T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI FAİZ POLİTİKASI

Yücel YILDIRIM
11921001

Danışman
Doç. Dr. Pelin KARATAY GÖGÜL

Diyarbakır 2019

T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI FAİZ POLİTİKASI

Yücel YILDIRIM
11921001

Danışman
Doç. Dr. Pelin KARATAY GÖGÜL

Diyarbakır 2019

TAAHHÜTNAME

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Dicle Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Faiz Politikası" adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve tez yazım kılavuzuna uygun olarak hazırladığımı taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde saklanmasına izin verdiğimi onaylarım. Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

31/07/2019

Yücel YILDIRIM

T.C

DİCLE UNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

DİYARBAKIR

Yücel YILDIRIM tarafından yapılan "**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI FAİZ POLİTİKASI"** konulu bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir

Jüri Üyesinin

Unvanı Adı Soyadı

Başkan: Doç. Dr. Pelin KARATAY GÖGÜL

Üye: Dr. Öğr. Üyesi Mehmet ALTUNTAŞ

Üye: Dr. Öğr. Üyesi Şehnaz ALTUNAKAR MERCAN

Tez Savunma Sınavı Tarihi: 02/07/2019

Yukarıdaki bilgilerin doğruluğunu onaylarım.

.../07/2019

Prof. Dr. Nazım HASIRCI

ENSTİTÜ MÜDÜRÜ

ÖN SÖZ

"Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Faiz Politikası" adlı yüksek lisans tez çalışmamda faiz politikasının belirleyicileri olarak belirlenen enflasyon oranı, para arzı, döviz kuru, iç borç stoku ve büyüme oranı değişkenlerini faiz oranı ile uzun dönemli ilişkisi belli bir zaman kısıtı altında Türkiye için incelenmiş olup değişkenler arasında uzun dönemli ilişki tespit edilmiştir.

Tez çalışmam boyunca desteklerinden dolayı ilk olarak tez danışmanım Doç. Dr. Pelin KARATAY GÖGÜL'E ve tezimin yazım aşamasında her türlü desteği sağlayan ve her daim yanımda olan aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Yücel YILDIRIM

Diyarbakır 2019

ÖZET

Günümüzde Merkez Bankası, sadece bankalar arası işlemler için değil, zamanla devletin ekonomiye müdahale edebildiği ve de devlet adına kâğıt para (banknot) basma yetkisine sahip kurum ve kuruluşlar olarak ekonomik sistem içinde yer almaktadır. Aynı zamanda Türkiye'de para politikası otoritesi olmanın yanında enflasyon hedeflemesi rejiminin de yürütücüsü niteliği de kazanmıştır. Özellikle 2002 yılından itibaren bağımsızlığını kazanan TCMB'nin nihai hedefine ulaşmak için en önemli aracı olan faiz enstrümanına daha sık başvurması kaçınılmaz olmuştur. Dolayısıyla bu çalışmada fiyat istikrarı yanında diğer makroekonomik amaçlara ulaşma noktasında önem kazanan faiz oranlarının TCMB tarafından hangi doğrultuda belirlendiğini araştırma ihtiyacından yola çıkılmıştır. Bu amaçla para arzı, sanayi üretim endeksi, kamu iç borç stoku, döviz kuru ve enflasyon oranı değişkenlerinin faiz oranı üzerindeki etkisi 2008Q1-2019Q3 dönemine ait aylık veriler kullanılarak ARDL Sınır Testi ile araştırılmıştır. Elde edilen bulgular TCMB'nin kısa ve uzun dönemde fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda faiz oranını belirlediğini göstermiştir.

Anahtar Kelimeler

Faiz politikası, Enflasyon Hedeflemesi, ARDL Sınır Testi

ABSTRACT

Today Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) takes its place in the financial system not only due to transaction between banks but also its position to issue money on behalf of the government or interfere the economy. At the same time, as well as being the authority of monetary policy, it is in charge of being the principal investigator of inflation target. Especially since 2002, CBRT, which gained its independence, has applied interest as an instrument inevitably in order to reach its ultimate goal. So, this study aims to illustrate how CBRT determines the rate of interest that has an importance to get the macroeconomic goals besides assuring price stability. For this reason, the effect of money supply, index of industrial production, internal debt, exchange rate and inflation rate variables on inflation rate have been investigated in the scope of The Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model by using 2008Q1 and 2019Q3 data. As a result, the findings indicate that CBRT determines the rate interest in parallel with short and long term price stability target.

Keywords

Interest policy, Inflation target, ARDL

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖN SÖZ ..... **I**
ÖZET ..... **II**
İÇİNDEKİLER ..... **IV**
TABLO LİSTESİ ..... **VI**
GRAFİK LİSTESİ ..... **VII**
KISALTMALAR ..... **VIII**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI'NIN TARİHSEL GELİŞİMİ

1.1. DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHSEL GELİŞİMİ 3
1.2. TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHSEL GELİŞİMİ 6
1.2.1. Osmanlı Devleti Dönemi 6
1.2.2. Türkiye Cumhuriyeti Dönemi 12
1.2.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın Kurulması 14
1.2.4. 1211 Sayılı Kanun ve TCMB'nin Görev ve Yetkilerindeki Değişiklik 16

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN PARA POLİTİKASI VE ARAÇLARI

2.1. FAİZ KAVRAMI VE TEORİLERİ 22
2.1.1. Klasik Faiz Teorisi 23
2.1.2. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi 25
2.1.3. Keynesgil Faiz Teorisi 26
2.1.4. Hicks- Hansen'ın Neo-Keynesyen Sentezi 27
2.1.5. Tobin'in Portföy Kuramı 27
2.2. TCMB'NİN PARA POLİTİKASI AMAÇLARI 28

2.2.1. Fiyat İstikrarı ... 28
2.2.2. Finansal İstikrar ... 28
2.2.3. Döviz Kuru Rejimi ... 30
2.2.4. Banknot Basma ve İhraç Yetkisi ... 31
2.2.5. Ödeme Sistemleri ... 31
2.3. TCMB Para Politikası Kurulu ve Kararları ... 32
2.4. Açık Piyasa İşlemleri (APİ) ... 36
2.5. Açık Piyasa İşlemlerinin Etkisi ... 38
2.5.1. Miktar Etkisi ... 38
2.5.2. Fiyat Etkisi ... 39
2.6. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri ... 39
2.6.1. Depo ... 39
2.6.2. Repo ... 39
2.6.3. Ters Repo ... 43
2.6.4. Doğrudan Alım ... 43
2.6.5. Doğrudan Satım ... 43
2.6.6. Likidite Senedi İhracı ... 43
2.6.7. Türk Lirası Depo Alım İhalesi İşlemleri ... 44
2.7. Türkiye'de TCMB Faiz Politikasının Belirleyicileri ... 44
2.7.1. Enflasyon ... 44
2.7.2. Para Arzı ... 46
2.7.3. Döviz Kuru ... 47
2.7.4. Kamu İç Borç Stoku ... 49
2.7.5. Ekonomik Büyüme ... 50

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

T.C. MERKEZ BANKASININ FAİZ POLİTİKASI ÜZERİNE EKONOMTERİK ÇALIŞMA

3.1. Literatür Taraması ... 53
3.2. Ekonometrik Model ... 59
3.2.1. Veri ve Yöntem ... 60
3.2.2. Bulgular ve Tartışma ... 64
SONUÇ ... 73
KAYNAKÇA ... 77

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: 1900'den Önce Kurulan Merkez Bankaları 5

Tablo 2: Osmanlı Bankası Ortaklık Yapısı 10

Tablo 3: Yıllar itibariyle PPK'nın almış olduğu borçlanma faiz oranları 34

Tablo 4: APİ Çerçevesinde Piyasa Yapıcısı Bankalara Repo İşlemleri Yoluyla Tanınan Borçlanma İmkânı Faiz Oranı 37

Tablo 5: TCMB Politika Faizi Olan 1 Hafta Vadeli İhale Repo Oranı 40

Tablo 6: 2006 – 2018 Yılları arasında M1 Para Arzı ve Dolaşımdaki Para Miktarı (Bin TL) 46

Tablo 7: 2008 - 2019 Yılları Arasındaki Reel Efektif ABD Doları Alış Kuru 48

Tablo 8: 2001 - 2018 Yılları Arasında Kamu Net İç Borç Stoku (Milyon TL) 50

Tablo 9: Birim Kök Testi Sonuçları 65

Tablo 10: Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları 66

Tablo 11: ARDL Sınır Testi Sonuçları 67

Tablo 12: ARDL Modeli Tahmin Sonuçları (Bağımlı Değişken: Faiz Oranı) 68

Tablo 13: Uzun Dönem Tahmin Sonuçları 69

Tablo 14: Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları 71

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: PPK Faiz Koridoru 35

Grafik 2: PPK Faiz Koridoru Yıllara Göre Ortalama Değişimi 36

Grafik 3: MB APİ Çerçevesinde Repo Yoluyla Borçlanma Faiz Oranları Yıllık Değişimi 37

Grafik 4: 2006 – 2013 Yılları Arasında APİ Faiz Oranları ve TL Krediler…..….38

Grafik 5: 12 Aylık Ortalamalara Göre Yıllık TÜFE Oranları Değişimi..... 45

Grafik 6: Yıllar İtibariyle Sanayi Üretim Endeksi…….....51

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
ATIC	The American Turkish Investment Corporation
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BİST	Borsa İstanbul
EFT	Elektronik Fon Transferi
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	Federal Reserv System
FSB	Financial Stability Board
IFSB	Islamic Financial Services Board
GEGP	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
IMF	International Monetary Fund
IILM	International Islamic Liquidity Management Corporation
MÖ	Milattan Önce
MS	Milattan Sonra
OECD	The Organisation for Economic Co-operationand Development
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi.
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
MB	Merkez Bankası
PPÇS	Para Politikası Çıkış Stratejisi
PPK	Para Politikası Kurulu
Yy	Yüzyıl
TÜBA	Türkiye Bilimler Akademisi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TDK	Türk Dil Kurumu
VB	Ve Benzeri
VOB	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

GİRİŞ

İnsanlık var olduğu günden itibaren ihtiyaçlarını karşılayabilmek için sürekli yeni yöntemler geliştirmiştir. Bu yöntemler ilk önceleri değiş – tokuş şeklinde gerçekleşmiştir. Zaman içinde bu sistem, ihtiyaçları karşılama konusunda yetersiz kalınca, ticarette; deniz kabukları, değerli taş ve maden gibi eşyalar değişim aracı olarak kullanılmıştır. Sürekli gelişen ve değişen yaşam şekli, ticaretin de yapısını değiştirmiş ve günlük hayatta yavaş yavaş bir ticaret hayatı oluşumunu tetiklemiştir. Bunun sonucunda kullanılan taş, maden ve deniz kabuğu gibi değişim araçlarının taşınmasında ve saklanmasındaki zorluk, tam olarak değer karşılığı oluşturamaması gibi sebeplerin de etkisiyle "para" gündelik hayattaki yerini almıştır. Tarihte ilk parayı, Anadolu uygarlıklarından biri olan, Lidyalıların MÖ 7. yy' da madeni olarak bastırdığı bilinmektedir. Madeni paranın ticaret hayatına getirdiği en büyük kolaylık üzerinde belli bir değeri olduğunu gösteren simgelerin olmasıydı.

O dönemlerde de günümüzde olduğu gibi, para basımı devletlerin ya da kralların gücünü gösteren politik bir unsur olma özelliği de taşıyordu. Bu nedenle madeni para basımı dünya genelinde yaygınlık kazandı. Zaman içerisinde para sayesinde yaygınlaşan ticaret hayatı ve de tek seferde alınıp satılan mal miktarının artması sonucu, tüccarlar yanlarında daha çok madeni para taşıma gereksinimi duymaya başladılar. Bu da daha çok ağırlık demekti. Ticaretin hayvanlar ve ilkel taşıma araçları ile yapıldığı düşünüldüğünde bu büyük bir sorundu. En nihayetinde MS 6 yy'de Çin'de ilk kâğıt para (banknot) basılmıştır. Avrupa kıtasında kâğıt para basımı Çin'den bin yıl sonra 16.yy'da basılmıştır.

Para, ekonomi düzenin önemli unsurlarından biridir şüphesiz. Ancak, para ile ekonomik ve ticari sistemler arasında dengeyi kuracak bir mekanizmanın var olması gerekliliği tarihsel süreçte kendisini göstermiş ve de günümüz bankacılık sisteminin oluşmasına yol açmıştır. Eski çağlarda şimdilerde olduğu gibi kurumlar yoktu.

Bankacılık benzeri faaliyetler bankerler, sarraflar ve tüccarlar gibi sermaye sahipleri tarafından yürütülmekteydi. O dönemlerde, ekonomiler tarıma dayalı olduğundan, ürün hâsılatlarının yılın belirli dönemlerinde elde edilebiliyor olması nedeniyle, bankacılık faaliyetlerini; üretim sürecinde ve hasat öncesinde ihtiyaç duyulan ayni desteğin sağlanması şeklinde kredilendirme süreçleri oluşturmuştur.

Bu bağlamda bankacılığın ilk örneğini MÖ 3500'lerde Sümerler 'de "Maket" olarak bilinen yapı oluşturmuştur. Maket sahipleri çiftçilere; tohum, hammadde, teçhizat gibi ihtiyaç duydukları ürünleri borç vermişlerdir. Bu ayni borçlar sonralarda nakdi kredi olarak devam etmiştir. Hamurabi Kanunlarında borç ve kredilendirme işlemlerinin nasıl yapılacağı, faiz alınıp alınmayacağı, faizin miktarı gibi koşullar yazılı kurallara bağlanmıştır (Tarih Notları, 2019).

Zaman içerisinde bu işlerle uğraşan sarraf ve bankerlerin, işlerini kolaylaştırmak için şubeleşmeye başlaması ve mevduat kabul etmesiyle bankacılık faaliyetleri olarak nitelendirilebilecek işlemler gelişmiştir. 1600'lü yıllara gelindiğinde ilk modern banka kurulmuştur. Bu yıllardan itibaren birbirini izleyen modern banka kurumları ortaya çıkmıştır. Ülke sınırları dâhilinde birden fazla bankanın faaliyet göstermesi sonucunda, bunları tek bir merkezden yönetmek, bankacılık işlemlerinde farklı uygulamaların ortaya çıkmasını engellemek ve de bankacılık işlemlerine standart getirmek isteğinin sonucunda "Merkez Bankası" fikri doğmuştur. Merkez Bankası, sadece bankalar arası işlemler için değil, zamanla devletin ekonomiye müdahale edebildiği ve de devlet adına kâğıt para (banknot) basma yetkisine sahip kurum ve kuruluşlar olarak ekonomik sistem içinde yer almıştır.

Bu bilgiler ışığında yapmış olduğumuz bu çalışma, 3 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde merkez bankacılığının tarihsel gelişimi ile Türkiye'de merkez bankacılığı uygulamaları ve tarihsel gelişiminden bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) görevlerinden, yetkilerinden, uyguladığı ekonomi politikalarından bahsedilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise; 2001 krizi sonrası "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı sonrasında yaşanan gelişmelere bağlı olarak 2006 – 2019 yılları arası faiz politikaları ve ve faiz politikasının belirleyicileri incelenmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI'NIN TARİHSEL GELİŞİMİ

1.1. DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHSEL GELİŞİMİ

Merkez bankacılığı kavramı tamamen ekonomik gelişmelere bağlı olarak süreç içerisinde ortaya çıkmış bir kavramdır. Modern anlamda merkez bankacılığının tarihi çok eskilere dayanmamakla birlikte bazı uygulamaların yüzyıllar öncesinde de var olduğu görüldüğünden, bunlar merkez bankacılığının ilk örnekleri olarak değerlendirilmiştir.

Merkez bankacılığı, kimilerine göre bankaların banknot ihracındaki suistimalleri ve banknot hacminin kontrolü zorunluluğunun bir sonucu olarak, ticaret bankalarının banknot basma yetkileri iptal edilip, yetkinin tek bankaya verilmesiyle başlamıştır (Aslan, 2009: 105).

İsveç, modern bankacılık ve merkez bankacılığı konusunda ilkler bakımından önemli bir ülkedir. 350 yıllık bir geçmişle dünyanın en eski merkez bankasına sahiptir. 1668 yılında kurulan Swedish Riksbank, anonim şirket olarak kurulan ticari bir bankayken, devleti fonlaması ve diğer bankalar arası takas işlemlerini gerçekleştirmesi nedeniyle ilk merkez bankası olarak kabul edilir. (Türkiye Bilimler Akademisi [TÜBA], 2019). Şansölye Axel Oxenstierna, madeni paraların yokluğunu önlemek için, 1619 yılında, İsveç'in her kasabasında bir banka açılmasını önerir. Bu durum paranın dolaşım hızını ve ticareti geliştirir. Savaşlar nedeniyle altın ve gümüş sıkıntısı yaşanması sonucu "Bakır Standardı" getirerek bakır madeni para basmaya başlarlar. Ağırlığı 20 kiloyu bulan bakır madeni paralar İsveçlileri alternatif arayışlara yönlendirmiştir. 1656 yılında kurulan Stockholms Banco, 1661yılında Avrupa'nın ilk

banknotunu basmıştır. Bu banknotlar aslında birer mevduat sertifikasıydı ve sahibine yatırılan tutarı madeni para olarak geri alma garantisi veriyordu. Banka, kredi verebilmek için artık yatırılan mevduatlara bağlı değildi ve istediği gibi sertifikaları basıp verebiliyordu. İnsanlar bu sertifikalarla alışveriş yapmaya başlayınca banknot yaratılmış oldu. Madeni paralardan hafif olmaları ve taşıma kolaylığı nedeniyle hızla yaygınlaşması sonucu, Stockholms Banco daha çok banknot bastı. Piyasada banknot çoğalması onların değerini düşürdü ve günümüzün en önemli konularından biri olan enflasyonun ortaya çıkmasına neden oldu. Sonuç olarak insanlar banknotlarını verip madeni paralarını almak istedi. Yeterli madeni parası olmayan banka ödenmiş kredileri geri istemeye başladı ve bu durum bankanın batmasıyla sonuçlandı (Riksbank,2019).

İsveç'te Stockholms Banco'nun batmasından sonra, onun kalıntılarından yeni bir banka kurulması fikri ortaya çıktı ve bu kurulacak bankanın, geçmiş hatalardan ders çıkarılarak, kredi sertifikası vermesi yasaklanmıştı. Hatta bu yeni bankaya ilk öncelikli olarak, günümüzün en önemli konularından ve TCMB'nin temel amacı olan 'Fiyat İstikrarının sağlanması' görevi verilmiş ve yasa ile güvence altına alınmıştı (Riksbank, 2019).

Yukarıdaki bilgiler ışığında merkez bankacılığı tarihi açısından Riksbank çok önemli bir tarihe sahiptir. Zira bugün yaşanan para temelli ekonomik sorunların ilk örnekleri yaklaşık 350 yıl önce de aynı derecede öneme sahip olduğu ve bu sorunların çözümü için merkez bankasına görev ve sorumluluk yüklenmiş, bu görev ve sorumluluklar yasalar ile bağlayıcı hale getirilmiştir.

1600'lü yılların sonlarında Avrupa ülkelerinde yavaş yavaş merkez bankaları faaliyetleri görülmeye başlanır olmuştur. Bu tarihlerde İngiltere'de kurulan Bank Of England devletin borçlarını satın almıştır. Bazı görüşlere göre Bank Of England ilk merkez bankasıdır.

Merkez bankalarının kullandıkları ortak sistem altına dayalıydı. Altın standardı da denilen bu sistemde merkez bankası görevini yerine getiren bankalar ellerinde bulundurdukları altın miktarı oranında banknot basıp piyasaya sürebiliyorlardı. Diğer bir ifadeyle piyasaya sürdükleri kâğıt paraların altın olarak karşılığını ellerinde bulundurmak zorundaydılar. Ancak uygulamada farklılıklar olabilmekteydi. Bazı

ülkeler altın standardını eksiksiz uygularken bazıları daha esnek kurallar ile uygulamaktaydı.

Yine bu dönem merkez bankalarının bir diğer ortak özelliği de çoğunlukla özel sermaye yapısına sahip olmalarıydı. Özel bir banka şirketi olarak kurulmalarına karşın hükümetler tarafından kendilerine verilen özel imtiyazlar sonucu merkez bankası faaliyetlerini yürütmüşlerdir. Günümüzde bu durum tam tersi olarak, çoğunluk bankanın sermayesi kamuya aittir ve özel sermayeli olarak kurulanlar zaman içinde kamulaştırılmıştır.

Yukarıda ifade edilen iki merkez bankası sonrasında Avrupa'da merkez bankalarının çoğalması 1800'lü yıllara denk gelmektedir.

Tablo 1: 1900'den Önce Kurulan Merkez Bankaları

Banka	Kuruluş Tarihi	Emisyon Tarihi
Sveriges Riksbank	1668	1897
Bank Of England	1694	1844
Banque De France	1800	1848
Bank Of Finland	1811	1886
Nederlandsche Bank	1814	1863
Austrian National Bank	1816	1816
Noerges Bank	1816	1818
Danmark National Bank	1818	1818
Banco De Portugal	1846	1888
Belgian National Bank	1850	1850
Banco De Espana	1874	1874
Reichsbank	1876	1876
Bank Of Japan	1882	1883
Bank D'Italia	1893	1926

Kaynak: Capie, F. Goodhard, C. AndSchnadt, N.2012: 6

ABD merkez bankası FED ’in kuruluşu ancak 1913’te olmuştur (Aslan, 2009: 105).Türkiye’de merkez bankası tarihi çok eski değildir. Merkez Bankası (MB) da cumhuriyet dönemi kuruluşlarındandır. Ancak Osmanlı döneminde de merkez bankası faaliyetlerini yürüten banka mevcut olmuştur.

1.2. TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHSEL GELİŞİMİ

1.2.1. Osmanlı Devleti Dönemi

Türkiye’de merkez bankasından önce bankacılık sisteminin gelişimine bakmak gerekmektedir. Türkiye’de bankacılık sisteminin gelişimi de ne yazık ki çok eskilere gitmemektedir. Bunun nedeni olarak karşımıza dini inançlar çıkmaktadır.

Gerek Osmanlı Devleti döneminde gerekse daha önceki dönemlerde dini inançlar gereği faiz olgusunun haram kılınması nedeniyle bankacılık ve benzeri faaliyetlere sıcak bakılmamış, bu faaliyetler ticareti de ellerinde bulunduran Müslüman olmayan azınlıklar tarafından yürütülmüştür. Türk halkı çoğunlukla köylü ve asker olduklarından ticaret hayatında aktif rol almamışlardır. Buna karşın ortaya çıkan ticari pazar boşluğu azınlıklar tarafından değerlendirilmiş ve ticaret hayatı sonrasında para-banka piyasası da onların tekelinde kalmıştır. Ellerinde bulundurdukları tekel gücüne devletten aldıkları imtiyazları da ekleyince, milli bir para piyasası oluşturmak gerçekten zor olmuştur.

Osmanlı döneminde para piyasası denildiğinde şüphesiz akla ilk gelen Galata Bankerleridir. Galata Bankerleri isimlerini faaliyetlerini sürdürdükleri Galata bölgesinden almışlardır. Büyük çoğunluğu Müslüman olmayan azınlıkların oluşturduğu bu bankerler; o dönemin bankaları gibi faaliyet göstermişlerdir. Faiz karşılığı borç vermek, faiz karşılığı mevduat almak başlıca işlemleri arasındaydı. Ayrıca Osmanlı Devleti’nin bir bankası olmadığı için devletin borç alma işlemlerini de bu bankerler vasıtasıyla yaptığı bilinmektedir.

Yıllarca süren savaşlar, sanayi devriminin ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi, küresel ekonomik gelişmeleri takip edememe ve bunlara uyum sağlayamama, yabancılara verilen ticari imtiyazlar sonucu Osmanlı Devleti ekonomisi ek gelir kaynaklarına ihtiyaç duymuş ve banknot basmaya karar vermiştir.

Bu anlamda İstanbul'da, 1840 yılında kısaca "Kaime" olarak bilinen ve faiz geliri yaratan günümüz paralarından farklı ilk kâğıt para basılmıştır (Varlı, 2010: 18).

İlerleyen yıllarda kademeli olarak faiz oranı düşürülen Kaimeler daha sonra faizsiz ve karşılıksız olarak basılmıştır. Bu da günümüz kâğıt paralarının karşılığı olarak Osmanlı'nın Kaimeleri kullanmaya başladığının göstergesi olmuştur.

Tanzimat Fermanı ile birlikte birçok alanda yeni gelişmeler yaşanmış, ekonomi ve ticaret hayatı da bu gelişmelerden nasiplenmiştir. Bu gelişmelerden biri de tüm halkın can ve mal güvenliğinin teminat altına alınması olmuştur. Bu maddeden nasiplenen Galata Bankerlerinin, can ve mal güvenliği teminatına sahip olmaları, onlara faaliyet alanlarını genişletme imkânı sağlamıştır.

1838 İngiliz Ticaret Anlaşması ile serbest dış ticaret politikası izleyen Osmanlı Devleti'nde, dış ticaret işlemlerinin para ve kredi işlemleri yine bu bankerler tarafından yürütülmüştür(Varlı, 2010: 21).

Galata Bankerleri o dönemde hatırı sayılır bir zenginliğe sahip olmuşlardır. Bu zenginlikte hiç şüphe yoktur ki Osmanlı Devleti'ne verdikleri yüksek faizli kredilerin payı oldukça fazladır. Osmanlı Sarayı onların veli nimeti olmuş bu sebeple saray bürokratları ile sıkı ilişkiler içinde olmuşlardır. Bankerlerin ekseriyetle gayrimüslim oluşu ve yurt dışı bağlantıları onların Osmanlı'daki elini hep güçlü kılmıştır. Zira hem yurt içinden faiz karşılığı mevduat toplayabilmeleri hem de yurt dışından kendilerine kolay ve ucuz finansman sağlayabiliyor olmaları ve de bu finansman kaynaklarını Osmanlı Devleti'ne yüksek faizli kredi olarak satabiliyor oluşları zaman içinde Avrupa bankalarının dikkatini çekmiştir. Bir kısım bankalar doğrudan Osmanlı'da şube açarken bir kısmı da bankerler ile ortaklık kurarak şubeleşmek istemiştir. Tanzimat sonrası dönemde yaşanan bu gelişmeler Osmanlı Devleti'nde artık bir bankacılık sistemine geçilmesine zemin hazırlamıştır.

Osmanlı Devleti'nin içinde bulunduğu sosyoekonomik koşullar İngilizlerin ve Fransızların iştahını kabartmış, birçok kez banka kurma girişimlerinde bulunmalarına neden olmuştur. Bu girişimler gerek başarısızlık nedeniyle gerekse Osmanlı Devleti'nin olumsuz tutumları nedeniyle sonuçlandırılamamıştır. Osmanlı Devleti,

kurulacak bankanın yerli sermayeli olması konusunda hassasiyet taşımaktaydı ve bu nedenle yerli banka kurma fikirlerini desteklemek niyetindeydi. Bu amaçla da bazı bankerleri banka kurma noktasında teşvik etmekteydi.

1.2.1.1. Osmanlının İlk Bankası: Bank-ı Dersaadet (Banque De Constantinople)

Osmanlı'nın ilk bankası aslında İzmir ilinde1842 yılında kurulan The Bank Of Smyrna (İzmir Bankası) olarak görülebilir. Ancak İzmir Bankası kurucu ortaklarının gerekli yasal işlemleri yerine getirmemiş olmaları nedeniyle bir yıl içinde kapatılmıştır. Elbette ki Osmanlı'da banka kurma girişimleri bununla kalmamıştır.

Osmanlı Sarayı, gerekli ekonomik gelişmelerin sağlanması ve paranın değerinin korunması noktasında, sağlam bir banka kurulması gerektiğinin ciddiyetle üstünde durmakta ve Galata Bankerlerine bu konuda destek olacaklarını her fırsatta deklare etmekteydi.

Nitekim bu çalışmalar 1847 yılına gelindiğinde sonuç vermişti. Jacques Alleon ve Manolaki Baltazzi isimli iki Galata Bankerinin ortaklığı ve Osmanlı Sarayı'nın desteği ve koruması altında, İstanbul'da, Bank-ı Dersaadet (Banque De Constantinople) kurulmuştur.

Kurulmuş olan bu banka faaliyetlerini öz sermayeden ziyade, yurt dışından temin ettiği yabancı finansman kaynağını belirli bir Osmanlı Lirası cinsinden yurt içinde satarak gerçekleştirmiştir.

Osmanlı Devleti, 1845 yılında kambiyo işlemlerinin yürütülmesi işini Alleon ve Baltazzi'ye devretmiştir. Bu bankerler; iki milyon kuruş karşılığında bir yıl süreyle 1 Sterlin 110 Kuruş olacak şekilde İngiltere ve Fransa üzerine poliçe çekmeyi taahhüt etmişlerdir. Osmanlı Devleti'nin ikinci yıl bu bankerlerle olan anlaşmasını yenilemesi Dersaadet Bankasının kurulmasını sağlamıştır (Varlı, 2010: 29).

Dersaadet Bankası, yönetim başarısızlığı, Fransız İhtilali sonrası bozulan Osmanlı – Fransa ilişkileri ve de zaman zaman spekülatif işlemleri nedeniyle istenen başarıya ulaşamamıştır. Sürekli zarar etmesi sonucu 1852 yılında tasfiye edilmiştir.

1.2.1.2. Bank-ı Osmanî (Ottoman Bank)

Osmanlı'da banka kurma konusunda hevesli olanların başında İngilizler gelmiştir. Dönemin koşulları düşünüldüğünde İngilizlerin bu hevesleri hiç de şaşırtıcı değildir. Bu nedenle defalarca kez çeşitli sermaye grupları ve bankerler vasıtasıyla banka kurma girişimlerinde bulunmuşlardır. Nihayet 1856 yılında bu çalışmaları sonuç vermiştir.

İngiliz diplomat Austen Henry Layard başkanlığında, 500 Bin sterlin kuruluş sermayesine sahip, merkezi Londra'da olan Ottoman Bank; 13 Haziran 1856 tarihinde İstanbul'da faaliyetlerine başlamıştır. Osmanlı Bankası ismini taşımasına karşın Londra'dan yönetilen bir bankadır. Faaliyet alanı aslen ticaridir.

Ticari banka olmasına karşın Osmanlı hazinesine avans vermiş ve dış borç işlemlerinde aracılık yapmıştır (Çavdar, 2003: 64).Banka kuruluşundan yedi yıl sonra, 1863'te Fransız sermaye ortaklığı kurarak Bank-ı Osmanî Şahane ismiyle faaliyetlerine devam etmiştir.

1.2.1.3. Bank-ı Osmanî Şahane

Osmanlı Devleti her ne kadar yerli sermayeli banka kurmak istese de bunu ne yazık ki gerçekleştirememiştir. İngiliz ve Fransızların bu konudaki baskıları, yerli sermaye olmayışı, Osmanlı Sarayının tek başına devlet eliyle banka kuramayacak durumda olması bunlara neden olarak sayılabilir.

Yukarıda belirtilen koşullar altında kurulan yeni banka banknot basma imtiyazına da sahip olacağından, Osmanlı Devleti banka üzerinde de kontrol gücü kurmak istemiştir. Bu nedenle imtiyaz sözleşmesine bazı maddeler ekleyerek hukuki bağlayıcılık yaratmaya çalışmıştır. Bu maddeler:

- *Adı Osmanlı Bankası olacaktır.*
- *Kamu bankası olarak hizmet verecektir.*
- *Faaliyetleri Osmanlı hukukuna tabidir.*

- *Osmanlı Devleti yasal denetimini görevlendireceği bir bakan yürütecektir"* (Eldem, 2013).

Tablo 2: Osmanlı Bankası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Hisse Senetlerinin Paylaşımı (Adet)	Ortaklık Payı %	Hisselerin Değeri Fransız Frank
İngiliz Sermayesi	80.000	59,26	40.000.000
Fransız Sermayesi	50.000	37,04	25.000.000
Osmanlı Sermayesi	5.000	3,70	2.500.000
Toplam	135.000	%100	67.500.000

Kaynak: Apak ve Tay. 2012: 70

Kuruluş sözleşmesine göre bankanın imtiyaz süresi otuz yıl olarak belirlenmiştir. Yine bu sözleşmeye göre banka imtiyaz haklarını başkasına devredemeyecektir. Osmanlı Devleti para basma ve tahvil çıkarma yetkisini başka kurum kuruluşlara vermeyecektir ve kendisi de kullanmayacaktır. Banka iç ve dış borçların anapara ve faizlerini ödeyecek, değersiz madeni paraları tedavülden kaldıracak, devlet adına vergileri toplayacak gibi maddeler yine sözleşme içeriğinde yer almıştır. Bu maddeler ve kuruluş sözleşmesine bakıldığında artık Osmanlı'nın resmi ilk merkez bankası demek çok da yanlış olmayacaktır ancak sermeyesi yerli olmayan bir banka olduğu unutulmamalıdır.

Osmanlı Bankası, çalışmalarıyla çok büyük gelişim göstermiş ve en önemli mali kurumlarından birine dönüşmüştür. Emisyon gerçekleştirme, devletin veznedarlığı gibi görevler üstlenmiştir. (Toprak, 1982: 136).

İlerleyen yıllarda, Osmanlı Devleti'nin; ekonomik, siyasal ve politik olarak hızlı bir çöküş sürecine girmesi nedeniyle para ve maliye politikaları çok daha önem kazanır hale gelmiştir. Zira Osmanlı Devleti hızla sürüklendiği 1. Dünya Savaşı öncesi dönemde ihtiyaç duyduğu ekonomik desteği, yönetimi Paris ve Londra'da bulunan Osmanlı Bankası'ndan görememiştir. Bu konuyu çok kez banka yönetimine dile getirmişler ancak sonuç alamamışlardır. Hem Osmanlı Bankası ile yaşanan bu

sıkıntılar hem de 1. ve 2. Meşrutiyetler ile gelen milliyetçilik akımları milli bir bankanın kurulması gerekliliğinin daha sık telaffuz edilmesine neden olmuştur.

Bu koşullar altında Osmanlı İtibar-i Milli Bankası kurulmuştur. Kurulma maksadı sonraki zamanlarda Osmanlı Bankasının sahip olduğu imtiyazlara sahip olan milli bir banka olmasıydı. Bu amaçla ülke genelinde yoğun çaba harcanmış Osmanlı halkından olmayanların bankadan hisse alması engellenmiştir. Ancak ne yazık ki banka bu çabalara rağmen gereken ilgiyi görememiştir. Sarayın ve hükümetin desteklerine ve de bankaya tanınan bazı ayrıcalıklara rağmen istenen sonuçlar elde edilememiştir. Osmanlı'nın 1. Dünya Savaşı'ndan yenik çıkması bankanın itibarını daha da zedelemiştir. Yine de faaliyetlerine devam etmiş cumhuriyet döneminde İş Bankasına dâhil olmuştur.

Bu dönemlerde, Anadolu'nun birçok yerinde, birbirinden bağımsız mili sermayeli banka ve kredi kuruluşları kurulmuştur. Ancak hepsi bölgesel bazda kalabilmişler ve sadece yerel ihtiyaçları karşılayabilmişlerdir.

I. Dünya Savaşı'ndan mağlup ayrılan Osmanlı Devleti'nde işler hiç de iyi gitmemiştir. Zira Mondros Ateşkes Anlaşması, bir savaş sona erdirmekten ziyade Anadolu topraklarını işgal yönteminin belirlendiği bir anlaşma olmuştur. Akabinde düşman devletler tarafından hızlıca Anadolu toprakları işgal edilmiş, Türk orduları dağıtılmış, silahlar toplanmıştı. Türk halkı için umutlar tükenmek üzereyken "ölmek var teslim olmak yok" diyen milli çeteler ve gerçekte tüm olumsuzluklara rağmen, Anadolu topraklarını düşman işgalinden kurtarabileceğine inanan bir Osmanlı Askeri vardı. O Osmanlı Askeri; Mustafa Kemal'di elbet. Türk halkına inancı ve güveni öyle büyüktü ki; hiçbir güç O'nu Tam Bağımsız Türkiye yolundan alıkoyamadı. Mustafa Kemal Atatürk, kendisine inanan silah arkadaşları ve peşlerinden giden Türk Halkı ile tarihte eşi benzeri görülmemiş bir başarıya imza atarak; Osmanlı vilayeti sayılabilecek 3-5 şehirden, bugün sayısı 81'e ulaşan şehirlerin bulunduğu bu güzel ülkenin siyasi sınırlarını kanla çizmişlerdir. Tüm dünyaya Türkiye'nin siyasi bağımsızlığını ilan etmişlerdir.

1.2.2. Türkiye Cumhuriyeti Dönemi

Mustafa Kemal Atatürk, savaş meydanında kazanılanların masada kaybedilebileceğini çok iyi biliyordu. Bu nedenle asıl bağımsızlık mücadelesinin savaştan sonra başladığını ifade ediyordu çoğu zaman. Zira bağımsız bir ekonomisi olmayan ülkenin, siyasi bağımsızlığı asla mümkün olamazdı Atatürk'e göre. Bu görüşünde çok da haklıydı elbet. Çok değil 5-10 yıl gibi kısa bir süre geçmişte Osmanlı'nın bağımsız bir ekonomik sisteminin olmaması ve de sanayileşme noktasında Avrupa'nın gerisinde kalmasının sonuçlarını çok acı bir şekilde tecrübe etmişlerdi.

Yeni kurulan Türk devletinin yönetim şekli gelecek yy'ler düşünülerek Cumhuriyet olarak belirlenmişti. Türkiye Cumhuriyeti olarak resmiyet kazanan devlette yapılacak çok iş varken, kaybedilecek zaman yoktu. Derhal ve en iyi şekilde milli bir ekonomi oluşturulmalıydı. Zira bankacılık ve ekonomik sistem halen yabancıların elindeydi. Osmanlı'dan kalan en büyük milli banka Ziraat Bankasıydı. Ancak ticari bir banka değildi. Sadece çiftçi destekleyen bir kredi kurumuydu. 1924 yılında çıkarılan bir kanunla ticari faaliyet yapma iznine kavuşmuştur.

"12 Kasım 1922 tarihinde İktisat Vekili Mahmut Esat (Bozkurt), Atatürk'e İzmir'den bir telgraf çekmiştir. Uzun yıllardan beri ülkenin iktisadiyatının unutulduğunu, iktisat amillerinin dinlenmediğini ve bu meslek adamlarını dinleyerek, onların isteklerine göre bir iktisat programı oluşturmak gerektiğinden bahsederek bu amaçla bir iktisat kongresi toplanması planladığını belirtmiştir" (Ünlü, 2012: 52)

Yıllarca süren savaşlar ve yabancıların elinde olan ticaret hayatı nedeniyle ülkenin tamamına yoksulluk hâkimdi. Bu nedenle vakit kaybetmeksizin bir milli ekonomi programını hayata geçirmek gerekiyordu. Bu sebeplerle 17.02.1923'te İzmir'de bir kongre düzenlenmiştir.

İzmir İktisat Kongresi olarak adlandırılan kongreye devlet erkânının yanı sıra, Türkiye'nin her yerinden; tüccar, işçi, sanayici ve çiftçi katılmıştır. Kongrenin açılış konuşmasını Atatürk yapmıştır. Kongre süresince her meslek grubundan temsilciler kendi meslekleri adına konuşmalar yapmıştır.

İzmir İktisat Kongresinde, dünya genelinde uygulanan liberal ekonomi politikaları üzerinde durulmuş olsa da milli çıkarları göz önünde bulundurma noktasında devletin de ekonomi alanına müdahil olabileceği her zaman değerlendirilmiştir. Kısa bir özetle; Türkiye Cumhuriyeti Devleti'nin ekonomi politikası: devlet desteği ile yerli, özel serme oluşumunu sağlamaktır diyebiliriz.

Ekonomi ile alakalı olabilecek her konunun görüşüldüğü kongrede, Milli Türk Ticaret Birliği, ülkede mevcut bankacılığın gelişme düzeyinin yeterli olmadığından hareketle, hükümetin bir bankacılık faaliyetine sahip bulunmak gerektiğini ve bunun için de bir milli bankanın varlığına şiddetle ihtiyaç duyulduğunu ifade etmiştir (Varlı, 2010: 97).

Cumhuriyet döneminde Ziraat Bankası faaliyetlerini sürdürmeye devam etmiş, ama ülke genelinde güçlü bir banka konumuna henüz erişememiştir. Osmanlı Bankası ise banknot basma yetkisini hala elinde bulundurduğundan ve de ülke geneline yayılmış şubeler bakımından en büyük banka olarak çalışmıştır. Atatürk'ün talimatı ile cumhuriyetin ilk milli bankası olan İş Bankası kurulmuştur. Devlet desteği ile kısa sürede büyük gelişmeler göstermiştir. İş Bankası'nın da merkez bankası gibi görev üstlenmesi istenmişse de bu görüş hayat bulamamıştır.

Cumhuriyet dönemine Osmanlı'dan miras bir diğer büyük banka ise Osmanlı İtibar-ı Milli Bankasıdır. Cumhuriyetin ilk yıllarında faaliyetlerini sürdürmesine karşın siyasi kararlar neticesinde İş Bankası bünyesine katılmıştır. Bu katılım İş Bankası'nın gelişmesini, etkinliğini ve sermaye yapısının biraz daha güçlenmesini sağlamıştır. Ancak hiçbir zaman merkez bankası olması durumu söz konusu olamamıştır.

Yokluk içinde kurulan Cumhuriyet bir taraftan yokluğa ve yoksulluğa çare ararken bir taraftan da uzun savaşlar nedeniyle yorgun ve bitap düşen halkta yeni umutlar yeşertmeye çalışıyordu. Ne var ki bu pek kolay olmuyordu. Gerek ülke içinde yaşanan sıkıntılar ve gerekse küresel sorunlardan kaynaklanan sıkıntılar bağımsız milli bir ekonomi oluşturmayı zora sokuyordu. 1929 yılında yaşanan Amerika Birleşik Devletleri (ABD) merkezli ekonomik kriz tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Türkiye de bu krizden kendi nispeti ölçüsünde etkilenmiştir. Reel sektörler üzerindeki etkisi durgunluk şeklinde kendini gösteren kriz en çok bankacılık sektörünü olumsuz

etkilemiştir. Özellikle başta ABD olmak üzere birçok ülkede ve Türkiye de onlarca banka iflas etmek durumunda kalmıştır.

Türkiye'de merkez bankasına giden yolda İş Bankası çok çaba sarf etmiştir. Bu çabalar bankanın kendi tasarrufu ile gerçekleşmiş olup devlet ya da hükümet nezdinde bu çabalara destek ve teşvik verilmemiştir. Hatta İsmet İnönü'nün bu konudaki tavrının açık ve net bir şekilde olumsuz olduğu bilinmektedir. Buna rağmen İş Bankası bir merkez bankasına dönüşme noktasındaki arzusu için yurt dışı bağlantılar dahi kurmuştur. Ancak istenilen sonuç elde edilememiştir. Bu uğurda yurt dışından getirilen uzmanlar da hazırladıkları raporlar ile olumsuz görüş bildirmişlerdir. Hükümet elbette bu raporları değerlendirmeye gerek görmemiştir.

Tüm bu süreç yaşanırken Osmanlı Bankası elinde bulundurduğu imtiyazlarla MB (Merkez Bankası) görevini devam ettirmiştir. İmtiyaz süresi 1925 yılında bittiğinde hali hazırda mevcut yerli bankalarının nispeten daha zayıf olan durumları ve tecrübesizlikleri nedeniyle, ayrıca yeni bir MB kurulamamış olmasından dolayı imtiyaz süresi 1935 yılına kadar uzatılmıştır. Yalnız imtiyaz sözleşmesine eklenen bir madde ile MB kurulması durumunda imtiyaz haklarının sonlanacağı ve buna Osmanlı Bankası'nın itiraz etme hakkının olmadığı belirtilmiştir.

1.2.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın Kurulması

Yıllarca süren çalışmalar sonucunda Prof. Leon Morf'un da katkılarıyla MB kanun tasarısı hazırlanmıştır. Tasarı 11.06.1930'da TBMM'ye sunularak kabul edilmiş, 30.06.1930'da 1715 sayılı "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu" adıyla Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir ve faaliyetlerine 3 Ekim 1931 tarihinde başlamıştır (TCMB: 2019).

01.01.1932 tarihinde döviz piyasasını düzenleyen konsorsiyumun bütün işlemlerini Merkez Bankası'na devretmesiyle bankanın kuruluş süreci tamamlanmıştır (Varlı. 2010: 140).

"TCMB'nin hisse yapısı dört grup olarak sınıflandırılmıştır:

A. Sınıfı hisseler; hazineye ayrılmıştır (toplam sermayenin %15'i ile sınırlı).

B. Sınıfı hisseler; milli bankalara,

C. Sınıfı hisseler; yabancı bankalar ve imtiyazlı şirketlere,

D. Sınıfı hisseler; Türk ticaret kuruluşlarıyla, Türk uyruklu gerçek ve tüzel kişilere ayrılmıştır (TCMB.2019)".

"Kuruluş kanununa göre; TCMB'nin temel amacı ülkenin ekonomik kalkınmasını desteklemektir. Bu amaç doğrultusunda MB'ye aşağıdaki görevler verilmiştir:

I. Temel politika aracı olan reeskont oranlarını belirlemek,
II. Para piyasasını ve para dolaşımını düzenlemek,
III. Hazine işlemlerini yerine getirmek,
IV. Türk parasının istikrarına yönelik önlemleri almak,
V. Banknot basımı tek elden yürütmek,
VI. Devletin haznedarlığını üstlenmek (TCMB. 2019)".

TCMB'nin dış finansman gereksiniminin büyük bir kısmı, The American Turkish Investment Corporation (ATIC) ile kibrit imtiyazı anlaşması sonucu karşılanmıştır. (Danışman. 2012: 119).

MB'nin kuruluşunu izleyen yıllarda küresel çapta yaşanan gerilimler sonucu 2. Dünya Savaşı kaçınılmaz olmuştur. 1940'lı yıllarda dünya geneline savaş ekonomisi hâkim olmuştur. Bu dönemde yaşanan ekonomik sıkıntılar ile birlikte yokluk baş göstermeye başlamıştır. Bunun doğal sonucu olarak MB kamu finansman karşılamak için çalışmalar yapmıştır. 1950'lerde büyüme-kalkınmanın finansmanı TCMB fonlarından karşılanmış, söz konusu yıllarda hazine kısa vadeli avans kullanabilmiştir. (TCMB. 2019).

Osmanlı döneminde banknot basma yetkisi yabancı sermayeli Osmanlı Bankası'nda bulunduğundan banknot basma işi yurt dışında gerçekleşmekteydi. Merkez Bankası'nın kurulması ile birlikte yurt içinde banknot basma konusundaki

adımların atılması yine de zaman almıştır. 1955 yılında MB kendi matbaasını kurmuş 1957 yılında da banknot basmaya başlamıştır.

1960 yılına gelindiğinde kamu harcamalarında ve yatırımlarında planlı hareket edilmesi gerektiği düşüncesi gelişmiştir. 1960 sonrası dönem için "planlı ekonomiye geçiş" dönemi denmiştir. Bu süreçte beşer yıllık kalkınma planları hazırlanmıştır. Bu ekonomik gelişmeler paralelinde MB da payına düşenden nasibini almıştır. Kamu finansman kaynağı olma noktasındaki görevini sürdürmekle beraber genişlemeci para politikası uygulamıştır. Kambiyo kontrolünün MB'ye devredilmesi yine bu döneme denk gelmiştir.

1.2.4. 1211 Sayılı Kanun ve TCMB'nin Görev ve Yetkilerindeki Değişiklik

İkinci Dünya Savaşı sonrasında savaş nedeniyle yıkılmış olan ülkelerin toparlanmak ve yeniden kalkınmak için yapısal ve ekonomik değişim gerekli olmuştur. Türkiye savaşa girmemiş ancak küresel savaşın yarattığı etkilerden kendi ölçüsünde nasibini almıştır. Savaşın yarattığı kıtlık nedeniyle uygulanan sıkı ekonomik politikalar yerini kalkınmacı ve büyümeci ekonomik politikalara bırakmıştır bu dönemde. Bunun sonucu olarak para piyasalarında gerekli yapısal değişimler de şart olmuştur.

Bu amaçla 14.01.1970'te 1211 Sayılı TCMB Yasası kabul edilmiştir. "1211 sayılı kanuna göre:

I. A.Ş. statüsü muhafaza edilen bankanın sermayesi 15 milyon iken 25 milyona çıkarılmıştır. %15 olan hazinenin payı %51'den az olamayacağı bu kanun kapsamında belirlenmiştir.
II. Bankaya başkanlık makamı oluşturulmuştur. Bu makama ayrıca Guvernörlük makamı da denilmiştir.
III. Başkan ve Yardımcılarının bulunduğu, karar organı olan Yönetim Komitesi kurulmuştur.
IV. Bankanın en önemli karar organı olan 8 üyeli İdare Meclisi, 6 üyeye düşürülüp Banka Meclisi olmuştur.

V. Hissedarlar Umum Heyeti; Genel Kurul, Murakıplar Komisyonu; Denetleme Kurulu, Umum Müdürlük; İdare Merkezi olarak yeniden adlandırılmıştır. (TCMB. 2019)".

1211 sayılı kanunla yapıla değişiklikler sadece yapısal ve organizasyon şeması yönünden değildi elbet. "TCMB'nin görev ve yetkileri de bu kanunla yeniden belirlenmiştir.

I. Doğrudan ve dolaylı para politikası araçlarındaki kontrolün sağlanması,
II. Para arzını ve likiditeyi düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemleri yapma,
III. Hükümetin para ve krediye ilişkin tedbirleri alırken görüş bildirmesi,
IV. Reeskont işlemleri ile yatırım ve ekonomik kalkınmayı desteklemek amacıyla, orta vadeli kredi verme olanağı,
V. Hazineye kısa vadeli avans verme üst sınırı, ilgili yıla ait bütçe ödeneklerinin %15'i oranında yükseltilmiştir (TCMB. 2019)".

1211 Sayılı Kanun'a göre "Banka'nın temel görevleri para ve kredi politikasını yürütmek, paranın değerinin korunmasına ilişkin önlemler almak, para basma ve ödünç para verme işlemlerini düzenlemektir" (Danışman. 2012: 121).

1980 yılına kadar ithal ikameci politika izleyen Türkiye Cumhuriyeti Devleti ve hükümetleri yıllar içinde bu politikada gerekli başarıyı sağlayamamıştır. Bu başarısızlığın sonucunda ülke yokluk ve kıtlık içinde yaşam mücadelesi vermiştir. Bu başarısızlıklar elbet sadece yerli unsurlardan kaynaklanmıyordu. Küresel, siyasi ve ekonomik etkiler de pay sahibidir bunda. Sonuç olarak 1980 yılında, ocak ayının 24. günü açıklanan yeni bir ekonomi paketi Türkiye'yi içinde bulunduğu koşullardan kurtarmış ancak bambaşka bir alana savurmuştur. Tarihe 24 Ocak Kararları olarak geçmiştir bu olay. 24 Ocak Kararlarına göre Türkiye artık ithal ikameci politikadan vazgeçecek yerine Serbest Piyasa ekonomisi ya da Pazar Ekonomisi diye de adlandırılan kapitalist, küresel sisteme bütünleşmiş olacaktır. Bu kararlar sonucu Türkiye ekonomisi ciddi sorunlar yaşayacaktır. Yaşanacak sorunların temelinde ekonomik alt yapının serbest piyasa ekonomisine hazır olmaması vardır.

24 Ocak Kararları ile "Fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde oluşması amacıyla fiyat kontrolleri kaldırılmış ve serbest dış ticaret politikasına geçiş yaşanmıştır. Başlatılan finansal serbestleşme süreci ile para ve kur politikalarının Merkez Bankası tarafından piyasa ekonomisi ile uyumlu bir şekilde yürütülmesi için gerekli altyapının sağlanması yönünde önemli adımlar atılmıştır. Aynı dönemde para politikası kapsamında mevduat ve kredi faizlerinin piyasa koşullarında belirlenmesi de hükme bağlanmıştır. Ayrıca Türk parası yabancı paralar karşısında devalüe edilerek sabit kur rejimi terk edilmiştir" (Danışman. 2012:121).

"1980 yılı sonrasında yaşanan ekonomik gelişmeler ve değişimler nedeniyle TCMB:

- 1983 yılında altın ve döviz rezervlerini etkin bir biçimde yönetmek konusunda yetkili hale getirilmiştir.
- Bankanın esas görevlerini, ekonominin temel gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak şekilde yürüteceği hükmü kanuna eklenmiştir.
- 1987 yılında, açık piyasa işlemleri yapmaya başlamıştır.
- 1989 yılında, Türk Parasını Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile; ekonomik birimlerin döviz ile işlem yapmalarına izin verildiği ve Türk parasının konvertibl ilan edilerek nispeten daha esnek bir kur rejimine geçilmiştir.
- 1990 yılında, MB, ilk defa kamuoyuna duyurduğu para programı ile döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmadan, piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı hedeflemiştir. Belirtilen hedefe ulaşılmıştır" (TCMB. 2019).

1990'yılların ortalarına doğru ne yazık ki yeni bir ekonomik kriz patlak vermiştir. "Bu krizin nedenleri arasında:

- Körfez Savaşı,
- Etkinliği zayıf maliye politikası,
- Siyasi istikrarın sağlanamaması,
- Bankacılık sektörünün yapısal sorunları,
- Kontrolsüz ve alt yapı eksikliği ile serbest piyasa ekonomisine geçiş,
- Popülist siyasi yaklaşımlar sayılabilir".

"Türkiye 1994 yılındaki kararları oluşturan sürece, vergi gelirlerinin iç borç servisine yetmediği, devletin iç borç açığını kapatmak için dış borca ve TCMB'nin rezervlerine göz diktiği, aynı zamanda yüksek enflasyonun ve cari açığın yaşandığı bir ekonomi ile girmiştir" (Soygüzel. 2017).

- "1994 yılında, kamu borçlarının MB kaynaklarıyla karşılanmasını engellemek için ilk çalışmalar yapılmış, 21.04.1994'te Hazinenin Merkez Bankası kaynaklarını kullanması sınırlandırılmıştır. (TCMB. 2019).
    - 1995 yılında, hazine, bütçe ödeneklerindeki artışın %12'si kadar kısa vadeli avans kullanabilecektir. Bu oran 1998 yılına kadar %3'e düşürülecektir
    - MB'nin parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü arttırabilmek için mevduat munzam karşılıkları ve disponibilite uygulamaları yeniden düzenlenmiştir. (Ardıç. 2004:155).
- 1997'de bir protokol imzalanmıştır. Protokole göre 1998'den itibaren Hazine MB'den kısa vadeli avans kullanamayacaktır. (TCMB. 2019)".

MB'nin 1995 sonrasında izlediği politikalar istikrar sağlamaya yöneliktir. 1995 krizinin de etkisiyle piyasaların ihtiyacı olan istikrarın sağlanması görevini MB üstlenmiştir. 90'lı yıllar para piyasalarında istikrarın sağlanamadığı ve de enflasyonun kontrol altına alınamadığı yıllar olmuştur.

Küresel sermaye ya da para hareketlerinin temelinde hep daha fazla kazanç yatmaktadır. Bu bağlamda bahsi geçen sermaye ya da para yüksek getiri elde edeceği ülkelere kayar. Aynı zamanda yüksek getirinin yanında güvenli bir ortam arar. Güvensiz bir ortam oluştuğunda, ülkede siyasi veya ekonomik istikrar bozulduğu anda, para; kendine güvenli bir ortam arayacaktır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizlerin temel felsefesi bu olgu ile açıklanabilir. Zira gelişme ve kalkınma için yeterli öz kaynağa sahip olmayan ülkeler yabancı kaynaklara ve yatırımcılara ihtiyaç duyar. Bunu sağlayabilmek için uluslararası piyasalardan daha doğru bir ifadeyle rakip pazarlardan daha güvenli, daha kazançlı olduğunu göstermek zorundadır. Bu iki kriterden biri bozulduğunda ya da gelişmiş ülkeler sermayeyi kendilerine çekebilmek adına faizleri yükselttiğinde, Türkiye gibi ülkelerden yüksek

miktarda para ve döviz çıkışı olur ki bunlara bir de siyasi krizler eklenirse ekonomik sorunlar işin içinden çıkılamaz hale gelir. Böylesi bir kriz ortamında hem döviz kuru yükselir hem de reel piyasalar likidite sıkıntısı yaşar. Türkiye'yi de 2001 krizine götüren etkenlerin başında bunlar gelmiştir. Bu etkenlere mali disiplinsizlik, sürdürülemez iç borçlanma, kamu bankalarının görev zararları da eklenince derin bir kriz kaçınılmaz olmuştur.

Amerikan doları karşısında Güneydoğu Asya'daki ülkelerin para birimleri %60 değer kaybetmiş ve piyasalarda rekabet güçlerini Türkiye'ye karşı arttırmıştır (Bağcı, 2016: 47). Bu durum sermaye hareketlerinin Güneydoğu Asya'ya kaymasına neden olmuştur. Yani Türkiye'den yüklü miktarda döviz çıkışı anlamına gelmektedir.

Böylesi bir ortamda 2001 yılına gelinmiş yaşanan ekonomik sıkıntılara bir de siyasi krizler eklenmiştir. Bunun sonucunda 2001 yılında bir dizi önlemler alınmaya çalışılmış ve mevcut politikalar terk edilmiştir. 2001 öncesi ekonomi politikaları; enflasyon hedeflemesi ve sabit kur politikası olarak özetleyebiliriz. Ne var ki yukarıda bahsedildiği şekliyle yabancı sermaye hareketleri nedeniyle sabit kur politikasının bir maliyeti vardır ve bu maliyet 2000 – 2001 döneminde sürdürülemez hale gelmiştir. Bunun sonucunda, 2001 Şubat'ında, sabit kur rejimi bırakılmış ve dalgalı kur rejimi uygulamaya konulmuştur. Sabit kur politikası adından da anlaşılacağı üzere döviz kurunu belli bir oranda sabit tutmayı amaçlar ve bunu sağlamak için sürekli olarak piyasaya müdahale gerektirir. Dalgalı kur ise; döviz kurunun piyasa mekanizması içinde, kendi dinamikleri ile fiyatlanması anlamına gelir ki bu da döviz kurunun piyasada oluşan arz ve talep miktarı ile fiyatlanmasıdır.

İçinde bulunulan kriz ortamı nedeniyle Türkiye IMF ile yeni bir program uygulamaya koymuş ve bu programa "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" (GEGP) adını vermiştir.

"Uygulamaya koyulan bu programın TCMB üzerindeki etkisi ve yapısal değişimi 25 Nisan 2001 tarihi itibariyle aşağıdaki şekilde olmuştur:

- Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanmasıdır.
- MB'ye para politikasını uygulama ve bunun için kullanılacak araçları belirleme yetkisi tanınmıştır.

- MB hükümetin büyüme ile istihdam politikalarını destekleyecektir. Fakat ilgili politikalar fiyat istikrarı amacına ters olamamalıdır.
- Finansal kararlılık MB'nin takviye edici amacı olmuştur.
- MB'nin kamu finansmanına kaynak oluşturmasına engel oluşturmak için; hazine ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesi, kredi açması ve bu kuruluşların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması yasaklanmıştır.
- Para Politikası Kurulu oluşturularak, para politikası stratejilerinin ve karar alma mekanizmalarının kurumsallaşması amaçlanmıştır.
- 2002 yılında modern bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır.
- 2002 – 2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmış, MB'nin teknik ve kurumsal alt yapısı güçlendirilmiş, tahmin modelleri geliştirilmiş ve veri seti genişletilmiştir.
- Araştırma Genel Müdürlüğü, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü şeklinde yeniden yapılandırılmış, iletişim politikalarının etkinliğinin sağlanabilmesi için İletişim Genel Müdürlüğü kurulmuştur.
- 2005 yılı itibariyle politika kararları ile ilgili öngörülebilirliğin arttırılması amacıyla; bir yıllık Para Politikası Kurulu toplantı tarihleri, bir takvim çerçevesinde önceden açıklanmaya başlamıştır.
- 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yapılmıştır. TCMB, 2019).
- 2005 – 2009 yılları arasında para reformu yapılarak, yıllarca yüksek enflasyon ve devalüasyonlar nedeniyle bol sıfırlı hale gelen Türk Lirası'ndan sıfırlar atılmıştır".

Hâlihazırda Merkez Bankası, Türkiye'de ve dünyadaki gelişmeleri yakından izleyen, nitelikli insan kaynakları bulunan, modern alt yapısı ile sürekli yenilenen, etkin bir yapıda, politikalarını ve uygulamalarını devam ettiren, teknik ve güvenli bir kurum olarak faaliyetlerine devam etmektedir (TCMB, 2019)

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN PARA POLİTİKASI VE ARAÇLARI

2.1. FAİZ KAVRAMI VE TEORİLERİ

Merkez Bankası'nın para politikası ve araçlarına değinmeden önce bu başlık altında sıkça karşılaşacağımız "faiz" kavramı üzerinde durmak faydalı olacaktır. Zira ekonomi sistemlerinin temel politika aracı ve karar mekanizmalarının belirleyici unsuru faiz oranlarıdır.

Faiz, getiri, kiralanan paranın kira bedeli olarak en basit tanımı yapılabilir. Türk Dil Kurumu (TDK) ise; işletmek için bir yere ödünç verilen paraya karşılık alınan kâr, getiri, ürem, nema olarak tanımlamıştır.

Faiz kavramını anlaşılır bir hale getirmek için ekonomide iki grup olduğunu varsayalım. Birinci gurup, ellerinde birikimleri bulunan tasarruf sahipleridir. Bu tasarruf sahipleri birikimlerini korumak ve de onlardan gelir elde etmek isteyenlerdir. Bu amaçla birikimlerini ödünç vermek ve karşılığında artı bir gelir elde etmek isterler. İşte bu istenen, arzu edilen gelirin karşılığıdır faiz. İkinci gurup ise, birinci guruptakilerin birikimlerini ödünç almak suretiyle yatırım yapmak ve kazanç, kar elde etmek isteyenlerdir. Bu ödünç alma karşılığında tasarruf sahiplerine ödemeye razı oldukları artı değerin karşılığı da yine faizdir.

Kişilerin değer ölçeğinin spekülatif değerlendirmeleri de kapsamasıyla mevcut mallar için gelecek gelecek mallara göre piyasa fiyatı belirleyecek olan bir piyasa süreci söz konusu olmuştur. Mevcut mallar ile gelecekteki mallar arasındaki göreceli

piyasa fiyatını belirlemek faiz oranı terimi ile karşılanmaktadır (De Soto, 2017:284). Faiz oranını iki farklı şekilde yorumlamak mümkündür. Bunlardan ilki faizi mevcut malların bugünkü fiyatlarının, aynı malın yarınki fiyatına oranı olarak gören görüştür. Bu görüş Ludwingvon Mises (1966) tarafından savunularak faiz oranının malların fiyatlarının bir oranı olup kendi başına bir fiyat olmadığını kabul etmektedir. İkinci görüş ise Murray N. Rothbard tarafından savunulan faizi mevcut malların gelecekteki mallar cinsinden fiyatı olarak kabul eden görüştür.

Geçmiş zaman ekonomilerinde faiz oranları piyasada kredi arz ve talebine bağlı olarak kendiliğinden oluşması beklenirken, modern ekonomi sistemlerinde para otoritesi tarafından belli ekonomik çıkarlar gözetilerek belirlenmektedir. Bu bağlamda faiz, bir ekonomik sistem içinde tasarrufların, yatırımların, harcamaların, para arzının, döviz kurunun piyasa koşulları içinde ne şekilde hareket edeceklerini belirleyen en temel etkendir. Faiz etkisi ile enflasyon hedeflemesi, tam istihdama ulaşmak, piyasaları kendi dinamikleri içerisinde dengeye getirmek gibi sonuçlar amaçlanır para otoritesi tarafından. Bu otorite ülkemizde TCMB'dir.

Faiz kavramı günlük yaşantımızın her alanında karşımıza çıkmaktadır. Bankaya mevduat yatırırken, kredili gayrimenkul alım satım işlemlerinde ya da belli bir zaman diliminde ortaya çıkan ihtiyaçlarımızı karşılamak üzere borçlanma yoluna gittiğimizde hep bir faiz kavramı ile karşı karşıya kalırız. Bizim için bu kadar güncel olan bir olgu aslında modern çağların bir ekonomi parametresi olmayıp binlerce yıllık geçmişe sahiptir. Çok eski çağlarda yaşamış olan toplumlar bile ekonomik dengeleri korumak adına faiz ile borçlanılabileceğini öngörmüş ancak faize bir üst sınırlama getirmiştir.

Modern ekonomik çağlarda faiz, bir ekonomi terimi ve parametresi haline gelmiştir. Bu nedenle faiz konusunun ekonomi üzerindeki etkisini açıklamaya çalışan beş yaklaşım söz konusu olmuştur.

2.1.1. Klasik Faiz Teorisi

Klasik İktisat; Adam Smith, David Ricardo, Jean-Baptiste Say ve John Stuart Mill gibi ekonomistlerin önderliğinde klasik ekonominin ilk dönemi, Jeremy Bentham,

Carl Menger, Alfred Marshall, Arthur Cecil Pigou, LeonWalras, Herman Heinrich Gossen, Irving Fisher, Knut Wickcell gibi ekonomistlerin oluşturduğu Neoklasik dönem ve Robert Lucas, Thomas Sargent, Neil Wallace, Robert Barro gibi ekonomistlerin temsil ettiği Yeni Klasik İktisat olarak incelenmektedir. Klasik faiz teorisi klasik iktisat teorisi gibi, Adam Smith'in düşüncelerinden önemli ölçüde etkilenmiştir.

Klasik faiz teorisinde tüm yaklaşımlar için ortak düşünce tasarruf sahiplerinin birikimlerini kiraya vermek istedikleri miktar ile yatırımcıların kiralamak istedikleri miktar birbirine denktir ve bu denkleşme neticesinde faiz oranı piyasada kendiliğinden oluşur. Faiz oranı, bir bireyin tasarruf miktarındaki artışla artacaktır. Faiz oranı tasarruf için ödenen tutarı ifade etmekle birlikte tasarruf ve yatırımlar faiz tarafından şekillenir

Adam Smith (1776)'e göre faizle ödünç verilen değer zamanında geri verilmeyi ve beraberinde bu kullanım hakkı için bir yıllık kira ödemesini bekler. Bu değer sermaye olarak kullanırsa, kar ile birlikte ücret ödemesinde de kullanılarak faizi ve geri ödemeyi gerçekleştirebilir. Ödünç verilen değerin tüketimde kullanılması halinde ise kâr söz konusu olamayacağı gibi ücret ödemelerinde de kullanılamayarak faiz ve borcun geri ödeme döngüsü de zorlaşır. Yine Ricardo bu doğrultuda tasarruf etmekten kaçınmayı doğru bulmayarak zenginlerin ihtiyaçlarını aştığını düşünmekteydi. Dolayısıyla Ricardo'ya göre faiz, tasarrufu teşvik etme aracı olarak görülmekteydi.

Klasik iktisatçılar faiz oranları ile yatırım harcamalarının ters yönlü hareket ettiğini savunmuşlardır. Bu düşünceye göre, belirli bir beklenen getiri düzeyindeki yatırım harcamalarının, faiz oranları yüksek olduğunda karlılığı düşük olur. Yani elde edilecek kar, katlanılacak faiz maliyetini karşılamayacak ya da faiz maliyetinin çok az üstünde bir getiri sağlayacaksa girişimciler bu yatırımları yapmaktan kaçınacaklardır dolayısıyla yatırımlar azalacaktır. Tersi durumda belirli bir karlılık oranında faizlerin göreceli düşük olması halinde girişimcilerin elde edecekleri karın katlanacakları faiz maliyetinin üstünde olmasından kaynaklı olarak yatırımlar artacaktır. Bu döngü esnek faiz mekanizmasının oluşmasını sağlayacaktır. Say yasası çerçevesinde piyasada oluşan faiz yatırım talebi ve tasarruf arzı tarafından kendiliğinden oluşacaktır.

Bir başka durum ise tüketim, harcama ve tasarruflar üzerindeki etkisidir. Faiz oranları yükseldikçe bireyler gelecekte daha fazla gelir elde edebilmek için tasarruflarını arttırmak isteyeceklerdir. Dolayısıyla faiz oranları artarsa tasarruflar artacaktır. Bir ekonomide tasarrufların artması tüketim ve harcamaların azalması anlamına gelmektedir. Faiz oranlarındaki artış tüketim ve harcamaların azalmasına neden olacaktır.

Klasiklere göre faiz, zaman kavramını içerir ve kredinin fiyatıdır. Gelecekteki bir ekonomik değer için mevcut olan ekonomik değerin kişiler arsında değişimini kapsamaktadır. Kişilerin bugünkü bir mal ile gelecekteki bir mal arasındaki tercihini yansıtır. Fiyat-maliyet nedenselliği kısır döngüsü çerçevesinde faiz kredinin fiyatı ve sermayenin kazancı olarak görülmüştür.

2.1.2. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Klasik iktisatçılar faiz oranlarını açıklarken sadece reel unsurları dikkate alırken, Neoklasik iktisatçılar parasal unsurları da dikkate almışlardır. Neoklasik faiz teorisi, ödünç verilebilir fonlar teorisi olarak adlandırılmaktadır. Bu teoriye göre faiz oranı, kredi piyasasında kredi arzı ve kredi talebi tarafından belirlenir. Ellerinde fon fazlası olan ve fon ihtiyacı olanlar arasındaki ilişki üzerinden açıklanır bu teori. Fon talebiyle faiz oranları arasında ters yönlü bağ söz konusudur.

Ödünç verilebilir fon talep edenler, karar alırken, ödünç almanın maliyetiyle fon kullanarak elde edecekleri kazançları karşılaştırıp verirler. Kazançların maliyeti aşması durumunda fon talep ederler. Fon arzıyla faiz oranı arasında eş yönlü ilişki mevcuttur. Faiz oranlarındaki artış fon arzını arttıracaktır. Buna göre fon talep eğrisi negatif, fon arz eğrisi pozitif eğimlidir. Bu eğrilerin kesişim noktası denge faiz oranını verecektir.

Neoklasik yaklaşıma göre ise faiz oranı azalan yasalarla açıklanmaktadır. Malların fiyatının marjinal faydasına oranının eşitlendiği noktada bir tüketim tercihinin yapılacağından bahseder. Faiz oranı ise marjinal fayda esası çerçevesinde sermayenin üretkenliği/etkinliği prensibine göre belirlenir (AnsgarBelke, 2009).

Faizi fedakârlık yerine beklemenin bedeli olarak tanımlayan Marshall'a göre, sermaye talebi, sermayenin marjinal verimliliğine bağlıdır. Sermayenin marjinal verimliliği, üretime katılan en son birim sermayenin sağladığı üretim düzeyinde meydana getirdiği değişmedir. Sermaye talebi söz konusu sermayenin marjinal verimliliği, sermayenin faiz sınırına denk olduğu noktaya kadar devam edecektir. Ancak bu noktada azalan verimler yasası devreye girerek artan sermaye ile birlikte sermayenin verimliliği de düşecektir (Samuelson 1965: 644).

Tek faiz haddini benimseyen klasik faiz teorisinde parasal öğeleri dikkate alarak kuramı daha realist bir zemine oturtan Knut Wicksell, parasal (nominal) faiz oranıyla doğal faiz oranı olarak iki tür faiz oranı bulunmaktadır. Doğal faiz oranı, işletilen reel sermayeden sağlanan kar oranı şeklinde ifade edilirken, parasal faiz oranı, bankaların kredi üzerinden talep ettikleri faiz oranı olarak tanımlanmıştır. Wicksell, piyasa faiz oranının doğal faiz oranından düşük olduğunda, yatırımları teşvik edip girişimcilerin karlarına katkı sunduğunu belirtmiştir. Artan yatırım ve üretim miktarı da enflasyonu arttırabilecektir (Wicksell, 1965: 106-107)

Yine neoklasik İktisatçılardan faiz teorisine ilişkin önemli açıklamaları olan Irving Fisher zaman tercihi kuramında, bireylerin zaman tercihi ile ilgili kayıtsızlık eğrilerini, toplam servet ve faiz oranı etkilerini yansıtan bütçe doğrusu kısıtlaması altında incelemiştir. Fisher bugünkü tüketim ile gelecekteki tüketimin en çok tatmin sağlayan bileşiminin nasıl belirleneceğini göstermiştir. Nominal faiz ve reel faiz kavramlarını ayırarak nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon arasındaki ilişkiyi açıklamıştır. Reel faiz oranı ile beklenen enflasyon oranı toplamının nominal faiz oranına eşit olduğu sonucuna ulaşmıştır (Fisher, 1930:27).

2.1.3. Keynesgil Faiz Teorisi

Öncülüğünü John Maynard Keynes'in (1883-1946) yaptığı Keynesgil faiz teorisinde; faiz, para arz ile talebi tarafından para piyasasında belirlenir. (Ansgar Belke, 2009). Keynes faizi reel unsurlarla açıklamaya çalışırken, Klasik yaklaşımdan farklı olarak spekülatif güdüye dayalı para talebini de analize ekleyerek, faiz oranını parasal unsurlarla açıklamıştır. Keynes'in Likidite Tercihi Kuramında faiz oranı parasal bir olgu olmakla birlikte tasarruf ve yatırım harcamalarından bağımsız, likidite

tercihi ve para arzı tarafından belirlenir (Keynes, 1936). Keynesgil modelde; işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı olarak para talebi gerçekleşir. Bu modelde toplam para talebi faiz oranı ile ters yönlü hareket eder. Keynesgil faiz teorisinde, faiz oranı MB tarafından kontrol edildiği, yani dışsal olarak belirlendiği kabul edilir. Para arzı ve para talebindeki değişmeler, denge faiz oranını değiştirir. Para arzı sabitken, gelir artışı nedeniyle para talebi artarsa para piyasasında faiz oranı yükselir (Aslan, 2009:397-398).

"Keynesyen analizde faizin iki işlevi bulunmaktadır:

- Tasarrufun para olarak tutulması ile alternatif yatırım araçlarına kayması arasındaki tercihi etkiler. Faiz oranı tasarrufu para olarak tutmanın fiyatı veya likiditeden vazgeçmenin ödülü şeklinde değerlendirilmektedir. Bu fiyat ne kadar yüksek olursa, spekülatif para talebi o kadar düşük olacaktır.
- Faiz oranının diğer işlevi ise, para piyasası ile reel piyasa arasında köprü vazifesi görmektir. Sermayenin marjinal etkinliğini ifade eden iç verim oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki ilişki, yatırım talebini etkilemektedir. Böylece parasal kesimde belirlenen faiz oranı, yatırım talebi yoluyla reel sektörü etkiler (Keynes, 1936)".

2.1.4. Hicks- Hansen'ın Neo-Keynesyen Sentezi

Hicks-Hansen faiz kuramı, Klasik ve Keynesyen yaklaşımları içermektedir. Faiz oranı ile gelir düzeyinin belirlenmesi, hem reel hem de parasal kesimde birlikte gerçekleşmektedir. IS-LM analizi olarak adlandırılan bu yaklaşımda her gelir düzeyi için yatırımı tasarrufa eşitleyen tek bir faiz oranı ve yine her gelir düzeyi için para talebini sabit para arzına uyarlayan tek bir faiz oranı bulunur. Hicks-Hansen'in IS-LM analizi faiz oranlarının belirlenmesinde, reel unsurlar ve bu unsurların belirleyicileri ile parasal unsurlar ve bu unsurların belirleyicilerini toplu olarak dikkate almaktadır.

2.1.5. Tobin'in Portföy Kuramı

Tobin'in portföy kuramına göre bireyler, parasal, finansal ve reel yatırım araçlarından oluşan portföylerini, bu değerlerin göreli fiyat ve getirileri ışığında düzenlerler. Portföy dengesi, alternatif yatırım araçlarının getiri oranları eşitlendiğinde

yeniden kurulmaktadır. Burada para talebinin bağımlı değişkeni, para talebinin toplam değerlere oranı şeklinde tanımlanmakta ve açıklayıcı değişkenler arasında çeşitli yatırım araçlarının getiri oranları bulunmaktadır. Böylece faiz oranının belirlenmesinde para arzı ve para talebi dışında, diğer yatırım araçlarının arzı da rol oynayabilmektedir (Tobin, 1958; Branson, 1979: 244-251)

2.2. TCMB'NİN PARA POLİTİKASI AMAÇLARI

TCMB'nin görevleri ve bu görevlerden kaynaklanan sorumlulukları vardır. Bunlar beş ana başlıkta sıralanabilir; fiyat istikrarı, finansal istikrar, döviz kuru rejimi, banknot basma ve ihraç yetkisi ve ödemeler sistemleridir.

2.2.1. Fiyat İstikrarı

MB kanununda da belirtildiği üzere bankanın temel hedefi fiyat istikrarıdır. Bu amaç doğrultusunda uygulayacağı politikalarla, bu politika araçlarının seçimi konusunda bağımsız karar alabilme yetkisine sahiptir.

Mal veya para piyasasından kaynaklanan dışsal şokların yol açtığı talep istikrarsızlıkları, para veya faiz oranın hedeflenmesi ile önlenebilir ya da azaltılabilir. Nihai amaç nispi fiyat istikrarı veya hâsılanın nispi istikrarıdır. Şokun kaynağı para piyasayı ise faiz oranı hedeflemesi, mal piyasası ise para arzı hedeflemesi bu amacı daha iyi sağlayacaktır (Aslan, 2009: 559).

Bu duruma göre; eğer mal piyasasında, yani üretimden kaynaklanan bir sorun yoksa yaşanan ekonomik sıkıntı para piyasasından kaynaklı olduğu ve çözümü için faiz oranı hedeflemesi yapılması gerektiği şeklindedir. Eğer sıkıntının kaynağı mal piyasası ise bu kez çözüm için para arzı hedeflemesi uygulanmalıdır. Her iki durumda fiyat istikrarını sağlamaya yöneliktir.

2.2.2. Finansal İstikrar

MB kanununda bankanın destekleyici amacı olarak belirlenmiştir. MB, Türkiye'deki işler halde bulunan finansal sistemin istikrarı bir şekilde iş ve işlemlerine devam edebilmesi, ortaya çıkabilecek sorun ve risklere karşı finansal sistemin işlerliğinin aksamaması için gerekli tedbirleri almakla görevlidir. Para ve

döviz piyasalarını düzenlemek bu kapsamda değerlendirilir. TCMB, finansal istikrarı, finansal sistemin iç ve dış şoklara karşı ne kadar dayanıklı olduğunu gösterir. "MB'nin başlıca finansal istikrar görevleri;

- Mali piyasaları izlemek,
- Finansal sistemler ile ilgili hususlarda hükümete görüş vermek,
- Banka ve banka dışı mali kurumların yükümlülükleri doğrultusunda, zorunlu karşılıklar ve umumi disponibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek,
- Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemek,
- Ödeme ve mutabakat sistemlerini kurmak, işletmek ve denetlemek (TCMB, 2019)".

2001 krizi sonrasında ekonomi alanında yapılan yapısal değişim ve düzenlemeler ile finansal istikrarın sağlanması noktasında önemli adımlar atılmıştır. Yapılan bu düzenlemelerin etkinliği 2008 küresel krizi ile sınanmış ve bu krizden derin yaralar almadan Türkiye ekonomisinin çıkması sağlanmıştır.

Özellikle 2001 krizi sonrasında hayata geçirilen yapısal reformlar ve düzenlemeler sonucu yabancı bankaların Türk bankalarını satın almaları veya Türk bankalarına ortak olmaları, Türkiye'de yeni banka açma girişimleri finansal istikrarın sağlanması noktasında doğru adımlar atıldığının en önemli göstergesidir.

"MB uluslararası finansal kuruluşlarda da faaliyet sürdürmektedir. Bunlar:

- Finansal İstikrar Kurulu (FSB)
- Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS)
- Uluslararası Para Fonu (IMF)
- Ekonomik İşbirliği ve Gelişme Örgütü (OECD)
- İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB)
- Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Kuruluşu (IILM)"

2008 küresel ekonomik krizi sonrasında yaşanan gelişmelere bağlı olarak MB yeni politikalar belirlemek zorunda kalmıştır. MB'nin bundan sonraki süreçte uygulayacağı politikalar:

- **Faiz Koridoru:** Gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki farkı ifade eden faiz koridoru genişletilmiş, para piyasasında kısa vadeli faizlerdeki dalgalanmaların konjonktüre göre ayarlanması yönünde bir operasyonel çerçeve oluşturulmuştur. Böylece, kısa vadeli faizlerin ortalama getirisi düşürülerek dalgalanma arttırılmış, kısa vadeli sermaye girişleri mümkün olduğunca azaltılmıştır.
- **Zorunlu Karşılıklar:** Merkez Bankası ayrıca; piyasadaki Türk Lirası likiditesini ve kredi arzını kontrol etmek amacıyla, zorunlu karşılıkları bir makro ihtiyati tedbir olarak kullanmıştır. Bu amaç doğrultusunda; zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması arttırılmış ve konu ile ilgili yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Bunun yanında, zorunlu karşılık oranları, kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre yeniden düzenlenmiştir. Böylelikle, bankacılık sistemindeki yükümlülük vadesi uzatılarak finansal sitemin güçlendirilmesi amaçlanmıştır.
- **Rezerv Opsiyonu Mekanizması:** Bankacılık sistemindeki maliyet ve likidite kanallarının olumlu etkilenmesi ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlanması için rezerv opsiyonu mekanizması geliştirilmiştir. "Bu çerçevede bankalara:
  - Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıklarda, belirli bir oranının yabancı para cinsinden tutulması,
  - Türk lirası ve yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıklarda, belirli bir oranının altın cinsinden tutulması imkânı sağlanmıştır".

2.2.3. Döviz Kuru Rejimi

Bu rejimi belirlemek bankanın bir diğer görevidir. Bu görev hükümet ile birlikte yürütülür. Hükümetle beraber belirlenen döviz kuru rejimini hayata geçirmek ve uygulamak MB'nin görev ve yetkisindedir. 2001 krizi sonrasında sabit kur rejimi bırakılarak, dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bu rejimde MB, döviz kurlarına müdahalede bulunmaz. Döviz kurları piyasanın kendi dinamikleri neticesinde arz – talep denkleminde fiyatlanır. MB, finansal istikrar kapsamında muhtemel riskleri ortadan kaldırmak üzere gerekli tedbirleri alır.

2.2.4. Banknot Basma ve İhraç Yetkisi

Ülkemizde para basmaya yetkili olan tek kurum Merkez Bankası'dır. Bu yetkiyi TBMM tamamen ve süresiz olarak MB'ye devretmiştir.

Banknot ihracı yetkisi beraberinde birtakım yükümlülükleri de getirir. Bu yükümlülükler aynı zamanda para politikası uygulamalarının etkinliğini de arttıracaktır. "Bu yükümlülükler:

- Paranın satın alma gücü ile diğer paralar karşısındaki kıymetinin muhafazası: Bu muhafaza aynı zamanda bir zorunluluktur. Paranın satın alma gücünün korunması MB'nin aşırı ya da yetersiz emisyondan sakınarak yerine getirdiği bir sorumluluktur.
- Banknotların, ödemelerde her zaman geçerli ve kabul edilebilirliğinin sağlanması: MB açısından basit bir zorunluluktur. Bir kararla banknotların yasal kuru iptal edilerek bunların yenileriyle değiştirilmesi her zaman mümkün olmalıdır.
- Banknotların fiziki kalitesinin korunması: Banknotların basımı, dağıtımı, yıpranmış olanların yenileriyle değiştirilmesi ve kalpazanlığa karşı korunması MB'nin sorumlulukları arasındadır. MB banknot dağıtımını şubeleri aracılığıyla, şubesinin olmadığı yerlerde T.C. Ziraat Bankası şubeleri aracılığıyla yapmaktadır" (Parasız, 2009: 279).

Banknotların kalpazanlığa karşı korumalı olması yani sahte paraların basımının zor olması önemli bir husustur. Zira sahtesi kolay yapılabilen bir banknota sahip ülkelerde para politikası uygulamaları etkinliğini yitirecektir.

2.2.5. Ödeme Sistemleri

Merkez Bankası; fonların ve menkul kıymetlerin güvenli ve hızlı bir şekilde aktarılması ve mutabakatının gerçekleştirilmesi için yeni sistemler kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemesini sağlamak, gözetimini gerçekleştirmek ve gerekli düzenlemeleri yapmakla yükümlüdür.

6493 sayılı kanunun 3/v maddesine göre; Ödeme sistemi: Üç veya daha fazla katılımcı arasındaki transfer emirlerinden kaynaklanan fon aktarımlarının gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla yapılan, takas ve mutabakat işlemleri için gerekli altyapıyı sunan ve ortak kuralları olan yapıyı, ifade eder.

Türkiye'de MB tarafından uygulanan ödeme sistemi herkesin günlük yaşamda kullandığı EFT (Elektronik Fon Transferi)'dir.

Yukarıda sayılan başlıklar aslında bir yerde devletin ekonomi üzerindeki görev ve sorumluluklarını kapsamaktadır. Devletler ve bu görev ve sorumluluklarını Türkiye'de de olduğu gibi MB aracılığıyla gerçekleştirmektedirler. Burada asıl mesele katlanılabilir bir enflasyon seviyesine ve işsizlik oranına ulaşmayı sağlamak, üretimin ve ticaretin dış şoklardan etkilenmesini önlemek, yatırımcılara güvenli ve kazançlı bir yatırım ortamı sunmaktır. Bu hedefe giden yolda uygulanacak politika ve kullanılacak politika araçlarının tamamı aslında aynı sonuca ulaşmak için kullanılmaktadır.

MB, beş ana başlık altında topladığı amaçlarına ulaşmak üzere birtakım araçlar kullanmak zorundadır. Bu araçların seçim tercihi tamamen MB'nin tasarrufunda bulunmaktadır. Bu araçlar vasıtasıyla ekonomi ve reel piyasalar üzerinde istenilen sonuca ulaştıracak etkilerin olması beklenir.

2.3. TCMB Para Politikası Kurulu ve Kararları

2001 krizi sonrası gelişmeler ışığında MB bünyesinde Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuştur. PPK, küresel gelişmelerin yakından takip edilmesi sonucu elde edilecek olan veriler ile ulusal verilerin birlikte değerlendirilmesi neticesinde oluşturulacak politikaları belirleyerek, fiyat istikrarının sağlanmasında etkinliğin arttırılması amacıyla kurulmuştur.

PPK, Merkez Bankası başkanı, başkan yardımcıları, banka meclisi üyeleri arasından seçilecek bir üye ve başkanın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Hazine müsteşarı veya müsteşarın belirleyeceği bir yardımcısı PPK toplantılarına katılabilir ancak oy kullanma hakları yoktur (Parasız, 2009: 295).

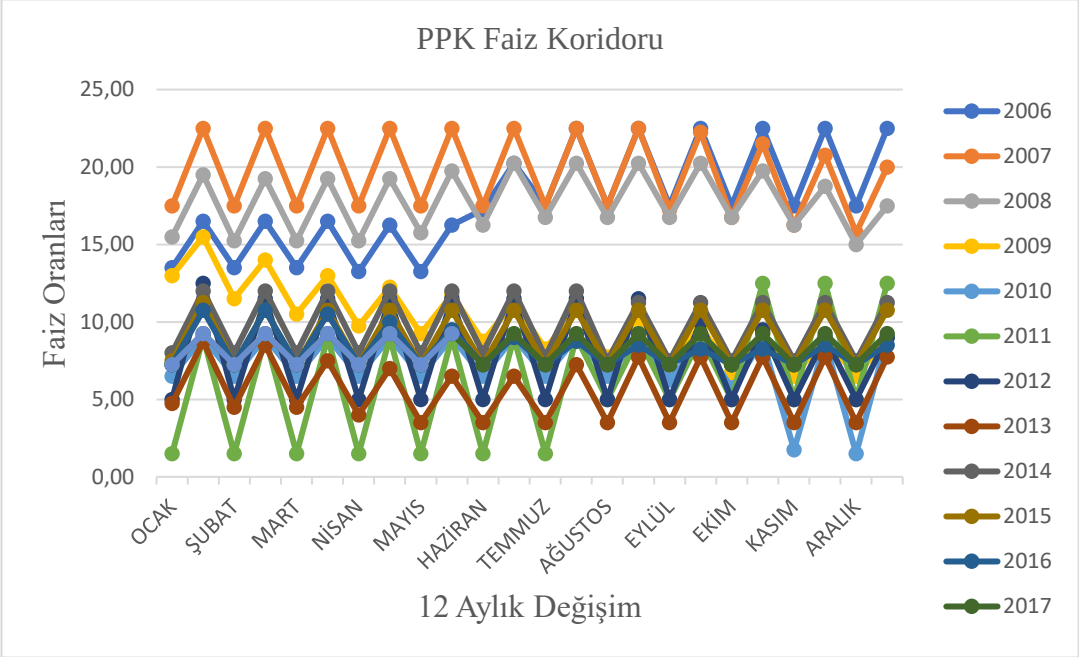
Kurul, önceden açıklanan bir takvim çerçevesinde, üyelerinin en az üçte ikisinin iştirakiyle toplanır. Toplantı öncesinde, MB'nin ilgili birimleri tarafından; enflasyon, ödemeler dengesi, ekonomik faaliyet, kamu maliyesi ve uluslararası gelişmeler hakkında detaylı bir şekilde kurul bilgilendirilir. Kurul MB'nin uygulayacağı para politikası ilke ve stratejilerini belirler ve hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, mevcut üyelerin çoğunluğu ile karar verir. Oyların eşitliği hâlinde, Başkan'ın yer aldığı tarafın teklifi kabul edilmiş sayılır. Toplantının hemen ardından, PPK kararı, kısa gerekçesi ile birlikte Merkez Bankası web sitesinde açıklanır. Kurulun ayrıntılı değerlendirmelerini içeren toplantı özeti ise; toplantıyı takip eden 5 iş günü içinde, yine internet sitesinde yayınlanır. PPK, faiz kararını alırken Merkez Bankası Kanunu'nda belirtildiği gibi fiyat istikrarını sağlamayı amaçlar. Bu nedenle PPK, geniş bir veri skalasını dikkate almaktadır. Orta vadeli bir bakış açısıyla, gelecek dönemin enflasyon görünümüne odaklanmaktadır (TCMB,2019).

Tablo3: Yıllar itibariyle PPK'nın almış olduğu borçlanma faiz oranları

	OCAK		ŞUBAT		MART		NİSAN		MAYIS		HAZİRAN		TEMMUZ		AĞUSTOS		EYLÜL		EKİM		KASIM		ARALIK	
Yıllar	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**	**ALMA**	**VERME**
2006	13,50	16,50	13,50	16,50	13,50	16,50	13,25	16,25	13,25	16,25	15/17,25	18/20,25	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50
2007	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,50	22,50	17,25	22,25	16,75	21,50	16,25	20,75	15,75	20,00
2008	15,50	19,50	15,25	19,25	15,25	19,25	15,25	19,25	15,75	19,75	16,25	20,25	16,75	20,25	16,75	20,25	16,75	20,25	16,75	19,75	16,25	18,75	15,00	17,50
2009	13,00	15,50	11,50	14,00	10,50	13,00	9,75	12,25	9,25	11,75	8,75	11,25	8,25	10,75	7,75	10,25	7,25	9,75	6,75	9,25	6,50	9,00	6,50	9,00
2010	6,50	9,00	6,50	9,00	6,50	9,00	6,50	9,00	6,50	9,00	6,50	9,00	6,50	9,00	6,50	9,00	6,25	8,75	5,75	8,75	1,75	8,75	1,50	9,00
2011	1,50	9,00	1,50	9,00	1,50	9,00	1,50	9,00	1,50	9,00	1,50	9,00	1,50	9,00	5,00	9,00	5,00	9,00	5,00	12,50	5,00	12,50	5,00	12,50
2012	5,00	12,50	5,00	11,50	5,00	11,50	5,00	11,50	5,00	11,50	5,00	11,50	5,00	11,50	5,00	11,50	5,00	10,00	5,00	9,50	5,00	9,00	5,00	9,00
2013	4,75	8,75	4,50	8,50	4,50	7,50	4,00	7,00	3,50	6,50	3,50	6,50	3,50	7,25	3,50	7,75	3,50	7,75	3,50	7,75	3,50	7,75	3,50	7,75
2014	3,5/8	7,75/12	8,00	12,00	8,00	12,00	8,00	12,00	8,00	12,00	8,00	12,00	7,75	12,00	7,50	11,25	7,50	11,25	7,50	11,25	7,50	11,25	7,50	11,25
2015	7,50	11,25	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,75
2016	7,25	10,75	7,25	10,75	7,25	10,50	7,25	10,00	7,25	9,50	7,25	9,00	7,25	8,75	7,25	8,50	7,25	8,25	7,25	8,25	7,25	8,50	7,25	8,50
2017	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25
2018	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25	7,25	9,25														

Kaynak: TCMB PPK kararları ile oluşturulmuştur.

Tablo 3'te TCMB Para Politikası Kurulunun yıllar itibariyle almış olduğu faiz koridoru oranları görülmektedir. Tablo 3'de aylar itibariyle Alma ve Verme sütunları bulunmaktadır. "Alma" sütunu TCMB'nin gecelik borçlanma faiz oranını, "Verme" sütunu ise TCMB'nin gecelik borç verme faiz oranını göstermektedir. PPK faiz oranlarını belirlerken asıl amacı olan fiyat istikrarı ve de finansal istikrar unsurlarını gözeterek mevcut ekonomik konjonktür verileri ışığında karar almaktadır.

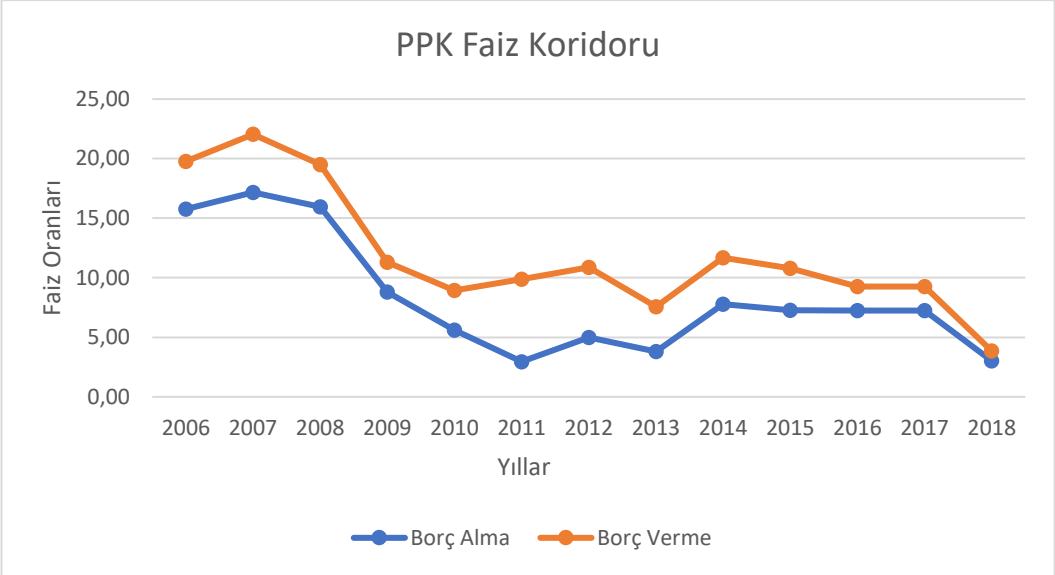


Kaynak: TCMB (Tablo 3 verileri kullanılarak hazırlanmıştır).

Grafik 1: PPK Faiz Koridoru

Para Politikası Kurulu yalnızca faiz koridoru oranlarını belirlemiyor, aynı zamanda açık piyasa işlemleri (APİ) için de faiz oranları belirliyor. APİ için belirlenen faiz oranları, gecelik ve bir hafta vadeli repo ihale işlemlerinde geçerli olmak üzere belirlenir. Aynı zamanda politika faiz oranı olarak da bilinir.

Grafik 2'den de anlaşılacağı üzere MB faiz oranları yıllar itibariyle azalma eğilimdedir.



Kaynak: TCMB (Tablo 3'deki verilerin yıllık ortalaması alınarak oluşturulmuştur).

Grafik 2: PPK Faiz Koridoru Yıllara Göre Ortalama Değişimi

2.4. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)

Türkiye'de açık piyasa işlemleri, Merkez Bankası tarafından finans piyasasındaki kısa vadeli faiz oranlarının politika faizi etrafında oluşmasını sağlamak ve likiditeyi düzenlemek için kullanılır. Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi sağlamak amacıyla yapılamaz. Bunun yanında Merkez Bankası, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz (TCMB, 2019).

Başka bir tanımla APİ, MB'nin dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için hazine bono ve tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemleridir. Piyasadan bu gibi kıymetlerin MB tarafından satın alınması piyasaya para çıkarmasıyla, satılması dolaşımdan para çekilmesiyle sonuçlanacaktır (Parasız, 2009: 353).

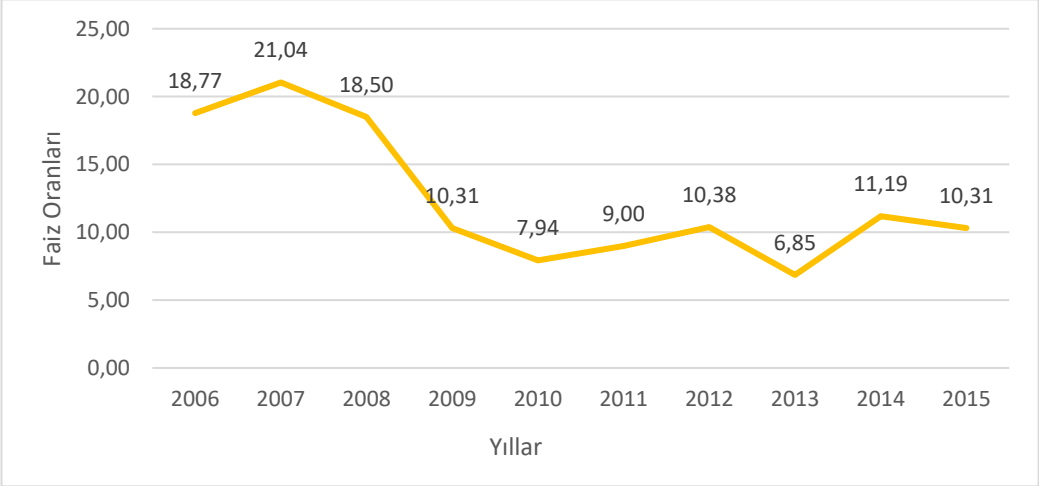
Tablo 4:APİ Çerçevesinde Piyasa Yapıcısı Bankalara Repo İşlemleri Yoluyla Tanınan Borçlanma İmkânı Faiz Oranı

Yıllar	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2006	15,50	15,50	15,50	15,25	15,25	19,25	21,50	21,50	21,50	21,50	21,50	21,50
2007	21,50	21,50	21,50	21,50	21,50	21,50	21,50	21,50	21,25	20,50	19,75	19,00
2008	18,50	18,25	18,25	18,25	18,75	19,25	19,25	19,25	19,25	18,75	17,75	16,50
2009	14,50	13,00	12,00	11,25	10,75	10,25	9,75	9,25	8,75	8,25	8,00	8,00
2010	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,75	7,75	7,75	8,00
2011	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	12,00	12,00	12,00
2012	12,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	9,50	9,00	8,50	8,50
2013	8,25	8,00	7,00	6,50	6,00	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
2014	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	10,75	10,75	10,75	10,75	10,75
2015	10,75	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25				

Kaynak: TCMB PPK kararları ile oluşturulmuştur.

* TCMB 2015 yılı ağustos ayından sonra faiz oranlarını açıklamamıştır.

Grafik 3'te MB'nin APİ ile piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri aracılığıyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı değişimlerinin yıllar itibariyle seyri gösterilmiştir.



Kaynak: Tablo 4 verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

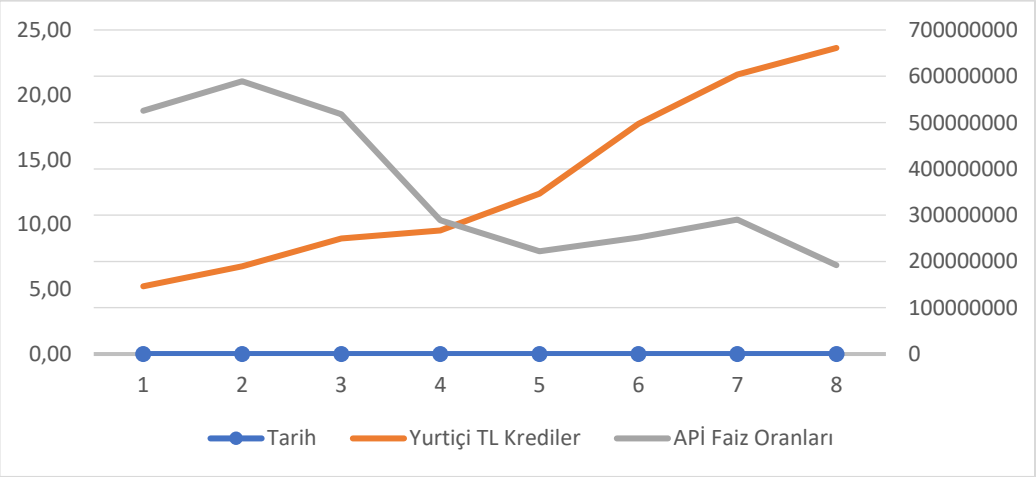
Grafik 3: MB APİ Çerçevesinde Repo Yoluyla Borçlanma Faiz Oranları Yıllık Değişimi

2.5. Açık Piyasa İşlemlerinin Etkisi

2.5.1. Miktar Etkisi

APİ sonucunda bankaların likiditeleri artar ya da azalır. Bankaların ellerindeki rezerv paranın değişmesi, kaydi para yaratma ve bu parayı kredi olarak dağıtma politikalarını etkiler. Yani önce likidite sonra kredi çarpanı etkisiyle para arzının etkilenmesidir (Parasız, 2009:354).

Grafik 3 üzerinden miktar etkisini inceleyecek olursak ve de özellikle 2008 sonrası uygulanan faiz oranlarını dikkate aldığımızda, MB'nin piyasalarda likidite miktarını arttırmaya yönelik politika uyguladığını söyleyebiliriz. 2008 küresel krizinden en az zararı görebilmek için uygulanmış politikalardır. TCMB 2008 yılı sonlarına doğru uygulamakta olduğu tüm faiz oranlarını düşürmek suretiyle piyasalarda likidite fazlası yaratmayı amaçlamıştır. Bankalar özelinde düşük faizle borçlanma imkânı olduğunda bunu değerlendirecek ve ellerinde fazla bulunan likiditeyi piyasalara kredi olarak dağıtacaktır. Düşük faiz oranları neticesinde yatırımlar, tüketimler ve harcamalar artar diye daha önce belirtmiştik. Aynı zamanda düşük faiz oranları tasarruflar üzerinde de azaltıcı etki yapacağından sonuç itibariyle reel piyasalar canlanacaktır.



Kaynak: Tablo 4 verileri ile TCMB bankacılık sektörü verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 4: 2006 – 2013 Yılları Arasında APİ Faiz Oranları ve TL Krediler

Grafik 4'te MB tarafından uygulanan APİ faiz oranları ve aynı dönemde mevduat bankalarının (katılım bankaları hariç) yaratmış oldukları Türk Lirası (TL) kredi hacmi birlikte görülmektedir. Bu grafiğe göre MB'nin faiz indirimlerine piyasaların olumlu karşılık verdiği, miktar etkisi gereği bankaların kredi hacimlerini genişlettiği sonucuna varılabilir.

2.5.2. Fiyat Etkisi

MB elindeki senetleri satarsa, senetlerin fiyatı düşer ve faiz oranları yükselir. Eğer MB senet satın alırsa, senedin fiyatı yükselecek ancak faiz oranı azalacaktır. Senedin piyasa değeriyle faiz getirisi arasında ters yönlü bağ bulunmaktadır. (Parasız,2009:354).

Merkez Bankası APİ işlemlerini bazı sınıflandırmalar içerisinde uygulamaktadır. İşlemlerin ortak noktası piyasaları rahatlatmak, fiyat ve finansal istikrarı sağlamaya çalışmaktır. MB'lerin ellerinde sihirli bir değnek olmadığından belli bazı işlemler gerçekleştirmek suretiyle piyasalarda bir denge ve kontrol mekanizması işletmiş olur.

2.6. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri

2.6.1. Depo

Merkez Bankasının belirli vadeler ile bankalara teminat ve limitleri doğrultusunda sağladığı mevduat olanağıdır. Söz konusu bankalar bu sayede; Merkez Bankasının aynı gün içerisinde ilan ettiği faiz oranlarından, Türk Lirası (TL) şeklinde borç alıp verebilirler.

2.6.2. Repo

Repo işlemleri, genellikle piyasada geçici likidite sıkışıklığı yaşandığı zaman, bankacılık sistemi likiditesinin kısıtlı bir süre için artırılması amacıyla yapılır. Bu çerçevede Merkez Bankası; açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan, ileri bir tarihte geri satmak taahhüdüyle kıymet alır.

Tablo 5: TCMB Politika Faizi Olan 1 Hafta Vadeli İhale Repo Oranı

Yıllar	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2010					7	7	7	7	7	7	7	6,5
2011	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
2012	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50
2013	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
2014	10,00	10,00	10,00	10,00	9,50	8,75	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25
2015	7,75	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
2016	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,00	8,00
2017	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
2018	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	17,75	17,75	17,75	24,00	24,00	24,00	24,00

Kaynak: TCMB PPK Kararları ile oluşturulmuştur.

TCMB PPK, 18 Mayıs 2010 tarihinde yapmış olduğu toplantıda almış olduğu karar ile "Teknik Faiz Ayarlamasına" giderek politika faiz oranı özelliği elde edecek olan, 1 hafta vadeli ihale repo faiz oranı yani politika faizi belirlemiştir. Kalıcı likidite açığının ortaya çıkması halinde, Merkez Bankası, likiditenin sistem içindeki dağılımını da dikkate alarak, para politikası referans faiz oranının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı olmasına ve buna imkân sağlamak amacıyla gecelik vadedeki borçlanma ve borç verme faiz oranlarının aşağı yönlü ayarlanmasına karar verebilecektir. Teknik faiz indirimi, sadece likidite koşullarındaki kalıcı değişim sonucu operasyonel yapının değiştirilmesi, buna karşın kısa vadeli faiz oranlarının mevcut seviyelerde korunması sonucunu doğuran teknik bir düzenleme olacak, para politikasının gevşetilmesi anlamına gelmeyecektir(TCMB, 2009).

MB, bu uygulamasını 14.04.2010'da açıklanan "Para Politikası Çıkış Stratejisi (PPÇS)" kapsamında atılacak ilk adım olarak açıklamıştır. Çıkış stratejisi, kriz dönemlerindeki tedbirleri geri alma ve para politikalarının standardizasyon işlemlerini ihtiva eden politikalar bütünüdür.

MB, PPÇS ne olduğunu anlamak için neden böyle bir strateji geliştirme ihtiyacı hissettiğini bilmek gerekiyor. Küresel ekonomi piyasaları 2008 yılında

büyük bir kriz ile mücadele etmek zorunda kalmıştır. Bu krizin temeli ise 2007 yılında ABD'de kendini hissettirmeye başlayan Mortgage emlak piyasası krizidir. ABD'de yaşanan bir emlak krizi nasıl olurda küresel bir krize neden olur diye bir soru akla gelebilir. Bunun nedeni basit ve açıktır. ABD ekonomisi dünyanın en büyük ekonomisi olmakla birlikte, küresel ekonomiyi bir trene benzetirsek ABD en öndeki lokomotif konumunda olacaktır. Dolayısıyla ABD'nin ekonomik ve politik kararları, uygulamaları ve krizleri domino taşı etkisi yaratmaktadır. Mortgage krizinin nedeni, risk faktörü yüksek olan bireylere bile konut kredisi verilmiş olmasıydı. Çünkü konut fiyatlarından bağımsız işliyordu kredilendirme ve konut fiyatının tamamına kredi verilebiliyordu. Yani alınacak konutun fiyatı ne olursa olsun krediye ulaşmak kolaydı. Basit bir örnek verecek olursak asgari ücretle çalışan bir kişinin lüks bir siteden ev almasına imkân veriyordu sistem. Bu şekilde yüksek risk oranına sahip kredilerinin toplam büyüklüğü 1,5 trilyon dolar civarına ulaşmıştı. Kırılma noktası ise ABD Merkez Bankası FED 'in faiz arttırma yoluna gitmesi olmuştu. Artan faizler sonucunda kredi talepleri azalmış emlak piyasası durgunlaşmıştı. Yükselen faiz oranları ve mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sıkıntılar bankaları zor bir duruma sokmuştur. Emlak krizinin tetiklemesiyle yaşanan diğer ekonomik sorunlar da 2008 yılında patlak vermiştir.

Bu kriz neticesinde ABD'de aktif büyüklüğü 173 milyar dolar olan 13 banka batmıştır. Krizin faturası başta ABD olmak üzere tüm dünyada ağır olmuştur. Bu Krizi atlatabilmek için ABD 700 milyar dolarlık kurtarma paketini onaylamıştır. Krizin aktif etkisi 2012 yılına kadar sürmüştür (Bozan, 2017).

2008 küresel krizi Türkiye'yi etkilemiş ancak, Türkiye kendi yaşamış olduğu 2001 krizinden edindiği tecrübe ve sonrasında yaptığı yapısal reformlar sayesinde daha güçlü bir ekonomik yapıya sahip olduğundan etki derinleşmemiştir.

Türkiye, gerek çok güçlü ve iyi denetlenen bankacılık sistemi, gerekse geçmiş krizlerin tecrübeleri sonucunda oluşturulan her koşula uygun, esnek ve etkin likidite yönetimi genel çerçevesi ile küresel kriz dönemine oldukça hazırlıklı girmiştir. Bu durum Merkez Bankası'nın ilave radikal önlem alma gereğini azaltmış, kriz sırasında Merkez Bankası bilançosunun yapısı bozulmamıştır.

Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın kriz döneminden çıkış stratejisi birçok merkez bankasının stratejilerine göre çok daha sade ve kolay olacaktır (TCMB, 2010).

Bu amaçla Merkez Bankası çıkış stratejisini iki ayrı temel üzerine inşa etmiştir. Birincisi döviz piyasası üzerine, ikincisi ise Türk Lirası piyasaları üzerinedir. Çalışma konumuz para politikası ve faiz oranları üzerine olduğundan, MB'nin döviz piyasası için almış olduğu tedbirler ve uygulayacağı çıkış stratejilerine burada yer vermeyeceğiz.

"TCMB'nin 14 Nisan 2010 tarihinde açıklamış olduğu Türk Lirası Piyasalarına yönelik tedbirler ve çıkış stratejisine baktığımızda:

a) Parasal tedbirlerin ilk ayağını, krizin para piyasaları üzerinde oluşturduğu belirsizliği gidermeye yönelik uygulamalar oluşturmuştur. Bu çerçevede;

- Ekim ve Kasım 2008 aylarında, gecelik faiz oranlarındaki potansiyel oynaklığı azaltmak amacıyla, Merkez Bankası borçlanma ve borç verme faiz oranları aralığı 3,5 puandan 2,5 puana düşürülmüştür. (Bkz. Tablo 3).
- Ekim 2008'den itibaren, para piyasalarında olası tedirginlikleri azaltmak ve gecelik faiz oranlarındaki oynaklığı tamamen ortadan kaldırmak amacıyla, piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlama yapılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede ortaya çıkan likidite fazlası ise gün sonunda gecelik işlemlerle sterilize edilmiştir.

b) Parasal tedbirlerin ikinci ayağını, likidite düzeyindeki kalıcı azalış göz önüne alınarak kredi piyasasını desteklemek amacıyla yapılan düzenlemeler oluşturmuştur. Bu çerçevede;

- 19 Haziran 2009'da piyasadaki net likidite açığının artması ve likidite açığının kalıcı olma ihtimalinin yükselmesi üzerine kredi mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmıştır.
- 16 Ekim 2009'da piyasadaki likidite açığının kalıcılığının netleşmeye başlaması üzerine, kredi mekanizmasının desteklenmesi amacıyla Türk Lirası zorunlu karşılık oranı, yüzde 6'dan yüzde 5'e indirilmiştir.

c) Parasal tedbirlerin üçüncü ve son ayağını ise para politikası kararları oluşturmuştur. Küresel krizin derinleşmesinin ardından enflasyonda hızlı bir düşüş

olacağı öngörülerek Kasım 2008'den itibaren politika faiz oranlarında hızlı indirimlere gidilmiş ve Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 16,75'ten yüzde 6,50'ye düşürülmüştür (TCMB, 2010)".

2.6.3. Ters Repo

Ters repo işlemleri; genellikle piyasada geçici likidite fazlası yaşandığı durumlarda, gerekli olmayan likiditenin çekilmesi amacıyla yapılır. Merkez Bankası; portföyündeki kıymetleri, açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem sırasında belirlenen fiyat üzerinden, ileri bir tarihte geri almak taahhüdüyle satar.

2.6.4. Doğrudan Alım

Doğrudan alım işlemleri, genellikle piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı olduğu zaman açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlar ile gerçekleştirilir. Bu çerçevede Merkez Bankası; tedavülde bulunan kıymetleri, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden ve işlem valöründe söz konusu kuruluşlardan satın alır.

2.6.5. Doğrudan Satım

Doğrudan alım işleminin tam tersi uygulamadır. Piyasada kalıcı likidite fazlası olan durumlarda, açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlar ile yapılır. Bu doğrultuda Merkez Bankası; açık piyasa işlemleri portföyündeki mevcut kıymetleri, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden ve işlem valöründe söz konusu kuruluşlara satışını gerçekleştirir.

2.6.6. Likidite Senedi İhracı

Likidite Senedi İhracı; para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla, piyasadaki fazla likiditenin çekilmesine yönelik kullanılan bir araçtır. Merkez Bankası Kanunu'nun 52'inci maddesine göre; kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü geçmeyen likidite senetleri ihraç edebilir.

2.6.7. Türk Lirası Depo Alım İhalesi İşlemleri

Türk Lirası Depo Alım İhalesi; Merkez Bankasının, Türk lirası likidite fazlalığını giderme konusundaki etkinliğini artırmak için bankalardan ihale yöntemi ile Türk lirası depo alma işlemleridir (TCMB, 2019).

2.7. Türkiye'de TCMB Faiz Politikasının Belirleyicileri

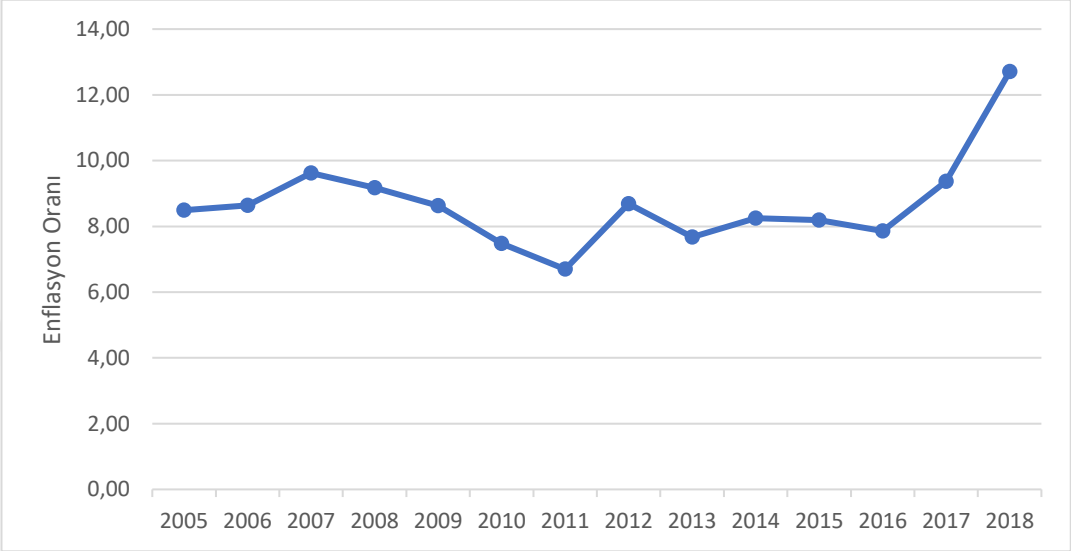
MB, uygulayacağı para politikasını belirlerken hedefinin fiyat istikrarı ve bununla birlikte finansal istikrar olduğunu daha önce ifade etmiştik. Çalışmanın bu kısmında MB'nin para politikalarını belirlerken hangi değişken ve parametreleri kullandığını ve bu unsurların faiz kararları üzerinde nasıl bir etkisinin olduğunu incelemeye çalışacağız.

2.7.1. Enflasyon

TCMB'nin asıl görevinin fiyat istikrarı olduğu kanunla belirlenmiştir. Fiyat istikrarı aslında daha anlaşılır ifadeyle; fiyatlar genel düzeyinin belirli bir seviyede aşırı dalgalanmadan hareket etmesidir. MB, enflasyon dediğimiz bu olguyu uyguladığı para politikası ve kullandığı araçlar ile ekonomik sistemin işleyişini bozmayacak makul seviyelerde tutmayı hedefler. Bunu yaparken reel piyasa analizlerini kullanır. MB, fiyatlar genel seviyesinin; geçmişteki durumu, bugünkü görüntüsü ve gelecekteki beklentisi zaman serisinden hareketle, düşme eğiliminde mi, artma eğiliminde mi yoksa durağan mı, tespit etmek zorundadır ki para politikasını ve kullanacağı araçları doğru belirleyebilsin.

Enflasyon ve faiz arasındaki ilişki ters yönlü işler. Faiz oranlarında ki artış bireylerin tüketim ve harcamalarını azaltıp tasarruflarını arttırıcı etki yapar. Bu durum toplam talebin azalmasına dolayısıyla mal ve hizmet fiyatlarında düşmeye neden olur. Tersi durumda faiz oranlarındaki azalma, bireylerin tasarruflarını azaltıp, tüketim ve harcamalarını arttırmalarına neden olacaktır. Ortaya çıkacak olan talep artışı beraberinde mal ve hizmet fiyatlarında artışa yol açarak enflasyonun yükselmesine neden olacaktır.

Enflasyonun tek nedeni tabi ki faiz oranları değil. Bunun dışında enflasyonu etkileyen pek çok değişken olabilir. Örneğin ihracatın artması, doğal afetler sonucu oluşabilecek kıtlık, refah artışına bağlı olarak toplam talebin artması fiyatlar genel seviyesini yükseltebilir. Tersi durumlarda aynen geçerlidir.



Kaynak: TUİK. Temel İstatistikler, enflasyon ve fiyat, tüketici fiyat endeksi 2003 = 100

Grafik 5: 12 Aylık Ortalamalara Göre Yıllık TÜFE Oranları Değişimi

Grafik 5'te MB'nin uyguladığı para politikaları sonucunda, kırılma noktalarındaki spesifik değişimler dikkate alınmadığı taktirde, talep enflasyonunun ortalama %8 – 8,5 civarında kaldığı görülüyor.

Enflasyon olgusu genellikle talebin arzı aştığı durumlarda daha çok talep enflasyonu olarak daha sık karşımıza çıkmaktadır. Ancak talebin arzı aşması şeklinde ortaya çıkan bu durumun arz cephesinden kaynaklı maliyet enflasyonu şeklinde ortaya çıkan durumunda da yine faiz oranlarında yükselme yönünde baskının ortaya çıkması kaçınılmaz olmaktadır. Maliyet enflasyonunun bir göstergesi olan ÜFE rakamları göstermektedir ki Türkiye'de 2016 yılından itibaren döviz kuru yükselişine bağlı bir maliyet enflasyonu sorunu tezahür etmiştir. Böyle bir durumda ise kısa vadede Merkez Bankası'nın enflasyonu kontrol etme aracı faiz oranları olacaktır. Ancak bu sorun uzun vadeli, özellikle imalat sektöründe dışa bağımlılığı ortadan kaldırıcı yapısal reformlarla ortadan kalkabilecektir.

2.7.2. Para Arzı

Devlet adına Merkez Bankası'nca basılan kâğıt banknotlarla hazine darphanesi tarafından basılan madeni paraların piyasaya, dolaşıma sokulması şeklinde tanımlanabilir. Bu dolaşımdaki para bir değişim aracı olarak alışverişlerde kullanılır. Literatürde M1 para arzı olarak tanımlanır. Para, ortak değer belirleme aracı olduğundan ulusal ve uluslararası hesaplamalarda kolaylık sağlar. Ekonomi politikaları belirlenirken parasal değerlendirmeler yapılır. Para ayrıca tasarruf sağlama aracıdır. Kişiler hem ihtiyat güdüsüyle hem de ilerleyen zamanlarda daha çok harcama yapabilmek için para biriktirirler. MB para politikalarını ve faiz oranlarını belirlerken, para arzını dolayısıyla kişilerin davranışlarını değiştirerek en nihayetinde fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikalar belirler.

Tablo 6: 2006 – 2018 Yılları arasında M1 Para Arzı ve Dolaşımdaki Para Miktarı (Bin TL)

Tarih	M1 Para Arzı	Dolaşımdaki Para
2006	72.162.564,00	24.589.947,00
2007	77.674.822,00	26.072.505,00
2008	83.380.932,00	30.468.001,00
2009	107.051.398,00	34.289.353,00
2010	133.884.898,00	44.368.280,00
2011	148.455.145,00	49.347.189,00
2012	181.928.687,00	54.565.770,00
2013	225.330.535,00	67.755.894,00
2014	251.991.723,00	77.420.141,00
2015	312.005.972,80	92.309.442,70
2016	382.351.495,90	111.762.363,50
2017	449.631.796,20	119.198.419,90
2018	512.524.057,00	123.370.553,30

Kaynak: TCMB EVDS. Para ve Banka İstatistikleri

Tablo 6 verileri incelendiğinde M1 para arzı miktarı ile dolaşımdaki para miktarı arasında fark görülmektedir. Dolaşımdaki para miktarı kişilerin hali hazırda ellerinde yani cebinde nakit olarak bulundurduğu parayı ifade etmektedir. Kalan kısım ise vadesiz tasarruf mevduatı, vadesiz ticari mevduat, vadesiz mevduat sertifikası, MB'deki vadesiz mevduat ve diğer mevduatlardan oluşmaktadır (Parasız, 2003: 128).

MB kimi zaman enflasyonu düşürmek üzere piyasadaki parayı çekmek üzere faiz oranını yükseltir. Dolayısıyla para arzı ve faiz oranları ters yönlü çalışan bir mekanizma oluşturur.

2.7.3. Döviz Kuru

Döviz kuru, ülke içinde kullanılan milli paranın yabancı para karşısındaki değeri olarak tanımlanabilir. Uygulamada iki yöntem karşımıza çıkmaktadır. İlki, milli paranın yabancı para cinsinden ifadesidir, 1TL = 0,5 $ (dolar) gibi. İkincisi, yabancı paranın milli para cinsinden ifadesidir, 1 $ = 2 TL gibi. Türkiye'de döviz kuru ifade edilirken genellikle ikinci yöntem kullanılır.

Döviz kuru hesaplanırken biri nominal kur diğeri reel kur olmak üzere iki hesaplama yöntemi mevcuttur. Nominal kur, paraların birbiri ile değişim oranıdır. 1$ = 2 TL ifadesi nominal kur açıklamasıdır.

Reel döviz kuru ise, yabancı mal ve hizmetlerin, yurtiçi mal ve hizmetler cinsinden değerini ifade eder. Reel döviz kuru iki ülkenin mallarının nispi fiyatıdır (Aslan, 2009: 618).

Döviz kurunun yükselmesi veya düşmesi, milli paranın değer kazanması ya da değer kaybetmesi anlamına gelir. Merkez Bankasının döviz kuru ile ilgilenmesinin nedeni milli paranın değeri ile alakalıdır. Milli paranın aşırı değerlenmesi ihracat ve ithalatı doğrudan etkiler. Dolayısıyla ödemeler dengesi olumlu ya da olumsuz etkilenir. Döviz kuru düşer ve milli para değerlenirse ithal mal fiyatları nispeten ucuz olacağından ithalat artar. Aynı şekilde ihracat azalır ve dış ticaret açığı artar. Döviz kuru yükselirse, ithal mal fiyatları yüksek kalacağından ithalat azalacak, yerli mallara olan talep artacaktır. Bu dönemde döviz kuru yüksekliğinden kaynaklı olarak yerli mal fiyatları nispeten ucuz kalacağından ihracat artacaktır. İhracatın artması dış ticaret açığını kapatıcı etki gösterecektir.

Bu nedenlerle MB döviz kurunu yakından takip eder ve izleyeceği para politikasını ve kullanacağı araçları buna göre belirler. 2001 yılına kadar sabit kur rejimi uygulayan MB, 2001'deki kriz sonrası dalgalı kur rejimine geçmiştir. Sabit kur rejiminde döviz kurunu MB belirlerken, dalgalı kurda döviz kurları piyasa

koşullarında kendi fiyatlanır. MB bu durumda, kura müdahale edemediğinden, izleyeceği politikalar ile kur değişimlerinin fiyat istikrarını ve de finansal istikrarı bozucu etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik tedbirleri alır.

Tablo 7: 2008-2019 Yılları Arasındaki Reel Efektif ABD Doları Alış Kuru

Yıllar	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2008	1,18	1,20	1,24	1,30	1,25	1,24	1,22	1,18	1,24	1,48	1,60	1,55
2009	1,60	1,66	1,72	1,62	1,56	1,55	1,52	1,49	1,49	1,47	1,49	1,51
2010	1,48	1,52	1,54	1,50	1,54	1,58	1,55	1,51	1,50	1,43	1,44	1,52
2011	1,56	1,59	1,58	1,53	1,57	1,60	1,66	1,76	1,80	1,84	1,82	1,87
2012	1,85	1,76	1,79	1,79	1,81	1,83	1,82	1,80	1,81	1,81	1,80	1,79
2013	1,78	1,78	1,81	1,80	1,83	1,90	1,94	1,96	2,02	2,00	2,03	2,06
2014	2,22	2,22	2,23	2,13	2,10	2,12	2,13	2,17	2,21	2,27	2,24	2,30
2015	2,34	2,46	2,59	2,66	2,65	2,71	2,70	2,85	3,01	2,94	2,88	2,93
2016	3,02	2,95	2,90	2,84	2,94	2,93	2,97	2,97	2,97	3,08	3,28	3,50
2017	3,75	3,68	3,68	3,67	3,58	3,53	3,57	3,52	3,48	3,67	3,89	3,86
2018	3,78	3,79	3,89	4,07	4,43	4,64	3,76	5,75	6,39	5,88	5,39	5,32
2019	5,39	5,28	5,46									

Kaynak: TCMB EVDS

Tablo 7 verilerine göre ABD Doları bazında reel döviz kuru artış eğilimindedir. Türk lirası dolar karşısında değer kaybetmiştir. Bu durum ülkemiz için kronik bir durum sayılabilir. Zira uzun yıllardan beri döviz kuru hep yukarı hareketini devam ettirmiş ve de ettirmektedir.

Döviz kurundaki yükselişlerin faiz oranlarını arttırıcı etkisi iki mekanizma aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki döviz kurundaki yükselişin ithal mallarının fiyatında yükselme yaratarak talebin yurtiçinde üretilen mallara doğru yönelmesiyle fiyatlar genel seviyesinin artması şeklinde tezahür eder. Artan talep enflasyonunu düşürmek için yüksek faiz oranını MB tarafından harekete geçirilir. İkinci mekanizma ise döviz kurundaki yükselişin ithal girdilerin fiyatını ve özellikle enerji fiyatlarını arttırmasıyla üretimin daha maliyetli hale gelmesine bağlı ortaya çıkan maliyet enflasyonu ve yüksek faiz oranıdır. Böyle bir durumda ise faiz oranlarındaki artışın enflasyonu baskılayıcı gücü uzun vadede başarılı olmayabilmektedir.

2.7.4. Kamu İç Borç Stoku

Kamu Borç Stoku, belirli bir zaman aralığında, ülkenin iç piyasaya ve uluslararası piyasalara olan borç durumunun, izlenen dönemdeki görüntüsüdür. Yani bir zaman dilimindeki iç ve dış borç miktarının toplamını ifade eder.

Kamu iç borç stoku yukarıdaki tanımdan hareketle, kamu kesiminin yani devletin belli bir zaman dilimindeki, iç piyasalara olan borcunu ifade eder.

Devlet, finansman gereksinimi duyduğunda hazine bonosu veya devlet tahvili şeklinde belirli bir faiz getirisi karşılığında borçlanma senetleri satar piyasaya. Bu satışlar sonucu elde edilen gelirler ile kamu kesimi finansman ihtiyacı giderilmiş olur.

Klasik devlet anlayışından modern devlet anlayışına geçişle birlikte, devlete düşen görevler artmış, artık devlet, temel nitelikteki hizmetlerin dışında birtakım hizmetlerle ve artan kamu harcamalarıyla karşı karşıya kalmıştır. Bu artan harcamalar ise daha fazla gelir elde etme ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. Devlet, bu harcamaları mevcut gelirlerinden elde edemezse borçlanma yoluna başvuracaktır (Yıldırım, 2008: 3).

Kamu gelirleri giderleri karşılayamadığı durumda borçlanmaya gidilir. Borçlanmanın birçok nedeni olabilir. Ülkede etkin bir maliye politikası yoksa hükümetler popülist yaklaşım ve eylemler ile kamu harcamalarını arttırıyorsa, kamu kaynakları israf ediliyorsa, vergi kaçakçılığı fazla ve önlenemiyorsa, ülkede katma değer yaratacak yatırımlar yapılamıyorsa, yerli ve yabancı yatırımlar için huzur ve güven ortamı sağlanamıyorsa vb. gibi vergi gelirlerini doğrudan etkileyen birçok etken sonucu kamu giderleri vergiler ile finanse edilemiyorsa devlet mecburen borçlanma yoluna başvuracaktır. Bazen de önceden öngörülemeyen durumlar ortaya çıkar. Ülkemizde 1999 yılında yaşanan Gölcük depremi buna örnek olabilir. Böylesi büyük bir doğa olayı karşısında finansal açıdan tedbirli olmak gerçekten zordur. Bu deprem nedeniyle kamu harcamaları ciddi bir artış göstermiş ve aynı şekilde bölgeden elde edilen vergilerde de ciddi kayıplar yaşanmıştır.

Ekonomik alt yapısı sağlam olmayan ve istikrar vaat etmeyen ülkelerin borçlanma maliyetleri nispeten yüksek olacaktır. Borçlanmanın faiz oranları da kişilerin tasarruf eğilimlerini etkileyecektir.

Tablo 8'de 2001 ile 2018 yılları arasında kamu net iç borç stoku miktarları verilmiştir. Basit bir yorumlama ile kamu kesiminin iç borç miktarının sürekli arttığı görülmektedir. Bundan yola çıkarak, kamu harcamalarının yıllar içinde arttığı şeklinde dolaylı bir yorum yapılabilir.

Tablo 8: 2001 - 2018 Yılları Arasında Kamu Net İç Borç Stoku (Milyon TL)

Yıl	Kamu İç Borç	Yıl	Kamu İç Borç	Yıl	Kamu İç Borç
2001	125.645	2007	273.262	2013	430.251
2002	155.206	2008	295.787	2014	443.357
2003	202.108	2009	347.378	2015	474.248
2004	235.105	2010	369.228	2016	514.702
2005	259.801	2011	387.566	2017	596.548
2006	268.286	2012	408.367	2018	664.984

Kaynak: T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Ekonomik Göstergeler, Hazine İstatistik Yıllığı Borç Yönetimi verileri ile hazırlanmıştır.

2.7.5. Ekonomik Büyüme

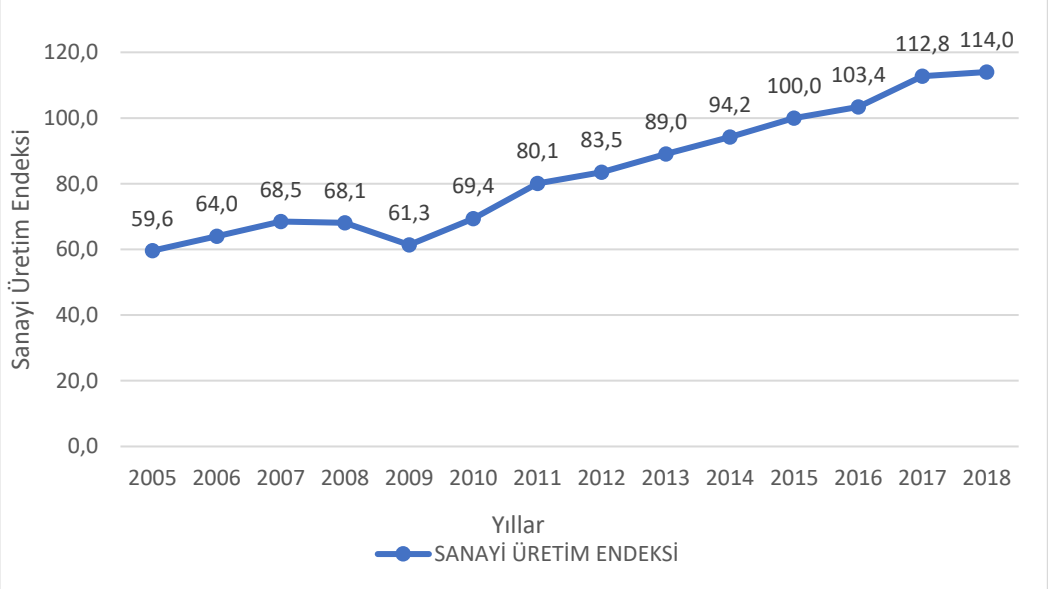
Daha önceki başlıklarda MB'nin tarihsel gelişim sürecini açıklarken, 25 Nisan 2001 tarihi itibariyle hükümetin büyüme ve istihdam politikalarına kendi para politikası ile çelişmemek kaydıyla destekleyeceğini belirtmiştik. Dolayısıyla ekonomik büyüme, kalkınma, istihdam artışı veya tersi durumlarda büyümeyi olumsuz etkileyen faktörlerin ortaya çıkması durumunda MB'nin izleyeceği politikaların farklı olması muhtemeldir. Büyüyen bir ekonomide uygulanacak para politikası ve faiz oranı ile daralan bir ekonomide veya durağan bir hale gelmiş ekonomide uygulanacak olan politikalar şüphesiz farklı olacaktır.

Üretim artışı olmaksızın ekonomik büyümeden söz etmek zordur. Öyle ki üretim artışı ekonomik büyümeyi, ekonomik büyüme de üretim artışını tetikler. Ancak yüksek faiz oranı yatırımların ve tüketimin azalması üzerinden ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yapacaktır. Dolayısıyla yüksek kamu iç borç stoku,

dışlama etkisi üzerinden düşük yatırım oranları ve düşük büyüme olarak tezahür edecektir.

Grafik 6 incelendiğinde yukarı yönlü hareket halinde olan Sanayi Üretim Endeksinin 2008 küresel krizi ile küçük bir azalma yaşadığı ama sonrasında yukarı yönlü ivmelenmesine devam ettiği anlaşılmaktadır.

Türkiye de sanayi üretimi yalnızca iç pazara yönelik değildir. Aynı anda ihracat yapan bir sanayimiz olduğu için küresel kriz nedeniyle yaşanan talep daralmasından sanayi üretimi de payına düşeni almıştır. Ancak MB'nin uygulamış olduğu para politikası ve kullanmış olduğu araçlar ekonomi üzerindeki olumlu etkisini hemen göstermiştir. Grafik 5'te 2008 küresel ekonomik krizi etkisiyle sanayi üretim endeksinde 2008'den 2009'a %9,98'lik bir düşme göstermiş olsa da, alınan tedbirler sonucu 2009'dan 2010'a % 13,21 oranlık bir artış göstererek 2008 yılının da üzerinde bir başarı göstermiştir.



Kaynak: TUİK, Temel İstatistikler. Sanayi Üretim Endeksi verileri 2015=100 baz alınmıştır.

Grafik 6: Yıllar İtibariyle Sanayi Üretim Endeksi

Faiz oranları ve yatırımlar arasında ters yönlü ilişki olduğunu biliniyor. Grafik 2, bize faiz oranlarının negatif eğimli olduğunu ve azalma eğiliminin devam ettiğini göstermişti. Eğer Türkiye'de faiz oranları azalıyorsa bunun sonucunda yatırımların artması beklenir. Yatırım harcamaları sonucunda üretim artışı ve kar

artışı bekleniyorsa yatırımlar artar. Ayrıca yine faiz oranlarındaki azalma tüketim harcamalarını arttırdığı da bilinmektedir. Tüketim artışı beraberinde üretim artışını da getirecektir. Bu bilgiler ışığında Grafik 2 ile Grafik 6 birlikte değerlendirildiğinde; MB, faiz oranlarını düşürmek suretiyle yatırım harcamalarını ve tüketim harcamalarını arttırmayı hedeflemiş ve bunda başarılı olmuştur. Bu politika sonucunda üretim artmış ve sanayi üretim endeksi Grafik 6'daki pozitif eğimli halini almıştır şeklinde yorumlamak mümkündür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

T.C. MERKEZ BANKASININ FAİZ POLİTİKASI ÜZERİNE EKONOMTERİK ÇALIŞMA

3.1. Literatür Taraması

Yücememiş (2015) çalışmalarında 2003-2014 yılları arasında aylık verileri kullanılarak, faiz oranları ve enflasyon arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Sonuçlara göre; Para Politikası Kurulu'nun, TCMB ödünç alıp-verme faiz oranlarıyla ilgili kararlarının enflasyon üzerinde etkili olduğu ve enflasyonun belirleyicisi bir para politikası aracı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Torun ve Karanfil, (2016) 1980-2013 yılları arasında Türkiye ekonomisindeki enflasyon, faiz oranları, reel döviz kuru ve GSYİH verilerini kullanarak serilerin birbirleri ile olan ilişkilerini etmişlerdir. Sonuca göre; gayrisafi yurtiçi hasıladan enflasyona doğru tek yönlü, faiz oranlarından enflasyona doğru tek yönlü nedensellik vardır. Faiz oranlarıyla GSYH'den enflasyona doğru bir nedensellik olmasının yanında değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki de vardır.

"Mangır ve Erdoğan (2012), faiz oranlarındaki değişimlerin toplam kredi ve reel döviz kuru yoluyla cari işlemler dengesi üzerine etkilerini ele almışlardır. Analiz sonuçları TCMB'nin toplam kredi artışını kısıtlama amacıyla faiz dışı araçlarla müdahalesini desteklemektedir. Fakat TCMB, fiyat istikrarını sürdürürken finansal istikrarı da gözetmeye çalışmaktadır.

Sever ve Mızrak (2007) 1987-2006 yılları verileriyle Türkiye'de döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, değişkenler hem kendi değerlerinden hem de diğer değişkenlerde meydana gelen şoklardan etkilenmektedirler. Ancak döviz kurları enflasyon ve faiz oranından daha dışsal konumdadır. Döviz kuru değişikliklerinin enflasyon ve faiz oranı üzerine etkisi daha yüksek olmaktadır. Bu nedenle enflasyon ve faiz oranlarının istikrar kazanmasında döviz kuru istikrarı önemli faktörlerden birisi olmaktadır. Ayrıca faiz oranları üzerinde kamusal borçlanmaya bağlı olarak artan risk priminin etkisi de görülmektedir.

Duran, Gürkaynak, Özlü ve Ünalmış (2010) para politikasının Türkiye'deki hisse senedi fiyatları ve piyasa faizleri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışmaya göre politika faizlerindeki artışlar, hisse senedi fiyatlarını düşürmekte, daha uzun vadeli faizleri ise vadeye göre aşamalı olarak azalan bir ölçüde arttırmaktadır.

Köse, Atik, Yılmaz (2015) çalışmasıyla özellikle gelişmiş ekonomilerde negatif faiz oranı uygulamasının etkilerini araştırmışlar ve ekonomik büyüme ile olan ilgisi belirlenmiştir. Negatif faiz oranının Türkiye'de uygulanıp uygulanamayacağı değerlendirmişler ve söz konusu politikaya ilişkin öneriler geliştirmişlerdir. Türkiye gibi yabancı yatırım ve para akışına ihtiyaç duyan ülkelerde negatif faiz oranı politikasının uygulanması ülkeye gelebilecek portföy yatırımlarının reel faizi daha çok veren başka ülkelere kaymasına yol açabileceği ve cari açığın finansmanında zorluklar oluşturabileceğini değerlendirmişlerdir.

Atgür ve Altay (2015), 2004-2013 yılları verileriyle Türkiye'de enflasyon ve nominal faiz oranı ilişkisi incelenmiştir. Sonuçlara göre, 2004-2013 döneminde Türkiye'de Fisher Etkisinin varlığına işaret etmiştir. Enflasyon ve nominal faiz oranı değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmuştur. Bu kapsamda 2004-2013 yılları arasında Türkiye'de enflasyon ve nominal faiz oranındaki gelişmeler birbiri ile yakından ilgilidir.

Kaya ve Demir (2018) Çalışmanın amacı Major Merkez Bankalarının faiz oranları ile TCMB faiz oranları arasındaki ilişkinin tespit edilmesidir. Çalışmada TCMB'nin iskonto faiz oranlarının majör merkez bankalarının iskonto faiz oranları

ile ilişkisi ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Çalışma bulgularına göre Avrupa'da oluşan faiz oranlarının TCMB faiz oranları üzerinde daha yüksek etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İçellioğlu (2017) Çalışmasının amacı, TCMB'nin finansal istikrar hedefi doğrultusunda uygulamaya başladığı para politikasının değerlendirmesini yapmaktır. Ekonominin daha sağlıklı temeller üzerinde olabilmesi için, kredi artış hızının kontrol edilmesi ve döviz kurunun reel değerinden uzaklaşmasının engellenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır".

"Emirkadı (2017) Çalışmasında; TCMB'nin yaşanan küresel kriz ve ortaya çıkan küresel ekonomik gelişmeler sonucunda, fiyat istikrarı hedefine ilave olarak eklemlenen finansal istikrarı da etkilemesi amacıyla, uyguladığı para politikası ve özelde de merkez bankalarının gecelik borç alma ve verme faizleri arasındaki pencere olarak tanımlayabileceğimiz faiz koridoru aracının ve onun etki kanallarının daha iyi anlaşılmasına katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Bağcı (2019), Merkez bankası politika faiz oranı, ABD doları döviz kuru ve EURO döviz kuru ilişkisi incelenmiştir. Türkiye'de 2003 – 2018 yılları verileriyle, Merkez bankası politika faizi, ABD dolar kuru ve Euro kuru ilişkisi analiz edilmiştir. Bulgulara göre, politika faiz oranı ile döviz kuru arasında çift yönlü anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda, Türkiye'de döviz kurunda yaşanan dalgalanmaları azaltmak için politika faizinin etkin bir araç olduğuna yönelik bulgulara ulaşılmıştır.

Nadir Eroğlu (2009) Kısa dönemli faizlerin değiştirilmesi yolu ile para politikalarına yön verme daha fazla önem kazanmıştır. Bunda dalgalı kurların öne çıkması, faizin merkez bankası parasal tabanından enflasyona uzanan aktarım mekanizması içindeki rolünün fazlalaşması, faizin kısa vadede ayarlama kolaylığı başlıca nedenler olarak öne çıkmaktadır. Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li yıllardaki para politikası uygulamalarında da bu değişmeyi saptamak mümkündür.

Müzeyyen Çetin (2016) Türkiye'de 2001 yılında yaşanan krizin ardından para politikalarında yapılan düzenlemeler ile finansal sistem sağlıklı bir yapıya

kavuşmuştur. Ayrıca, TCMB'nin öncelikli hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiş ve TCMB'nin bağımsızlığı konusuna vurgu yapılmıştır. Küresel finans krizinin ardından 2010 yılında TCMB, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Bunun sonucunda, TCMB, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM) adlı iki yeni politika aracını geliştirmiştir. ROM uygulaması, 2011 sonundan itibaren uygulanmaya başlanmıştır. TCMB, küresel ekonomik gelişmelere uyumlu olarak ROM'u etkin bir biçimde kullanmış olup, rezervlerini makul seviyelerde tutmuştur. TCMB'nin geliştirdiği yeni politika araçları sayesinde para politikasının esnekliği artırılmaktadır. Böylece ekonominin küresel finansal şoklara karşı kırılganlığı da azaltılmaktadır.

Vedat Cengiz (2019) çalışmanın amacı merkez bankası iletişiminin para politikasının etkililiği açısından önemini Avrupa Merkez Bankası örneğinde incelemektir. Euro Bölgesi karmaşık, sürekli değişen ve dolayısıyla belirsizliğin hüküm sürdüğü bir bölgedir. Bu nedenle Avrupa Merkez Bankası'nın farklı hedef kitlelerine yönelmesi ve çeşitli iletişim kanallarını kullanması önemli bir gerekliliktir. İletişim konusunda ileri bir düzeyde olan Avrupa Merkez Bankası'nın kullanmakta olduğu başlıca iletişim kanalları arasında aylık basın toplantıları, düzenli bültenler, konuşmalar, röportajlar, akademik konferans ve araştırmalar ve internet sitesi yer almaktadır.

Ayşe Ergin Ünal (2017) çalışmasında, temel amacı merkez bankalarının özellikle bankalara uygulanan mevduat faizi kanalı ile ekonomiyi canlandırma olan negatif faiz kararlarının, ülke ekonomilerine etki ve muhtemel sonuçları teorik olarak incelemiştir. Ülke merkez bankalarının negatif faiz uygulamasına yönelik tercihlerinde temel beklentileri, olası riskleri farklı uygulama örnekleri ile desteklenmekte ve makroekonomik sonuçları irdelenmiştir.

Balaylar ve Duygulu (2011) Çalışmalarında Türkiye'de enflasyon hedeflemesi altında uygulanan faiz politikasının toplam talep üzerindeki etkisini 2002-2008 dönemi açısından değerlendirmişlerdir. Finansal serbestlik ve enflasyon hedeflemesi altında uygulanan faiz politikasından beklenen etkinin daha ziyade gelişmiş ülkelerde görülebileceği, Türkiye gibi dışa bağımlı gelişmekte olan ülkelerde ise bu politikanın yaramadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Akıncı ve Yılmaz, (2016) 1980-2012 yılları arasında Türkiye ekonomisinde enflasyonun, faiz oranları ve bununla ilişkili altı değişken (enflasyon, cari denge, dış borç servisi, para arzı, döviz kuru ve ekonomik büyüme) üzerindeki etkisini Dinamik En Küçük Kareler analizi ve Granger nedensellik analizi testi kullanarak incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre; %1 anlamlılık düzeyinde enflasyondan faiz oranlarına tek yönlü, faiz oranlarından cari dengeye doğru çift yönlü, dış borç servisinden faiz oranlarına tek yönlü nedensellik ortaya çıkmıştır".

"Demirgil ve Türkay, (2017). 2007:01-2015:12 dönemlerine para arzı, enflasyon, döviz kuru, uluslararası faiz oranları, kamu iç borçlanması ve güven gibi ekonomik değişkenlere ait verilerin Türkiye ekonomisinde faiz oranlarını üzerinde nasıl bir etki oluşturduğu konusunda analizler yapmışlardır. Sonuçlar, uzun dönemde söz konusu değişkenlerin faiz oranları üzerinde etkili olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Karahan ve Çolak, (2017) 2002-2016 yılları arasında Türkiye ekonomisindeki faiz oranları ve döviz kuru seviyesi verilerini doğrultusunda ARDL testini kullanarak nedensellik ilinkisini incelemiştir. Yapılan çalınmada faiz oranlarından döviz kuruna doğru nedensellik belirlenmiştir.

Akgül ve Özdemir, (2018) 2003:1-2016:3 dönemleri arasında Türkiye ekonomisindeki döviz kuru-enflasyon ve faiz oranları-enflasyon verilerini Diks Panchenko nedensellik testini kullanarak veriler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Söz konusu dönemlere ilişkin olarak çalışmada 2003-2011 yılları arasında çift yönlü nedensellik ilinkisi mevcut iken 2011'de bu nedensellik bulunmamıştır. 2008'de ise döviz kurundan enflasyona doğru bir nedensellik gözlemlenmiştir.

Clarida yaptığı çalışmada 1997 ve 1998'de ABD, Almanya, Japonya, Fransa, İtalya ve İngiltere gibi birçok gelişmiş ülkeler için faiz oranının üretim açığı ve enflasyon oranına göre belirlenip belirlenmediğini test etmişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre Taylor Kuralı geçerli olmakla birlikte fiyat istikrarının hedeflendiği ve bu doğrultuda kısa dönemli faiz oranının kullanılmasının etkili olduğu doğrulanmıştır.

Judd ve Rudebush(1998), 1970-1997 yılları arasında Fed 'in ekonomik değişikliklere tepkisini Amerikan başkanlarının görev yaptığı dönemlere göre ayırarak EKK ile tahmin etmeye çalışmışlardır. Oluşturulan reaksiyon fonksiyonu çalışmanın sonuçlarına göre her dönem için farklı çalışmıştır.

Gerlach ve Schnabel (1999) Avrupa Birliği ülkelerinde faiz oranının enflasyon ve üretim açığı değişmelerine göre hareketini 1990-1998 yılları arasındaki dönemde GMM metodu ile incelemişlerdir. 1992-1993 arasındaki haricinde ortalama faizlerin, ortalama üretim açığı ve enflasyona göre hareket ettiği sonucuna ulaşmışlardır".

"Ball ve Sheridan (2003) yılında yapmış olduğu çalışmada, çeyreklik verilerden faydalanarak enflasyon oranının, çıktı oranına ve faiz oranına olan etkisini AR (Auto Regressive) modelinden faydalanarak incelemiştir. Edinilen bulgular neticesinde, 1990'lı yıllardan sonra enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerin, nispeten benimsemeyen ülkelere göre ortalama enflasyon oranında olumlu ölçüde azalış yaşandığı, ancak bu gelişmenin enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması öncesinde ülkelerin enflasyonu kontrol altına almalarında başarısız olduklarından kaynaklı olduğunu göstermiştir.

Batini ve Laxon 2006 yılında yapmış olduğu çalışmada EH rejimi uygulayan ve uygulamayan gelişmekte olan 35 ülkenin EH başarısını kıyaslamıştır. Edinilen bulgular doğrultusunda, EH uygulayan ülkelerin uygulamayanlara göre nispeten enflasyon düzeylerinin, oynaklıklarının ve ileriye dönük enflasyon tahminlerinin iyileştiği gözlemlenmiştir. Ayrıca bu analizde, EH benimseyen ülkelerde, önemli makroekonomik değişkenlerden nominal döviz kuru, reel faiz ve reel çıktı açığı dalgalanmalarının azaldığı gözlemlenmiştir.

Filho (2010) yapmış olduğu çalışmada, yaşanan krizlerin üstesinden gelme hususunda para politikası olarak EH rejiminin uygulanabilirliğini incelemiştir. Bu doğrultuda enflasyon, işsizlik oranı, reel efektif döviz kuru ve politika faizi gibi değişkenlerin panel veri analizinden yararlanarak EH rejiminin krizle başa çıkmanın optimal bir para politikası olabileceği sonucuna varmıştır.

Saymeh ve Orabi, (2013) 2000-2010 yılları arasında Ürdün ekonomisindeki faiz oranı, enflasyon oranı ve GSYİH rakamlarının reel ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmak üzere; serilere ADF testi, Granger nedensellik testi ve otokorelasyon testleri uygulanmıştır. Çalışma sonuçlarına göre enflasyon ve faiz oranları arasında nedensellik söz konusudur. Ayrıca enflasyon rakamlarının büyüme oranlarına etki ettiği görülmüştür.

Low ve Chan, (2017) 1997-2016 yılları arasında Malezya ekonomisinde döviz kuru, faiz oranları, enflasyon ve büyüme oranları verilerini kullanarak Granger nedensellik testi, etki-tepki analizi ve varyans ayrışma testlerini uygulayarak ilgili serilere analiz etmiştir. Çalışmanın nedensellik testine göre; döviz kuru, faiz oranı ve ekonomik performans üzerinde etkilidir. Öte yandan enflasyon ve faiz oranları arasında tek yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koymuşlardır.

Davcev, Hourvouliades ve Komic, (2018) Makedonya, Bulgaristan ve Romanya ekonomisindeki 2000-2014 tarihleri arasındaki dönemleri kapsayan ve ilgili ekonomilerdeki faiz oranları, enflasyon ve GSYİH büyüme rakamları kullanılarak Granger nedensellik testi, birim kök testi ve eş bütünleşme testleri yapmıştır. Çalışma sonuçları Bulgaristan ve Romanya'da enflasyondan faiz oranları ve GSYİH 'ye ayrıca GSYİH 'den faiz oranlarına doğru tek yönlü nedensellik olduğunu göstermektedir. Makedonya da ise GSYİH ile faiz oranları ve enflasyon ve faiz oranları arasında tek yönlü bir nedensellik görünmektedir".

3.2. Ekonometrik Model

Çalışmanın bu bölümünde, şimdiye kadar anlatılan konuların sayısal analizleri yapılmaya çalışılacaktır. Bu bölüme kadar ekonominin belirli konu başlıkları içerisinde işleyişi, ekonomik sistem içindeki unsurların birbirleri ile ilişkileri ve etkileşimleri anlatılmaya çalışıldı. Sözel olarak ve bazı yerlerde sayılar, grafikler ve tablolar ile ifade edilen unsurlar arasında gerçekten bir ilişki var mı? Varsa bu ilişkinin boyutu nedir? Birlikte nasıl hareket ediyorlar gibi sorulara istatistiki analiz çerçevesinden bakılacaktır.

3.2.1. Veri ve Yöntem

Faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olduğu düşünülen değişkenler arasında bir model kurulmaya çalışılmıştır. Model analizi için Eviews 9 programından yararlanılmıştır.

Faiz Oranları = f (Döv. Kuru, Enflasyon Or. İç Borç Stoku, M1 Para Arzı, Üretim)

Yukarıdaki fonksiyonu açıklamaya yönelik olarak kurulacak modelde,

· Faiz Oranları: Bankalarca açılan mevduatlara uygulanan 1 yıla kadar vadeli ağırlıklı ortalama faiz oranları (Stok, %),

· Döviz Kuru: ABD Doları efektif satış kuru.

· Enflasyon Oranı: Tüketici Fiyat Endeksi TÜFE (2003=100),

· İç Borç Stoku: Kamu iç borç stoku % değişim.(Hazine ve Maliye Bakanlığı. Bin TL)

· M1 Para Arzı: Haftalık, para arzı,

· Üretim: Sanayi üretim endeksi verileri kullanılmıştır.

o Faiz Oranları = FAİZ

o Döviz kuru = DOLAR

o Enflasyon Oranı = ENF

o İç Borç Stoku = BORC

o M1 Para Arzı = PARA

o Sanayi üretim endeksi = SAN olarak tanımlanacaktır.

Modelde kullanılan değişkenler arasında rakamsal uyum olabilmesi için yıllık % değişimlerinin aylık oranları alınmıştır. Bu tercihin nedeni orijinal gözlem

değerleri bazı değişkenlerde oransal olarak veri iken para arzı ve iç borç stoku gibi değişkenlerde rakamsal büyüklükler olarak veri olmasından kaynaklanmaktadır. Bu durum model tahminlerinde sorun yaşanmasına neden olmaktadır.

Değişkenlere ait veriler TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. Değişkenlere ait verilerin zaman aralığı 2008 – Ocak ve 2019 Mart döneminden oluşmuştur ve aylık veriler kullanılmıştır. Her bir değişken için 135 adet gözlem mevcuttur.

Bu veriler çerçevesinde çalışmaya ait ekonometrik model aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 A_1 + \beta_2 B_1 + \beta_3 C_1 + \beta_4 D_1 + \beta_5 E_1 + U_t \text{ ise;} \qquad (1)$$

$$Faiz = \beta_1 Dolar + \beta_2 Enf + \beta_3 Borc + \beta_4 pPara + \beta_5 San + C + U_t \qquad (2)$$

İktisadi analiz, makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi iktisat teorisinin ön gördüğü gibi doğru ve yalın bir şekilde yansıtmaktadır. Aynı zamanda ekonominin fonksiyonel ilişkilerini inceleyip, ekonomik faaliyetlerin gidişini belirtmeye yarayan istatistiki bilgileri ifade etmektedir. Bu analizler ekonomik ve mali politikaları düzeltmekle görevli kamu yetkililerince sürekli olarak izlenir ve gerekli politika değişiklikleri yapılarak, ekonomik sorunların ortaya çıkışı önceden önlenmeye çalışılır. Bu nedenle bu çalışmanın teorik çerçevesini iktisadi analiz ile desteklemek gerektiğine inanılmış ve Merkez Bankası faiz politikasının belirleyicisi olarak düşünülen iç borç stoku, para arzı döviz kuru, enflasyon ve sanayi üretim endeksi değişenleri ile uzun dönemli ilişkinin varlığı sınanmak istenmiştir.

3.2.1.1. Birim Kök Testi

Zaman serisi tekniklerinin kullanıldığı analizlerde değişkenler arasındaki ilişki araştırılmadan önce serilerin durağanlıkları test edilmelidir. Bu anlamda ekonometrik yöntem olarak ADF (Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi) ve Phillips-Perron birim kök testi uygulanarak değişkenlerin durağanlığı test edilmiş, değişkenlerin durağanlık durumlarına göre ise eş bütünleşme testi olarak ARDL

Sınır Testi tercih edilmiştir. Değişkenler arasında eş bütünleşik ilişkinin tespitinden sonra bağımsız değişkenler için ARDL uzun dönem modeli tahmin edilecektir.

Bir zaman serisi, ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de, yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise, durağandır (Gujarati, 1999: 713). Durağan olmayan seriler birinci veya ikinci farkları alınarak durağan hale getirilmektedir. Literatürde zamandan etkilenmeyen, ortalaması, varyansı sabit olan serilere zayıf durağan (weaklystationary) seriler adı verilir ve geniş anlamda durağanlık olarak bilinir. Güçlü durağanlıkta (stronglystationary) sonlu ortalama ve varyansa gerek yoktur. (Kutlar, 1998: 17) Zayıf durağanlık güçlü durağanlığa göre daha kısıtlı şartlar taşımaktadır. Tek denklemli zaman serilerinde zayıf durağanlık ve durağanlık arasında fark bulunmamaktadır. Granger ve Newbold (1974:234)'un gösterdiği gibi, durağan olmayan zaman serilerinin durağanlaştırılması, regresyon analizi için önem arz etmektedir. (Gujarati, 1999: 726). Bu çalışmada ele alınan zaman serilerinin durağanlık analizi, Dickey ve Fuller (1981:335) tarafından geliştirilen "Genişletilmiş Dickey-Fuller" (ADF) birim kök testi ve Philips-Perron(PP) yöntemi ile analiz edilmiştir. Birim kök sınamasında her iki testinde kullanılmasının nedeni elde edilen sonuçları karşılaştırma amaçlıdır. Durağanlık testleri için, kesmeli-trendsiz model analizi yapılmıştır. Bu analizde aşağıdaki denklem kullanılmaktadır.

$$\Delta y_t = \mu + \delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^{p} \delta \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

Burada Δy_t durağan olup olmadığı analiz edilen değişkenin birinci farkı, t genel eğilim değişkeni, $\delta \Delta y_{t-j}$ gecikmeli fark terimleridir. Gecikmeli fark terimlerinin konulmasının nedeni, hata teriminin ardışık bağımsız olmasını sağlamaktır. ADF testinin sağlıklı sonuç vermesi için, tahmin edilen modelde ardışık bağımlılık probleminin olmaması gerekmektedir. Denklemde "p" olarak ifade edilen gecikme uzunluğu, genelde Akaike veya Schwarz bilgi kriterleri kullanılarak belirlenmektedir. ADF testinde, elde edilen ADF-t istatistiğinin MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılmasıyla yapılır. Eğer ADF-t istatistiği

MacKinnon kritik değerinden mutlak olarak büyükse ele alınan zaman serisi durağan demektir.

PP testi için aşağıda kurulan modeller ise aşağıdaki gibidir. PP ve ADF birim kök testi için kurulan modeller incelendiğinde aralarındaki fark, PP modellerinde bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin yer almamasıdır. Çalışmada farklı iki durağanlık sınaması yapılmasının nedeni karşılaştırma yapmayı sağlaması açısındandır.

Serilerin durağanlık analizleri için ADF ve PP birim kök testinde hipotezler şu şekilde kurulmaktadır:

H0 : $\delta=0$ Birim kök içermemektedir, seri durağandır.

H1 : $\delta\neq0$ Birim kök içermektedir, seri durağan değildir

Durağan olma koşulu zaman serisi model analizleri için oldukça önemli olmasına karşın, ekonomi modelleri zaman serisi analizleri dışsal etkenler nedeniyle durağan değildir (Nelson ve Plosser, 1992:139). Eş bütünleşme analizi de doğrusal olmayan bu serilerin durağan halde doğrusal bir görünüm sergileyebileceğini varsayar. Bu durumda değişkenler arasında eş bütünleşme varsa, değişkenlerin durağan olmayan halleriyle oluşturulan modeldeki regresyon sahte değildir sonucuna varılabilir ve kurulan model anlamlı olur.

3.2.1.2. Eş Bütünleşme Testi

Bu çalışmada, değişkenler arasındaki uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisinin varlığını araştırmak için, ARDL sınır testi yaklaşımı tercih edilmiştir. Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen bu yöntemin diğer eş bütünleşme testlerinden birkaç avantajı vardır. Öncelikle ARDL Sınır Testi yaklaşımında gözlem sayısı az olan veri setleri ile analiz yapmanın bir sakıncası olmamasıdır. Yine bu test standart eş bütünleşme analizlerinde karşılaşılan ön test problemlerinden kaçınmaya olanak vermektedir. Bu testin bir diğer avantajı uzun dönem hem de kısa dönem analizi yapmaya olanak sağlamasıdır. Bu çalışmada ARDL Sınır Testi yaklaşımının seçilme nedeni ise, bağımlı değişkenin bütünleşme

derecesinden etkilenmemesine olanak vermesi açısında kullanışlı bir test olmasıdır. ARDL Sınır Testi yaklaşımı bağımsız değişkenlerin düzeyde ya da birinci dereceden farkı alındığında durağan olup olmadığına bakılmaksızın değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi araştırmaya imkân sağlamaktadır.

ARDL yaklaşımında dinamik bir kısıtlı VAR modeli tahmin edilerek modele dâhil olan değişkenlerin gecikmelerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı test edilir. ARDL sınır testi yaklaşımı çerçevesinde, uzun dönemli ilişkiyi araştırmak için, ARDL kısıtsız hata terimi modeli (UECM) ile tahmin edilir.

İlgili değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığı yukarıdaki denklem EKK yöntemi ile tahmin edildikten sonra, test istatistiği gecikmeli değişkenlerin katsayılarının sıfıra eşit olduğu yokluk hipotezi ile gecikmeli değerlerin sıfıra eşit olmadığı alternatif hipotez test edilir. Hipotez testi için F-istatistik değeri kullanılır. Optimal gecikme uzunluğu ile elde edilen F-istatistiği Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından sunulan, biri tüm serilerin durağan olduğu, diğeri de tüm serilerin birinci dereceden farkı alındığında durağan olduğu duruma ilişkin iki kritik değer kümesi ile karşılaştırılır.

Teste ait hipotezler aşağıdaki gibi kurulur:

H_0 = Hiç eş bütünleşme denklemi yoktur,

H_1 = Eş bütünleşme denklemi vardır.

3.2.2. Bulgular ve Tartışma

3.2.2.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Veriler Eviews 9 paket programı içinde ilk olarak Augmented Dickey – Fuller (ADF) testine tabi tutulmuştur. Veri setinin birim kök testi sonucunda farklı derecelerden durağan olduğu görülmüştür.

Tablo 9: Birim Kök Testi Sonuçları

ADF Birim Kök Testi (Sabitli)						
	Düzey			***Birinci Fark***		
Değişkenler	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu
FAIZ	-1.518	-2.884	6	-3.279**	-2.886	12
DOLAR	-1.273	-2.889	12	-6.652**	-2.889	11
ENF	-1.192	-2.885	11	-5.715**	-2.885	11
PARA	-3.599**	-2.886	11	-5.290**	-2.886	12
BORC	-1.095	-2.885	12	-3.697**	-2.885	12
SAN	-3.788**	-2.884	10	-5.112**	-2.885	12
ADF Birim Kök Testi (Trend ve Sabitli)						
	Düzey			***Birinci Fark***		
Değişkenler	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu
FAIZ	-3.445	-3.449	6	-3.282	-3.449	12
DOLAR	-2.547	-3.447	12	-6.703**	-3.447	11
ENF	-0.088	-3.449	11	-6.452**	-3.449	11
PARA	-3.646**	-3.447	12	-5.269**	-3.447	12
BORC	-0.963	-3,447	12	-3.730**	-3,447	12
SAN	-3.618**	-3.446	10	-5.464**	-3.447	12

Not: t istatistik Kriterine göre sonuçlar alınmıştır. Maksimum gecikme uzunlukları 12 olarak alınmıştır. ** %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir

Bir değişkenin durağan olup olmadığını anlamak için bakılması gereken iki değer vardır. Birincisi olasılık değeridir. Olasılık değeri 0,05'ten küçük olmalıdır. Bir diğeri ise T istatistik değeridir. Değişkenin durağan olabilmesi için T istatistik değerleri %1, %5 ve %10'luk kritik değerlerden daha küçük olmalıdır.

ADF birim kök analizi sonuçlarına göre görüldüğü gibi seriler faiz oranının trend ve sabit modeli hariç birinci farkta durağan (I(1)) hale gelmektedir. Sanayi üretim endeksi ise hem sabitli hem de trend ve sabitli modelde düzey değerinde de durağandır (I(0)).

3.2.2.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Veriler Eviews 9 paket programı içinde ilk olarak Phillips-Perron (PP) birim kök testine tabi tutulmuştur. Veri setinin birim kök testi sonucunda farklı derecelerden durağan olduğu görülmüştür.

Tablo 10: Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Phillips-Perron Birim Kök Testi (Sabitli)						
	Düzey			***Birinci Fark***		
Değişkenler	PP Test İstatistiği	Kritik Değer	Bandwidth	PP Test İstatistiği	Kritik Değer	Bandwidth
FAIZ	-1.401	-2.886	8	-4.540**	-2.886	1
DOLAR	-3.072**	-2.886	3	-7.807**	-2.886	3
ENF	-1.079	-2.886	1	-8.480**	-2.886	7
PARA	-3.757**	-2.886	3	-13.55**	-2.886	4
BORC	-2.070	-2.886	7	-9.779**	-2.886	6
SAN	-6.008**	-2.886	8	-24.96**	-2.886	4
Phillips-Perron Birim Kök Testi (Trend ve Sabitli)						
	Düzey			***Birinci Fark***		
Değişkenler	PP Test İstatistiği	Kritik Değer	Bandwidth	PP Test İstatistiği	Kritik Değer	Bandwidth
FAIZ	-2.447	-3.443	8	-4.559**	-3.443	1
DOLAR	-3.450**	-3.443	3	-7.773**	-3.443	3
ENF	-1.796	-3.443	1	-8.491**	-3.443	8
PARA	-3.827**	-3.443	3	-13.49**	-3.443	4
BORC	-2.061	-3.443	7	-9.608**	-3.443	5
SAN	-6.006**	-3.443	8	-24.89**	-3.443	4

Not: Schwartz Bilgi Kriterine göre sonuçlar alınmıştır. Maksimum gecikme uzunlukları 12 olarak alınmıştır. ** %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. PP Birim Kök Testinde Barlett Kernel metodu kullanılmış olup, Bandwith Genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir

PP birim kök analizi sonuçlarına göre görüldüğü gibi FAIZ, ENF ve BORC serileri birinci farkta durağan (I(0)), DOLAR, PARA ve SAN serileri ise düzeyde durağan (I(0)) olarak bulunmuştur. Faiz oranının eğilim ve sabit modeli hariç birinci farkta durağan (I(1)) hale gelmektedir. Görülmektedir ki secilerin durağanlığı konusunda farklı sonuçlar mevcuttur. Bu da eş bütünleşik ilişkinin testi için ARDL Sınır Testine başvurulmasının uygun olduğunu göstermektedir.

3.2.2.3. Eş bütünleşme Analizi Sonuçları

Kurulan modele ait değişkenlere uygulanan ADF ve PP testi ile değişkenlerin durağan olmadığı tespit edilmişti. Bunun üzerine değişkenlerin farkları alınarak birinci farklarında durağan olmaları sağlanmıştır. Bu şekilde değişkenler üzerinde geçmiş şokların etkisi kaldırılmıştır. Değişkenlerin uzun dönemde aralarındaki ilişkinin Birim kök testi sonuçlarında göre seriler farklı dereceden durağandır. Hem kısa dönem hem de uzun dönem analizi yapmaya

olanak sağlayan ARDL modeli I(0), I(1) ya da her ikisinin birleşimi şeklinde, farklı derecede eş bütünleşik seriler için kullanılabilmektedir.

Bu sebeple çalışmada ARDL yönteminin kullanılmasının kısa ve uzun dönem ilişkilerinin yorumlanabilmesi açısından daha uygun olacağı düşünülmektedir.

Tablo 11: ARDL Sınır Testi Sonuçları

Bağımsız değişken	**Gecikme Uzunluğu (k)**	**F-istatistiği**	**Kritik Değerler (Alt Değer-Üst Değer)**
5	5	8.694997	2.39-3.38 (% 5) 3.06-4.15 (%1)

Not: Kritik değerler %5ve % 1 anlamlılık düzeyine göre verilmiştir. Maksimum gecikme uzunluğu 12 olarak alınmış gecikme uzunluğu Schwartz Bilgi Kriteri 'ne göre belirlenmiştir

Tablo 11'in sonuçlarına göre model değişkenleri arasında eş bütünleşme yani koentegreasyon mevcuttur. Sınır testi analizinden elde edilen F-istatistiğini kritik değerler ile karşılaştırdığımızda, hesaplanan F-istatistiği %5 ve % 1 anlamlılık düzeyinde üst kritik değerin üzerinde yer almaktadır. Dolayısı ile her iki model içinde değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi olmadığını ileri süren yokluk hipotezi reddedilmektedir. Modelin ARDL yöntemi ile belirlenen genel tahmin sonuçları ise Tablo 12'de görülmektedir.

Tablo 12: ARDL Modeli Tahmin Sonuçları (Bağımlı Değişken: Faiz Oranı)

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t-İstatistiği	Prob.*
FAIZ(-1)	1.522524	0.086040	17.69554	0.0000
FAIZ(-2)	-0.803143	0.151610	-5.297416	0.0000
FAIZ(-3)	0.339179	0.139080	2.438730	0.0164
FAIZ(-4)	-0.172814	0.072610	-2.380037	0.0191
BORC	0.079853	0.248308	0.321589	0.7484
BORC(-1)	0.616130	0.328048	1.878174	0.0631
BORC(-2)	-1.767152	0.334165	-5.288259	0.0000
BORC(-3)	1.835198	0.368996	4.973494	0.0000
BORC(-4)	-0.954003	0.263337	-3.622743	0.0004
DOLAR	0.016281	0.046939	0.346847	0.7294
DOLAR(-1)	-0.052697	0.074459	-0.707724	0.4807
DOLAR(-2)	0.220213	0.073416	2.999536	0.0034
DOLAR(-3)	-0.172950	0.069793	-2.478025	0.0148
DOLAR(-4)	0.086033	0.046322	1.857287	0.0660
ENF	0.600812	0.238040	2.523995	0.0131
ENF(-1)	-0.575461	0.365398	-1.574888	0.1182
ENF(-2)	0.539405	0.259589	2.077919	0.0401
PARA	-0.120265	0.054049	-2.225097	0.0282
PARA(-1)	0.174128	0.056103	3.103710	0.0024
SAN	-0.005382	0.039442	-0.136460	0.8917
SAN(-1)	0.005074	0.040669	0.124762	0.9009
SAN(-2)	0.084125	0.040746	2.064634	0.0414
SAN(-3)	0.077587	0.041514	1.868921	0.0644
C	-6.535530	1.226628	-5.328046	0.0000
R^2 0,99	**Düzeltilmiş R^2** 0,98		**JB Normality** 3.204 (0,201)	
DW-istatistiği 2,09			**F-İstatistiği** 2.065 [0,005]	
χ^2_{ARCH} 0.318 [0,322]			χ^2_{BG} 0.714 [0,734]	

Not: DW-istatistiği, Durbin-Watson istatistiği. X^2_{BG}, Breusch-Godfrey LM sıra korelasyon testi. X^2_{ARCH}, ARCH değişen varyans testi, JB Normality, Jarque-Bera Normallik testi.

Öncelikle modelde sınama testleri neticesinde değişen varyans, otokorelasyon ve normallik açısından bir sorun olmadığı bulunmuştur. Böylece kısa ve uzun dönem ilişkilerini belirlemek üzere ARDL modeli kurulabileceği sonucuna da ulaşılmıştır

3.2.2.4. Kısa ve Uzun Dönem Tahmini Sonuçları

Değişkenler arasında eş bütünleşmenin varlığı tespit edildiğinden, değişkenlerin uzun dönem tahmini gerçekleştirilecektir. Uzun dönem ilişkilerini tahmin etmek için kullanılacak ARDL denklemi aşağıdaki gibidir

$$FAIZ_t = \beta_0 + \sum_{j=1}^{p} \beta_1 \Delta FAIZ_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_2 \Delta ENF_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_3 DOLAR_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_4 BORC_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_5 PARA + \sum_{j=0}^{p} \beta_6 SAN + \varepsilon_t$$

Tablo 13: Uzun Dönem Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Prob.
ENF	5.667969	1.321696	4.288407	0.0000***
DOLAR	0.551090	0.289136	1.905990	0.0591*
BORC	-1.914209	0.700597	-2.732253	0.0073***
PARA	0.829803	0.636344	1.304017	0.1948
SAN	0.641972	0.425851	1.507504	0.1344
C	-60.468885	19.037109	-3.176369	0.0019***

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılık düzeyini ifade etmektedir

Uzun dönem katsayılardan elde edilen sonuçlara baktığımızda *ENF* değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini pozitif (5.66) ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. *DOLAR* değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini pozitif (0.55) ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı ve *BORC* değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini negatif (-1.91) ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Diğer taraftan *PARA* ve *SAN* değişkenlerine ait katsayı pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Elde edilen sonuçlardan da görüldüğü üzere Merkez Bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarı hedefine yönelik olarak faiz oranı aracını kullanmaktadır. Türkiye'nin 2006 yılı sonrasında enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiş olması enflasyon oranındaki artışın faiz oranının temel belirleyicisi olmasında elde edilen sonuçlarda da

gözüktüğü gibi çok önemli bir etken olmuştur. Yine döviz kurundaki artışın faiz oranları üzerindeki pozitif etkisi Merkez Bankası'nın piyasadaki yerli/yabancı paranın kontrolü açısından ve yüksek döviz kurunun ithalat yüküyle getirdiği maliyet enflasyonu nedeniyle faiz oranı aracına başvurduğunu düşündürmektedir. İç borç stokunun arttığı dönemlerde Merkez Bankası'nın faiz oranlarını yükselterek tekrar borçlanma yoluna başvurmadığı anlaşılmaktadır. Bu sonuçlardan anlaşıldığı üzere Merkez Bankası uzun dönemde nihai hedefi olan fiyat istikrarı hedefi ve doğrultuda uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimine bağlı kalmaktadır. Yine paranın değerini korumak üzere döviz kurundaki yükselişin getireceği maliyet enflasyonu mekanizması nedeniyle ve faiz oranları yükselmektedir. İç borçlanma ve faiz oranı arasındaki negatif yönlü ilişki ise uzun vadede Türkiye'nin daha çok dış borçlanma yoluna başvurarak finansman sağladığı gerçeğinden kaynaklandığını düşündürmektedir.

Uzun dönemli ilişkinin tespiti bir sonraki aşamada kısa dönem analizini mümkün kılmaktadır. Hata düzeltme modelleri, değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi olduğunda kullanılır. Uzun dönem ilişkisinden yani dengeden sapmayı gösterirler. Bu sapma değişkenlerin farkları alınarak durağan hale getirilmelerinden kaynaklanır. Hata düzeltme modelleri ile bu sapmalar ortadan kaldırılmaya çalışılır. Elde edilen Hata düzeltme modeline ait tahminler Tablo 14'te verilmiştir.

Kısa dönem ilişkilerin test edilmesi için kullanılacak ARDL denklemi aşağıdaki gibidir:

$$\Delta FAIZ_t = \beta_0 + \sum_{j=1}^{p} \beta_1 \Delta FAIZ_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_2 \Delta ENF_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_3 \Delta DOLAR_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_4 \Delta BORC_{t-1} + \sum_{j=0}^{p} \beta_5 PARA + \sum_{j=0}^{p} \beta_6 SAN + \Delta ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tablo 14: Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Prob.
D(ENF)	0.473773	0.213574	2.218310	0.0284**
D(DOLAR)	-0.013882	0.038780	-0.357964	0.7210
D(BORC)	0.064370	0.230881	0.278802	0.7809
D(BORC(-1))	0.724100	0.220794	3.279535	0.0014***
D(PARA)	-0.135338	0.049775	-2.719006	0.0075
D(SAN)	0.007474	0.027542	0.271385	0.7866
CointEq(-1)	-0.078617	0.010640	-7.388805	0.0000***

Cointeq = FAIZ - (5.6680*ENF + 0.5511*DOLAR -1.9142*BORC + 0.8298 *PARA + 0.6420*SAN -60.4689)

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Eş bütünleşme denklemleri değişkenler arasında uzun dönem dengesini gösterirken, hata terimleri kısa süreli dengeden sapmaları göstermektedir. Modelimizin hata terimi düzey değerde olasılık değeri 0,05'ten küçük ve T istatistik değeri mutlak değer olarak %5 kritik değerden büyük olduğu sonucuna göre hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır.

Kısa dönem ilişkileri yansıtan bulguları yansıtan Tablo 14'deki sonuçlara göre, kısa dönemde sadece enflasyon değişkeni istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani kısa dönemde sadece enflasyon oranı faiz oranını pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç da gösteriyor ki, Merkez Bankası kısa dönemde de enflasyon hedeflemesi rejimine bağlı kalarak faiz politikasını yine fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda yönlendirmektedir.

Modelde hata düzeltme terim i CointEq(-1) negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Tahmin edilen modeller kabul edilebilir bir açıklama gücüne sahiptir. Modele ait parametrelerin tümünün birlikte anlamlılığını kontrol eden F istatistiği her iki model için de %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durum hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını ve kısa dönemde meydana gelen sapmaların 0.07'si bir dönemde dengeye geldiğini göstermektedir. 1/0.07 kaç dönem sonra dengeye gelineceğini ifade ettiği ve verilerin aylık olduğu için yaklaşık 12 ay (1 yıl) sonra dengeye geldiği sonucuna ulaşılmıştır (1/0.07 =12.1). 0<CointEq(-1) < -1 olması halinde uzun dönem denge değerinden tekdüze bir

şekilde yakınlaşma söz konusu olacağı elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir.

SONUÇ

Merkez Bankası, sadece bankalar arası işlemler için değil, zamanla devletin ekonomiye müdahale edebildiği ve de devlet adına kâğıt para (banknot) basma yetkisine sahip kurum ve kuruluşlar olarak ekonomik sistem içinde yer almaktadır. Aynı zamanda Türkiye'de para politikası otoritesi olmanın yanında enflasyon hedeflemesi rejiminin de yürütücüsü niteliği de kazanmıştır. Özellikle 2002 yılından itibaren bağımsızlığını kazanan TCMB'nin nihai hedefine ulaşmak için en önemli aracı olan faiz enstrümanına daha sık başvurması kaçınılmaz olmuştur. Zira ekonomi sistemlerinin temel politika aracı ve karar mekanizmalarının belirleyici unsuru faiz oranları olmaktadır. Faiz oranları hr ne kadar para otoritesi tarafından belirlenmiş olsa da, faizi etkileyen birçok parametre söz konusu olabilmektedir. Temelde faiz oranları Türkiye'de Merkez Bankası'nın bağımsızlığını kazanıp enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemesi dolaysıyla başta enflasyondaki değişmelerden etkilenmektedir.

Enflasyon ve faiz arasındaki ilişki ters yönlü işlemektedir. Faiz oranlarında ki artış bireylerin tüketim ve harcamalarını azaltıp tasarruflarını arttırıcı etki yapmaktadır. Bu durum toplam talebin azalmasına dolayısıyla mal ve hizmet fiyatlarında düşmeye neden olmaktadır. Talebin arzı aşması şeklinde ortaya çıkan bu durumun arz cephesinden kaynaklı maliyet enflasyonu şeklinde ortaya çıkan durumunda da yine faiz oranlarında yükselme yönünde baskının ortaya çıkması kaçınılmaz olmaktadır.

Faiz oranının bir belirleyicisi niteliğinde olan para arzındaki değişmeler de bir diğer yandan bu konuda önem arz etmektedir. MB kimi zaman enflasyonu düşürmek üzere piyasadaki parayı çekmek üzere faiz oranını yükseltmektedir. Dolayısıyla para arzı ve faiz oranları ters yönlü çalışan bir mekanizma oluşturmaktadır.

Döviz kuruna gelince; döviz kurundaki yükselişlerin faiz oranlarını arttırıcı etkisi iki mekanizma aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki döviz kurundaki yükselişin ithal mallarının fiyatında yükselme yaratarak talebin yurtiçinde üretilen mallara doğru yönelmesiyle fiyatlar genel seviyesinin artması şeklinde tezahür eder. Artan talep enflasyonunu düşürmek için yüksek faiz oranını MB tarafından harekete geçirilir. İkinci mekanizma ise döviz kurundaki yükselişin ithal girdilerin fiyatını ve özellikle enerji fiyatlarını arttırmasıyla üretimin daha maliyetli hale gelmesine bağlı ortaya çıkan maliyet enflasyonu ve yüksek faiz oranıdır. Böyle bir durumda ise faiz oranlarındaki artışın enflasyonu baskılayıcı gücü uzun vadede başarılı olmayabilmektedir.

Kamu gelirleri giderleri karşılayamadığı durumda faiz oranları yüksek tutularak borçlanmaya gidilir. Borçlanmanın birçok nedeni olabilir. Ülkede etkin bir maliye politikası yoksa, hükümetler popülist yaklaşım ve eylemler ile kamu harcamalarını arttırıyorsa, kamu kaynakları israf ediliyorsa, vergi kaçakçılığı fazla ve önlenemiyorsa, ülkede katma değer yaratacak yatırımlar yapılamıyorsa, yerli ve yabancı yatırımlar için huzur ve güven ortamı sağlanamıyorsa vb. gibi vergi gelirlerini doğrudan etkileyen birçok etken sonucu kamu giderleri vergiler il finanse edilemiyorsa devlet mecburen borçlanma yoluna başvuracaktır. Ekonomik alt yapısı sağlam olmayan ve istikrar vaat etmeyen ülkelerin borçlanma maliyetleri nispeten yüksek olacaktır. Faiz oranları yüksek tutularak borçlanmanın kişiler tarafından yüksek ve garantili bir finansman haline gelmesini sağlayacaktır. Borçlanmanın faiz oranları da kişilerin tasarruf eğilimlerini etkileyecektir. Bu durum yatırımların ve tüketimin azalması üzerinden ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yapacaktır. Dolayısıyla yüksek kamu iç borç stoku, dışlama etkisi üzerinden düşük yatırım oranları ve düşük büyüme olarak tezahür edecektir.

Bahsedilen mekanizmalar kanalıyla bu çalışmada Türkiye'de Merkez Bankası'nın faiz politikasının belirleyicisi olarak enflasyon oranı, para arzı, döviz kur, kamu iç borç stoku, ekonomik büyüme değişkenleri bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Çalışmada 2008Q1- 2019Q3 dönemine ait aylık veriler MB EVDS üzeinden elde edilmiştir. Belirlenen değişkenlerin faiz oranı üzerindeki

etkisi eş bütünleşme testleri ile araştırılmak istenmiş ve serilerin aynı dereceden durağan olmaması üzerine ARDL Sınır testinden faydalanılmıştır.

Elde edilen bulgular doğrultusunda uzun dönem katsayılardan elde edilen sonuçlara baktığımızda *ENF* değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini pozitif (5.66) ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. *DOLAR* değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini pozitif (0.55) ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı ve *BORC* değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini negatif (-1.91) ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Diğer taraftan *PARA* ve *SAN* değişkenlerine ait katsayı pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Elde edilen sonuçlardan da görüldüğü üzere Merkez Bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarı hedefine yönelik olarak faiz oranı aracını kullanmaktadır. Türkiye'nin 2006 yılı sonrasında enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiş olması enflasyon oranındaki artışın faiz oranının temel belirleyicisi olmasında elde edilen sonuçlarda da gözüktüğü gibi çok önemli bir etken olmuştur. Yine döviz kurundaki artışın faiz oranları üzerindeki pozitif etkisi Merkez Bankası'nın piyasadaki yerli/yabancı paranın kontrolü açısından ve yüksek döviz kurunun ithalat yüküyle getirdiği maliyet enflasyonu nedeniyle faiz oranı aracına başvurduğunu düşündürmektedir. İç borç stokunun arttığı dönemlerde Merkez Bankası'nın faiz oranlarını yükselterek tekrar borçlanma yoluna başvurmadığı anlaşılmaktadır. Bu sonuçlardan anlaşıldığı üzere Merkez Bankası uzun dönemde nihai hedefi olan fiyat istikrarı hedefi ve doğrultuda uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimine bağlı kalmaktadır. Yine paranın değerini korumak üzere döviz kurundaki yükselişin getireceği maliyet enflasyonu mekanizması nedeniyle ve faiz oranları yükselmektedir. İç borçlanma ve faiz oranı arasındaki negatif yönlü ilişki ise uzun vadede Türkiye'nin daha çok dış borçlanma yoluna başvurarak finansman sağladığı gerçeğinden kaynaklandığını düşündürmektedir.

Kısa dönem ilişkileri yansıtan bulguları yansıtan Tablo 14'deki sonuçlara göre, kısa dönemde sadece enflasyon değişkeni istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani kısa dönemde sadece enflasyon oranı faiz oranını pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç da gösteriyor ki, Merkez Bankası kısa dönemde de enflasyon hedeflemesi

rejimine bağlı kalarak faiz politikasını yine fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefi doğrultusunda yönlendirmektedir.

Hata düzeltme katsayısının anlamlı çıkması hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını ve kısa dönemde meydana gelen sapmaların 0.07'si bir dönemde dengeye geldiğini göstermektedir. 1/0.07 kaç dönem sonra dengeye gelineceğini ifade ettiği ve verilerin aylık olduğu için yaklaşık 12 ay (1 yıl) sonra dengeye geldiği sonucuna ulaşılmıştır (1/0.07 =12.1). 0<CointEq(-1) < -1 olması halinde uzun dönem denge değerinden tekdüze bir şekilde yakınlaşma söz konusu olacağı elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir.

KAYNAKÇA

Akgül, I. ve Özdemir, S. (2018). Enflasyon-Faiz Oranı ve Enflasyon-Döviz Kuru İkilemi: GEG Programı Döneminde Türkiye Gerçeği, Ege Akademik Bakış. Ege University Faculty of Economicsand Administrati ve Sciences, 18(1), ss. 153–165.

Akıncı, M. ve Yılmaz, Ö. (2016). Enflasyon-Faiz Oranı Takası: Fisher Hipotezi Bağlamında Türkiye Ekonomisi İçin Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi, *Sosyoekonomi*, 24(27).

Ansgar, B. (2009), Monetary Economics In Globalised Financial Markets, *Springer*

Ardıç, H. (2004). 1994 Ve 2001 Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü.

Aslan, H. (2009). Para Teorisi ve Politikası (1. Baskı). Bursa: Alfa Aktüel Yayınları.

Apak, S. Tay, A. (2012). Osmanlı Devleti'nin 19. Yüzyıldaki Finansal Sisteminde Osmanlı Bankası'nın Yeri ve Faaliyetleri. Muftav Dergisi. 3, 63-103

Açıkders.org.tr 2019, Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları, Erişim Tarihi 15.01.2019, www.Acikders.Org.Tr ›Merkez_Para

Bağcı, S.A. (2016). Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizlerinin Dış Ticarete Etkileri. Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi. Cilt 8. Sayı 3. 46-54.

Ball, L., Sherdan, N. (2003). Does Inflation Targeting Matter *NBER Working Paper,* 9577

Batini, N., Laxton, D. (2006). Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted The Experience of Emerging Markets. *Central Bank of Chile Working Papers*, No:406

Bozan, E. (2017). Mortgage Krizi Öncesinde ve Sonrasında Yaşanan 10 Durum. https://Konupara.Com/Ekonomist/Ekonomi/Mortgage-Krizi-Oncesi-Yasananlar-6547/

Branson,W.H.,(1979) *Macroeconomic Theory and Policy*, Harper Collins Publishers.

Capie, F. Goodhart, C. Andschnadt, N. (2012). The Development Of Central Banking. Cambridge: Cambridge Universty Press. 1-261.

Clarida, R., J. Gali and M. Gerdler (1998), "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", European Economic Rewiev, 42, 1033-1067

Çavdar, T. (2003). Türkiye Ekonomisinin Tarihi 1900 – 1960 Ankara: İmge Yayınevi

Danışman, S. (2012). Türk Bankacılık Sistemi İçinde Merkez Bankası'nın Rolü ve Önemi. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Davcev, L., Hourvouliades, N. ve Komic, J. (2018). Impact of interest rate andinflation on GDP in Bulgaria, Romaniaand FYROM‖, *Journal of Balkan and Near Eastern Studies. Taylor & Francis*, 20(2), ss. 131–147.

Demirgil, B. ve Türkay, H. (2017). Türkiye'de Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler: Bir ARDL/Sınır Testi Uygulaması‖, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(3), ss. 907–928.

De soto H. (2017) The Mystery Of Capital, Transworld, ss.320

Dickey, D ve Fuller, W. A. (1981), 'Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root', *Econometrica,* 235

Eldem, E. (2013). Osmanlı'da İlk Bankalar Nasıl Kuruldu? Erişim Tarihi: 01.05.2019, https://www.Dunyabulteni.Net/Tarihten-Olaylar/Osmanlida-İlk-Bankalar-Nasil-Kuruldu-H263494.Html

Filho, I.C. (2010). Inflation Targetingand the Crisis: An Emprical Assessment. IMF Working Paper, No: 10/45, Erişim Tarihi: 09.09.2016, https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1045.pdf

Fisher, Irving (1930). *The Theory of Interest: As Determined By Impatienceto Spend Incomeand Opportunity to InvestIt*, USA: Kelley Publishing.

Gerlach, S. and F. SMETS. (2000). MC Isand Monetary Policy, European Economic 44, Sayı 9, 1671-1700.

Granger, C.W.J and NEWBOLD, P. (1974) Spuriosus Regressions In Ecometrics, Journal of Econometrics 2 111-120.

Gujarati, Damodar N. (1999). Basic Econometrics. *McGraw Hill*

Judd, J. P. ve Rudebusch, G. D. (1998). Taylor‟s Rule And The Fed: 1970–1997. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, 3, 3–16

Karahan, Ö. ve Çolak, O. (2017). Enflasyon Hedeflemeli Rejim Altında Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi‖, *International Journal of Management Economics& Business. Bülent Ecevit University, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi.*ss. 983–991.

Keynes, J.M.(1936), *General Theory of Employment Interestand Money,* London, Macmillan.

Low, Y. W. ve Chan, T.-H. (2017). Foreign Exchange Rate, Interest Rate, Inflation Rate and Economic Growth in Malaysia, *Global Business & Management Research*, 9.

Nelson, C.R. Plosser C.I. (1982). Trends And Random WolksIn Macro Economic Time Series: Some Evidence And Implication. Journal Of Monetary Economics. Vol 10:139 – 162.

Parasız, İ. (2003). Makro Ekonomi (8. Baskı). Bursa. Ezgi Kitapevi.

Parasız, İ. (2009). Para Banka ve Finansal Piyasalar (9. Baskı). Bursa. Ezgi Kitapevi.

Riksbank 2019, Erişim Tarihi 20.02.2019, https://www.riksbank.se/En-Gb/About-The-Riksbank/History/1600-1699/Sveriges-Riksbank-İs-Founded/

Rothbard, M.M., (2000) America's Great Depression, 5. baskı auburn, Ala: Luudwingvon Misses Institute

Samuelson, P.A. (1965). *İktisat*, (Çev: Y. Demirgil), ODTÜ Yayını, Ankara

Saymeh, A. A. F. ve Orabi, M. M. A. (2013) .Theeffect of interest rate, inflation rate, GDP, on real economic growth rate in Jordan‖, *Asian Economic and financial review. Asian Economic and Social Society*, 3(3), s. 341.

Soygüzel, H. (2017). İlim Ve Medeniyet,1994 Türkiye Ekonomik Krizi Ve 5 Nisan Kararları. Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019. https://www.ilimvemedeniyet.com/1994-Turkiye-Ekonomik-Krizi-Ve-5-Nisan-Kararlari.Html

Soylu. N. (2013). Merkez Bankası Faiz Duyurularının Finansal Piyasalara Etkisi: Bist ve Vob Üzerine Bir Uygulama. Doktora Tezi. Zonguldak. Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Şahan, B. (2018). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Faiz Politikasının Etkisi. Yüksek Lisans Tezi. Balıkesir. Balıkesir Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tarih Notları, (2019). Bankacılığın Tarihçesi. Erişim Tarihi: 15 Şubat 2019, https://www.tarihnotlari.com/Bankaciligin-Tarihcesi/

Türkiye Bilimler Akademisi (TÜBA) Ulusal Açık Ders Malzemeleri, 2019. Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları. Erişim Tarihi: 24 Ocak 2019, http://www.acikders.org.tr/Pluginfile.Php/2550/Mod_Resource/Content/4/Merkez_Para.Pdf

Tobin J. (1958), "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," *Review of Economic Studies*

Toprak, Z. (1982). Türkiye'de Milli İktisat. Ankara: Yurt Yayınları.

Torun, M. ve Karanfil, M. (2016). 1980-2013 Dönemi Türkiye Ekonomisinde Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişki‖, *Çanakkale On sekiz Mart Üniversitesi Yönetim Bilimleri Dergisi*. 14(27), s. 473.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Tcmb). (2009). 2010 Yılında Para Ve Kur Politikası, Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Tcmb). (2010). Para Politikası Çıkış Stratejisi, Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Tcmb). (2019). Merkez Bankası Tarihçesi. Erişim Tarihi: 07.05.2019, https://www.tcmb.gov.tr/Wps/Wcm/Connect/Tr/Tcmb+Tr/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Tarihce

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Tcmb). (2019). Merkez Bankası Ve Finansal İstikrar. Erişim Tarihi: 20.05.2019, https://www.tcmb.gov.tr/Wps/Wcm/Connect/Tr/Tcmb+Tr/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Merkez+Bankasi+Ve+Finansal+Istikrar/

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Tcmb). (2019). Uluslararası Finans Alanında Merkez Bankası. Erişim Tarihi: 20.05.2019,https://www.tcmb.gov.tr/Wps/Wcm/Connect/Tr/Tcmb+Tr/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Uluslararasi+Finans+Alaninda+Merkez+Bankasi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2019). Para Politikası Kurulu Kararları. Erişim Tarihi: 20.05.2019, https://www.tcmb.gov.tr/Wps/Wcm/Connect/Tr/Tcmb+Tr/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Ppk/

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (2019). Açık Piyasa İşlemleri. Erişim Tarihi: 20.05.2019, https://www.tcmb.gov.tr/Wps/Wcm/Connect/Tr/Tcmb+Tr/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri/

Ünlü, D. (2012). İzmir İktisat Kongresi Kongre Öncesi Ekonomik Görünüm ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. Yüksek Lisans Tezi. Uşak. Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Varlı, A. (2010). Tanzimat'tan Cumhuriyet'e Parasal Alanda Kurumsal Düzenlemeler: T.C. Merkez Bankası. Doktora Tezi. İstanbul. Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Wicksell K. (1965). *Interest and Price, a Study of the Causees Regulating the Value of Money,* Translated by R.F. Khan, New York, Reprints of Economics Classics.

Yıldırım, Y.E. (2008). Türkiye Ekonomisinde Kamu Borçlanması 1989 – 2006. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul. Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yücememiş, B., Alkan, U. ve Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi, *Finansal Araştırmalar Ve Çalışmalar Dergisi*. Cilt 7. Sayı 13. ss. 449-478