

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE PARA POLİTİKASININ EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİ

Suat OKTAR*
Levent DALYANCI**

Özet

Ekonomik büyümeyi etkileyen çok sayıda değişken ve politika söz konusudur. Ekonomi politikaları içerisinde para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkinliği iktisadi düşünce yaklaşımlarına göre farklılık gösterebilmektedir. Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi yakalayabilmesinde genelde ekonomi politikalarına özeldir ise para politikasına büyük rol düşmektedir. Bu bağlamda, para politikasının, ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecek şekilde yönetilmesi gerekmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye ekonomisi için, para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemek ve Türkiye ekonomisi için ekonomik büyümeyi destek olacak şekilde para politikası tasarımına yardımcı olmaktır. Çalışmada elde edilen temel sonuç, TCMB politika faizi ve ekonomik büyüme arasında kısa dönemde Granger nedensellik ilişkisi söz konusu olmayıp, uzun dönemde ters yönde kointegrasyon ilişkisi söz konusudur. Sonuç olarak uzun dönem ekonomik büyüme para politikası ile yönetilebilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Para politikası, Ekonomik Büyüme, Türkiye ekonomisi

JEL Sınıflaması: E52, E58, F43

* Prof.Dr. Marmara Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, iibf.dek@marmara.edu.tr

** Dr. Marmara Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, leventdalyanci@gmail.com

THE EFFECT OF THE MONETARY POLICY ON ECONOMIC GROWTH IN TURKISH ECONOMY

Abstract

There are many factors and policies affecting economic growth. According to the approaches of economic thought, the efficiency of monetary policy among the economic policies may vary. It has great role of economic policies especially monetary policy on economic growth. In this context, it is vital to manage monetary policy in such a manner that affecting economic growth positively.

Main aim of this study is to analyse the effects of the monetary policy on the economic growth in the Turkish economy and to assist designing monetary policy affecting economic growth positively. Main result of the study is that there is not Granger causality between monetary policy and economic growth in the short run, but there is a cointegration relationship in the long run. The monetary policy adversely affects economic growth in the Turkish economy in the long run. As a result, it can be managed economic growth by monetary policy in the long run.

Keywords: Monetary Policy, Economic Growth, Turkish Economy

JEL Classification: E52, E58, F43

1.Giriş

Para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri iktisat teorisinde iktisat okullarının yaklaşımlarına göre farklılık göstermektedir. Klasik iktisatçılar ekonominin otomatik olarak tam istihdama geldiğini belirterek para politikasının reel çıktı üzerinde etkisi olmayıp ancak fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkisi olacağını vurgularken, Keynezyen yaklaşım, gerek eksik istihdam dengesi gerekse de paranın dolanımındaki değişimlerin reel çıktı üzerinde etkili olabileceğini iddia etmektedir. Günümüzde iktisat okulları arasında genel eğilim bu çizgi üzerindedir. Para politikasının ekonomik büyümeyi etkileyebileceğini ve/veya etkileyemeyeceğini çeşitli koşullar altında ortaya koymaya çalışmaktadırlar.

2.Para Politikası ve Ekonomik Büyüme İlişkisi Üzerine Literatür ve Türkiye Ekonomisi

Para politikasının teorideki rolü iktisat politikalarına da yansımaktadır. Türkiye ekonomisi, bir yandan sahip olduğu yüksek büyüme potansiyeli diğer yandan da bu büyümeyi finanse etmekte karşılaştığı sorunlar nedeniyle kırılgan bir ekonomik büyüme yapısına sahiptir. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinde para politikası ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki önem arz etmektedir. Bilindiği gibi, para politikasının temel amacı fiyat istikrarı olmasına karşın, geride bırakılan küresel iktisadi krizin yaşattığı tecrübeyle artık finansal istikrar da temel para politikası amaçlarından birisi haline gelmiştir. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinde fiyat ve finansal istikrarın temel belirleyicilerinden birisi olan para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin ortaya çıkarılması son derece önem arz etmektedir. Bu nedenle çalışmanın temel amacı, Türkiye ekonomisi için, para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini zaman serisi ekonometrisi

teknikleriyle incelemek ve Türkiye ekonomisi için ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecek optimal para politikası önermektir.

Erdoğan (2005)¹ çalışmasında vurguladığı gibi, bütün para politikası stratejilerinin temel amacı, enflasyonu düşürmek ve kontrol altına almaktır. Diğer bir ifade ile fiyat istikrarını kalıcı hale getirmektir. Ne var ki gerek döviz kuru hedeflemesi stratejisi gerekse parasal hedefleme stratejisi istenilen sonuçları sağlayamamıştır. Söz konusu stratejilerin en önemli eksikliği, para politikasının güvenilirliğini sağlamlaştıracak kurumsal alt yapının oluşturulması konusunda yetersiz kalmalarıdır.

Düzgün (2010) belirttiği üzere, para ve maliye politikasının nispi önemine yönelik tartışma, iki farklı gruba mensup ekonomistlerce sürdürülmektedir. Monetaristler (parasalcı görüş), para arzının ekonomik performansı belirlemede temel bir rol oynadığını söylemektedirler. Onlar, para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin maliye politikasından daha büyük olduğunu ifade etmektedirler. Keynesyen iktisatçılar ise, ekonomik istikrar için maliye politikasının daha önemli olduğunu savunmaktadırlar. Özellikle ekonomideki likidite tuzağı durumu, para politikasını etkisiz kılmaktadır. Söz konusu tartışma, 1960 ve 1970'ler boyunca yoğun olarak yapılmıştır².

Dışa açık bir ekonomide para politikalarının iç ve dış denge üzerindeki etkinliği³ döviz kuru rejimleri ve sermaye hareketliliğinin yapısına bağlı olarak farklılık göstermektedir. Genişletici bir para politikası, faiz oranını düşürüp iç yatırımları özendirerek ulusal geliri yükseltir. Ulusal gelirin yükselmesi ise yabancı mal ve hizmetlere olan talebi artırır. Böylece, cari işlemler bilançosundan kaynaklanan gelişmelere dayalı olarak döviz talebi artar. Bu da serbest değişken kur sistemi koşullarında döviz kurunu yükseltir ya da ulusal paranın değer kaybına neden olur. Ulusal paradaki değer kayıpları ise, diğer yandan ihracatı artırıp ithalâtı azaltarak (net ihracatı artırarak) ulusal gelir artışını destekler. Ancak para aramızdaki

¹Seyfettin Erdoğan. "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme" **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9) 2005 / 1: 34-54, s.51

²Recep Düzgün, "Türkiye Ekonomisi'nde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği", **The Journal Of International Social Research**, C.3, S.11, Spring 2010, s.230.

Ayrıca Detaylı Bilgi İçin Bkz.

J.Tobin "Keynesian Models of Recession and Depression" **The American Economic Review**, Vol. 65, No. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-seventh Annual Meeting of the American Economic Association (May), 1975, s. 195-202

R. J. Gordon "What Is New-Keynesian Economics?" **Journal of Economic Literature**, Vol. 28, No. 3 (Sep., 1990), s.1115-1171

³Detaylı Bilgi İçin Bkz. Robert A. Mundell, "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed And Flexible Exchange Rates". **Canadian Journal of Economic and Political Science**, Vol. 29, No. 4, 1963, s. 475-485.

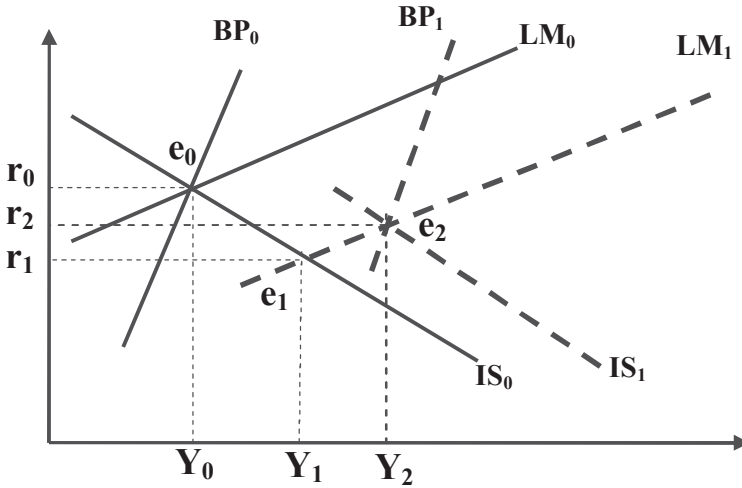
Marcus, Fleming, J. "Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates". **IMF Staff Papers** 9, 1962, s. 369-379.

Robert Mundell. "Flexible Exchange Rates And Employment Policy", **The Canadian Journal of Economics and Political Science**, Vol. 27, No. 4, 1961, s. 509-517.

genişleme, yurtiçi faiz oranını düşürerek yabancı sermaye girişini azaltmakta (ve çıkışını artırmakta), böylelikle cari işlemler bilançosundan gelen etkilerin ötesinde ulusal paranın daha fazla değer kaybına neden olmaktadır. Yabancı sermayenin yurt içi faizlere duyarlılığı arttıkça, bu faktörün etkisiyle ulusal paradaki değer kayıpları da artacaktır⁴.

Değişken kur sisteminde para politikasının etkinliği Şekil-1'de sınırlı sermaye hareketliliği durumu için ve Şekil-2.'de tam sermaye hareketliliği durumu için verilmiştir. Buna göre, her iki durumda da para politikası serbest kur sisteminde çıktı düzeyini artırmaktadır. Artan genişleyici para politikası (LM_0 'dan LM_1 'e) faizlerin düşmesini sağlayarak, bir yandan yatırımları ve çıktıyı artırmakta (IS_0 'dan IS_1 'e), diğer yandan, artan gelire bağlı olarak ithalatın artması ve düşen faize bağlı olarak sermaye çıkışı ödemeler dengesinde açığa yol açmakta bu ise ülke para biriminin değer kaybetmesine yol açmaktadır. Ülke para biriminin değer kaybetmesi ise dış ticareti olumlu yönde etkileyerek (BP_0 'dan BP_1 'e), yatırım ve çıktı artışına katkı yapar. Mundell-Fleming modelinden görülebileceği gibi, serbest kur sisteminde para politikası ve ödemeler dengesi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmasına karşın, para politikası çıktı düzeyinde etkili olmaktadır. Türkiye ekonomisinde de benzer süreç işlemektedir.

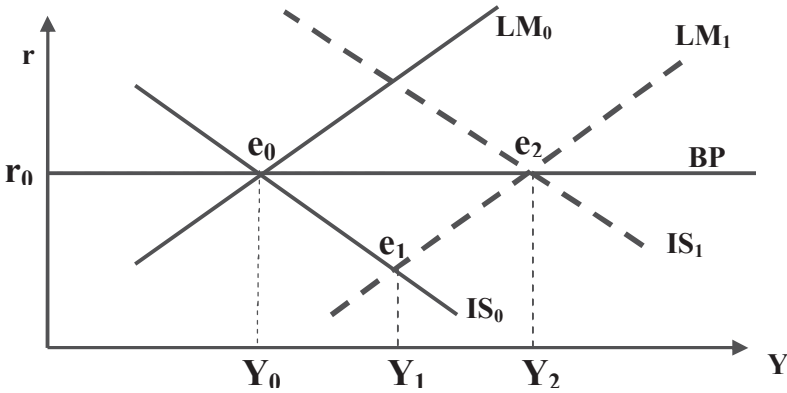
Şekil-1. Sınırlı Sermaye Hareketliliği Ve Değişken Kur Sisteminde Para Politikasının Etkinliği



Kaynak: H. Brian Snowdon - Howard R. Vane, Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State, Edward Elgar, 2005, s.134

⁴ H. Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, İstanbul: Güzem Can Yay. 2009, s. 832.

Şekil-2. Tam Sermaye Hareketliliği Ve Değişken Kur Sisteminde Para Politikasının Etkinliği



Kaynak: H Brian Snowdon - Howard R. Vane, a.g.e., s.134

Tablo-4'te Düzgün (2010)⁵ para ve maliye politikasının etkinliği ilgili yapılmış olan ampirik çalışmaları özetlemiştir. Buna göre bazı çalışmalarda para politikası bazı çalışmalarda ise maliye politikası daha etkin olarak görülmektedir. Bazı çalışmalarda ise hem para hem de maliye politikası etkin sonuçlar vermiştir. Bu farklılığın temel nedeni ise çalışmaların inceledikleri dönemlerin, değişkenlerin ve ülkelerin farklılık göstermesidir.

Tablo-4 Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği Üzerine Ampirik Çalışmalardan Elde Edilen Özet Bulgular

Yazar	Yıl	Etkin Politika
Friedman, Meiselman	1963	Para
Anderson, Jordan	1968	Para
Sinai	1971	Para
Mehta, Bishnoi	1977	Maliye
Fethke, Policano	1981	Para ve Maliye
Kretzmer	1992	Para
Dönek	1995	Para
Ansari	1996	Maliye
Ansari	2002	Belirsiz
Hsing	2005	Maliye
Cerda vd.	2006	Para
Weeks	2008	Para
Ali vd.	2009	Para

Kaynak: Recep Düzgün, "Türkiye Ekonomisi'nde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği", The Journal of International Social Research, C.3, S.11, Spring 2010, s.232.

⁵ Recep Düzgün, "Türkiye Ekonomisi'nde Para ve ...", s.232

Para politikalarının kendilerinden beklenen etkinliği gösterebilmesinde, uygulanan döviz kuru rejimi, para otoritesinin kredibilitesi, enflasyonun yapısı, ekonomik istikrar ve iktisadi birimlerin beklentileri önemli olup, para politikasından etkin sonuç almak için bu değişkenlerin yapısı dikkate alınmalıdır⁶. Para politikasının uluslararası etkisi için kritik önemde olan değişken ihracat fiyat kuru, maliye politikalarının uluslararası etkileri için ise, kritik faktör varlık piyasalarının yapısıdır⁷. Diğer yandan, literatürde para politikasının etkinliğinde merkez bankalarının iletişim politika ve stratejileri oldukça önemli olduğu vurgulanmaktadır⁸.

Türkiye ekonomisinde para politikası ve makroekonomik değişkenler üzerine literatürün genel yapısı aşağıda özet olarak verilmiştir.

Türkiye ekonomisinde para politikası temelde faiz, döviz kuru ve enflasyon anahtar değişkenleri üzerinden çıktı düzeyini etkilemektedir. Ne var ki, para politikası çıktı düzeyini etkilemede önemli bir araç olmasına karşın, para politikasının özellikle kriz dönemlerinde etkinliği sınırlı kalabilmektedir. Bu nedenle, sürdürülebilir ekonomik büyüme ve finansal istikrar için başta maliye politikası olmak üzere diğer yapısal politikalar birlikte eşgüdüm içerisinde uygulanmalıdır. Türkiye ekonomisi özelinde, para politikasının, ekonomik büyüme başta olmak üzere diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır;

Para politikasının etkinliği etkileyen önemli faktörlerden birisi kamu bütçe dengesi ve maliye politikasının yapısıdır. Türkiye ekonomisinde 2000-2001 krizleri sonrasında para politikası uygulaması mali baskınlık ve zayıf bankacılık sektörü nedeniyle önemli ölçüde kısıtlanmıştır⁹.

Süslü, Baydur ve Çolak (2004)¹⁰ çalışmasında para otoritesinin belirsizlik altında kayıp fonksiyonunu minimize ederek para politikasının etkinliği arttırmasını incelemiştir. Süslü, Baydur ve Çolak (2004) çalışmasında, para politikası açısından aktifliğin ölçüsünün, politikanın etkili olup olmamasına bağlı olduğu ve etkinliğinin arttırılabilmesi için de tam bilgilenmeye ve politikanın açık olarak tanımlanmasına gerek duyulduğu sonucuna ulaşmışlardır. Para otoritesi bu bilgilenmeden yoksun ise

⁶ Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates" **Journal of Economic Perspectives**, V.9, N.4, 1995, s.73-96.

⁷Caroline Betts, Michael B. Devereux, "The International Effects of Monetary and Fiscal Policy in A Two-Country Model" **Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert A. Mundell**, Der: Guillermo A. Calvo, Rudiger Dornbusch, Maurice Obstfeld, MIT Press, 2004, s.50.

⁸ Alan S. Blinder & Michael Ehrmann & Marcel Fratzscher & Jakob De Haan & David-Jan Jansen, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence," **Journal of Economic Literature**, American Economic Association, Vol. 46(4), s.910-45, 2008. December,

⁹ Fatih Özatay, "Türkiye'de 2000-2008 Döneminde Para Politikası" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 24, Sayı 275 (Şubat), 2009, s.37.

¹⁰ B. Süslü, C. M. Baydur, Ö.F. Çolak. "Belirsizliğin Para Politikasına Etkisi: 2003 Yılı Para Politikasının Değerlendirilmesi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 19, Sayı: 217, Yıl: 2004, s. 95-109

para politikası araçlarının daha pasif kullanılmasının bir zorunluluk olduğu saptamışlardır.

Önder (2005)¹¹'in vurguladığı gibi, günümüzde TCMB modern merkez bankacılığı ile uyumlu yasal düzenlemelerle, para politikası araçlarına ve araç bağımsızlığına sahip hale gelmiştir. Diğer yandan, günümüz ekonomisinde dolaylı para politikası araçlarının kullanılabilmesinin ve dolayısıyla para politikasının etkin olarak yürütülmesinin ön şartlarından ilk ikisi mali baskınlığın bulunmaması ve merkez bankalarının bilançolarına hakim olabilmesi, üçüncüsü de etkin çalışan bir para piyasasının bulunmasıdır. Türkiye’de para piyasaları TCMB’ nin katkıları ile birlikte gerek teknik alt yapı ve gerekse işleyiş açısından gelişmiş ülkelerle karşılaştırılabilir düzeydedir. Bu nedenle, güvenli bir şekilde Türkiye’deki finansal alt yapının, modern dolaylı para politikası araçlarının etkin olarak kullanımına uygun olduğu söylenebilir. Ayrıca, TCMB’ nin para politikası araçları ve likidite yönetiminin gelişmiş ülke uygulamaları ile aynı teknik özelliklere sahiptir. Bu çerçevede, geçmişte olduğu gibi gelecekte de makroekonomik istikrar ve para politikalarının başarısı bütçe disiplinine ve yapısal reform sürecine bağlı olacaktır.

Çiçek (2005)¹² çalışmasında, özellikle para politikası şokları ile bu şokların reel aktivite ve fiyatlar üzerindeki etkisi arasındaki zaman gecikmelerini ölçmek ve bu şoklar tarafından harekete geçirilen çeşitli kanalları araştırmıştır. Çiçek (2005) çalışmasında, ampirik sonuçlara göre ulaştığı bulgular şu şekildedir. Reel üretimin para politikasında bir sıkılaşmadan sonra sert bir şekilde düşmeye başladığını ve 2 çeyrek dönem sonra bu düşüşün maksimum olduğunu, fiyatlarda bir düşüş sağlayabilmek için 1 yıl gibi oldukça uzun bir gecikme süresi gerekmektedir. İthalat ve yatırımın, parasal etkilere en duyarlı toplam talep bileşenlerdir. Türk finansal sistemi içinde reel aktivitenin finansmanında bankaların rolü önemsizdir. Reel aktivitedeki dalgalanmaların 2 yıl sonra yaklaşık yüzde 25’i geleneksel faiz oranı kanalı aracılığıyla parasal faktörler tarafından belirlenmektedir. Banka kredisi, döviz kuru ve varlık fiyatları kanalları para politikasının reel aktivite üzerindeki etkinliğini azaltmasına karşılık, fiyatlar üzerindeki etkinliğini arttırmaktadır. Bu kanallar parasal şokların ortaya çıkışını hızlandırmada ve toplam talep üzerinde genişletici etkiler yaratmada bir rol oynamaktadır.

Peker (2007)¹³ çalışmasında, Türkiye ekonomisi için para politikasının reel etkilerini incelemiştir. Peker (2007)’e göre, elde edilen bulgulara göre, hem

¹¹Timur Önder, **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2005, s.287

¹²Macide Çiçek, “Türkiye”de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz” **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 20, Sayı: 233, Yıl: 2005, s. 82-105.

¹³Osman Peker, “Para Politikası Etkilerinin Ölçümü: Türkiye Örneği” **Yönetim ve Ekonomi**, Yıl:2007 Cilt:14, Sayı:1, s.181.

Para Politikasının Beklenen ve Beklenmeyen Etkileri İçin Bkz.:

R.J. Barro, “Rational Expectations and The Role of Monetary Policy”, **Journal of Monetary Economics**, 2, s.1-32., 1976

R.J. Barro, “Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States”, **The American Economic Review**, 67 (2), s. 101-15. 1977

öngörülmeven hem de öngörülen para politikasının reel etkileri olduğu görölmüştür. Bu sonuç iktisat kuramları açısından değerlendirildiğinde; Keynesgil geleneğin savlarının desteklendiğini, Klasik geleneğin savlarının ise destek bulmadığını göstermiştir. Para politikasının reel etkileri öngörülen ve öngörülmeven ayırımına göre analiz edildiğinde ise, Rasyonel Beklentiler Kuramı'nın lehine kanıtların bulunmadığı sonucuna varılmıştır. Çünkü çalışmada hem öngörülen hem de öngörülmeven para politikalarının reel çıktı üzerinde etkileri ortaya çıkmıştır. Etkinin büyüklüğü iktisadi aktörlerin, yani kamunun, uygulanan para politikalarını öngörmelerine bağılı olarak değişmiştir. Öngörü derecesi arttıkça, etkinin değeri de artmıştır.

Para politikası etkinliğini ölçerken, para politikası araçlarının türleri farklı sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir. Çetin ve Çetin¹⁴ çalışmalarında, VAR modeli kullanılarak 1988:4-2005:4 dönemlerini kapsayan üç aylık verilerle Türkiye'de uygulanan para, maliye ve kur politikalarının başta reel GSYİH olmak üzere seçilmiş bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Para politikası değişkeni olarak faiz oranı ve reel para arzını kullanmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre, para politikası değişkeni olarak faiz oranı alındığında, faiz oranı reel döviz kurunu ve enflasyon oranını pozitif, reel GSYİH'yı negatif yönde etkilemektedir. Reel GSYİH varyansı değişmelerinin açıklanmasında en önemli değişkenler faiz oranı (para politikası), iç borç oranı (maliye politikası) ve reel döviz kuru (kur politikası) değişkenleridir. Para politikası değişkeni olarak reel M2 para arzı alındığında, sadece borç oranı M2'ye istatistiksel olarak pozitif tepki vermektedir. Reel GSYİH varyans değişmelerinin açıklanmasında ise reel döviz kuru, borç oranı ve enflasyon negatif etkiye sahipken, M2 istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Reel GSYİH varyans değişmesinde reel döviz kuru en önemli değişken durumundadır. Para politikası değişkeni olarak faiz oranı kullanıldığında etkin olan para politikası iken, politika değişkeni olarak para arzı kullanıldığında reel döviz kuru dominant değişken konumuna gelmektedir. Maliye politikası her iki para politikası değişkeninde de ikincil derecede önem taşımaktadır. Buradan hareketle, para politikasının faiz oranı değişkeni üzerinden makro değişkenler üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Para politikasının çıktı üzerindeki etkileyen önemli bir değişken ise ekonomideki enflasyonun yapısıdır. Yapraklı (2007), çalışmasında, Türkiye'de para politikası kuralının geçerliliğini ve enflasyon ile döviz kurunun para politikası kuralı üzerindeki etkisini incelemiştir. Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre, enflasyon ve üretim açısından faiz oranına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit etmiştir. Regresyon tahminlerinde ise, temel ve açık ekonomi para politikası kuralının Türkiye için geçerli olduğunu, kısa dönem faiz oranı üzerinde enflasyon ve üretim açığının pozitif ve istatistikî olarak anlamlı, döviz kurunun ise negatif ve istatistikî olarak anlamsız bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Analiz sonuçlarına

R.J. Barro, "Unanticipated Money, Output, and the Price Level in the United States" **Journal of Political Economy**, 86 (41), s.549-80. 1978

¹⁴Ahmet Çetin-Birol Çetin, "Alternatif Para Politikası Değişkenlerinde Maliye Politikası, Döviz Kuru Ve Enflasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 22, Sayı 252 (Mart), 2007,s.123.

göre, Merkez Bankası'nın para politikasını belirlemesinde, enflasyon önemli bir rol oynarken, döviz kuru çok küçük ya da önemsiz bir düzeyde kalmaktadır¹⁵.

Para politikasının etkinliğine önemli bir faktör ise para politikasının beklentiler üzerindeki etkisidir. Aktaş ve Diğerleri para politikası kararlarının piyasalar tarafından beklenen ve beklenmeyen kısımlarını ayrıştırarak, Merkez Bankası'nın faiz kararlarının finansal piyasalardaki görece uzun vadeli faiz oranları ve İMKB-100, İMKB-Mali, döviz kuru, risk primi gibi değişkenler üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre, politika faizi değişikliklerinin mali piyasalarda, özellikle tahvil-bono faizleri üzerinde, etkili olduğu, öte yandan, hisse senedi fiyatlarının para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı bir tepki vermedikleri, döviz kuru tepkisinin ise küçük olduğu, dolayısıyla, para politikası aktarım mekanizmasının faiz kanalının, temel olarak, piyasa faizleri aracılığıyla etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır¹⁶.

Düzgün'ün (2010)¹⁷ çalışmasındaki bulgulara göre, Türkiye ekonomisi üzerinde para politikası pozitif ama anlamsız bir etkiye sahipken; kamu harcaması negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Genişletici bir para politikası ekonomiyi canlandırırken, genişletici bir maliye politikası ekonomiyi daraltmaktadır. Genişletici maliye politikasının neden olduğu bütçe açığı, faizler aracılığıyla özel yatırımı azaltacak ve ekonomiyi daraltacaktır. Her iki yöndeki bulgular, Monetarist görüşün geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak, para politikasını temsil eden değişkenin anlamsız çıkması, para politikasının ekonomi üzerinde etkisiz olduğunu ortaya koymaktadır. Sonuç itibarıyla, maliye politikası Türkiye ekonomisi üzerinde daha etkilidir. Politik çıkarım açısından bakıldığında, ekonomik krizden çıkış için, daraltıcı maliye politikası uygulanması gerektiği görülmektedir. Ayrıca, toplam talep düzeyindeki dalgalanmaları dengelemede maliye politikaları önemli bir araç haline gelmiştir.

Demiralp-Yılmaz çalışmalarında, TCMB para politikası ile ilgili beklentilerin sermaye piyasaları üzerindeki etkisini incelemiştir. Etkin piyasa hipotezinin geçerli olması durumunda merkez bankası tarafından yapılan faiz kararı açıklamasını takiben sermaye piyasalarının sadece beklenmeyen politika kararlarına tepki vermesi beklenebileceğini belirtmişlerdir. Çünkü beklenen politika kararına toplantı öncesinde gerekli tepkinin verilmiş olması gerekir. 2002-2009 tarihleri arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası beklenti anketlerinden para politikası beklentilerini ölçmek sureti ile yapılan analizde elde edilen sonuçlar gösterge faiz oranının ağırlıklı olarak etkin piyasa hipotezi doğrultusunda değiştiğini, hisse senedi piyasalarında ise belli zaman aralıklarında etkin piyasa hipotezinin çalıştığını göstermiştir¹⁸. Buradan hareketle TCMB'nin piyasalar üzerinde beklentilere paralel

¹⁵ Sevda Yapraklı, "Türkiye'de Enflasyon Ve Döviz Kurunun Para Politikası Kuralı Üzerindeki Etkisi" **İktisat İşletme Ve Finans**, Cilt 22, Sayı 258 (Eylül), 2007, s.118.

¹⁶ Zelal Aktaş, Harun Alp, Refet Gürkaynak, Mehtap Kesriyeli, Musa Orak, "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 24, Sayı 278 (Mayıs), 2009, s.9.

¹⁷ Recep Düzgün, "Türkiye Ekonomisi'nde Para Ve ...", s.236

¹⁸ Selva Demiralp- Kamil Yılmaz, "Para Politikası Beklentilerinin Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkisi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 25, Sayı: 296, 2010, s. 9-31

olarak tutarlı bir politika izleyerek, para politikasının beklentiler açısından etkinliğini yüksek kılmaya çalıştığı gözlemlenmektedir.

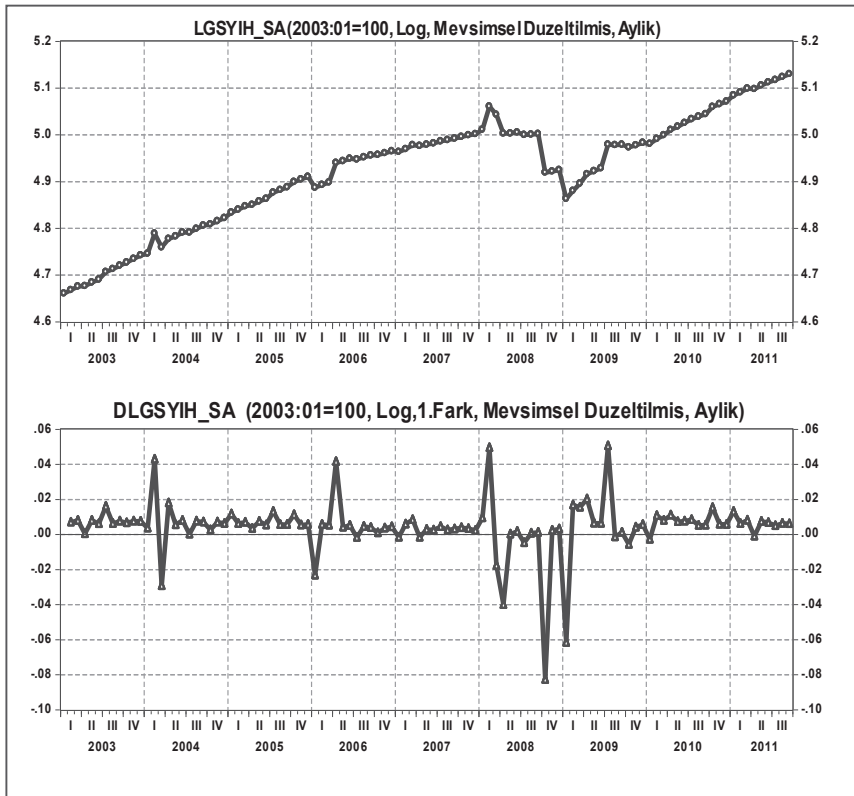
3. Ekonometrik Analiz

Ekonometrik analiz kısmında, TCMB para politikası faizlerinin, GSYİH üzerindeki etkileri zaman serisi teknikleriyle incelenmiştir. Analiz dönemi, 2003:01-2011:09 dönemi olup, aylık verilerle çalışılmıştır. Analiz dönemi ekonomi politikalarının içsel tutarlılığı sebebiyle 2003 sonrası seçilmiştir. GSYİH serisi, TCMB veri dağıtım sistemine göre aylık veriye dönüştürülüp, mevsimsel etkilerden arındırılmıştır.

Değişkenler arasındaki ilişkileri ekonometrik olarak analiz etmek için, değişkenlerin durağanlık yapıları incelenip, daha sonra kointegrasyon analizi, Granger nedensellik analizi ve VAR analizleri yapılmıştır.

Şekil-1.'de GSYİH değişkeninin düzey ve birinci farkta grafikleri verilmiştir. Buna göre 2008-2009 yılındaki küresel finansal krizle birlikte dış finansman ve talep koşullarındaki bozulmaya bağlı olarak GSYİH geçici olarak daralma göstermiş olup, iç talebin, siyasi ve ekonomik istikrar sayesinde ekonomi hızlı ve güçlü bir şekilde toparlanmıştır.

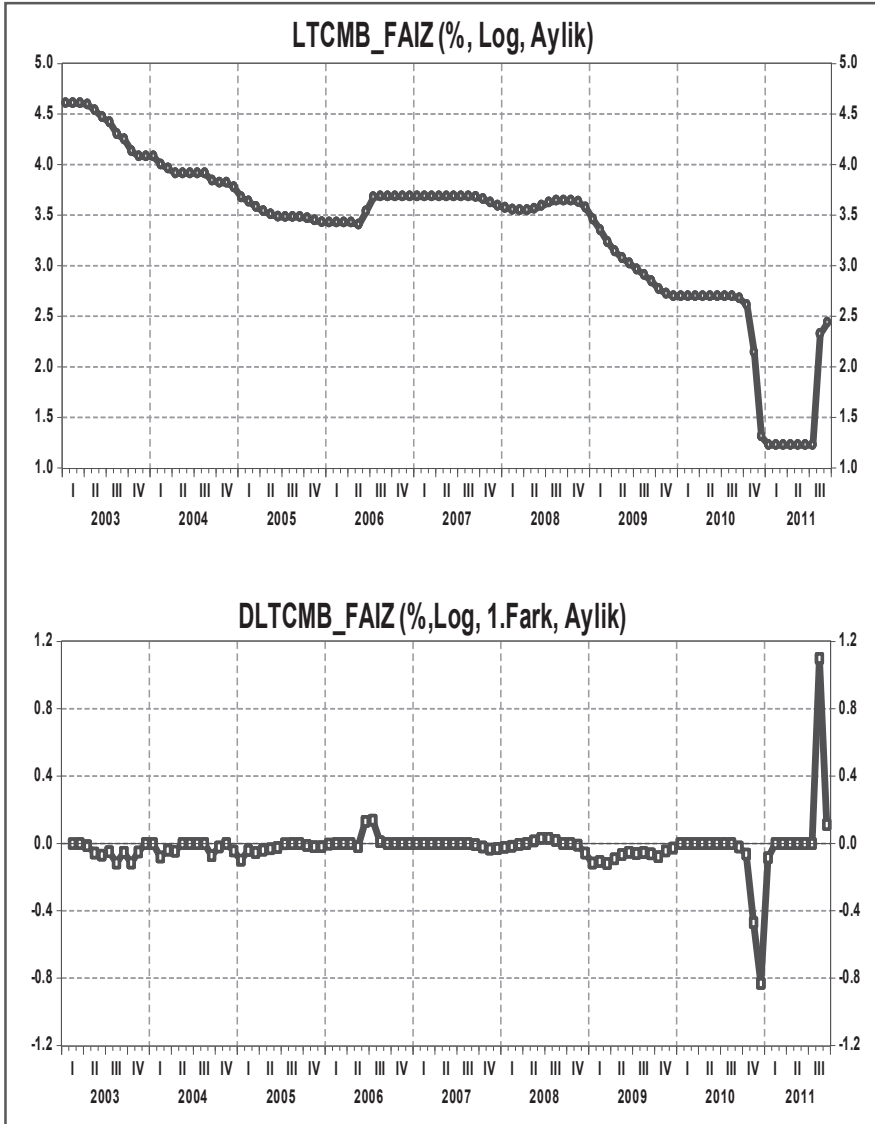
Şekil-1 GSYİH Düzey ve Birinci Fark Grafikleri
(2003:1=100, Aylık, Mevsimsel Düzeltilmiş)



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. (EVDS)

Şekil-2.'de TCMB politika faizi değişkeninin düzey ve birinci farkta grafikleri verilmiştir. Buna göre 2008-2009 yılındaki küresel finansal krizle birlikte ekonomik büyümedeki daralmaya ve enflasyondaki düşüğe bağlı olarak TCMB politika faizi azalma göstermiştir. Diğer yandan, küresel finansal krizin etkilerinin azalması ile sıkılaştırıcı para politikasına kısmi dönüş yapılmıştır.

Şekil-2 TCMB Politika Faizi Düzey ve Birinci Fark Grafikleri (2003:1=100, Aylık)



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (EVDS)

TCMB politika faizi ve GSYİH değişkenleri için Tablo-1.'de verilen durağanlık analizi sonuçlarına baktığımızda, ADF ve Phillips-Perron test sonuçlarına göre, GSYİH ve TCMB politika faizi %1 anlam seviyesinde düzey değerlerinde durağan olmayıp %1 anlam seviyesinde birinci farkta I(1) durağandır¹⁹.

Tablo-1. Değişkenler İçin Birim Kök Testi Sonuçları

	Augmented Dickey-Fuller			Phillips-Perron		
	Düzy		1.FARK	Düzy		1.FARK
	SABİT	Sabit ve Trend	Sabit	SABİT	Sabit ve Trend	Sabit
LGSYİH_sa	0.5938	0.6188	0.0000*	0.5938	0.5735	0.0000*
LTCMB_faiz	0.9938	0.9830	0.0022*	0.5449	0.4403	0.0000*
* %1 Anlam Düzeyinde Anlamlı,						

TCMB politika faizi ve GSYİH değişkenleri için Tablo-2.'de verilen kointegrasyon analizi sonuçlarına bakıldığında, İz ve Max. Özdeğer test sonuçlarına göre, %5 anlam düzeyinde TCMB politika faizi ve GSYİH değişkenleri uzun döneme kointegrasyon ilişkisine sahiptir.

Tablo-2. GSYİH ve TCMB Politika Faizi İçin Johansen Kointegrasyon Test Sonuçları

Kısıtsız Kointegrasyon Rank (İZ) Testi				
Ho	Özdeğer	İZ İstatistiği	%5 Kritik Değer	Prob.**
None *	0.149756	20.51716	20.26184	0.0461
At most 1	0.036289	3.807231	9.164546	0.4416
*İZ Testi %5 anlam düzeyinde 1 kointegrasyon denklemi göstermektedir. **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Kısıtsız Kointegrasyon Rank (Max. Özdeğer) Testi				
Ho	Özdeğer	Max. Özdeğer İstatistiği	%5 Kritik Değer	Prob.**
None *	0.149756	16.70993	15.89210	0.0372
At most 1	0.036289	3.807231	9.164546	0.4416
* Max-eÖzdeğer Testi %5 anlam düzeyinde 1 kointegrasyon denklemi göstermektedir. **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

¹⁹ Cusum Testi Sonuçlarına Göre Değişkenlerde Yapısal Kırılma Gözlenmemiştir.

Tablo-3.'te Johansen kointegrasyon denklemi sonuçları ve hata düzeltme mekanizması sonuçları verilmiştir.

Tablo-3 GSYİH ve TCMB Politika Faizi İçin Johansen Kointegrasyon Denklemi ve Hata Düzeltme Modeli Sonuçları	
KOİNTEGRASYON MODELİ SONUÇLARI	
Açıklayıcı Değişkenler	Bağımlı Değişken LGSYIH_sa
LTCMB_faiz	- 0.134228 (0.02997) [-4.47835]
C	5.447432 (0.10375) [52.5039]
HATA DÜZELTME MODELİ SONUÇLARI	
	D(LGSYIH_SA)
Hata Düzeltme	-0.064064 (0.01528) [-4.19386]
D(LGSYIH_SA(-1))	-0.070739 (0.09492) [-0.74526]
D(LTCMB_FAIZ(-1))	0.003611 (0.01043) [0.34636]
R-squared	0.087034
Adj. R-squared	0.068774
Sum sq. resids	0.023242
S.E. equation	0.015245
F-statistic	4.766527
Log likelihood	286.2712
Akaike AIC	-5.500412
Schwarz SC	-5.423673
Mean dependent	0.004487
S.D. dependent	0.015798
* %1'de istatiksels anlamlı , (Standart Hata) , [t-istatistik] VAR gecikme uzunluğu, Schwarz Bilgi kriterine göre l'dir.	

Tablo-3.'te verilen kointegrasyon denklemi sonuçlarına bakıldığında, para politikası faizi, GSYİH'ı ters yönde etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, Türkiye ekonomisinde, para politika faizleri, yükseldikçe uzun dönemde ekonomik büyüme azalış göstermektedir. İktisat teorisindeki standart faiz büyüme ilişkisine uygun görülen durumun sebebi, Türkiye ekonomisinde faizlerdeki düşüşün bir yandan reel sektör yatırım maliyetini cazip hale getirmesi. Diğer yandan, TCMB faizlerindeki düşüş, sıcak para akımını azaltması sebebi ile TL'nin değer kaybetmesi ihracatı cazip kılarak yurt içi yatırımlara ve ekonomik büyümeye ivme vermektedir. Uzun dönem kointegrasyon ilişkisinin sağlandığını gösteren hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı Tablo-3.'te, hata düzeltme katsayısının istatistiksel olarak anlamlı olmasından anlaşılmaktadır.

TCMB politika faizi ve GSYİH değişkenleri arasında uzun dönem kointegrasyon ilişkisi olduğu için değişkenler arasındaki Granger nedensellik analizi VEC yöntemine göre analiz edilmiştir. Tablo-4.'te verilen Granger nedensellik analizi sonuçlarına bakıldığında, değişkenler arasında kısa dönemde Granger nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Bunun anlamı kısa dönemde para politikasının GSYİH üzerinde etkisinin olmadığıdır.

Tablo-4. VEC Granger Nedensellik/Block Exogeneity Wald Test Sonucu

Bağımlı Değişken : D(LGYSİH_sa)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LTCMB_FAIZ)	0.119968	1	0.7291
All	0.119968	1	0.7291
Bağımlı Değişken : D(LTCMB_FAIZ)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LGSYİH_SA)	0.236967	1	0.6264
All	0.236967	1	0.6264

Tablo-6'da ve Şekil-3.'te verilen VAR analizi sonuçları için, etki tepki fonksiyonları sonuçlarına baktığımızda, DLTCMB_FAIZ kaynaklanan şoklar karşısında, DLGSYİH_SA tepkisinin önce azalan sonra ise artan bir seyir izlemektedir. DLGSYİH_SA kendisinden kaynaklanan şoklar karşısında, DLGSYİH_SA tepkisi ise önce azalış sonra dalgalı bir artış seyri göstermektedir.

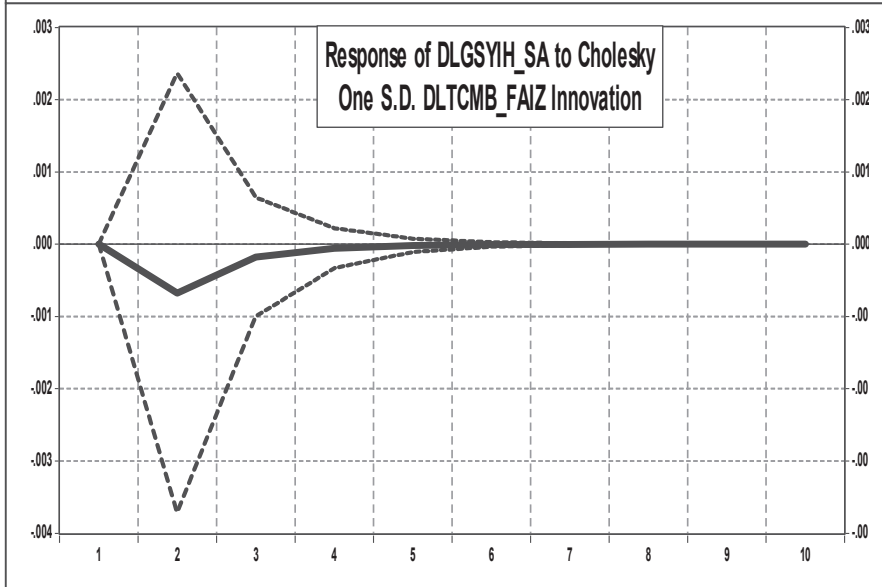
Tablo-6. VAR Analizine Göre Etki Tepki Fonksiyon Katsayıları

GSYİH sa'nın Kendisine ve Para Politikası Faizine Tepkisi		
Period	DLGSYİH_SA	DLTCMB_FAIZ
1	0.015922	0.000000
2	-0.000767	-0.000674
3	5.71E-05	-0.000178
4	2.58E-06	-5.81E-05

Tablo-6.VAR Analizine Göre Etki Tepki Fonksiyon Katsayıları

5	1.61E-06	-1.83E-05
6	4.69E-07	-5.77E-06
7	1.50E-07	-1.82E-06
8	4.73E-08	-5.76E-07
9	1.50E-08	-1.82E-07
10	4.73E-09	-5.75E-08
Para Politikasının Kendisine ve GSYİH_sa'ya Tepkisi		
Period	DLGSYIH_SA	DLTCMB_FAIZ
1	-0.001970	0.143925
2	-0.004213	0.045051
3	-0.001146	0.014254
4	-0.000371	0.004502
5	-0.000117	0.001422
6	-3.69E-05	0.000449
7	-1.17E-05	0.000142
8	-3.69E-06	4.48E-05
9	-1.16E-06	1.42E-05
10	-3.68E-07	4.48E-06
Cholesky Sıralaması: DLGSYIH_SA DLTCMB_FAIZ		

Şekil-3. GSYİH_SA Değişkenin, TCMB_FAIZ Değişkenine Tepkisi



Tablo-7.'de verilen varyans ayrıştırması sonuçlarına bakıldığında, DLGSYİH_SA varyansındaki değişimin yaklaşık %0.2'lik gibi son derece küçük bir kısmı, cari işlemler dengesi ise kendi varyansındaki değişimin %99.8'lik kısmına sahiptir.

Tablo-7. VAR Analizine Göre Varyans Ayrıştırması Sonuçları

GSYİH İçin Varyans Ayrıştırması			
Period	S.E.	DLGSYİH_SA	DLTCMB_FAIZ
1	0.015922	100.0000	0.000000
2	0.015954	99.82138	0.178618
3	0.015955	99.80893	0.191065
4	0.015955	99.80761	0.192388
5	0.015955	99.80748	0.192519
6	0.015955	99.80747	0.192532
7	0.015955	99.80747	0.192533

Cholesky Ordering: DLGSYİH_SA DLTCMB_FAIZ

4. Sonuç

Türkiye ekonomisinde para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri toplumsal refah için büyük önem arz etmektedir. Türkiye ekonomisi iç ve dış finansman yetersizlikleri sebebiyle kırılgan bir ekonomik büyüme yapısı sergilemektedir. Para politikasının ekonomik büyüme üzerinde önemli etkileri sözkonusudur.

Çalışmada, kointegrasyon denklemi sonuçlarına göre, uzun dönemde, TCMB politika faizinin, GSYİH değişkeni ters yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuç iktisat teorisi ile de uyumludur. Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre, değişkenler arasında kısa dönemde herhangi bir nedensellik ilişkisi belirlenmemiştir. Burada para politikası uygulamasında görülen gecikmelerin kısa dönemdeki etkileri uzun döneme taşınması olasılığı sözkonusudur.

VAR analizi sonuçları için, etki tepki fonksiyonları sonuçlarına baktığımızda, DLTCMB_FAIZ kaynaklanan şoklar karşısında, DLGSYİH_SA tepkisinin önce azalan sonra ise artan bir seyir izlemektedir. DLGSYİH_SA kendisinden kaynaklanan şoklar karşısında, DLGSYİH_SA tepkisi ise önce azalış sonra dalgalı bir artış seyri göstermektedir. Varyans ayrıştırması sonuçlarına bakıldığında, DLGSYİH_SA varyansındaki değişimin yaklaşık %0.2'lik gibi son derece küçük bir kısmı, cari işlemler dengesi ise kendi varyansındaki değişimin %99.8'lik kısmına sahiptir.

Bu sonuçlara göre; para politikası ve GSYİH arasında Granger nedensellik ilişkisi söz konusu değil iken, uzun dönemde para politikasının, GSYİH değişkenini ters yönde etkilediği tespit edilmiştir. Para politikasının, Türkiye ekonomisinde ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecek şekilde uygulanması, sürdürülebilir ekonomik büyüme için büyük önem taşımaktadır.

Kaynakça

- AKTAŞ, Zelal ve ALP, Harun, GÜRKAYNAK Refet, KESRİYELİ, Mehtap, ORAK, Musa "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 24, Sayı 278 (Mayıs), 2009
- BARRO, R. J. "Rational Expectations and the Role of Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, 2, 1-32., 1976
- BARRO, R. J. "Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States", **The American Economic Review**, 67 (2), pp. 101-15. 1977
- BARRO, R. J. "Unanticipated Money, Output, and The Price Level in The United States" **Journal of Political Economy**, 86 (41), 549-80., 1978
- BETTS, Caroline, DEVEREUX, Michael B. "The International Effects of Monetary and Fiscal Policy in a Two-Country Model" **Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert A. Mundell**, Der: Guillermo A. Calvo, Rudiger Dornbusch, Maurice Obstfeld, MIT Press, 2004
- BLINDER Alan S., Michael Ehrmann & Marcel Fratzscher & Jakob De Haan & David-Jan Jansen, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory And Evidence," **Journal of Economic Literature**, American Economic Association, Vol. 46(4), Pages 910-45, 2008. December
- ÇETİN, Ahmet. ve ÇETİN, Birol "Alternatif Para Politikası Değişkenlerinde Maliye Politikası, Döviz Kuru ve Enflasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 22, Sayı 252 (Mart), 2007
- ÇİÇEK, Macide. "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: Var (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 20, Sayı: 233, Yıl: 2005, Sayfa(lar): 82-105
- DEMİRALP, Selva - YILMAZ, Kamil "Para Politikası Beklentilerinin Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkisi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 25, Sayı: 296, 2010, ss. 9-31
- DÜZGÜN, Recep. "Türkiye Ekonomisi'nde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği", **The Journal of International Social Research**, C.3, S.11, Spring 2010
- ERDOĞAN, Seyfettin "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme" **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9) 2005 / 1 : 34-54, s.51
- FLEMING, J. Marcus "Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates", **IMF Staff Papers**, 9: ss.369-379, 1962
- GORDON R.J., "What Is New-Keynesian Economics?" **Journal of Economic Literature**, Vol. 28, No. 3 (Sep., 1990), s.1115-1171

- MUNDELL, Robert "Flexible Exchange Rates and Employment Policy", **The Canadian Journal of Economics and Political Science**, , Vol. 27, No. 4,1961
- MUNDELL, Robert A. "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates". **Canadian Journal of Economic and Political Science**, Vol. 29, No. 4,1963
- OBSTFELD, Maurice., Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates" **Journal of Economic Perspectives**, V.9, N.4, 1995, s.73-96.
- ÖNDER, Timur. **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2005,
- ÖZATAY, Fatih "Türkiye’de 2000-2008 döneminde para politikası" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 24, Sayı 275 (Şubat), 2009
- PEKER, Osman. "Para Politikası Etkilerinin Ölçümü: Türkiye Örneği" **Yönetim ve Ekonomi**, Yıl:2007 Cilt:14 Sayı:1,
- SEYİDOĞLU, H. **Uluslararası İktisat**, İstanbul: Güzem Can Yay. 2009
- SNOWDON, Brian-VANE, Howard R. **Macroeconomics Its Origins, Development and Current State**, Edward Elgar, 2005
- SÜSLÜ B., C. M. Baydur, Ö.F. Çolak. "Belirsizliğin Para Politikasına Etkisi: 2003 Yılı Para Politikasının Değerlendirilmesi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 19, Sayı: 217, Yıl: 2004, S. 95-109
- TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (EVDS)
- TOBIN J., "Keynesian Models of Recession and Depression" **The American Economic Review**, Vol. 65, No. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-seventh Annual Meeting of the American Economic Association (May), 1975, s. 195-202
- YAPRAKLI, Sevda "Türkiye’de Enflasyon Ve Döviz Kurunun Para Politikası Kuralı Üzerindeki Etkisi" **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt 22, Sayı 258 (Eylül), 2007