ve sonuç olarak insanların elinde bulunan mal varlığını etkiler. Hisse senedi fiyatları, beklenen gelecekteki temettülerin şimdiki değerine eşittir. Para politikası, menkul kıymet getirilerinin belirlenmesinde piyasa katılımcılarının kullandığı iskonto oranını değiştirerek veya gelecekteki iktisadi faaliyete katılacak olan piyasa katılımcılarının beklentilerini etkileyerek önemli bir rol oynar. Daraltıcı para politikası, iskonto oranını yükseltir ve iktisadi faaliyetleri düşürür, böylece hisse senedi fiyatları da düşer. Genişletici para politikası da ters etkilere neden olur (Kanalıcı ve diğerleri, 2009).



Para arzının hisse senedi getirileri üzerindeki önemi 1981 yılında Fama, Jensen ve arkadaşları tarafından bulundu. Para arzındaki nominal artışlar enflasyonda büyük belirsizliklere yol açabilir ve bu da borsa üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilir (Rjoub ve diğerleri, 2009: 40). Makroekonomik değişkenlerden olan para arzındaki değişimler, genel ekonomi üzerindeki dolaysız etkilerinden dolayı öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. Para arzındaki artış oranı yüksek ise kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalıktan dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca para arzındaki yüksek artış oranı firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak hisse senedi fiyatlarını artırıcı etkide bulunabilecektir (Dizdarlar ve Derindere, 2008: 114). Para arzı, hisse senedi fiyatları için bir yol gösterici olmaktadır. Faiz oranları düştüğü zaman sermaye piyasasındaki para miktarı artacak ve bunun sonucunda hisse senedine olan talep artacaktır.

Para arzındaki artışların iç talepte bir artış ya da faizlerde bir düşüş sağlamak için faydalı bir yöntem olduğu ifade edilebilir. Buna karşı, para arzındaki yükselişlerin, enflasyon ve döviz kuru oranlarını aynı şekilde etkileyebileceği belirtilmektedir. Para arzındaki artışla beraber, faiz oranlarında görülecek düşüşlerin ise, borsalar üzerinde pozitif bir etki yaratacağı düşünülmektedir. Bunun nedeni, azalan faiz oranlarının piyasadan ucuz fon sağlamayı kolay hale getirmesidir (Omağ, 2009: 284).

Merkez Bankası'nın yarattığı para borsayı iki yönden etkilemektedir:

1. Genişleyen para hacmi kısa süre içerisinde borsaya hareketlilik getirmiş gibi görünse de uzun sürede fiyatlar genel düzeyine yapacağı etki ile borsada olumsuz etkiler gösterecektir. Para arzının kontrolsüz artması enflasyonun yükselmesine neden olacağından borsayı kötü şekilde etkileyebilir.
2. Para miktarındaki artış döviz piyasasını etkiler ve döviz kurundaki dalgalanma derecesinin meydana gelmesini sağlarsa yatırım yapan yabancı yatırımcılar borsadan ayrılma kararı alabilirler. Yatırımcıların borsadan ayrılma kararları endeksin hızla düşmesine neden olabilmektedir (Öztürk, 2008: 9).

Para arzındaki yükselişler enflasyona neden olarak borsayı olumsuz yönde etkileyebileceği gibi, döviz kurunu da etkilemesinden dolayı borsa da yer alan yabancı yatırımcıların çekilmesine de neden olabilmektedir.

Hisse senedinin yatırım değeri ile yatırımın yeniden üretilme maliyeti arasındaki oran Tobin-q olarak tanımlanmaktadır. Bu kavrama göre hisse senetleri borsada işlem gördükçe q değeri yükselir ve şirketleri yeni yatırımlara teşvik eder. En baştan değerlendirilecek olunursa para arzındaki artış hisse senedi fiyatlarını yükselterek, Tobin-q değerini arttırır ve bunun sonucu olarak yatırımlar artar.

Para portföyü teorisine göre para arzındaki hareketlilik dengenin değişmesine neden olabilmektedir. Bu durum yatırımcıların, yatırım yapmak için oluşturduğu toplam değerlerindeki aktiflerin fiyatlarına ve akışına etki edebilmektedir. Tam anlamıyla açıklamak gerekirse, para arzındaki artış trendi özel sektör finansal değerlerinde yer alan merkez bankası parasının faiz getirmeyen tarafının, portföy içerisinde yer alan diğer aktifler karşısında yükselişine sebep olabilmektedir. Bunun neticesinde finansal gelir bileşiminde bozulma meydana gelecektir. Bununla birlikte yatırımcılar portföylerinde yer alan aktifleri tekrardan kontrol ederek diğer aktiflere doğru fonlarını kaydırmalarına neden olabilecektir. Özetlemek gerekirse, para artışıyla hisse senetlerine olan istek yükselmekte ve hisse senedi fiyatları artış göstermektedir (Öztürk, 2008: 8).

Para arzındaki değişimin hisse senedi üzerine etkisinden bir tanesi de dolaylı olarak reel ekonomik değişkenlerdir. Para arzıyla hisse senedi arasındaki pozitif yönlü değişimde, para arzı arttığında piyasadaki kredi şeklinde borç verilebilecek para artışıyla faiz oranları düşer ve sonucunda hisse senedi değerleri artış gösterir. Para arzının artışıyla birlikte firma faaliyetlerinde yükselme ve ekonomik büyüme de gerçekleşebilir. Para arzındaki değişim kolaylıkla hisse senedi üzerinde de değişime yol açabilmektedir.

Farklı bir görüşe bakıldığında, para arzı ile hisse senedi arasında olumsuz bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Para politikasında yerel alan parasal artış karşısında enflasyonun meydana getireceği değişimin net olmamasıdır.

#### **2.2.4. Para Arzı ile Cari Açık Arasındaki İlişki**

Ödemeler bilançosu ya da dengesi, bir ülkenin mal, hizmet, sermaye akımları gibi dış ekonomik ve mali işlemlerini gösteren rapordur. Bilanço, bir ülkenin dış dünyadan sağladığı gelirler ile dışarıya yaptığı ödemeler arasındaki dengeyi ortaya koyar. Bir ülkenin ödemeler bilançosundaki denge ya da dengesizlik, o ülkenin uluslararası ödeme gücündeki

iyileşme ya da bozulmaları yansıtır, dolayısı ile de çoğu kez o ülkenin uluslararası alandaki ekonomik ve mali itibarının bir göstergesi olarak yorumlanır (Seyidoğlu, 2000: 42).

Ödemeler bilançosunun açık veya fazla vermesi, ülkenin, milli gelir seviyesi, istihdam düzeyi, kalkınma hızı, enflasyon oranı, döviz kurları, ücret artışları gibi ekonomik değişkenleri üzerinde önemli etkiler doğurur. Dolayısı ile ülkenin dış ekonomik ilişkilerinin sağlıklı bir yolda olup olmadığının belirlenmesi, bir sorun varsa gerekli önlemlerin zamanında alınması ve 6 politika düzenlemelerinin yapılması için ödemeler bilançosu istatistiklerinin sürekli olarak izlenmesi gerekir (Seyidoğlu, 2001: 68).

Ödemeler bilançosu içerisinde en fazla öneme sahip olan ana hesap cari işlemler hesabıdır. Bu hesapta ülkenin mal ve hizmet ihracı ile ithali yer almaktadır. Bunun yanında yabancı sermaye yatırımlarından elde edilen kazançlar, yurt dışı işçi gelirleri, lisans bedelleri, komisyonlar, kiralar gibi gelir hareketleri ile karşılıksız transferlerde bu hesap gurubu içerisinde yer alır (TCMB, 2005: 2).

Ödemeler bilançosu içerisinde yer alan cari işlemler hesabında, gelir ve gider durumundaki döviz giriş ve çıkışları izlenir. Cari işlemler fazlası, döviz girişleri döviz çıkışlarından fazlaysa meydana gelir. Bu durumun tam tersi olarak, döviz çıkışları döviz girişlerinden fazla ise buna da cari işlem açığı denmektedir. Döviz giriş ve çıkış değerleri eşit ise cari denge denir. Cari denge ülke dışı ilişkiler açısından son derece önem arz etmektedir.

Cari işlemler hesabı; mal ve hizmetler, gelirler ve karşılıksız transferler hesabı adı altında üç ayrı bölümde yer alır.

Mal içerik olarak; mal ticareti, işlem gören mallar, parasal olmayan malları içerir. Hizmet adı altında ihracat ve ithalatla orantılı gider ve gelirlerin ele alındığı temel hesaptır. İçeriğinde; taşımacılık, turizm gelir ve giderleri, haberleşme ve sigorta hizmetleri, finansal hizmetler ve kişisel hizmetler yer alır.

Giderler, çalışanların ücretleri, doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve ödenen tutarları içermektedir. Bu kalem doğrudan yatırımlar ile ilgili olarak hisse gelirleri, kar payları, sermayeye katılan kazançlar ile şirketler arası diğer yatırımlardan doğan gelir ve giderleri içermektedir. Portföy

yatırımlarında da hisse senetlerinden elde edilen gelirler (kar), tahvil ve benzeri borç enstrümanları ile ilgili gelir ve giderleri (faiz) kapsamaktadır. Diğer yatırımlarda ise diğer borçlanma ile ilgili gelir ve giderler (faiz) kaydedilmektedir (Başbolat, 2010).

Karşılıksız transfer hesabı, ekonomiye mal, hizmet ve para girişi karşılığında kaynak olarak transfer sağlanamaması durumunda ortaya çıkan bir hesaptır.

Cari işlemler dengesi, hem yurtiçi açısından hem de uluslar arası ilişkiler açısından son derece önemlidir. Cari işlemler dengesi, yurtiçinde birikim yetersizliğinin bir sonucu olarak ele alınmaktadır. Yurtiçi birikim açığı büyüdükçe cari işlemler açığı artacaktır. Buna bağlı olarak para, maliye ve döviz kurlarıyla ilgili cari işlem hesabında da dengeler yerinden oynayacaktır.

Mundell-Fleming modeline göre para politikalarının iç ve dış denge üzerindeki etkinliği döviz kuru rejimleri ve sermaye hareketliliğinin yapısına bağlı olarak farklılık göstermektedir. Genişletici bir para politikası, faiz oranını düşürüp iç yatırımları özendirerek ulusal geliri yükseltir. Ulusal gelirin yükselmesi ise yabancı mal ve hizmetlere olan talebi artırır. Böylece, cari işlemler bilançosundan kaynaklanan gelişmelere dayalı olarak döviz talebi artar. Bu da serbest değişken kur sistemi koşullarında döviz kurunu yükseltir ya da ulusal paranın değer kaybına neden olur (Mundell, 1963:475-485)

Ulusal para kaybı, ihracatı artırıp ithalatı azaltarak ulusal gelir düzeyini arttırmaktadır. Fakat para arzındaki genişleme, faiz oranlarını azaltarak yabancı sermaye girişini düşürmekte ve cari işlemler dengesini bozabilmektedir. Yabancı sermayenin faiz oranlarıyla olan ilişkisi değiştikçe, ulusal paranın değeri de değişime uğrayacaktır.

### **2.2.5. Para Arzı ile Döviz Kuru/ Döviz Sepeti Arasındaki İlişki**

Döviz kuru, yabancı para değerinin yurtiçi parası bakımından değeridir. Bunun farklı bir ifadesi de yurtiçi para biriminin yabancı para birimi açısından değeri olarak tanımlanabilir. Fakat bu tanım dışında değinilmesi gereken unsur ise döviz alım satım işleminin anlık olabileceği gibi gelecekteki bir tarihte de gerçekleşebileceğidir. Döviz kurunun diğer bir tanımı ise, dönüştürülebilir yerli paranın bir birim yabancı para miktarıdır. Döviz kuru oranı diğer bir ifadeyle parite, bir ülkenin kendi para değeriyle yabancı para değeri arasında oluşturulan aritmetik eşitlik durumu olarak tanımlanmaktadır.

Döviz kurunun artması ulusal para değerinin düşmesine neden olmaktadır. Yabancı para ile daha fazla ulusal para alınması durumu gerçekleşir. Bu durumda, bir ülkenin milli para değerindeki azalış ile ülke ihracatı yabancılar için daha ucuz olabilmekte ve ithal edilecek malların üreticiler için maliyeti daha fazla hale gelmektedir. Diğer bir taraftan, döviz kuru düştüğünde, ulusal para değer kazanır. Bu durumda ise ülke parası değer kazanarak, yabancılar ülkeden alacakları ürünler için daha fazla para ödemek durumunda kalacak ve ülke içindeki yabancılar ülke mallarını daha ucuz fiyata alabileceklerdir (Krugman ve Obstfeld, 1997: 333).

Döviz kuru iki şekilde ölçülmektedir. Bunlar; nominal faiz kuru ve reel faiz kurudur. Nominal faiz kuru, çoğu zaman günlük işlem aracı olarak kullanılmaktadır. Nominal faiz kuru, bir yabancı paranın yerli para cinsinden değeri ya da tam tersi bir yerli paranın yabancı para cinsi değeridir. Bu kur değeri, sermaye akımları açısından değerlendirme yapmada önemli rol oynamaktadır. Reel faiz kuru, ekonominin durumuna yönelik olarak geleceğe dair tahminlerde bulunmaya yardımcı olmaktadır.

Yabancı ülkelerde üretin malların yurtiçinde üretilen mallar türünden görelî fiyatını gösteren ve uluslar arası rekabeti takip edebilmek için çok sık kullanılan ekonomik göstergeye reel döviz kuru denir. Ayrıca reel döviz kurunun bir diğer etkisi, ekonomik piyasada üretim ve tüketim kararlarının hem yurtiçi hem de uluslar arası üretim malları içerisinde dağılımını etkileyerek, cari işlemler üzerinde etkin bir role sahiptir (İnandım, 2005: 29).

Döviz kuru ile makroekonomik değişkenler arasındaki ince çizgi herhangi bir değişimle farklılık gösterebildiği, uluslar arası makroekonomide bilinen ve üzerinde titizlikle durulan bir konudur. Messe ve Rogoff (1983)'un düşüncelerine göre, döviz kuruyla makroekonomik değişkenler arasında zayıf bir ilişki vardır. Messe ve Rogoff (1983)'a göre döviz kurları makroekonomik değişkenlere ( faiz oranları, üretim miktarı ve para arzı) göre daha fazla değişiklik haline olabilmektedir. Bu değişkenlik ise geleneksel döviz kuru modellerinin meydana getirdiği olasılıkların bir rassal yürüyüş modeline kıyasla daha iyi olmadığını dile getirilmiştir (Lewis ve Markiewicz, 2009: 1).

Döviz kurunun temel makroekonomik değişkenlerle olan sapmasına eleştirisel açıdan yaklaşan görüşlerde yer almaktadır. Engel'in yaptığı incelemede, Obstfeld ve

Rofoff'un "6 ana puzzle" çalışmasında yer alan döviz dalgalanmalarıyla döviz sapmasının birbiriyle doğru orantılı olmadığına yer vermektedir. Döviz kuru sapması çelişkisinin ifade edilmesinin diğer bir yolu, döviz kurunun neden temel ekonomik faktörlerle ilişkili olmadığı durumudur. Diğer bir ifadeyle Obsfeld ve Rogoff'un düşüncesine göre döviz kurları yüksek bir dalgalanma yaşarsa, gözlenmemiş şokların döviz kurları üzerine etkisinin fazla olacağından söz edilmiştir. Ancak Engel'in düşüncesine göre, döviz kuru dalgalanmalarında, para arzı veya temel makroekonomik faktörlerde ki gözlemlenen şoklar büyük etkiye sahiptir. Engel'e göre döviz kurunda yaşanan büyük dalgalanmaların, döviz kuru ve makroekonomik faktörler arasında zayıf bir ilişki olduğunu doğrudan ortaya koyan bir kanıtın olmadığını savunmaktadır (Engel, 2000: 1-3).

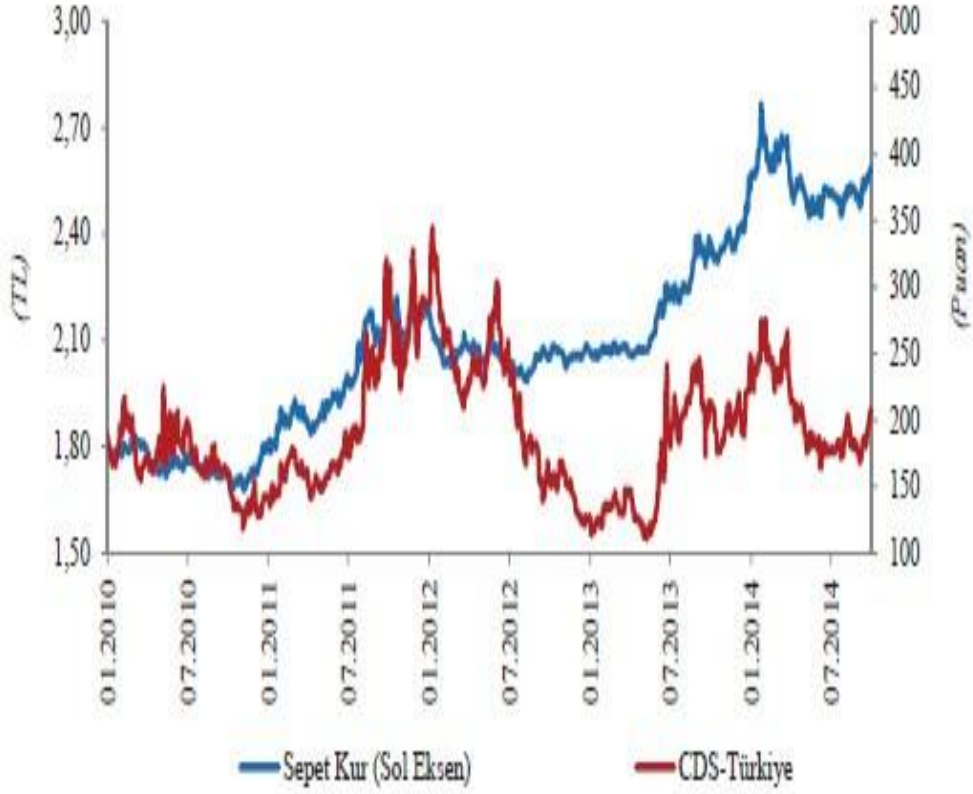
Döviz sepeti, bir ülke parasının yabancı paralarla olan değerini ölçmek için biden çok yabancı para birimiyle oluşturulan sepete denir. Eğer bir ülkenin parası örneğin; başlıca iki yabancı parayla çok yakından ilişkiliyse o zaman kur sepetine göre ölçme yapmak doğru bir yaklaşım olur. Örneğin Türkiye'nin ithalatında ve dış borçlanmasında en çok kullandığı para birimi Dolar iken ihracat ve bazı hizmet gelirleri için Euro'yu kullanmaktadır. Bu durumda TL'nin Dolar ve Euro'dan meydana gelen sepete karşı değerinde oluşan değişimin ölçülmesi gerekir.<sup>6</sup>

Döviz Sepeti Değeri = (1 USD + 1 Euro) / 2

---

<sup>6</sup> <http://www.mahfiegilmez.com./2012/08/kur-sepeti.html>

**Grafik 7. Sepet Kur ve CSD Primi**



**Kaynak:** TC Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Rapor,2014

Grafik 7’de sepet kur ile Türkiye CDS puanları verilmektedir. Bu dönemde sepet kur ile CDS( Credit Default Swap) risk primi arasındaki etkileşim süre gelmiştir. Risk priminin yükselişe geçtiği Ocak ayında 2,77 TL değerine kadar gelen sepet kur bu tarihten sonra Mayıs sonuna kadar azalma eğilimine devam etmiştir. Son zamanda risk eğilimdeki yükselişe birlikte yeniden artan sepet kur Eylül 2014 itibariyle 2,58 TL seviyesinde seyretmiştir (TC Maliye Bakanlığı, 2014: 68).

### **2.2.6. Para Arzı ile Yatırım Arasındaki İlişki**

Bir ekonomide sermaye stokuna yapılan net ilaveler yatırım olarak tanımlanır. Yatırım harcamaları, toplam harcamaların önemli ve aynı zamanda dinamik bir bileşenidir. Yatırımın dinamik özelliği, üretim kapasitesini etkilemesiyle ilgilidir. Üretim kapasitesindeki artışla yatırımlar sağlanır bu ise büyüme ve istihdam artışı meydana getirir.

Yatırımlar, sabit sermaye, konut ve stok yatırımları olmak üzere üçe ayrılır. Sabit sermaye yatırımları, fabrikalar, makineler ve üretim sürecinde kullanılan diğer dayanıklı malları içermektedir. Konut yatırımları ise yeni konut inşaatı için yapılan harcamalardır. Stok yatırımları da firmaların piyasaya sunmayıp bünyelerinde tuttıkları mamul, yarı mamul ve hammadde stoklarındaki değişmeyi ifade etmektedir (Yıldırım ve Özer,2014:6).

Sermaye stokuna yapılan net ilaveler reel yatırım olarak tanımlanır. Ancak günlük konuşma dilinde sermaye piyasasında hisse senedi, tahvil, hazine bonosu ve mevduat sertifikası gibi gelir sağlayan menkul değerlerin alınması da yatırım olarak isimlendirilir. Fakat bu tür yatırımlar finansal yatırım olup makroekonomi açısından büyük önem taşımaz. Çünkü tek kişi veya bir firma açısından menkul kıymetin alımı finansal yatırım olurken bu menkul kıymetleri satanlar açısından menfi yatırım oluşacaktır. Ekonominin bütünü açısından değerlendirildiğinde sonuç nötr olacaktır (Yıldırım ve Özer,2014:6).

Para arzındaki değişimler faiz oranı kanalıyla yatırımları etkisi altına alabilmektedir. Yani nominal para arzı sabitken, reel para arzındaki bir yükseliş (para talebi sabitse) faiz oranında bir azalmaya neden olacak, faiz oranlarındaki azalma yatırımları artırarak gelirden de bir artış meydana getirecektir (Ekinci,2003: 5).

### **2.2.7.Para Arzı İle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Arasındaki İlişki**

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), ekonomide belli bir dönemde (1 yılda ya da 3 ay) meydana gelen nihai mal ve hizmetlere denir.

#### *Harcama Yöntemiyle GSYİH'nın Ölçülmesi*

Bir ekonomide mal ve hizmetler için harcama yapan sadece hane halkları değildir. Hükümet, kurumlar ve yabancılar da harcama işleminde bulunurlar. Bu gruplar tarafından yapılan harcamalara aşağıdaki gibi belirtilmiştir:

*Tüketim Harcamaları:* Tüketiciler tarafından mal ve hizmet alımına yönelik yapılan toplam harcama değeridir. GSYİH'nın en büyük kalemidir. Bu harcamalar dayanıklı tüketim mallarının (otomobil, buzdolabı, TV, fotoğraf makinesi vb.) alınmasını içerdikleri gibi yiyecek, giyecek, eğlence ve haberleşme gibi dayanıksız olan tüketim mal ve hizmetlerini de içerir (Yıldırım ve Özer,2013:14).



*Yatırım Harcamaları:* Hem özel sektörün hem de kamu sektörünün yatırım harcamaları burada yer alır. Yatırımlara gelir getiren aktifler içerisinde yer alan bütün harcamalar dahil edilmiştir. Yeni fabrikalar ve makineler için firmalar tarafından yapılan harcamalar; yeni evler ve konutlardaki geliştirmeye yönelik hane halklarının harcamaları; devletin inşaat, makine ve teçhizat için yaptığı harcamalar yatırım içerisinde girer (Yıldırım ve Özer, 2013: 14).

*Devletin Nihai Harcamaları:* Devletin hizmet edebilmesi için gerekli gördüğü kullandığı her türlü mal ve hizmetler bütünüdür.

#### *Gelir Yöntemiyle GSYİ 'nin Ölçülmesi*

Üretim, mal ve hizmet elde etmek için üretim değerlerini bir araya toplamak için gerçekleştirildiğine göre üretilen hasılanın değerine, bu faktörlere yapılan ödemeler toplamından ulaşılabilir. Fakat üretim zamanında elde edilen farklı gelir şekillerine ( ücret, kira, kar ve faiz şeklinde açıklanabilir) ek olarak iki tane gelir sayılmayan ödeme yer alır. Bunlar dolaylı vergiler ve amortismanlardır (Yıldırım ve Özer, 2013: 14).

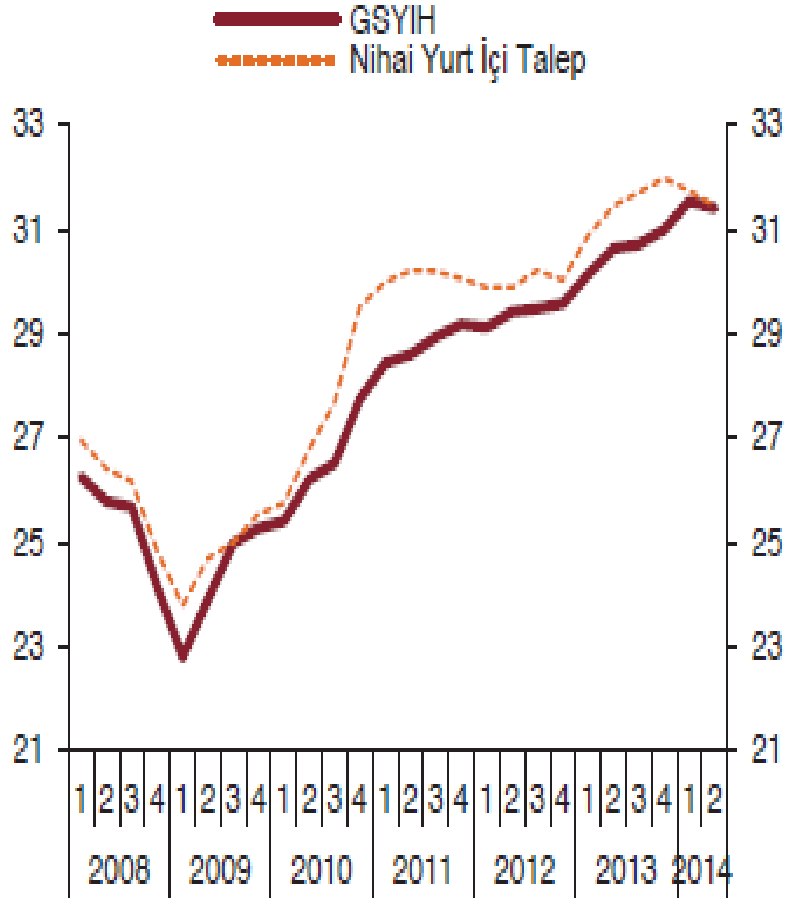
#### *Üretim Yöntemiyle GSYİH'nin Ölçülmesi*

Firmaların elde ettikleri bütün mal ve hizmetlerin miktarıyla bunların fiyatlarının çarpılması sonucunda dönem miktarı ortaya çıkar.

Büyümenin ya da reel GSYİH'nin zaman içinde artmasının iki kaynağı vardır. Birincisi, üretimde kullanılan üretim faktörleri (emek ve sermaye) miktarının artmasıdır. Bu ise nüfusun artması ve sermaye birikimi ile gerçekleşir. Büyümenin ikinci kaynağı ise üretim faktörlerinin etkinliğinin (verimliliğinin) artmasıdır. Böylece aynı miktardaki üretim faktörleri ile daha fazla üretimin yapılması mümkündür. Bu verimlilik artışı eğitim, tecrübe artışı, iş bölümü ve daha ileri teknolojilerin gelişmesi gibi nedenlerle üretim faktörlerinin niteliğinin yükselmesinden kaynaklanır (Yıldırım ve Özer,2013:14). Kısacası büyümenin artması için üretim miktarının ve üretim verimliliğinin gelişmesi gerekmektedir.

### Grafik 8. GSYİH ve Nihai Yurtiçi Talep

(Milyar TL,1998 Fiyatlarıyla)



**Kaynak:** TCMB Finansal İstikrar Raporu,2014

Grafik 8’de görüldüğü üzere 2008 - 2009 yıllarında ani bir düşüş yaşansa da 2009 yılından itibaren GSYİH değerleri artış göstermektedir. 2009 yılı sonrasında GSYİH ile nihai yurtiçi talep arasında paralel olarak bir yükseliş gerçekleşmiştir.

## **BÖLÜM III. PARA ARZININ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ**

Çalışmanın önceki bölümlerinde para arzına ve para politikasına ilişkin temel bilgiler ile para arzının etkileşim içinde bulunduğu makroekonomik faktörler incelenmiştir.

Bu bölümde ise, para arzı ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki, Basit Doğrusal Regresyon Modeli, En Küçük Kareler Yöntemi (EKK), DW (Durbin Watson) ve t-testi analizi yapılarak açıklanmaya çalışılmıştır.

### **3.1. Literatür Taraması**

Para politikası ile iktisada dair politikalar iç içe geçmiş durumdadır. Türkiye ekonomisi hem büyümekte olan ülke hem de kendini finanse etme konusunda gelişmekte olan bir ülke olduğundan hassas bir ekonomik büyüme çatısı altındadır. Ekonomik krizlerle birlikte meydana gelen enflasyon ve faiz oranlarındaki değişiklikler para arzını da etkilemektedir. Bu nedenle para arzında meydana gelen değişiklikler bazı makroekonomik faktörleri de etkisi altına alabilmektedir.

Literatür taramasında para arzı ve makroekonomik değişkenler üzerine bazı çalışmalara ulaşılmıştır. Fakat Türkiye’de literatürde yapılmış çalışmalar arasında para arzının makro ekonomik değişkenlere etkisini ampirik olarak ortaya koyan çalışmalar çok azdır. Bu nedenle yapılmış olan literatür taramasında sadece konuya yakın çalışmalardan bahsedilecektir.

Ekinci (2003) yaptığı çalışmada para arzının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini 1990-2002 yıllarını ele alarak ekonometrik analizler sonucunda ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmaya göre, para arzının, kamu harcamaları, enflasyon, GSMH, faiz oranı ve yatırımlar üzerine etkisi 1990-2002 yıllarında EKKY ile tahmin edilmiş ve sonuçlar tahmin edilen modellere göre yorumlanmıştır. Yapılan regresyon analizleri sonucunda en kuvvetli ilişki para arzı ile kamu harcamaları arasında bulunmuştur. Para arzındaki bir artışın kamu harcamalarını yükselttiği görülmüş, çünkü  $R^2$ 'si 0,99 bulunmuştur. Yani para arzı kamu harcamalarını etkilemektedir. Son zamanlarda, kamu harcamalarının GSMH’ya olan oranı artmaktadır. Harcamalar sağlam temelli kaynaklara dayandırılırsa mal ve hizmet üretimi elde edeceği için anti enflasyonist sonuçlar verebilir.

Fakat sağlam kaynaklarla esas alınmazsa enflasyonist sonuçlar ortaya çıkabilmektedir (Ekinci, 2003: 12).

Oktayer (2010), Türkiye’de 1987–2009 tarihleri arasında üçer aylık veriler kullanılarak, bütçe açıkları, para arzı artışı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi eşbütünleşme yöntemleri kullanarak araştırmıştır. Çalışmasında enflasyon oranının fiyat istikrarıyla da paralel olduğu dile getirilmiştir.

Sancar (2014), 2008 kriz öncesi ve sonrası dönemlerde 13 ülke OECD Yüksek Gelir Grubu ve 8 ülke OECD Üst Orta/ Alt Orta Gelir Grubu’nun hisse senedi fiyat endeksi ve para politikasındaki ilişkinin olup olmadığı dinamik panel regresyon modelleri ile araştırılmıştır. Bu araştırma sonucunda, 2008 krizi öncesi dönemde Yüksek Gelir Grubu 13 OECD ülkesinde, kısa vadeli faiz oranı ile hisse senedi fiyat endeksi arasında çift yönlü, M1 para arzı ile hisse senedi fiyat endeksi arasında çift yönlü, hisse senedi fiyat endeksinden interbank faiz oranına doğru ve M3 para arzından hisse senedi fiyat endeksine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. 2008 krizi sonrası dönemde ise hisse senedi fiyat endeksinden interbank faiz oranına doğru ve hisse senedi fiyat endeksinden M3 para arza doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Finansal kriz öncesi dönemde, Üst Orta / Alt Orta Gelir Grubu 8 OECD ülkesinde kısa vadeli faiz oranı ile hisse senedi fiyat endeksi arasında çift yönlü, hisse senedi fiyat endeksinden M3 para arza doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi vardır. Finansal kriz sonrası dönemde ise, M1 para arzından hisse senedi fiyat endeksine doğru tek yönlü ve M3 para arzından hisse senedi fiyat endeksine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir (Sancar, 2014: 1).

Durgut (2010), çalışmasında reel para arzı, kamu iç borç stoku, fiyatlar genel düzeyi, reel döviz kuru ve LIBOR oranlarının Türkiye’deki faiz oranları üzerindeki etkileri 2004: 1 - 2010: 2 dönemi için araştırılmaktadır. Belirtilen makroekonomik faktörlerin Türkiye’deki faiz oranları üzerindeki etkilerini belirlemek üzere ADF Birim Kök Testi ve Johansen Eşbütünleşme Testi yapılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre; faiz oranı ile reel para arzı, kamu iç borç stoku, fiyatlar genel düzeyi, reel döviz kuru ve Libor oranları arasında %5 anlamlılık düzeyinde uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir (Durgut, 2010:1).

Çömlekçi ve arkadaşlarının (2013), yapmış olduğu çalışmada hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik değişkenleri 2002-2012 yılları arasında Türkiye örneğiyle incelemişlerdir. Bu çalışmanın amacı İMKB 100 Endeksi ile bazı makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemektir. Ocak 2002 ile Haziran 2012 dönemlerini kapsayan çalışmada bağımlı değişken olarak İMKB-100 Endeksi getirisi, bağımsız değişkenler olarak da faiz oranı, para arzı, sanayi üretim endeksi ve Döviz Kuru belirlenmiştir. Çalışmada çoklu regresyon modeli en küçük kareler tahmin yöntemi, kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, hisse senedi getirileri ile para arzı (M2) arasında pozitif yönlü, döviz kuru ile negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir (Çömlekçi ve diğerleri, 2013: 167).

Batı Afrika Ekonomi Kurumu (2009), yaptığı çalışmada para arzının büyüme oranını ve bazı ekonomik faktörlere olan etkisini Batı Afrika Devletleri Ekonomi Topluluğu'ndaki devletler üzerinde 2002-2008 yılları arasında değerlendirmiştir.

Flannery ve Protopapadakis (2002), yapılan çalışmada 1980-1996 yılları arasında hisse senedi getirileri ve getirilerin şartlı değişkenliğini 17 farklı makroekonomik değer arasında karşılaştırmıştır. Çalışma sonucunda para arzı (M1)'in hisse senedi getirilerini ve şartlı değişkenliğini etkilediği belirtilmiştir.

Tüzün (2007) yaptığı çalışmada 1980-2004 yılları arasında Türkiye'de para arzının enflasyon üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışma sonucunda ekonometrik model kullanılarak para arzı ile enflasyon arasında ters ilişki olduğunu belirtmiştir. Tüzün'e göre para arzındaki artışların enflasyonu arttırmadığı tam tersine azalttığı belirtilmiştir.

Kamin ve arkadaşları, yaptıkları çalışmada 26 ülkeyi baz alarak ekonomik kriz dönemlerinde makroekonomik değişkenler üzerindeki etkiler değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda, reel döviz kuru, M2/uluslar arası rezerv, cari açıklar ve GSYİH' nın bölgesel olarak değişiklik gösterdiği belirtilmiştir.

### **3.2. Araştırmanın Amacı**

Bu çalışmanın amacı para arzı değerleri ile hazine bonusu faiz oranı, enflasyon, faiz oranı, GSYİH, cari açık, döviz sepeti, yatırım ve BİST-100 endeksi gibi literatürde kabul edilmiş bazı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler En Küçük Kareler Yöntemi, Durbin-Watson testi ve t-testleri yardımıyla 2006:1-2014:12 yılları arasında ilişki, ilişki

yönü ve anlamlılık değerlendirmesi yapılarak para arzının hangi makroekonomik değerler üzerinde etkili olduğu ortaya çıkarılacaktır.

**Tablo 7. Veri Setine İlişkin Temel İstatistiksel Parametreler**

<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Açıklamalar</b>
Para Arzı (M2)	Haftalık, (TL)
<b>Bağımlı Değişkenler</b>	
Faiz Oranı	Aylık, (%)
Enflasyon	Aylık, (%)
BİST-100 Endeksi	İş Günü, (TL)
Yatırım	Yıllık, (Cari Fiyatlarla Milyon TL)
Döviz Sepeti	Günlük, (TL)
Hazine Bonosu Faiz Oranı	Aylık, (1998-2004) (%)
GSYİH	Yıllık çeyrekler, (TL)
Cari Açık	Yıllık, (Milyon Doları)

### 3.3. Araştırma Verileri

Bu bölümde para arzının makroekonomik faktörler üzerinde ortaya çıkardığı etkinin analizde kullanılan veri kaynakları ve değişkenlerinden söz edilecektir.

Para arzının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin analizinin yapışacağı bu bölümde kullanılan veriler Türkiye’de Ocak 2006-Aralık 2014 dönemindeki toplam 9 yıl faaliyet gösteren verilerden elde edilmiştir.

Analizde kullanılan değişkenler para arzı, enflasyon, faiz oranı ve cari açık Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)’nden alınmıştır. Ayrıca TCMB resmi sitesi [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) sitesinden yararlanılmıştır. Hazine bonosu faiz oranları için Hazine Müsteşarlığı’nın web sitesi [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr) adresinden TL cinsi kuponsuz senetler (1998-2014) değerlendirilmeye alınmıştır. Enflasyon, fiyatlar genel düzeyi açısından Tüketici Fiyat Endeksi (2003=100) (TÜİK) değerleri, para arzı M2 değerleri veri çalışmasında kaynak olarak alınmıştır. Yatırım verileri, Kalkınma Bakanlığı’nın genel hedef ve yatırım raporlarından yararlanılarak sabit sermaye fiyatları alınmıştır. Döviz sepeti verileri TCMB EVDS’de yer alan günlük dolar ve euro fiyatları

esas alınarak, döviz sepeti formül hesaplaması sonucunda elde edilmiştir. BİST-100 endeks verileri kapanış fiyatlarına göre [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) adresinden elde edilmiştir. Cari açık değerleri, TCMB EVDS içerisinde Ödemeler Dengesi Altıncı El Kitabı'ndan alınmıştır.

Tablo 7'de görüldüğü gibi bu çalışmada bağımsız değişken sadece para arzı olup bağımlı değişkenler faiz oranı, enflasyon, BİST-100 endeksi, yatırım, döviz sepeti, hazine bonusu faiz oranı, GSYİH ve cari açık olmak üzere 8 değişken toplam da ise para arzıyla birlikte 9 değişken olarak hesaplama yapılmıştır. Çalışmadaki veriler 3'er aylık dönemler şeklinde değerlendirilmiştir.

### 3.4. Araştırmanın Yöntemi

Analiz, açıklanan değişkenler kullanılarak SPSS Statistics 15.0 programında regresyon modeli ile uygulanmıştır. Doğrusal regresyon yöntemi kullanılmış ve eğri tahmini yapılmıştır.

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen faiz oranı, hazine bonusu faiz oranı, GSYİH, enflasyon oranı, cari açık, BİST-100 endeksi ve döviz sepeti değişkenlerinin arasındaki ilişkilerin modellenmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Para arzının bağımsız değişken olarak atandığı basit doğrusal modeller oluşturulmuştur. Tasarlanan modellerde bağımlı değişkenlerin (faiz oranı, hazine bonusu faiz oranı, GSYİH, enflasyon oranı, cari açık, BİST-100 endeksi ve döviz sepeti) ile ne kadar ilişkili olacağı alt başlıklar altında incelenecektir.

Regresyon modelinde modelin anlamlı olup olmadığının belirlenmesi amacı ile 3 tane temel analizin sonucunda gerekli sonuçların elde edilmesi gerekir. Bunlar sırası ile  $R^2$  değeri, modelin anlamlılığı ve katsayıların anlamlılığı olarak sıralanabilir. Bu 3 temel konudan biri bile istenen normlara uygun değilse regresyon modelinden bahsetmek mümkün değildir. Ayrıca sabit katsayılar anlamsız çıktığından standardize edilmiş modeller şeklinde değerler incelenmiştir. Elde edilen matematiksel modeller tablolarda özet olarak belirtilmiştir.

$$\text{Lineer: } Y = b_0 + (b_1 * t) + e$$

Y= Bağımlı değişken

b0 = Regresyon denklemi sabiti

b1 = Regresyon katsayısı

X = Bağımsız değişken

e = Hata terimi

### 3.5.Araştırma Sonuçları

Aşağıda 2006 - 2014 tarihleri arasında çeyrek dönemler alınarak analiz edilen, TCMB' nin uyguladığı zorunlu karşılık politikasının, banka bilançolarına etkisinin araştırılmasına yönelik oluşturulan ekonometrik modelin sonuçları yer almaktadır.

Çeşitli regresyon yöntemleri kullanılarak yapılan analizler sonucunda bağımlı değişkenler hakkında tahmin denklemleri elde edilmiş, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

#### 3.5.1.Para Arzının Faiz Oranı Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen faiz oranı, değişkenler arasındaki ilişkilerin modellenebilmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

**Tablo 8. Para Arzının Faiz Oranı Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar (p<0,05)	Model (p<0,05)	DW	Para Arzı
Faiz Oranı	0,513	t= -22,23	F= 493,63	1,253	-0,717

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,513 olduğu tespit edilmiştir. Buna göre faiz oranındaki değişimlerin % 51'i para arzı tarafından açıklanmaktadır. Modelin açıklanmayan % 49'luk kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Hesaplanan R<sup>2</sup> kare değeri basit modeller için oldukça yeterli olduğu düşünülebilir. Elde edilen modelin ise anlamlı olduğu görülmektedir (F=493,63,p<0,05). Oto korelasyonun var olup olmadığını test etmek adına uygulanan DW testi değeri 1,253 olarak elde edilmiş olup, veriler arasında bir oto korelasyon olmadığı görülmektedir.



Modeldeki para arzı katsayısının da anlamlı olduğu görülmektedir ( $t=-22,23$ ,  $p<0,05$ ). Tüm analizler sonucunda elde edilen modelin anlamlı bir model olduğu görülmektedir.

$$\text{Model: } Y(\text{Faiz Oranı}) = \alpha + (0,717) * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

Modele göre 2006-2014 yılları arasında Türkiye’de para arzı artışları tek başına faiz oranı üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzındaki bir birimlik artış faiz oranında 0,717’lik düşüşe sebep olacaktır.

### 3.5.2. Para Arzının Hazine Bonosu Faiz Oranı Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen hazine bonusu faiz oranı, değişkenler arasındaki ilişkilerin modellenmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir<sup>7</sup>.

**Tablo 9. Para Arzının Hazine Bonosu Faiz Oranı Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar ( $p<0,05$ )	Model ( $p<0,05$ )	DW	Para Arzı
Hazine Bonosu Faizi	0,505	t= -21,83	F= 476,69	1,426	-0,711

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,505 olduğu tespit edilmiştir. Buna göre hazine bonusu faiz oranındaki değişimlerin % 51’i para arzı tarafından açıklanmaktadır. Modelin açıklanmayan % 49’luk kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Hesaplanan R<sup>2</sup> kare değeri basit modeller için oldukça yeterli olduğu düşünülebilir. Elde edilen modelin ise anlamlı olduğu görülmektedir ( $F=476,69$ ,  $p<0,05$ ). Oto korelasyonun var olup olmadığını test etmek adına uygulanan DW testi değeri 1,426 olarak elde edilmiş olup, veriler arasında bir oto korelasyon olmadığı görülmektedir. Modeldeki para arzı katsayısının da anlamlı olduğu görülmektedir ( $t=-21,83$ ,  $p<0,05$ ). Tüm analizler sonucunda elde edilen modelin anlamlı bir model olduğu görülmektedir.

$$\text{Model: } Y(\text{Hazine Bonosu}) = \alpha + (0,711) * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

<sup>7</sup> Analizler sonucunda  $\alpha$  değerleri anlamsız çıktığından dolayı çalışmada yer verilmemiştir.

Basit modele göre 2006-2014 yılları arasında Türkiye’de para arzındaki artışlar hazine bonusu faizi üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzındaki bir birimlik bir artış hazine bonusu faizinde 0,711’lik düşüğe sebep olacaktır.

### 3.5.3. Para Arzının Cari Açık Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen cari açık, değişkenler arasındaki ilişkilerin modellenmesi amacıyla ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

**Tablo 10. Para Arzının Cari Açık Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar (p<0,05)	Model (p<0,05)	DW	Para Arzı
Cari Açık	0,142	t= -8,23	F= 78,89	1,321	-0,380

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,142 olduğu tespit edilmiştir. Para arzındaki değişimleri cari açığı tek başına yaklaşık %14 oranında açıkladığı görülmektedir. Buna göre cari açık değerindeki değişimlerin %14’lük kısmı para arzı tarafından açıklanmaktadır. Modelin açıklanmayan % 86’lık kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır Hesaplanan R<sup>2</sup> kare değeri basit modeller için pek yeterli olmadığı düşünülebilir. Elde edilen modelin ise anlamlı olduğu görülmektedir (F=78,89,p<0,05). Oto korelasyonun var olup olmadığını test etmek adına uygulanan DW testi değeri 1,321 olarak elde edilmiş olup, veriler arasında bir oto korelasyon olmadığı görülmektedir. Modeldeki para arzı katsayısının da anlamlı olduğu görülmektedir (t=8,23, p<0,05). Tüm analizler sonucunda elde edilen modelin anlamlı bir model olduğu görülmektedir.

$$\text{Model: } Y(\text{Cari Açık}) = \alpha + (0,380) * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

Modele göre 2006-2014 yılları arasında Türkiye’de para arzındaki artışlar tek başına cari açık üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzındaki bir birimlik bir artış cari açık tutarında 0,38’lik düşüşe sebep olacaktır.

#### 3.5.4. Para Arzının BİST-100 Endeksi Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen BIST100 endeksi, değişkenler arasındaki ilişkilerin modellenmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

**Tablo 11. Para Arzının BİST-100 Endeksi Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar (p<0,05)	Model (p<0,05)	DW	Para Arzı
BIST-100 Endeksi	0,676	t= 30,61	F= 936,69	1,577	0,822

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,676 olduğu tespit edilmiştir. Para arzındaki değişimleri BİST-100 endeksi tek başına yaklaşık %68 oranında açıkladığı görülmektedir. Buna göre BİST-100 endeksi değerindeki değişimlerin %32’lik kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Hesaplanan R<sup>2</sup> kare değeri basit modeller için oldukça yeterli olduğu düşünülebilir. Elde edilen modelin ise anlamlı olduğu görülmektedir (F=936,69,p<0,05). Oto korelasyonun var olup olmadığını test etmek adına uygulanan DW testi değeri 1,577 olarak elde edilmiş olup, veriler arasında bir oto korelasyon olmadığı görülmektedir. Modeldeki Para arzı katsayısının da anlamlı olduğu görülmektedir (t=30,61, p<0,05). Tüm analizler sonucunda elde edilen modelin anlamlı bir model olduğu görülmektedir.

$$\text{Model: } Y(\text{BIST } 100) = \alpha + 0,822 * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

Modele göre 2006-2014 yılları arasında Türkiye’de para arzındaki artışların tek başına BIST-100 üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzındaki bir birimlik bir artış BIST- 100 endeksinde 0,822’lik yükselmeye sebep olacaktır.

### 3.5.5. Para Arzının Enflasyon Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen enflasyon, değişkenler arasındaki ilişkilerin modellenmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

**Tablo 12. Para Arzının Enflasyon Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar (p>0,05)	Model (p>0,05)	DW	Para Arzı
Enflasyon	,010	t= 0,77	F= 0,54	0,38	-0,1

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,01 olduğu tespit edilmiştir. Para arzındaki değişimleri enflasyon tek başına yaklaşık %1'lik oranda açıkladığı görülmektedir. Buna göre enflasyon değerindeki değişimlerin %99'lük kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Hesaplanan R<sup>2</sup> kare değeri basit modeller için yeterli olmadığı görülmektedir. Elde edilen modelin ise anlamlı olmadığı görülmektedir (F=0,54,p>0,05). Modeldeki faiz oranının katsayısının da anlamlı olmadığı görülmektedir (t=0,77, p>0,05). Tüm analizler sonucunda elde edilen modelin anlamlı bir model olmadığı görülmektedir. Para arzı ve enflasyon oranı arasında ilişki olmadığı görülmektedir.

$$\text{Model: } Y(\text{Enflasyon}) = \alpha + (0,1) * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

Modele göre 2006-2014 yılları arasında Türkiye'de para arzı değişkenindeki artışların tek başına enflasyon üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzındaki bir birimlik bir artış enflasyonda 0,1'lik azalmaya sebep olacaktır.

### 3.5.6. Para Arzının GSYİH Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen enflasyon, değişkenler arasındaki ilişkilerin modellenebilmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

**Tablo 13. Para Arzının GSYİH Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar (p<0,05)	Model (p<0,05)	DW	Para Arzı
GSYİH	0,784	t= 41,26	F= 1702,93	1,422	0,886

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,784 olduğu tespit edilmiştir. Para arzındaki değişimleri GSYİH' yı tek başına yaklaşık %78'lik oranda açıkladığı görülmektedir. Buna göre GSYİH değerindeki değişimlerin %22'lik kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Hesaplanan R<sup>2</sup> kare değeri basit modeller için oldukça yeterli olduğu düşünülebilir. Elde edilen modelin ise anlamlı olduğu görülmektedir (F=170,93,p<0,05). Oto korelasyonun var olup olmadığını test etmek adına uygulanan DW testi değeri 1,422 olarak elde edilmiş olup, veriler arasında bir oto korelasyon olmadığı görülmektedir. Modeldeki Para Arzı katsayısının da anlamlı olduğu görülmektedir (t=41,26, p<0,05). Tüm analizler sonucunda elde edilen modelin anlamlı bir model olduğu görülmektedir.

$$\text{Model: } Y(\text{GSYİH}) = \alpha + 0,886 * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

Modele göre 2006-2014 yılları arasında Türkiye'de Para arzı değişkenindeki artışların tek başına GSYİH üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzındaki bir birimlik bir artış GSYİH' da 0,886'lik yükselmeye sebep olacaktır.

### 3.5.7. Para Arzının Döviz Sepeti Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen Döviz Sepeti değişkenleri arasındaki ilişkilerin modellenebilmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

**Tablo 14. Para Arzının Döviz Sepeti Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar (p<0,05)	Model (p<0,05)	DW	Para Arzı
Döviz Sepeti	,872	t= 55,44	F= 3073,36	1,195	0,934

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,872 olduğu tespit edilmiştir. Para arzındaki değişimleri döviz sepetini tek başına yaklaşık %87'lik oranda açıkladığı görülmektedir. Buna göre GSYİH değerindeki değişimlerin %13'lük kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Hesaplanan R<sup>2</sup> kare değeri basit modeller için oldukça yeterli olduğu düşünülebilir. Elde edilen modelin ise anlamlı olduğu görülmektedir (F=3000,36,p<0,05). Oto korelasyonun var olup olmadığını test etmek adına uygulanan DW testi değeri 1,195 olarak elde edilmiş olup, veriler arasında bir oto korelasyon olmadığı görülmektedir. Modeldeki Para arzı katsayısının da anlamlı olduğu görülmektedir (t=55,44, p<0,05). Tüm analizler sonucunda elde edilen modelin anlamlı bir model olduğu görülmektedir.

$$\text{Model: } Y(\text{Döviz Sepeti}) = \alpha + 0,934 * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

Modele göre 2006-2014 yılları arasında Türkiye'de para arzındaki artışların tek başına döviz sepeti üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzında bir birimlik bir artış döviz sepetinde 0,934'lik yükselmeye sebep olacaktır.

### 3.5.8. Para Arzının Yatırım Üzerine Etkisi

Çalışmada 2006-2014 dönemleri arasında para arzının etki ettiği düşünülen yatırım değişkenleri arasındaki ilişkilerin modellenebilmesi amacı ile regresyon analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

**Tablo 15. Para Arzının Yatırım Üzerine Etkisi**

Bağımlı Değişken	Modelin Test Edilmesi			Oto Korelasyon	Bağımsız Değişken
	R <sup>2</sup>	Katsayılar (p<0,05)	Model (p<0,05)	DW	Para Arzı
Yatırım	0,850	t= 51,58	F= 2660,65	1,332	0,922

Oluşturulan modelde R<sup>2</sup> değerinin 0,850 olduğu tespit edilmiştir. . Para arzındaki değişimleri yatırım tek başına yaklaşık %85’lik oranda açıkladığı görülmektedir. Buna göre yatırım değerindeki değişimlerin %15’lik kısmı para arzı dışındaki diğer değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Hesaplanan R<sup>2</sup> değeri basit modeller için oldukça yeterli olduğu düşünülebilir. Elde edilen modelin ise anlamlı olduğu görülmektedir (F=2660,65,p<0,05). Oto korelasyonun var olup olmadığını test etmek adına uygulanan DW testi değeri 1,332 olarak elde edilmiş olup, veriler arasında bir oto korelasyon olmadığı görülmektedir. Modeldeki para arzı katsayısının da anlamlı olduğu görülmektedir (t=51,58, p<0,05). Tüm analizler sonucunda elde edilen model anlamlı bir modeldir. Para arzındaki bir birimlik bir artış yatırımda 0,922’lik yükselmeye sebep neden olacaktır.

$$\text{Model: } Y(\text{Yatırımlar}) = \alpha + 0,922 * (\text{Para arzı}) + \varepsilon$$

#### BÖLÜM IV. SONUÇ VE ÖNERİLER

Para arzının, BİST-100 endeksi, faiz oranı, cari açık, GSYİH, döviz sepeti, yatırımlar, enflasyon ve hazine bonosu faiz oranı üzerine Türkiye’deki etkisi 2006-2014 yılları arasında EKKY ile tahmin edilmiş ve sonuçlar tahmin edilen modellere göre yorumlanmıştır. Yapılan regresyon analizleri neticesinde en kuvvetli ilişki para arzıyla döviz sepeti arasında olduğu ortaya çıkmıştır. Para arzındaki artışın döviz sepetini arttırdığı tespit edilmiş, R<sup>2</sup> si 0,87 çıkmıştır.

**Tablo 16. Regresyon Modeli Sonuçları Tablosu**

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	İlişki Açıklaması	R <sup>2</sup>
BİST-100 Endeksi	Para Arzı	Var	0,68
Faiz Oranı	Para Arzı	Var	0,51
Hazine Bonosu Faizi	Para Arzı	Var	0,51
Cari Açık	Para Arzı	Var	0,14
GSYİH	Para Arzı	Var	0,78
Döviz Sepeti	Para Arzı	Var	0,87
Enflasyon	Para Arzı	Var	0,01
Yatırım	Para Arzı	Var	0,85

Yukarıdaki Tablo 16’da görüldüğü üzere para arzının her makroekonomik değişken üzerinde az da olsa mutlaka bir etkisi vardır. Tabloya bakıldığında para arzının giderek artan; faiz oranı, hazine bonosu faizi, BİST-100 endeksi, GSYİH, yatırım ve döviz sepeti üzerinde etkisi vardır. Diğer bir yandan bağımsız değişken olan para arzı bağımlı değişkenlerden enflasyon üzerinde çok az bir etkiye sahiptir.

Para arzının en fazla etkilediği değişken döviz sepetidir. Döviz sepeti ile para arzı arasında çok önemli ilişki olduğu söylenebilir. Döviz sepetinde % 87’lik kısmının para arzı tarafından etki yarattığı sonuçlar neticesinde tespit edilmiştir. Yani dolar ve euro da meydana gelen değişiklikler para arzı tarafından etkilenmektedir.

Para arzının diğer bir etkilediği değişken ise yatırımdır. Yatırımlar adına ayrıntı verilecek olursa alınan değer sabit sermaye yatırımları olduğundan, para arzındaki bir birimlik artış yatırım üzerinde tek başına artıcı etkiye sahiptir. Bunun yanı sıra yatırımın % 85’lik kısmı para arzından etkilenmekte olup sadece % 25’lik kısmı dış etkenlere bağlı olarak değişmektedir. Ekin (2003)’in yaptığı çalışmada para arzının yatırım üzerindeki etkisi % 37 olup, yatırımdaki değişimlerin direkt para arzını etkilemediği görülmektedir. Ancak para arzıyla yatırım doğru orantılıdır. Yapılan çalışma dönemleri içerisinde piyasa içerisinde yatırım faaliyetlerinin çok olmadığını ve bu yüzden değerlerin düşük olma ihtimalini düşündürebilir.



Para arzının yüksek oranda etkilediği bir diğer değişken GSYİH' dir. Para arzındaki artış tek başına GSYİH üzerinde arttırıcı bir etkiye sahiptir. Bunun yanı sıra GSYİH'nın % 78'lik kısmı para arzından etkilenmektedir. İki değişken arasında doğru orantı olduğu söylenebilir. Para arzının artışı GSYİH'nın da aratacağını işaret etmektedir.

Faiz oranlarının para arzından etkilendiği çalışmada görülmüş olsa da nerdeyse yarı yarıya bir etkileşim vardır. Faiz oranı ve hazine bonosu faiz oranları para arzından % 51 oranında etkilenmiştir. Demek oluyor ki kalan % 49'luk kısım dış etkenlere bağlı olarak faiz oranlarını etkilemektedir. Faiz oranı değerleriyle para arzı arasında ters orantı vardır. Para arzı faiz oranlarını azaltıcı etkiye sahip olup, para arzındaki artışın tek başına faiz oranı üzerinde düşüşe neden olduğu görülmektedir. Ekin (2003)'in yaptığı çalışmada faiz oranıyla para arzı arasındaki ilişki % 41 olup, para arzındaki artışın faiz oranını önemli bir oranda etkilemediği görülmektedir. Durgut (2010) yaptığı çalışmasında para arzıyla faiz oranı arasında ters oranlı bir ilişki olduğunu, para arzı artarken faiz oranının azaldığını ve bunun nedenin ise likidite etkisi sebebiyle ortaya çıktığını dile getirmiştir.

BİT-100 endeksinin para arzından etkilendiğini söylemek mümkündür. BİST-100 endeksi para arzından %68'lik oranda etkilenmiştir. Geriye kalan %32'lik kısım dış etkenlerden kaynaklıdır. Para arzındaki artış BİST-100 endeksini arttırıcı etkiye sahiptir. Çömlekçi ve arkadaşlarının (2013) yaptığı çalışmada IMKB-100 Endeksi ile para arzı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. Literatür çalışmalarında da görüldüğü üzere hisse senedi değişimlerinin para arzı üzerinde etkin olduğu söylenebilir.

Cari açık para arzından etkilenmiştir ancak bu çok düşük bir orandır. Cari açığın % 86'lık kısmı dış kaynaklı olarak etkilenmektedir. Sonuç o dur ki, para arzı cari açık üzerinde çok bir etkiye sahip değildir. Para arzının % 14'lük kısmına bakıldığında ise, para arzı cari açığı azaltıcı etkiye sahiptir.

Para arzının en az etkilediği değişken ise enflasyondur. Para arzı ile enflasyon arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülse de, enflasyonun % 99'luk kısmının dış kaynaklı olduğu görülmektedir. Dış kaynaklardan en önemlisi ise yaşanan ekonomik krizler olabilir. Krizlerin enflasyon üzerindeki etkisi çok daha fazladır. Ayrıca bütçe açıklarının finansmanındaki para artışı enflasyon oluşumunu etkilerken, faiz oranları ve döviz kurundaki değişimlerde enflasyon üzerinde güçlü bir etki yaratabilmektedir. Ekin (2003)'in yaptığı çalışmada para arzının enflasyon üzerindeki etkisinin % 66 olduğu

görülmektedir. Ancak yapılan dönemler ekonomik kriz dönemleri arasında olmadığı için analiz sonucunun bu denli fazla olduğu tahmin edilmektedir. Tüzün (2007)'ün yılında yaptığı çalışmada para arzındaki artışların enflasyonu arttırmadığı aksine düşürdüğü sonucu bulunmuştur.

Sonuç olarak para arzının bazı makro ekonomik faktörler üzerinde etkisinin olduğu yapılan çalışmada ortaya konmuştur. Her bir makro ekonomik değişken mutlaka para arzından az da olsa etkilenmekte ancak değişkenleri etkileyen dış kaynaklar değişmektedir. Dış kaynakların gücüne göre de para arzının etkileme oranı değişmektedir.

Yaşanan iç ve dış krizler Türkiye ekonomisinde sürekli değişmelere yol açmaktadır. Enflasyonun krizlerden etkilendiği açıkça ortadadır. Enflasyonla mücadelede yalnızca parasal disiplin yeterli değildir. Para politikasının uygulamaları da önem arz etmektedir. Para politikası uygulanırken mali kesim de göz ardı edilmemelidir. Para politikasının fiyat istikrarını başarılı şekilde gerçekleştirebilmesi neticesinde enflasyon hedeflemesiyle enflasyon iniş çıkışları daha istikrarlı olabilir.

Rekabetçi kur politikaları da döviz sepeti için önemlidir. Bunun yanı sıra Türkiye'nin durağanlıktan kurutulabilmesi için ticaret hacimlerini arttırması gerekmektedir. Para arzındaki değişikliklerin önemli nedenlerinden bir tanesi de ülkenin gelir düzeyinin ve istihdam oranlarının düşük olmasıdır. Bunun için Türkiye, ekonomik dinamiklerine dikkat ederek büyüme ve istikrarı devam edilebilir kılmalıdır.

## KAYNAKÇA

Acton, Q. 2013. *Economics-Advances in Research and Application*. Scholarly Editions

Akçay, M. 1998. *Para Politikası Araçları*.(28).37-38

Aker, H. 2009. Alternatif Para Politikası ve Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği. *Ankara: Vergi Denetimleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi*, 18

Akyazı, H. 2001. Türkiye Cumhuriyeti Bankası ile Federal Rezerv Sisteminin (FED) Karşılaştırılması, *Bankacılar Dergisi*, 36

- Alexander, W.E., Balino, T.J.T. ve Enoch, C. 1995. The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy. *IMF Çalışma Tebliği*. 126
- Altıntaş, H.2002. Enflasyon Hedefleme Stratejisinde Ekonomik Performans Analizi ve Şili Uygulaması, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*.193
- Arabacı, H. 1999. Türkiye’de Para Arzı ve Para Arzı Politikasının Uygulamaları ve Etkinliği **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**.
- Aren, S. 2000. *Para ve Para Politikası*, İstanbul: Gerçek Yayınevi
- Arıcan, E. 2014. *Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankasının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği*, İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi:1-50
- Artar, O. 2011. Türkiye’ de Para Politikası Kararlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: Vektör Otoregresyon (VAR) Analizi, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, s.1
- Aslan, H. 2009. Para Teorisi ve Politikası. *Alfa Aktüel Yayınları*. Bursa.
- Bahçekapılı, C. 1994. Para Arzını Belirleyen Değişkenler ve Türkiye İ.in Ekonometrik Bir Model Derlemesi. **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**.
- Bank of England*. 2013:4
- Başbolat,E. 2010. Cari İşlemler Açıkları ve Makro Ekonomik Faktörler :Türkiye Üzerine Ampirik Bir Analiz.**Yüksek Lisans Tezi Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Bilim Dalı**.
- Baumol, W., ve Blinder A.S.1986. *Economics Principles and Policy*, Third Edition, USA: Harcourt Brace Jovanovich Inc..242.
- Baydur M, 2011, *Likidite Tuzağı Altında Para ve Maliye Politikası: AB ve Türkiye*, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sayı:16, No:2, p.13-38
- Bayoumi, T., ve Sheggeri, J. 2004. *Monetary Magic? How the FED Improved the Flexibility of the US Economy?*. IMF Working Paper, 24:4-5.

- Bayrakdaroğlu, A., Ünlü, U., ve Ege, İ. 2009. Hisse Senedi Endeks Getirileri Ve Temettü Verimi: İMKB 100 Ve S&P 500 Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 11 (1), 143-158.
- Binici, F. Ö. 2012. Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Vektör Hata Düzeltme Modeliyle Analizi: İMKB Sınai Endeksi Üzerine Ampirik Bir Uygulama.Yüksek Lisans Tezi. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansal Yönetim Anabilim Dalı*.
- Bofinger, P. 2001. *Monetary Policy-Goals, Institutions, Strategies and Instruments*. Oxford University Press.
- Bono Nedir Sayfası, 5 Mayıs 2015, <http://www.bononedir.com/imkb-tahvil-ve-bono-piyasasi.html/>>
- Caprio, G.Jr., ve Honohan, P. 1991. *Monetary Policy Insturements For Developinng Countries The World Bank*. Washington.109
- Cecchetti, Stephen G.(2002). The New Economy and The Challenges For Macroeconomic Policy, NBER Working Paper, No.8935.
- Cengiz V.2009. “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 33, 2009, s.237.
- Çağlav, E.2014. Para Politikası Araçlarının Etkinliği Çerçevesinde Türkiye’deki Para Politikası Uygulamaları1990-2012. Yüksek Lisans Tezi, *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı*.
- Çatalbaş, G. 2007. Türkiye’de Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Parametrik Olmayan Regresyon Analizi ile İncelenmesi, *Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3): 197-212
- Çıtak, L. 2003. Para Ve Maliye Politikalarının İMKB Endeksi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: İMKB, Makroekonomik Politikalar Açısından Bilgi Etkin Midir. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9 : 129-142.

- Çolak, Ö. F. 2011. Türkiye’de Son Alınan Kararlar Çerçevesinde Para Politikasının Gelişimi. *İktisat ve Toplum Dergisi*, (3): 37.
- Demir, A. 1997. Enflasyon Kuramları Türkiye’de Enflasyonun Parasal ve Yapısal Faktörlerle Analizi. **Yayınlanmamış Doktora Tezi.**
- Demir, A., Pekkaya, P., Küçükkiremitçi O., ve Üreten A. 1997. *İMKB deki Sanayi Şirketlerinin Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranların Arasındaki İlişkilerin Belirlenmesi ve Bu İlişkilere Göre Şirketlerin Sıralandırılması 1992,1993,1994 Yılları İçin Bir Uygulama.* (2.baskı) Ankara: Pelin Ofset. Türkiye Kalkınma Bankası.
- Demirhan, E.2002. Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi, **TBB Yayınları**, İstanbul.
- Dizdarlar, I., ve Derindere, S. 2008. Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma, Yönetim: *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü Dergisi*. İstanbul.
- Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fisher .1998. Makroekonomi, *Akademi Yayın Hizmetleri*, Ankara.
- Durgut, D. Faiz Oranını Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz, Yüksek Lisans Tezi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı.*
- Dünya Bankası**, Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu, Haziran, 2014.
- Ekinci, A. 2003. Türkiye’de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi:1990-2002. *Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, 8:55-68
- Engel, C. 2000. *Comments On Obstfeld and Rogoff’s The Six Major Puzzles In International Macroeconomics: Is There a Common Cause?*, Working Paper 78(8), 1-11.

- Engincan, Y. ,ve Yayla, Ü. 2013. 2008 Finansal Kriz Sonrasında AB ve ABD’de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanununun Etkileri, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*
- Erçel, G. 1999. Türkiye’de Merkez Bankacılığı, Bulgaristan Merkez Bankası’nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma.
- Erdaş, H. 2004. Enflasyon ve Para Arzının Türkiye Sosyal Bilimler Ekonomisi Üzerine Etkisinin Analizi, Yüksek Lisans Tezi. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı*.
- Erdönmez, P. 2009. Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolijisi, *Bankacılar Dergisi*
- Ertürk, E. 1996. *Uluslararası İktisat Teori-Politika İktisadi Birleşmeler- Uluslararası Parasal İlişkiler*, Ekin Kitapevi. Bursa.
- European Central Bank.2001, *The Monetary Policy of the ECB*. Frankfurt
- Flannery, M. J., ve Protopapadakis A.A. 2002. *Macroeconomic Factors Do Influence Aggregate Stock Returns*. The Review of Financial Studies.(15)3:751-782.
- FOMC Toplantıları.16-17 Eylül 2014
- Friday, H. S, 2001, *The Conduct of Monetary Policy: Tools, Goals and Targets*, Texas: Texas A&M University.
- Güler, H. 2009. Likidite Yönetimi Çerçevesinde Dolaşımdaki Para Hacminin Modellenmesi ve Likidite Tahmini. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Günel, M. 2001. *Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları*. İstanbul: İMKB Yayını.
- Helhel Y. 2009. Makroekonomik Değişkenler ve Döviz Kuru İlişkisi: Yapay Sinir Ağı ve Yaklaşımları İle Öngörü Modellemesi, Doktora Tezi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.

- Işığışok, E. 1994. *Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi*, Uludağ Üniversitesi Basımevi.Bursa
- İnandım, Ş. 2005. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru etkileşimi: Türkiye örneği. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü*. Ankara.
- İpeker, M. 2002. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*
- İstanbul Borsası Sitesi.5 Şubat 2015.<http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri>>.
- Jackson Hole Konuşması, 22 Ağustos 2014. <http://tr.investing.com/news/economy-news/fischer>
- Joyce, M., Tong,M, ve Woods, M. 2011. *The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation And Impact, Quarterly Bulletin*. UK: Bank of England:200-212.
- Kalaycı, İ. 2006. *Türkiye-Avrupa Birliği İlişkileri Üzerine Ekonomi*. İşletme-Ekonomi Dizisi.174.
- Kanalıcı, H. 1997. *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu,77.
- Kara, A. H. , ve ORAK, M. 2008. *Enflasyon Hedeflemesi, Ekonomik Tartışmalar Konferansı*, İstanbul,:2-69.
- Kardaşlar, A. 2013. Döviz Kuru ile Makroekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı*.
- Kaya,V., Çömlekçi İ., ve Kara O. 2003.(Der.) *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Değişkenler 2002-2012 Türkiye Örneği*, 35:167-175.
- Kepenek, Y. ve Yentürk N. 2009. *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Keyder, N. 2002. *Para Teorisi-Politika-Uygulama*.Seçkin Yayıncılık,Ankara

Kocaeli Üniversitesi Resmi Sitesi. <http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi9/erdogan.pdf>>.

Koçyiğit, D. 2009. Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi**

Krugman, P.R. and Obstfeld, M. 1997. **International Economics, Teory and Policy**. Addison Wesley, 4 :333-402.

Laurens, B. J., ve Staff Team. 2005. **Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development**. IMF. Özel Çalışma Tebliği, 244.

Leon, A.2009. **Challenges Related With the Adoption of Inflation Targets in Mexico**. TC.Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Konferansı,119-121

Lewis, V., Markiewicz, A. 2009. **Model Misspecification, Learning and The Exchange Rate Disconnect Puzzle**. NBB Working Paper,168:1-2.

Lindsey, D. E., ve Wallich, H. C. 1996. The New Palgrave **A Dictionary of Economics**. Machmillan,3:508.

Mahfi Eğilmez. Ana Sayfa, 10 Mart 2015. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/08/kur-sepeti.html>>.

Minibaş, T. 1992. **Az gelişmiş Ülkelerde Kalkınmanın Finansman Politikaları ve Türkiye** Der Yayınları, İstanbul.

Mishkin F, 2007, **Monetary Policy Strategy**

Mishkin, F.S. 1998. **International Experiences of Different Monetary Policy Regimes**. IIESc Semineri (448).27.

Mundell R.A.,1963.**Capital Mobility And Stabilization Policy Under Fixed And Flexible Exchange Rates**. Canadian Journal of Economic And Political Science.(29) 4:475-485

Mutlu, İ. 2006. Makro ekonomik Politikalarının Döviz Kuru Üzerindeki Etkilerinin Bir Değerlendirmesi ve Türkiye Örneği, Yüksek Lisans Tezi. **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisat Politikası Ana Bilim Dalı**.



- Müslümov, A., Hasanov, M., Özyıldırım C. 2002. ***Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları***. TÜGİAD Ekonomi Ödülleri, 7
- Nargeleçekenler, M. ve Kanalıcı Akay, H. 2009. ***Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği***. Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi. Eskişehir.
- Obstfeld ve Rogoff'tan aktaran Oktar Suat; Dalyancı Levent; "Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: XXXII, Sayı I, 2012,
- Oktar S., Dalyancı L. 2011.(Der). ***Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Cari İşlemler Dengesi Üzendeki Etkisinin Ekonometrik Analizi***. 1:1-22
- Oktayer, A. 2010. ***Türkiye'de Bütçe Açığı, Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi***, Maliye Dergisi:1:58, İstanbul.
- Omağ, A. 2009. ***Türkiye'de 1991-2006 Döneminde Makro Ekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi***, Öneri Dergisi, (8) 32.
- Orhan, Z.O. 1995. ***Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları***. Filiz Kitapevi, İstanbul.
- Öğretmen, E. 2004. ***Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri***, T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Çalışma Raporu, Ankara.
- Önder, T. 2005, Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, ***Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi***.
- Özcan, S. 2006, Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi, ***Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi***.
- Parasız, İ. 1993. ***Makro Ekonomi***. Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Parasız, İ.2007. ***Finansal Kurumlar ve Piyasalar***. Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Parasız, İ.2007. ***Para Teorisi ve Politikası***. Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Paya, M. 2001. ***Para Teorisi ve Para Politikası***. Filiz Kitabevi İstanbul

- Pinga, V. E. B., ve Nelson, G. C. 2001. *Money Prices and Causality: Monetarist Versus Structuralist Explanations Using Pooled Country Evidence*. Applied Economics,3:1271-1281
- Sancar, C. 2014. 2008 Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Hisse Senedi Fiyat Endeksleri ve Para Politikası Arasındaki İlişki: OECD Ülkelerinde Bir Uygulama. Doktora Tezi. *İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı*
- Sarı, A. 2009. Çıktıya (GSMH) Para Arzındaki Büyümenin, Faiz Oranı Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Etkileri: Türkiye Örneği”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 11( 2):19–36.
- Serdengeçti, S. 2002. *Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler: Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler*. VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması.
- Sethi, R. 2008. *The Changing Transmission Mechanism Of New Zealand*. Wellington: Reserve Bank of New Zealand.
- Seyidioğlu, H. 2001. *Uluslararası İktisat*. Güzem Yayınları, İstanbul.
- Sezer, E.A. 2007. Türkiye Ekonomisinde Cari Açık ve Etkileri (1995-2005). Yüksek Lisans Tezi. *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Politikası Anabilim Dalı*
- Şenol,H. 2014. Türkiye’de Para Arzı ve GSMH Değişimlerinin BİST-100 Endeksi Üzerindeki Etkisinin Analizi. Yüksek Lisans Tezi, *Muğla: Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Şimşek, M. Ve Kadılar, C. 2006. *Fisher Etkisinin Türkiye Verileri ile Testi*. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*,7(1):99-111.
- Tamer, E. 2008. Globalleşen Dünyada Merkez Bankalarının Fazla Likidite Yönetimi ve Türkiye Örneği, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*
- Taylor J, 2004, *Monetary Policy and The State of The Economy*
- TCMB Bilançosu ve Parasal Büyüklüklerin Gelişimi*. 2013

*TCMB Bülten.* Mart 2013,29

*TCMB Dergisi.* Haziran 2012

*TCMB Finansal İstikrar Raporu,* Kasım 2012

*TCMB Para Politikası Metinleri.* 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu

*TCMB Para ve Politika Kurulu Kararları Raporu.* 2014

*TCMB Para ve Politika Kurulu Kararları Raporu.* 2015

Telatar, E. 2002, *Fiyat İstikrarı, Ne?, Nasıl?, Kimin Niçin?*, Ankara: İmaj Kitabevi.  
*TÜSİAD Ekonomik Araştırmalar Bölümü,* 2014

Tezer, H.2006. “Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Uygulanan Para Politikaları ve Merkez Bankası’nın Etkinliği”, Yüksek Lisans Tezi

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Sitesi, Şubat 2015. <http://www.tcmb.gov.tr>>.

Tüzün, E. 2007. Türkiye’de 1980-2004 Döneminde Para Arzının Enflasyon Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*

Usta, B. 2003. Enflasyon Hedeflemesi,Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi.*

Üstünel, B. 1990. *Makro Ekonomi*, Ofset Yayıncılık, İstanbul.

West African Monetary Agency. 2009. *Money Supply Growth and Macroeconomic Convergence in ECOWAS*, Freetown.

Yeni Zelanda Merkez Bankası Resmi Sitesi, 15 Mayıs 2015. <http://www.rbnz.govt.nz>>.

Yueh-Yun C.O, 2007, **Reserve Requirement Systems in OEC Countries**, Washington D.C. Federal Reserved Board.

Yücemiş, B. 2011. *İstikrarda Para Politikalarının Rolü.* Derin Yayınları.

Züğü, M., ve Şahin, C. 2009. *IMKB-100 Endeksi İle Bazı Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama*, Uluslar arası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi,16.

## EKLER

### EK-1 Para Arzı ile Faiz Oranı Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,717	,514	,513	3,40632	1,253

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	18,994	,429		44,282	,000
ParaArzi	-1,585E-08	,000	-,717	-22,219	,000

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,711	,505	,504	3,52581	1,426

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	21,107	,444		47,539	,000
ParaArzi	-1,613E-08	,000	-,711	-21,837	,000

### EK- 2 Para Arzı ile GSYİH Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,886	,785	,784	,121891	1,422

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-42263139,125	7990107,218		-5,289	,000
ParaArzi	,548	,013	,886	41,267	,000

### EK- 3 Para Arzı ile Cari Açık Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,380	,144	,142	1855,42610	1,321

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-1815,510	233,644		-7,770	,000
ParaArzi	-3,445E-06	,000	-,380	-8,865	,000

### EK- 4 Para Arzı ile Döviz Sepeti Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,934	,872	,872	,11991	1,195

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,122	,015		73,221	,000
ParaArzi	1,411E-09	,000	,934	55,440	,000

### EK- 5 Para Arzı ile BİST-100 Endeksi Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,822	,676	,675	9239,74718	1,577

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	21813,310	1184,980		18,408	,000
ParaArzi	6,014E-05	,000	,822	30,605	,000

#### EK- 6 Para Arzi ile Enflasyon Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu

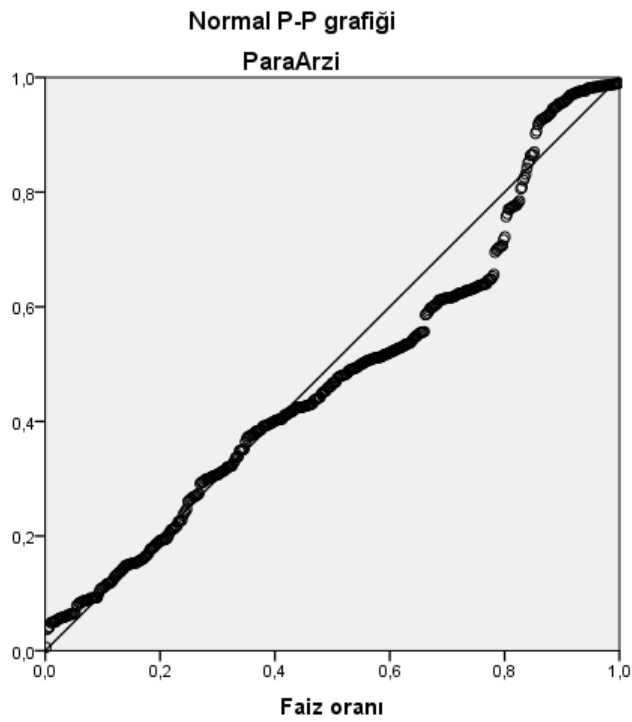
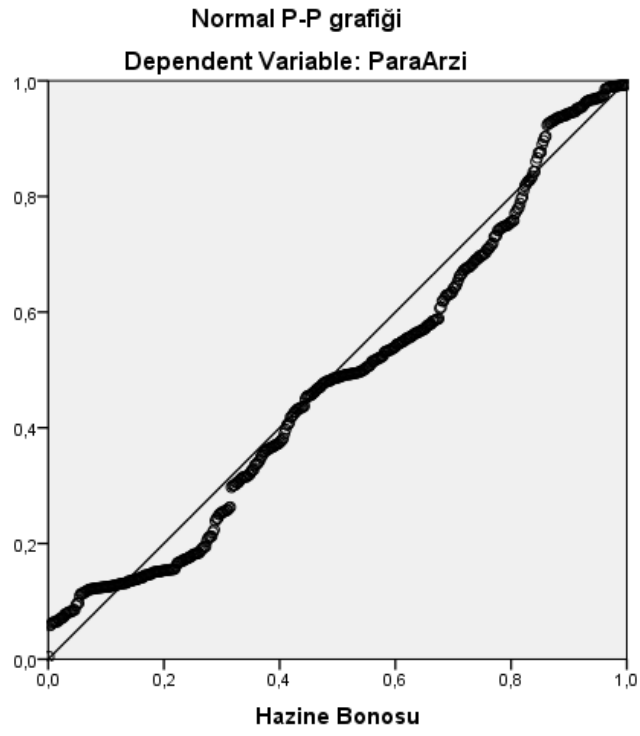
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,036 <sup>a</sup>	,001	-,001	,80281	,387

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,740	,101		7,315	,000
ParaArzi	-1,295E-10	,000	-,036	-,770	,441

#### EK- 7 Para Arzi ile Yatırım Model Özeti ve Katsayı Anlamlılığı Tablosu

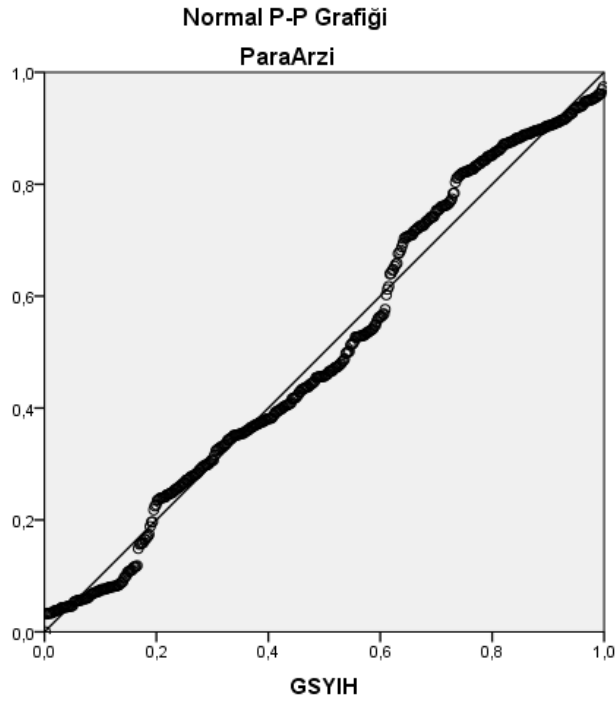
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,922	,851	,850	2188891,852	1,332

## EK- 8 Para Arzı ile Faiz Oranları Arasındaki Dağılım Grafiği

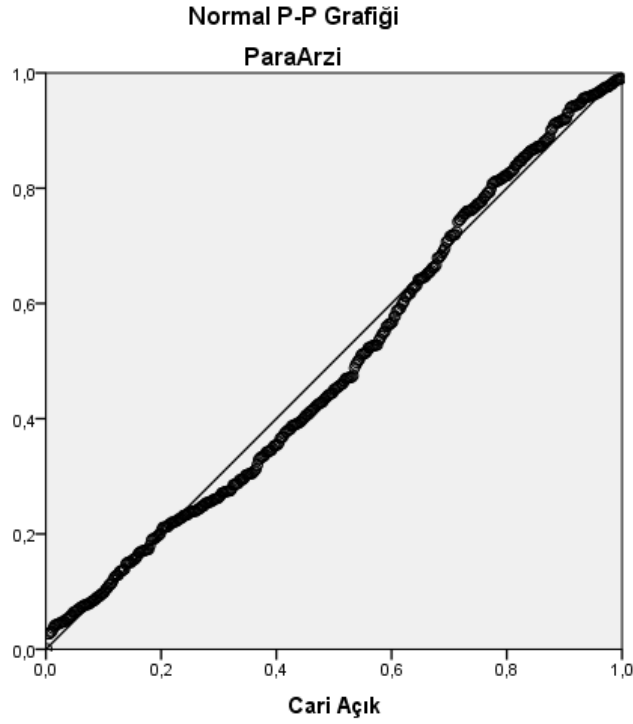




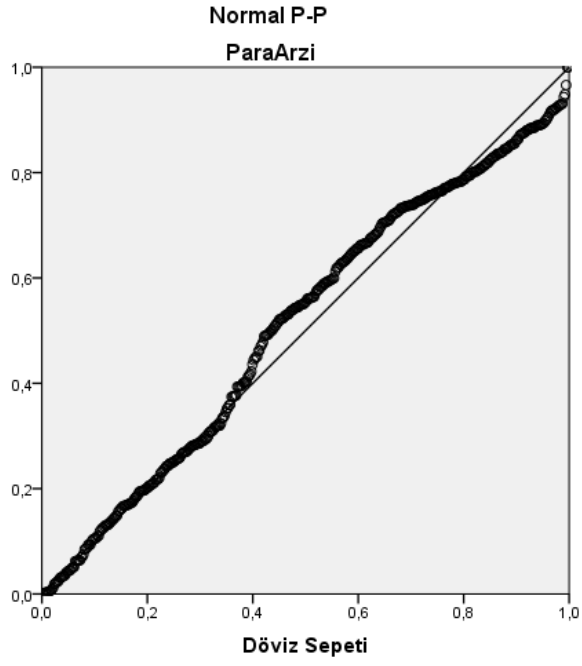
### EK- 9 Para Arzı ile GSYİH Arasındaki Dağılım Grafiği



### EK- 10 Para Arzı ile Cari Açık Dağılım Grafiği



### EK- 11 Para Arzı İle Döviz Sepeti Arasındaki Dağılım Grafiği



**EK- 12 Para Arzı İle BİST-100 Endeksi Arasındaki Dağılım Grafiği**

