

TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)

Doç. Dr. Bora SÜSLÜ

Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü, MUĞLA

Doç. Dr. Cem DİŞBUDAK

Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü, MUĞLA

ÖZET

İktisadi birimlerin beklentilerinin bilinmesi, politika otoriteye iktisadi ve siyasi kararlar karşısında tepkilerin değerlendirilmesini sağlar. Bu nedenle, özellikle faiz oranının bir araç olarak kullanıldığı durumlarda, TCMB dahil olmak üzere tüm dünya merkez bankaları kamuoyu beklentilerini öğrenmek ve bu beklentileri tekrar kullanarak insanları etkilemek istemektedir. Öte yandan, ekonominin istikrarı için, merkez bankaları daha esnek ve etkin politik enstrümanlar ile reel değişkenleri de hesaba katmak istemektedirler. Üstelik reel değişkenler toplumun refahı ile doğrudan ilişkilidir.

Bu çalışmanın temel amacı, son 10 yılda TCMB'nin para politikası duruşuna ilişkin politika kurallarının, büyüme ve fiyatlar genel seviyesini de etkileyen toplam talebi göz önünde bulundurup bulundurmadığını incelemektir. Bu amaçla, TCMB'den alınan veriler ARDL yöntemi ile ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre TCMB resmi söyleminin aksine son 10 yılda Parasal Durum Endeksi'ni (MCI) izlediğini göstermektedir.

Anahtar kelimeler: Para politikası, Parasal Durum Endeksi (MCI), TCMB, ARDL

JEL Sınıflaması: E52, E58, E44

Alternative Explanations for the Monetary Stance of CBRT: Monetary Condition Index (MCI)

ABSTRACT

Knowledge of economic agent's expectations enables the policy authorities to evaluate responsiveness of economic and political decisions. Hence, all central banks in the World including the Central Bank of Republic of Turkey (CBRT) want to know public expectations and re-use this knowledge to influence expectations of people especially in implementing interest rate as an instrument. However, considering the stability of economy, central banks try to take into account real variables which are more flexible and effective as policy tools. Moreover, real variables are directly related to welfare of the society.

The main aim of this study is to investigate whether the monetary stance of CBRT that bases on policy rules takes into account aggregate demand that impacts growth and price level during past decade. The study employs ARDL approach using time series data obtained from CBRT. The results indicate that CBRT was heavily relied on Monetary Condition Index (MCI) over the past decade contrary to its official discourse.

Keywords: Monetary Policy, Monetary Condition Index (MCI), CBRT, ARDL,

JEL Classification: E52, E58, E44

Giriş

Günümüz dünyasının en önemli iktisadi sorunlarından biri, enflasyon ile varlık fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan finansal istikrarsızlıktır. Finansal istikrarsızlık artan aşırı kuralsızlaşma ve serbestleşme ile birlikte sadece

gelişmiş ülkelerin değil aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin de problemi haline gelmiştir. Bununla birlikte, asıl sorun finansal varlık istikrarsızlığı değil, finansal varlık istikrarsızlığının yol açtığı reel ekonomik daralmadır. Varlık fiyatlarından kaynaklanan bir diğer önemli etki de enflasyonist ve deflasyonist baskıların ortaya çıkmasıdır¹. Enflasyon hedeflemesi altında faizler gelecekteki enflasyon veya deflasyon beklentisinin bir yansıması olduğu için, faiz oranlarının artması veya azalması; varlık fiyatlarının oynaklığının artmasına, finansal paniğin başlamasına ve reel ekonomik daralmaya neden olmaktadır.

Eğer ülkenin borç stoku veya kısa dönem kredi arzı yüksek iken faizdeki artıştan dolayı varlık fiyatlarında ani bir düşüş yaşanırsa bu durum, hem tüketim hem de yatırım harcamalarının azalmasına, böylece bilanço kanalı ile bankacılık sektörünün bilançolarının ve kredi arzının daralmasına ve sonuç olarak çıktı açığının artmasına neden olacaktır. Aksi durumda reel gelir açığının oluşması kaçınılmazdır (Goodhart ve Hofmann, 2000).

Para otoritelerinin ortaya çıkabilecek dalgalanmaları etkileyip etkileyememesi veya bu dalgalanmaların bir kısmının para politikasından kaynaklanıp kaynaklanmadığı tartışmalı bir konudur. Bu tür bir tartışmanın arkasındaki temel argüman finansal ve finansal olmayan varlıkların dalgalanmasının temelini ekonomik politikalar olup olmadığıdır.

Bu çalışma, merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki olası dalgalanmaları öngöremeyeceklerini, sadece dalgalanmaların etkisini en aza indirebileceklerini varsaymaktadır². Merkez bankalarının politika araçlarını sadece fiyat istikrarı üzerine mi inşa ettikleri, yoksa fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı ve dolayısıyla da reel piyasalarda istikrarı sağlamak için kullanıp kullanmadıkları tartışılmalı bir konudur. Teorik olarak her iki seçeneğin de kullanılması mümkündür.

Eğer merkez bankaları, para politikalarını inşa ederken, yalnızca fiyat istikrarını dikkate alarak, fiyat istikrarının finansal varlıklar üzerindeki etkisini gözetecek biçimde hareket ederlerse reaktif bir süreç ortaya çıkar. Öte yandan, merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil aynı zamanda finansal varlıkların ve reel ekonominin de istikrarını sağlayıcı politikalar benimsiyorlar ise, proaktif bir süreç ortaya çıkar (Kontonikas ve Ionnidis 2005). Nitekim, günümüzde merkez bankaları varlık fiyatlarında ortaya çıkan dalgalanmaların faiz oranlarındaki değişimler ile ortadan kaldırılamayacağını düşündükleri için daha esnek para politikaları benimsemekte, yani esnek enflasyon hedeflemesi

¹Varlık fiyatlarının merkez bankalarını kaygılandıran bir diğer tarafı, gelecek enflasyon beklentisi için temel bilgiler ihtiva etmesidir. Varlık fiyatlarındaki artış, net refahın da bir göstergesi olduğundan enflasyonist baskıya neden olma olasılığı fazladır, ters yöndeki mekanizma da geçerlidir. Bakınız Chadha v.d. (2004).

²Literatürde para politikasının varlık fiyatlarındaki aşırı şişmeyi ortadan kaldırıp kaldıramayacağına ilişkin tartışmalar devam etmektedir. Mishkin (2008), Stark (2008) gibi çalışmalar para politikasının varlık fiyatlarını hedef almaması gerektiği savunurken, Goodhart (2000), varlık fiyatlarının para politikasının hedefi olması gerektiğini savunmaktadır.

politikasını sürdürmektedirler³. Bu politika, aynı zamanda nominal kurlardaki ani dalgalanmaları göz önünde bulundurmak anlamına gelmektedir. Böylece sadece fiyat istikrarı değil aynı zamanda toplam talep istikrarı da örtük olarak amaçlanmaktadır.

Bu makalenin temel amacı küçük ve dışa açık bir ülke olan Türkiye'nin esnek kur rejimi altında ideal para politikası duruşu olarak proaktif bir politika izleyip izlemediğini incelemektir. Bu amaçla enflasyon ve çıktı değişkenleri için hem faiz hem de kur değişkenleri tanımlanmaktadır. Böylece, para politikası duruşunu gösteren ideal kural politikasının Taylor Kuralı gibi tek bir değişken üzerine mi odaklandığı yoksa Parasal Durum Endeksi (MCI) gibi iki değişken üzerine mi odaklandığı sorusu cevaplandırılmaya çalışılacaktır.

I. MCI ve Taylor Kuralının Tanımlanması

Son yıllarda çağdaş para politikası enstrüman kuralları çerçevesinde yürütülmekte olup, fiyat derecesi ve/veya reel GSYH artışlarına cevaben düzenlenmektedir. Enstrüman kuralları, merkez bankalarının enstrüman oranlarını ölçülebilir değişkenler için bir formülasyon şeklinde ortaya koymasındır (Svensson, 2004). Enstrüman kuralları iktisat literatüründe “tepki fonksiyonları” olarak adlandırılmaktadır. Para otoritesi t_0 döneminde gelecek dönemler için ölçülebilir değişkenlere bağlı olarak (bu değişkenler genelde çıktı ve enflasyon sapmasıdır) tepki fonksiyonlarını ortaya koyar. Tepki fonksiyonları enflasyon, büyüme gibi önceden belirlenmiş değişkenleri içerdiği gibi, döviz kuru gibi geleceğe dönük değişkenleri de içerebilir.

$$i_t = fX_t + \alpha x_t \quad (1)$$

(1) nolu denklem basit bir tepki fonksiyonudur. Denklemde X önceden belirlenmiş değişkenler, x ise geleceğe dönük değişkenlerdir. Geleceğe dönük değişkenler önceden belirlenmiş değişkenlere bağlıdır.

Tepki fonksiyonları ya da enstrüman kuralı sadece önceden belirlenmiş değişkenleri içeriyor ise, bu durumda enstrüman kuralı “açık enstrüman kuralı” haline gelir. Buna karşılık geleceğe dönük değişkenleri de içeriyor ise, o zaman enstrüman kuralı “zımnî enstrüman kuralı” haline dönüşür. En çok bilinen enstrüman kuralı veya tepki fonksiyonu Taylor Kuralıdır.

Taylor Kuralı, ekonominin mevcut koşullarına dayalı olarak faiz oranlarının belirlenmesidir. Daha açık bir ifade ile para otoritesinin enflasyon ve çıktı sapmasını dikkate alarak faiz oranlarına yön vermesidir. Taylor Kuralı, fiyatların yapışkan olduğu bir durumda, kısa vadeli faizlerin enflasyon ile ilişkisinin, uzun dönem ilişkisinden daha fazla olduğu prensibine dayanmaktadır. Dolayısıyla Taylor Kuralı, kısa vadeli faiz oranlarının uzun dönemli fiyat istikrarına yönelik olarak kullanılmasına dayalı bir araç olup dört faktöre dayanmaktadır. Birincisi cari enflasyon oranı, ikincisi durağan durum büyüme

³ Esnek Enflasyon Hedeflemesi (Proaktif Para politikası), uygun enflasyon beklentisinin ve kaynak kullanım dengesinin oluşturulması için finansal istikrarı sağlanması sürecidir. Daha detaylı bilgi için bakınız Svensson (2011).

oranını yansıtan denge reel faiz oranı, üçüncüsü enflasyon sapması ve dördüncüsü ise çıktı açığıdır.

$$i = \pi + \bar{r} + q\left(\pi - \bar{r}\right) + q(y - y^*) \quad (2)$$

(2) nolu denklem orijinal Taylor Kuralını göstermektedir. Denklemdeki birinci ve ikinci terimler faiz oranı için temel ölçütleri ortaya koymaktadırlar. Taylor Kuralına göre cari talep üretim kapasitesinden fazla ise faizler yükseltilir. Böylece talep baskı altına alınarak enflasyon kontrol edilmeye çalışılır (Süslü 2005).

Taylor Kuralı, dışa açık büyük ülke için oluşturulmuş kural politikası olup, faiz oranlarının toplam talep üzerinde etkin olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu tip ülkelerde döviz kuru toplam talebin bir belirleyicisi değildir. Bu nedenle, para politikaları ulusal talep düzeyini belirleyen uluslararası likidite düzeyi olduğuna göre, küçük dışa açık bir ülke için Taylor Kuralının yeniden tanımlanması gerekmektedir. Küçük dışa açık ülkelerde faiz kadar döviz kuru da toplam talebi etkileyen bir değişken olduğundan, Taylor Kuralının döviz kuru değişkeni eklenerek yeniden tanımlanması gerekmektedir. Bu tanımlama bizi MCI Kuralına götürmektedir. MCI, merkez bankasının makroekonomik şartlara göre hem kuru hem de faiz oranlarını ayarladığı durum olup, endeks değerini ifade etmektedir. Dolayısıyla kur ve faizin tek başına bir anlamı yoktur (Burger ve Knedlik, 2004). MCI Kuralı doğrudan enflasyonu etkilemekten çok ekonomideki talep baskısını ortaya koyan bir göstergedir.

$$MCI = \alpha \Delta r + \beta \Delta e \quad (3)$$

(3) nolu denklem MCI denklemini vermektedir. Döviz kurunu “e” ve faiz oranını “r” ile gösterdiğimiz bu denklemde, cari değer ile baz değer aynı ise endeks değeri 1’e eşittir. MCI endeks değeri para politikası duruşu ile ilgili bilgiler vermektedir. Eğer endeks değeri 1’i aşıyor ise, bu durum ekonomide daha sıkı para politikası uygulandığının, 1’in altında ise genişletici para politikası izlendiğinin bir göstergesidir.

MCI’ya ilişkin iki önemli varsayım yapılmaktadır: Birincisi toplam talep ile döviz kurunun esnekliğinin yüksek olması ve ikincisi gecikme etkisinin kısa olmasıdır. MCI’nın bu iki varsayım altında etkinliği artmakta, döviz kuru şoklarına karşın para politikasının güvenilirliği sürmektedir. MCI’nın uygulanmasının bir diğer önemli avantajı, çıktı açığının enflasyonun temel belirleyicisi olmasıdır. Kur ve faiz değişkeni ile birlikte çıktı açığı daha etkin bir şekilde kontrol edilmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında en büyük etken dışa açık bir ekonomide ticarete konu olan ve olmayan malların büyüme üzerindeki etkisidir (Gerlach ve Smets, 2000). MCI’nın bir diğer önemli özelliği ulusal ve yabancı parayı aynı anda etkileyebilme gücüdür. Böylece para otoritesi reel fiyatı etkileyebilme gücüne sahip olmaktadır. MCI’nın diğer bir avantajı aktarım mekanizmasının önemli unsuru olan varlık fiyatlarını da içermesidir. Böylece, aktarım mekanizmasının üç önemli sac ayağına göre para politikası dizayn edilebilmektedir.

MCI'nın dezavantajlarından biri, kur ve faizin ağırlıkları konusundaki belirsizliklerdir. MCI kural politikasını ilk uygulayan ülke olan Kanada, gecikme uzunluklarının daha kısa olmasından dolayı döviz kuruna önem vermiştir. Buna karşılık, Yeni Zelanda ise çıktıdaki dalgalanmaları azaltmak için faiz ve döviz kuruna eşit ağırlık vermiştir. Teorik çalışmalarda ise Ball (1998) faizin ağırlığının 0.75, döviz kurunun ağırlığının 0.25 olması gerektiğini savunurken; Gerlach ve Smets (2000) ise faizin 0.70, kurun ise 0.30 olması gerektiğini savunmaktadır. Poon (2010) ise, küçük dışa açık Asya ülkeleri için MCI değerinde döviz kurunun nispi değerinin faiz oranından daha fazla olduğunu hesaplamıştır. Buna karşılık, Malezya gibi küçük dışa açık ekonomiler için, Gan ve Kwek (2008) faizin döviz kuruna göre daha önemli olduğunu, çünkü sermaye hareketlerinin döviz kurunu kontrol etmeyi güçleştirdiğini, bu nedenle faiz oranının yüksek olması gerektiğini hesaplamışlardır.

II. Literatür Taraması

Son zamanlarda para politikası araçları ile ilgili literatür finansal piyasalar üzerine odaklanmaktadır. Poole Analizi çerçevesinde hangi aracın finansal piyasalarda istikrarı sağladığı konusunda çalışmalar gittikçe artmaktadır⁴. Mevcut çalışmalarda faiz aracının para politikasının temel aracı olması konusunda fikir birliği söz konusu iken⁵, bu aracın finansal piyasaların istikrarı için yeterliliği konusunda görüş ayrılığı bulunmaktadır. Cecchetti v.d. (2000), Goodhart v.d. (2009) gibi yazarlar faizin finansal istikrarı sağlayacağı görüşünü savunurken⁶, Bernanke ve Gertler (2001), Grauwe ve Gross (2009), Svensson (2010) gibi yazarlar da ikincil bir aracın kullanılması gerektiğini ileri sürmektedir.

Bernanke ve Gertler (1999), varlık fiyatlarındaki dalgalanmaya odaklanmışlar ve reaktif bir süreci incelemişlerdir. Çalışma, varlık fiyatlarındaki dalgalanma için bir para politikası setinin geliştirilip geliştirilemeyeceği ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmanın sebebinin ekonominin kendi işleyişinden kaynaklanıp kaynaklanmadığı üzerinde durmaktadır. Bernanke ve Gertler'in temel hipotezi, para politikasının tek başına varlık fiyatlarını etkileyemediği ve varlık fiyatlarının bilanço kanalı ile reel ekonomiyi etkilediğidir⁷. Bu doğrultuda çalışmanın temel önerisi, varlık fiyatlarındaki dalgalanmayla beraber faiz aracının sadece fiyat beklentilerini etkilemek için değil aynı zamanda varlık fiyatlarındaki dalgalanmayı azaltmak için de kullanılması gerektiğidir. Ancak faiz aracı ile varlık fiyatlarındaki dalgalanma arasında güçlü bir ilişki saptanmamış ise, faiz aracı sadece fiyat ve çıktı istikrarı için kullanılmalıdır.

⁴ Poole Analizi belirsizlik altında çıktı veya fiyat için paranın fiyatı ya da miktarının mı daha iyi bir araç olduğunu IS/LM analizine dayanarak ortaya koyan bir çalışmadır. Daha detaylı bilgi için Poole (1970)'e bakılabilir.

⁵ Faiz aracının etkinliği konusunda Taylor (2001); Walsh (2003); Woodford (2003)'e bakılabilir.

⁶ Faizin tek başına finansal istikrarı sağlayacağını savunan görüşler daha çok baz paranın enstrüman aracı olması halinde faizin piyasada dalgalanacağını savunan görüşler daha çok baz paranın enstrüman aracı olması halinde faizin piyasada dalgalanacağını savunan görüşlerdir, bunun varlık fiyatlarını daha da dalgalandırıp finansal paniğe yol açacağını vurgulamaktadırlar.

⁷ Mishkin (1997)'e göre varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların reel ekonomiye etkisinin bütçe kanalından ziyade kur kanalı ile olduğunu savunmaktadır.

Bernanke ve Gertler'in (2001) bir başka çalışması ise Yeni Keynesyen Modele dayanmakta olup, model Bernanke ve Gertler (1999)'un bir uzantısıdır. Ancak Bernanke ve Gertler (1999)'daki modele bazı eklemeler yapmışlardır. Modelde varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar sadece geleneksel aktarım mekanizması yöntemleri ile değil aynı zamanda olası iktisadi birimlerin (kredi talep edenler) net refahlarındaki değişimiyle de reel ekonomiyi etkilemektedir. Sonuç olarak, modele varlık fiyatlarındaki dalgalanmanın kaynağı olarak sadece ekonominin değişkenleri değil, bunun yanı sıra rasyonel karar alma süreçleri gibi değişken unsurlar da eklenmiştir. Ampirik test sonuçları, varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların farklı nedenleri olduğunu ve para politikası ile varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar arasında ilişkinin zayıf olduğunu göstermiştir.

Cecchetti v.d (2000), Bernanke ve Gertler'in (1999) modelinden yola çıkarak, şu sorulara cevap aramışlardır: Merkez bankaları varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara etki edebilirler mi? Faiz dışındaki diğer makroekonomik araçların⁸ finansal varlık dalgalanmalarını azaltıcı etkisi nedir? Son olarak da varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların enflasyon beklentisindeki rolü nedir? Cecchetti v.d.'nin, Bernanke ve Gertler'in modelinden en büyük farkı şudur; Cecchetti v.d. son beş yılda oluşan varlık fiyatlarındaki şokları değişken olarak alırken, Bernanke ve Gertler ise varlık fiyatlarının stokastik dağılımlarını almışlardır. Ayrıca Cecchetti v.d çalışmaları proaktif bir para politikası üzerinde durmaktadır. Cecchetti v.d., Bernanke ve Gertler'in aksine, faizin merkez bankaları için varlık fiyatları dalgalanmalarına karşı önemli bir tepki aracı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Eğer finansal piyasalardaki dalgalanma varlık fiyatlarından kaynaklanıyor ise merkez bankaları genelde varlık fiyatlarında istikrarı sağlamaya yönelik politika geliştirirler, buna karşılık finansal piyasalarındaki istikrarsızlık reel ekonomiden kaynaklanıyor ise politikalar reel fiyatlarda istikrarı sağlama yönündedir. Buna ek olarak, Cecchetti v.d.'ne göre faiz dışındaki makroekonomik araçlar varlık fiyatlarını etkilemede faiz aracı kadar etkili sonuçlar vermemektedir.

Para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi inceleyen ve aralarında pozitif ilişki bulan bir başka çalışma ise Chadha v.d.'ne (2004) aittir. Chadha v.d. Amerika, İngiltere ve Japonya'nın para politikalarını Taylor Kuralı çerçevesinde değerlendirmiştir. Bu üç ülke için hem geleceğe dönük Taylor Kuralı hem de geçmiş değerleri içeren Taylor Kuralı çerçevesinde varlık fiyatları ve kur ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmada, varlık fiyatı olarak menkul değerler piyasasındaki temettü ödemeleri, politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları alınmıştır. Ulaştıkları sonuca göre, Taylor Kuralı çerçevesinde para politikasının varlık fiyatları ve döviz kurları ile hem bilgi seti hem de sapmaları ortadan kaldırma yönünde anlamlı ilişkiler söz konusudur. Dolayısıyla Taylor Kuralı çerçevesinde faiz oranları varlık fiyatlarındaki dalgalanmaya istinaden düzenlenmelidir. Bu hem finansal hem de fiyat istikrarını sağlayacaktır.

⁸ Bunlar genelde zorunlu rezerv oranları, likidite yönetimi, sermaye yeterlilik oranı, likidite yeterlilik oranıdır. Bu konuda daha geniş bilgi için TCMB, Başkanın Konuşmaları Şubat 2011'e bakılabilir. Teorik bir çalışma için ise, Hsieh and Miller (1990)'a bakılabilir.

Kontonikas ve Ionnidis (2005) ise para politikası ile varlık fiyatları arasındaki ilişkiyi dışa açık bir ekonomide rasyonel beklentiler modeli ile incelemektedir. Çalışma, Cecchetti v.d (2000) gibi proaktif bir süreç takip etmekte olup; bu çalışmalardan en önemli farkı, dışa açık belirsiz bir ekonomide, hem menkul hem de gayri menkul değer olarak atanan, varlık fiyatlarının etkilenme sürecini standart Taylor Kuralı ve Enflasyon Öngörü Modeli çerçevesinde incelemiş olmasıdır. VAR analizinin kullanıldığı çalışmada, para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli nominal faiz oranlarının hem standart Taylor Kuralında hem de Enflasyon Öngörü Modelinde finansal varlık fiyatlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, faiz aracı çok keskin ve enflasyona yönelik olarak kullanıldığı takdirde varlık fiyatlarında sapmaların arttığı ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, faiz aracının daha yumuşak ve hem enflasyon açığına, hem de varlık fiyatları açığına yönelik olarak kullanılması gerektiğini önermektedir.

Para politikası aracı olarak döviz kurlarının varlık fiyatları üzerindeki etkisini irdeleyen çalışmalar, döviz kurlarının varlık fiyatlarını etkileyen önemli bir değişken olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Genel olarak, talep şoklarının dış ticaret açıkları ile beraber finansal varlıklar üzerinde önemli bir etkisi olduğu saptanmıştır (Chada v.d., 2003; Pavlova ve Rigbon, 2003; Fratzcher v.d., 2007). Smets (1997) çalışmasında hem faizin hem de döviz kurunun ticarete konu olan ve olmayan varlıkları farklı kanallardan etkiledikleri için her ikisinin birden kullanılamayacağını belirtmiştir. Siklos (2000) ise çalışmasında hem döviz kurunun hem de faizin bütünleşik bir şekilde enstrüman aracı olarak kullanılmasının şeffaflığı arttırmasına karşın, enflasyon beklentilerini nasıl etkileyeceği konusunda belirsizlik yarattığını ve bu belirsizliğin dışa açık küçük ülkelerde daha fazla olacağını ortaya koymuştur. Gerlach ve Smets (2000)'de yaptıkları çalışmada, dışa açık küçük ekonomiler için faiz değişkeninin kur değişkeninden daha önemli olduğu ve kur değişkeninin ideal bir hedef değişken olamayacağı sonucuna varmışlardır. Gerlach ve Smets'in çıkarımlarını, Burger ve Knedlik (2004)'de desteklemektedir. Burger ve Knedlik'e göre küçük dışa açık ülkelerdeki sermaye hareketleri, döviz kurunun gelecek ile ilgili bilgiler vermesini zorlaştırmakta, bu durum hem bilgi problemini oluşturmakta ve hem de istikrarsızlığı arttırmaktadır. Dolayısıyla döviz kurunun ve faizin bir arada kullanıldığı para politikası kuralının ideal bir kural politikası olamayacağını vurgulamışlardır. Ilzetki v.d (2009)'de küçük dışa açık ülkeler için döviz kurunu mali çarpanı artıran ve toplam talebi istikrarsızlaştıran bir büyüklük olarak saptamışlar, dolayısıyla para politikası ile çarpan sürecinin kontrol edilmesi gerektiğini, bunun için de hem kurların hem de faizin bir arada kullanılması gerektiğini savunmuşlardır. Poon (2010), varlık fiyatlarını göz önünde bulundurarak bir para politikası seti oluşturmaya çalışmıştır. Poon üç temel değişkenden oluşan bir endeks değer oluşturarak aktarım mekanizmasının temel sac ayaklarından oluşan bir kural politikası oluşturmaya çalışmıştır. ARDL yöntemi uygulanan çalışmada, varlık fiyatlarının anlamsız olduğu buna karşılık döviz kurunun faize göre dışa açık küçük ekonomiler için çok anlamlı değişken olduğu sonucuna varılmıştır.

Türkiye için yapılan çalışmalarda ise, Berument ve Kutan (2007), Aktaş v.d (2009), Duran v.d. (2010) para politikasının faiz aracını kullanarak varlık fiyatları ile İMKB mali ve 100 değişkenleri üzerinde etkisinin olduğunu göstermişlerdir. Berument ve Kutan (2007), VAR analizine dayanan çalışmalarında para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkisinin kısa vadeli olduğunu ortaya koyarken, Aktaş v.d (2009), Duran v.d. (2010) sürpriz para politikasının finansal varlık fiyatları üzerinde bir etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Aydemir ve Demirhan (2009) ise çalışmalarında Türkiye'de varlık fiyatları ve kurlar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, 2001 ve 2008 yılları arasında kur ile menkul değer arasındaki ilişki test edilmiştir. Toda-Yamamoto nedensellik testi uygulanan çalışmada döviz kuru ile varlık fiyatları arasında çift yönlü ilişki bulunmuştur.

Kesiyerli ve Koçaker (1999) çalışmalarında ilk defa Parasal Durum Endeksini oluşturmaya çalışmışlardır. Çalışmada Türkiye ekonomisinde fiyat istikrarı için hem kurun hem de faizin kullanıldığı para politikası seti kullanılmaya çalışılmış, ancak sermaye hareketlerinden kaynaklanan problemten dolayı faiz ve kur arasında değiş tokuş etkisi ortaya çıktığından her iki değişkenin tanımlandığı para politikası seti Türkiye ekonomisi için oluşturulamamıştır. Çalışma sonucunda literatürdeki diğer çalışmalarda olduğu gibi, kurlardan varlık fiyatlarına doğru negatif güçlü bir ilişki saptanmıştır.

III. Ekonometrik Analiz: Veriler ve Yöntem

A. Ampirik Model ve Veriler

Bu çalışmada Svensson-Ball modeli dikkate alınarak, dışa açık küçük ülke için bir kural modeli oluşturularak TCMB para politikası analiz edilmeye çalışılmaktadır. Model Svensson (1997) ve Ball (1998)'e dayanmakta olup, varlık fiyatlarını da içermektedir

$$y_{t+1} = -\beta r - \delta e + \lambda y + \varepsilon \quad (4)$$

$$\pi_{t+1} = \pi + \alpha y - \gamma(e - e_{t-1}) + \eta \quad (5)$$

$$e = \theta r + v \cdot h \quad (6)$$

Eşitliklerde y reel çıktı açığını, r reel faiz oranını, e reel döviz kurunu, h varlık fiyatlarını, ε, η, v şokları göstermektedir. İlk eşitlik dışa açık bir ekonomideki IS eğrisini ifade etmektedir. İkinci eşitlik, dışa açık bir ekonomide Phillips eğrisini, üçüncü eşitlik ise döviz kuru ile faiz ve varlık fiyatı bağlantısını göstermektedir.

Çalışmada, merkez bankası faizler için kural belirlese bile, dışa açık küçük bir ekonomi için faizlerin kurları çok kısa sürede ve aynı oranda etkilediği dolayısıyla hem faizlerin hem de kurların bir enstrüman aracı olduğu varsayılmaktadır. Böyle bir varsayım altında, enflasyon kur kanalı vasıtasıyla kontrol altında tutulmaktadır. Dolayısıyla hem kur hem de faizi dikkate alan bir

kural politikası tanımlamak gerekmektedir. Bunun için (6) nolu denklemi faiz için çözümlerip (1) nolu denkleme yerleştirip düzenlersek, (7) nolu denkleme ulaşırız.

$$y_{t+1} = -\left(\frac{\beta}{\theta} + \delta\right)e - \left(\frac{\beta}{\theta}\right)h + \lambda y + \varepsilon + \left(\frac{\beta}{\theta}\right)v \quad (7)$$

Eğer merkez bankası faizi dikkate alan bir politika izliyor ise, (5) nolu ve (6) nolu denkleme göre fiyat ve çıktıları etkileyen temel unsurlar sırasıyla $\pi + \alpha y + \gamma e_{t-1}$ ve $\lambda y - \left(\frac{\beta}{\theta}\right)h + \left(\frac{\beta}{\theta}\right)v$ olacaktır. Bu durumda optimal kural politikası (8) nolu denklemdaki gibi oluşacaktır.

$$e = (\pi + \alpha y + \gamma e_{t-1}) + \lambda y - \left(\frac{\beta}{\theta}\right)h + \left(\frac{\beta}{\theta}\right)v \quad (8)$$

Döviz kurlarının araç olarak kullanıldığı optimal kural politikasında, reel kur değişkeni çıktının, enflasyonun ve finansal varlıkların bir fonksiyonu haline gelmektedir. (8) nolu denklemden v ile ifade edilen döviz kuru şoku yerine (5) nolu denklemin döviz kuru şoku cinsinden çözülmüş hali koyulduğunda ve kur ve faiz için düzenlendiğinde,

$$\varpi r + (1 - \varpi)e = ay + b(\pi \gamma e_{t-1}) - ch \quad (9)$$

(9) nolu denkleme ulaşırız. (9) nolu denklem dışa açık bir ekonomide optimal kural politikasının tanımını vermektedir. Buna göre dışa açık bir ekonomide kural politikası hem reel kurdan hem de reel faizlerden oluşmaktadır ki, bu aynı zamanda MCI'yı oluşturmaktadır. (9) nolu eşitliğin diğer bir özelliği de, kur ve faiz araçlarının sadece çıktı ve enflasyona göre şekillenmemesi, aynı zamanda kurun geçmiş değerini ve varlık fiyatların da göz önünde bulundurmasıdır. Denklemden ϖ katsayısı toplan talebin faiz ve döviz kuruna esnekliğini göstermektedir. Esnekliği belirleyen en önemli faktör, faizin ve döviz kurunun enflasyon ve çıktı üzerindeki gecikme etkisidir. Gecikme etkisi azaldıkça katsayının ağırlığı artmaktadır.

(9) nolu denkleme göre, eğer toplam talep artıyor ise, kur ve faizden oluşan endeks değeri yükseltilir ve fiyatlarda istikrar sağlanmaya çalışılır. Oluşturulan bu kural politikası aynı zamanda varlık fiyatlarını da göz önüne almaktadır. Böylece sadece akım büyüklüğünü değil, aynı zamanda stok büyüklüğü olan serveti de toplam talebin bir parçası olarak görmektedir. Böylece toplam talebin daha net bir şekilde kontrol edileceği varsayılmaktadır.

$$\varpi \Delta r + (1 - \varpi) \Delta e = ay + b(\pi \gamma e_{t-1}) - ch + \varphi \quad (10)$$

(10) nolu denklem (9) nolu denkleme şokların eklenmiş halidir. Para otoritesi şokun kaynağını bilemese bile, faiz ve kurdan oluşan endeks değerini koruyarak toplam talebin istikrarını sağlayabilir. Örneğin reel kurda değerlendirme yaşanıyor ise, merkez bankası faizleri yükselterek endeks değerini korur, bu durum toplam talebin istikrarlı olmasına yol açar. Dolayısıyla şokların kaynağı bilinmese bile, merkez bankasının kullandığı iki enstrüman olduğu için şokun ortaya çıkardığı dalgalanma minimize edilebilir. Bu çalışmada (10) nolu denklemden yola çıkılarak, fiyat istikrarına ulaşmak için toplam talebin kontrol edilmesi gerektiği varsayımı altında, hem faiz hem de döviz kuru kullanılarak toplam talep üzerindeki etkinliği analiz edilmeye çalışılmaktadır. Küçük dışa açık ülke varsayımı nedeniyle hem kur hem de faiz değişkeni toplam talebi etkileyen temel değişken olacaktır. Bu açıdan (10) nolu denklemi düzenleyerek ampirik teste konu olan denklemi türetebiliriz.

$$y = \alpha \Delta r + \beta \Delta e + \theta X + \varphi \quad (11)$$

Denklemden y toplam talebi, r kısa vadeli faiz oranını, e döviz kurunu, x kontrol değişkenlerini, φ ise şokları ifade etmektedir⁹. Analizde çıktı açığını temsilen reel GSYH, faiz için kısa vadeli faiz oranları, kur değişkeni için ise dolar kuru kullanılmaktadır. Kontrol değişkenleri ise, İMKB 100 endeksi, özel sektör toplam kredi miktarı¹⁰ ve cari işlemler açığıdır. Veriler üçer aylık olup 2002:I-2011:II dönemini kapsamaktadır. Bütün veriler TCMB veri dağıtım sisteminden alınmış olup, (faiz oranı dışında) logaritmik olarak ifade edilmektedir.

B. Yöntem

(11) nolu denklemdeki değişkenler arasında hem uzun hem de kısa dönem ilişkisinin olup olmadığının belirlenmesi için ARDL yöntemi uygulanacaktır. ARDL sınır testi yaklaşımı da değişkenlerin uzun dönemli ilişkisini açıklamak için kullanılan eş bütünleşme testidir (Pesaran ve Shin, 1999; Pesaran vd., 2001). Bu yöntemin en önemli özelliği, yaklaşımı daha az sayıda veri içeren zaman serileri için daha güvenilir sonuçlar vermesidir. Bu yöntemde verilerin I(0) veya I(1) olması önemli değildir, ancak kullanılan tüm verilerin I(2) olmaması gerekmektedir. Bunun için durağanlık sınaması yapılmıştır.

ADF ve PP testi trendli ve gecikmesiz olarak yapılmıştır. Tabloda McKinnon kritik değeri % 1'e göre -4.05, % 5'e göre -3.45'dir. Durağanlık test sonuçlarına göre bütün değişkenler I(1) seviyesinde durağandır.

⁹ (10) nolu denklemde ϖ ve $1 - \varpi$ katsayıları ağırlıklandırılmış değer olarak ifade edilecektir.

$$\alpha = \frac{\varpi}{(\varpi + (1 - \varpi))}, \beta = \frac{1 - \varpi}{(\varpi + (1 - \varpi))}$$

¹⁰ İMKB ve toplam kredi verileri, aktarım mekanizmasında varlık ve kredi kanalının bir göstergesi olarak modele dahil edilmişlerdir.

Tablo 1: Serilerin Birim Kök Testleri:

Değişken	ADF	PP ^(a)
Büyüme (GSMH)	I(0) 2.34	I(0) 4.42
	I(1) 9.23 [©]	I(1) 8.20
Faiz (fz)	I(0) 2.35	I(0) 2.36
	I(1) 6.16 [©]	I(1) 6.17
Döviz Kuru (dk)	I(0) 2.33	I(0) 2.33
	I(1) 5.45 [©]	I(1) 5.50
Özel Sektör Toplam Krediler (cps)	I(0) 1,55	I(0) 1,33
	I(1) 5.94 [©]	I(1) 6.37
Cari İşlemler Açığı (ca)	I(0) 2.38	I(0) 3.01
	I(1) 14.02	I(1) 10,52
Varlık Fiyatları	I(0) 2.12	I(0) 1.77
	I(1) 4.24	I(1) 4.04

ARDL sınır testi yaklaşımına göre aşağıdaki eşitlik uzun dönemli ilişkileri analiz etmek için tahmin edilecektir.

$$d(lgsyh) = \beta_1 lgsyh_{t-1} + \beta_2 ldk_{t-1} + \beta_3 lca_{t-1} + \beta_4 lcps_{t-1} + \beta_5 fz_{t-1} + \sum_{i=1}^n \phi d(lgsyh)_{t-i} + \sum_{i=0}^n \mu d(ldk)_{t-i} + \sum_{i=0}^n \mu d(lca)_{t-i} + \sum_{i=0}^n \mu d(lcps)_{t-i} + \sum_{i=0}^n \mu d(fz)_{t-i} \quad (12)$$

Yukarıdaki eşitlik, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmelerinin farkını (d) ve açıklayıcı değişkenlerin bir gecikmesini içermektedir. Bağımlı ve bağımsız değişkenlerdeki her bir gecikmenin farkı kısa dönem dinamiklere işaret etmektedir. Bunlar, bağımlı değişkende ortaya çıkabilecek değişimleri göstermektedir. Öncelikle, uygun modeli seçebilmek amacı ile ARDL modelinin en uygun gecikme uzunluğu bulunmuştur. Modelimizdeki veriler üç aylık olarak yer aldığından dolayı bütün farklara en fazla 5 gecikme verilmiş ve Schwartz Criteria (SC)'e göre uygun gecikme seçilmiştir. Bununla beraber seçilen modelde otokorelasyon probleminin olup olmadığını kontrol etmek amacıyla Breush-Godfrey Otokorelasyon Testi uygulanmıştır. Modelde % 1, % 5 önem düzeyinde oto-korelasyon probleminin olmadığı en uygun gecikme uzunluğu 4 olarak (i=4) bulunmuştur¹¹.

ARDL yönteminde iki aşama söz konusudur. Öncelikle eşbütünlük olmadığına işaret eden boş hipotez, eşbütünlük olduğuna işaret eden alternatif karşısında test edilmektedir. Hipotezlerin sınanması için F-test veya Wald testi

¹¹ SC değeri: 2.79, Breush-Godfrey Oto-korelasyon Testi (Olasılık değerleri): 0.975 (0.567)

kullanılabilmektedir. Ancak, F istatistiği standart olmadığı için Pesaran vd.'nin (2001) hesapladığı kritik değerlerin kullanılması gerekmektedir¹².

Tablo 2: Eş-bütünleşme Sonuçları

k	F İstatistiği	Alt Sınır (% 5)	Üst Sınır (% 5)
4	4.57	2.960	4.33

Kritik değerler Paseran v.d.(2001)'deki CI(iii)'den alınmıştır

(12) nolu modele 4 gecikme uzunluğu verilerek en uygun gecikme uzunluğu olan ARDL (2,2,0,2,3) modeli oluşturulmuştur. Modelin kısa ve uzun dönem sonuçları aşağıdaki tablolarda verilmektedir¹³.

**Tablo 3: ARDL (2,2,0,2,3)Hata Düzeltme Modeli Sonuçları
(Bağımlı Değişken: Δ GSYH)**

Değişken	Katsayı	Std Hata (Olasılık)
dlgsyh1	0.706	8.49(0,00)
dfz	0.007	0.0.001 (0.00)
dfz1	0.002	0.001 (0.079)
dleps	0.392	0.048 (0.00)
dldk	-0.936	0.145(0.00)
dldk1	-0.469	0.178(0.15)
dlca	0.003	0.002(0.25)
dlca1	0.017	0.004(0.00)
dlca2	0.006	0.003(0.79)
dC	25.00	2.09(0.00)
ECM(-1)	-1.59	-0.134(0.00)

**Tablo 4: ARDL(2,2,0,2,3) Uzun dönem Sonuçları
(Bağımlı Değişken GSYH)**

Değişken	Katsayı	Std Hata (Olasılık)
fz	-0.009	0.394(0.028)
dk	-0.232	0.01(0.026)
cps	0.245	0.01(0.00)
ca	-0.18	0.002(0.00)
C	15.66	0.096(0.00)

IV. Genel Değerlendirme

Dışa açık küçük bir ülke olan Türkiye için uygun para politikası kuralı oluşturmak için elde ettiğimiz (12) nolu denklem ARDL yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Buradaki amaç dışa açık bir ekonomi olan Türkiye'de TCMB'nin izlediği optimal para politikasının ne olduğunu test etmektir. (12) nolu denklemi

¹²Paseran vd.'deki (2001) kritik değerler büyük örnekler için üretilmiştir. Buna karşın Narayan (2005) kritik değerleri küçük örnekler için daha uygundur. Bu nedenle bu çalışmada F-testi için kritik değerler Narayan'dan (2005) alınmıştır.

¹³ Analizin diognastik testleri ekte verilmiştir.

testte tabii tutarken ilk olarak varlık fiyatları modele dahil edilmiştir, ancak varlık fiyatları istatistiksel olarak anlamsız olduğu gibi modeli istikrarsız hale getirdiği için denklemden çıkarılmıştır. Bunun üzerine varlık fiyatları modelden çıkarılarak analiz tekrar edilmiştir¹⁴.

ARDL modelinin kısa vadeli sonuçlarına bakıldığında, toplam talebi temsilen atadığımız reel GSYH değişkenini etkileyen temel değişkenin döviz kuru olduğu ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru ile toplam talep arasında negatif yönlü kuvvetli bir ilişki söz konusudur. Döviz kuru değer kazandıkça toplam talep azalmaktadır. Bundaki en önemli olası neden üretimin dışa bağımlılığıdır. Nitekim 2009, 2010 ve 2011 ilk çeyrek verilerine bakıldığında sırasıyla ara malının toplam ithalata oranı % 69,8, % 72,3 ve % 71,8 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2011).

Kısa dönemde toplam talebi etkileyen bir diğer önemli değişken de kredilerdir. Krediler ile toplam talep arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır. Analizde ortaya çıkan bu ilişki merkez bankası politikalarındaki değişiklik ile desteklenmektedir. TCMB 2011 yılından itibaren TL zorunlu karşılıkları artırmak suretiyle toplam kredileri azaltmaya bu sayede toplam talebi ve dolaylı olarak da cari işlemler dengesi açığını sürdürülebilir boyutta tutmaya yönelik yeni para politikası dizayn etmiştir¹⁵.

TCMB için önemli bir kontrol değişkeni olan kısa vadeli faizlerin toplam talep üzerinde etkisinin zayıf olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum faiz aktarım mekanizmasının sağlıklı bir biçimde işlemediğinin bir göstergesidir. Para arzının içselleşmesi ile beraber merkez bankasının kısa vadeli faiz enstrümanının piyasadaki diğer faiz ve menkul getiriler üzerindeki etkinliği azalmıştır.

Tablo 3’de Hata Düzeltme Katsayısı (ECM(-1)) istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı ve katsayı değeri 1’den büyük bulunmuştur. Bunun anlamı uzun dönem dengesine ulaşılırken dalgalı bir patika izlendiğidir. ECM(-1) katsayısının negatif ve anlamlı olması modeldeki eş-bütünleşme ilişkisini de desteklemektedir.

Tablo 4’de analizin uzun dönemli sonucuna bakıldığında, hem kurun hem de faizin % 5 düzeyinde anlamlı olduğu, kur ve faizin toplam talep üzerinde negatif etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Kısa dönemde olduğu gibi faiz toplam talep üzerinde zayıf etkiye sahip iken, kur güçlü bir etkiye sahiptir. Analiz sonucunda uzun dönemli model

$$y = -0.009r - 0.232e + \varphi \quad (13)$$

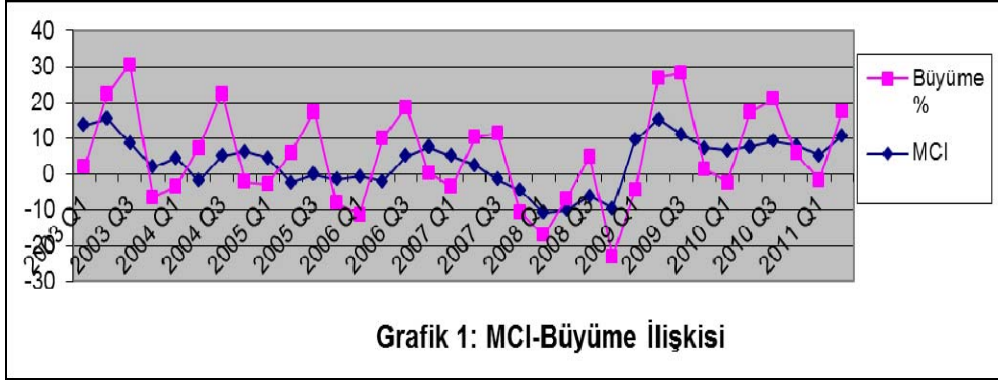
¹⁴ Varlık fiyatlarının anlamsız olmasının arkasında iki önemli neden vardır. Bunlardan ilki, literatür kısmında da vurgulandığı gibi, döviz kurunun önemli bir varlık fiyatı sayılmasıdır. Bilhassa dışa açık ülkeler için varlık fiyatları ile kur arasında önemli bir korelasyon vardır. Bu konuda daha detaylı bilgi için Chadha v.d. (2004) ve Cecchetti (2000), Aydın (2011)’e bakılabilir. Varlık fiyatlarının etkisizliği ile ilgili ikinci unsur ise, Türkiye’deki sermaye piyasasındaki dalgalanmaların ekonomik temellerden uzak olmasıdır.

¹⁵ Yeni para politikası ile ilgili daha detaylı bilgi için 2011 yılı Para Politikası Raporu’na bakılabilir.

(13) nolu denklemdaki gibidir. (13) nolu denklemi para politikası kuralı haline getirmek için katsayıların ağırlıklandırılmış değerlerini belirlemek gerekmektedir. Buna göre, Türkiye ekonomisi için toplam talebin dolaylı olarak da fiyatların kontrol edildiğini gösteren kural politikası,

$$y = 0.04\Delta r + 0.96\Delta e + \varphi \quad (14)$$

(14) nolu denklem elde edilmiştir. Buna göre uzun dönemde toplam talebi etkileyecek kural politikası Taylor Kuralı değil, MCI'dır. TCMB toplam talep vasıtası ile fiyatları kontrol etmek için sadece faizleri değil hem faizi hem de döviz kurunu bütünlük şekilde enstrüman aracı olarak kullanmaktadır. (14) nolu denklem kullanılarak MCI serisi oluşturulabilir. Oluşturduğumuz MCI serisinin toplam talebi ne derecede etkileyip etkilemediği Grafik 1'de gösterilmektedir.



Yukarıda da belirtildiği gibi, MCI değerinin 1'in üzerinde olması daha sıkı bir para politikası, 1'in altında olması ise daha genişletici bir para politikası izlendiğini, dolayısıyla para politikası duruşunu göstermektedir. Grafik 1'e bu doğrultuda bakıldığında TCMB zımni enflasyon hedeflemesinin başladığı 2003'ün ikinci yarısından 2006 yılına kadar göreceli olarak esnek bir para politikası duruşu göstermiştir. Nitekim merkez bankası raporlarında da belirttiği gibi, toplam talep baskısının olmadığı bu yıllarda faiz enstrümanının değerini düşürmüştür (TCMB, 2003-2005). TCMB bu yıllarda her ne kadar göreceli olarak daha esnek para politikası duruşu sergilese de dönem dönem para politikasını sıkılaştırmıştır. Merkez bankasının para politikası duruşu yaklaşık 2 dönem sonra büyüme sürecini de etkilediği görülmektedir. Dolayısıyla para politikasındaki gecikme sürecinin 6 ay olduğu ortaya çıkmaktadır.

TCMB 2009'un ilk yarısından itibaren daha sıkı bir para politikası duruşu sergilemiş orta vadeli ekonomik görünüme göre para politikası duruşu göstermeye çalışmıştır (TCMB, 2009-2010). Nitekim 2009'un 3. çeyreğinde görülen aşırı talep baskısı ile birlikte MCI değeri de yine aynı dönemde en üst değerini almış, 3 dönem sonra ekonomide büyüme süreci azalmaya başlamıştır. Bu dönemden

sonra uluslararası ekonomideki belirsizlikten dolayı TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu koruduğu gözlenmektedir.

Grafik 1'in gösterdiği gibi, TCMB sadece fiyat istikrarına odaklı bir para politikası izlememektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre, TCMB'nin verileri içeren dönem boyunca büyüme istikrarını da gözettiği ortaya çıkmaktadır. Büyümenin istikrarsızlaştığı dönemlerde daha sıkı para politikası izlenirken büyümenin azaldığı dönemlerde daha gevşek bir para politikası izlemiştir. Türkiye ekonomisi için büyüme süreci döviz kuruna bağlı olduğundan, TCMB'nin döviz kurunu dikkate almadan para politikası duruşu sergilemesi zor gözükmemektedir. Bu açıdan MCI ideal bir para politikası kuralı haline gelmektedir¹⁶.

Sonuç

Ekonomi politikalarının amacı sosyal refahı maksimize etmektir. Bu doğrultuda politik amaçlar ve bu amaçlara uygun araçlar belirlenir. Son yıllarda, TCMB'de dahil olmak üzere bir çok merkez bankasının amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Fiyat istikrarı ile beraber fiyat mekanizması doğru çalışacak, böylece büyüme süreci de istikrarlı olacak varsayımı yapılmaktadır. Bu durum aynı zamanda sosyal refahı da maksimize edecektir. Bu amaçla merkez bankaları, günümüzde para politikalarını enstrümanların taahhüdü üzerine inşa etmişlerdir.

Son yıllarda kullanılan en önemli enstrüman aracı faiz olup, merkez bankaları kısa vadeli faizler ile dolaylı hedeflemeyi sürdürmektedirler. Faiz enstrümanının kullanılmasının en önemli nedeni, olası sapmalara karşın risk oluşturmadan hedefi değiştirme imkanı vermesidir. Bu durum aynı zamanda hem fiyatlar üzerinde hem de finansal piyasalar üzerinde istikrar sağlamaya yardımcı olur. Ancak burada birkaç temel problem ortaya çıkmaktadır. Bu problemlerin en önemlisi, kısa vadeli faizlerin bireylerin uzun vadeli kararlarını etkileyip etkilemediğidir. Para politikası aracı olan kısa vadeli faizler uzun vadeli faizleri yani beklentileri etkilemiyor ise, faiz oranlarının varyansı artma eğiliminde olacaktır. Faiz oranlarındaki küçük bir artış beklenen etkiyi yaratmaz ise, merkez bankasının faiz oranlarını daha yüksek oranda değiştireceği beklentisi oluşur ve faizin etkinliği azalır.

Türkiye ekonomisi incelendiğinde, fiyat artışlarının iki önemli nedeni söz konusudur; toplam talepteki artış ve döviz kurunun değerlenmesi. Her iki durum fiyatların artmasına neden olmaktadır. Nitekim merkez bankası raporları incelendiğinde, faiz kanalı ile toplam talebin ve dolaylı olarak da döviz kurunun baskı altına alınmaya çalışıldığı görülmektedir. Faiz enstrümanının kullanılması ile ortaya çıkan bir başka durum da, varlık fiyatlarında beklenilmeyen dalgalanmalardır. Varlık fiyatlarında görülen beklenilmeyen dalgalanmaların yarattığı keskin düzeltmeler, ekonomiyi daha kırılgan hale getirmektedir. Bu durum aynı zamanda nispi fiyatları da etkilemekte ve ekonomide bilgi akışını ortadan kaldırmaktadır. Bilhassa dışa açık küçük ülkelerde önemli bir varlık fiyatı olan döviz kurunun reel değerinden kopuk bir şekilde hareket etmesi uzun vadeli ekonomik kararların yanlış alınmasına neden olacaktır. Dolayısıyla küçük dışa

¹⁶ Döviz kuru büyüme arasındaki ilişki için Yeldan (2011)'e bakılabilir.

açık ülkeler için döviz kuru hem varlık fiyatları kanalı hem de kredi kanalı ile önemli bir stratejik değişken haline gelmektedir.

Aktarım mekanizmasında ortaya çıkan bu belirsizlik, uzun vadeli kararların, bilhassa yatırım kararların yanlış alınmasına ve reel değişkenlerin istikrarsızlaşmasına neden olmaktadır. Bu doğrultuda merkez bankaları son zamanlarda reel değişkenlerdeki istikrarsızlıkları dikkate alan politikalar benimsemektedirler. Bunun önemli nedenleri arasında; reel değişkenleri hedeflemesinin, para politikası açısından, nominal değişkenleri hedeflemesine göre daha esnek ve daha etkili olması, reel değişkenlerin hedeflenmesinin toplumun tamamını ilgilendirmesi ve dolayısıyla toplumsal refahla birebir ilişki olan hedefler olması yatmaktadır.

Bu doğrultuda çalışmanın temel amacı, toplam talep gibi hem büyümeyi hem de fiyatları etkileyen temel değişkenin hedeflenmesi durumunda hangi enstrüman aracının daha etkili olduğunu tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda çalışmanın temel hipotezi, küçük dışa açık bir ülke olan Türkiye için önemli bir varlık fiyatı olan döviz kurunun para politikası için önemli bir değişken olduğudur. Yapılan ARDL testi sonucunda toplam talebi belirleyen esas değişkeninin döviz kuru olduğu ortaya çıkmıştır; döviz kurundaki yüzde birlik değişim toplam talebi 0.23 oranında etkilemektedir. Bu durum uzun vadede toplam talebi etkileyen temel enstrüman kuralının Taylor Kuralı değil hem dövizin hem de faizin bütünlük olarak kullanıldığı MCI kural politikası olduğunu göstermektedir.

TCMB, dolaylı da olsa hem faizi hem de döviz kurunu kullanarak para politikasına yön vermektedir. Bu sayede uzun vadede hem fiyat istikrarını hem de istikrarlı büyümeyi sağlamaya çalışmıştır. Dışa açık ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de faiz enstrümanının etkinliği azalmakta, varlık fiyatlarındaki dalgalanma ile birlikte döviz kuru öne çıkmaktadır. Böylece, her iki enstrümanının beraber kullanıldığı MCI'yi daha önemli bir para politikası aracı haline getirmektedir.

KAYNAKÇA

- Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesiyerli, M., ve Orak, M. (2009), "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi", *İktisat İşletme Finans*, 24 (278), 9-24.
- Aydemir O., Demirhan, E. (2009), "The Relationship Between Stock Prices and Exchange Rate Evidence From Turkey", *Journals of Finance and Economics*, 23, 207-215.
- Aydın, S. (2011), "Finansal Piyasalarda Gürültücüler", *İktisat İşletme ve Finans*, 26(304),9-36.
- Ball, L. (1998), "Policy Rules for Open Economies", *NBER Working Paper*, 6760
- Bernanke, B., Gertler, M. (1999), "Monetary Policy and Asset Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84(4), 17-52.
- Bernanke, B., Gertler, M. (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *The American Economic Review*, 91(2), 253-257.

- Berument H., Kutan., A. (2007), "The Stock Market Channel of Monetary Policy in Emerging Markets: Evidence from The İstanbul Stock Exchange", *Scientific Journal of Administrative Development*, 5, 117-144.
- Burger, P., Knedlik, T. (2004), "The MCI As A Monetary Policy Guide In A Small, Open Emerging Market Economy". *The South African Journal of Economics*, 72(2), 365-383.
- Cecchetti, S., Genberg, H., Lipsky, J., ve Wadhvani, S. (2000), "*Asset prices and central bank policy*". London: International. *Center for Monetary and Banking Studies*.
- Chadha, J., Sarno, L., ve Valente, G. (2004), "Monetary Policy Rules, Asset Prices, and Exchange Rates", *IMF Staff Paper*, 53(3), 529-552.
- Chadha, J., Sarno, L., ve Valente, G., (2003), "Monetary Policy Rules, Assets Prices and Exchange Rates", *CDMA Working Paper*, 0403
- De Grauwe, P., Gross D. (2009) "A New Two-Pillar Strategy for the ECB", *CEPS Policy Brief*, No.191, June
- Duran, M., Gülserim, Ö., Özlü, P., ve Ünalımsı, D. (2010), "Measuring The Impact of Monetary Policy on Asset Prices in Turkey", *CBRT Working Paper*, 10/17.
- Fratzscher, M., Juenal, L., ve Sarno, L. (2007), "Asset Pirce, Exchange Rates and The Current Account", *ECB Working Paper*, 790.
- Gan, P. T., Kian-Teng, K. (2008), "Estimating Monetary Policy Rules: An Optimal Monetary Conditions Index For Malaysia", *International Research Journal of Finance and Economics*, 12, 196-210.
- Gerlach, S., Smets, F. (2000), "MCIs and Monetary Policy", *European Economic Review*, 44, 1677-1700.
- Goodhart, C., (2000), "Asset Price and the Conduct of Monetary Policy", *Working Paper London of School*, Retrieved Octoner 15, 2011, from <http://repec.org/res2002/Goodhart.pdf>
- Goodhart, C., Sunirand, P., ve Tsomocos, D.P. (2009), "The Pptimal Monetary Instrument for Prudential Purposes". *Journal of Financial Stability*, 2, 70-77.
- Goodhart, C., Hofmann, B. (2000), "Financial Variables and The Conduct of Monetary Policy", *Sveriges Riksbank Working Paper*, 12.
- Hsieh, D., Miller. M. (1990), "Margin Regulation and Stock Market Volatility", *Journal of Finance*, 45, 3-30.
- Kesiyerli, M., Koçaker, İ.İ. (1999), "Monetary Conditions Index: A Monetary Policy Indicator For Turkey", *CBRT Discussion Paper*, 9908.
- Ilzetzki, E., Mendoza, E., Vegh, C. (2009), "How Big Are Fiscal Multiplier", *CEPR Working Paper*, 39.
- Kontonikas, A., Ioannidis, C. (2005), "Should Monetary Policy Respond to Asset Price Misalignments", *Economic Modelling*, 22, 1105– 1121.
- Mishkin, F. (1997), "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", *The Federal Reserve Bank of Kansas City*, 117-128, Retrieved October 24, 2011, from <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97disc2.pdf>.
- Mishkin, F. (2008), "How Should we Respond to Asset Price Bubbles?. *Speech at the Wharto Financial Institutions Center*", Retrieved October 25, 2011, from <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080515a.htm>.
- Narayan, P. K. (2005), "The saving and investment nexus for China: evidence from cointegration tests", *Applied Economics*, 37(17), 1979-1990.
- Pavlova, A., & Rigborn, R. (2003), "Asset Pirces and Exchange Rates", *NBER Working Paper*, 9834.
- Pesaran, M.H., Shin, Y., & Smith. R.J. (2001), "Bound Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships", *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289-326.
- Pesaran, M.H. & Shin, Y. (1999), "An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis", in S. Storm, (Ed.), *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century*. Cambridge Univ. Press, Cambridge.
- Poole, W. (1970), "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics*, 84, 197-216.

- Poon, W.C. (2005) "Augmented MCI: An Indicator of Monetary Policy Stance for Asean 5", *Monash University Discussion Paper*, 25/10.
- Svensson, L. (1997), "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts", *NBER Working Paper*, 5251
- Svensson, L. (2004). Targeting Rules v.s. Instruments Rules for Monetary Policy: What is Wrong With Mccallum and Nelson. *NBER Working Paper*, 10747.
- Svensson, L. (2010), "How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?" *CEPR/ESI 14th Annual Conference of Central Bank of Turkey*, Retrieved December 2, 2011, from <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1745>.
- Svensson, L. (2011), "Monetary Policy after the Crisis", *Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco*. Retrieved November 23 2011, from <http://people.su.se/~leosven/>
- Siklos, P. (2000). Is The MCI a Useful Signal for Monetary Policy Conditions? An Empirical Investigation. *International of Finance*, 3(3), 417-437.
- Smets, F. (1997), "Financial Asset Prices And Monetary Policy: Theory And Evidence", *Bank For International Settlements Monetary And Economic Department*, 47.
- Stark, J. (2008), "Main Challenges for Monetary Policy in a Globalised World", *Proceeding of the Monetary Policy in sub Sahran Africa*, Retrieved November 23, 2011, from <http://www.bis.org/review/r080331e.pdf>.
- Süslü, B. (2005), *Türkiye'de Enflasyona Karşı İzlenilecek Para Politikalarında Nominal Çapaların Olası Rolü*, Muğla Üniversitesi Sos. Bil.Enst Yayınlanmamış Doktora tezi.
- TCMB. (2006-2009). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.
- TCMB. (2003-2005). *Para Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.
- Yeldan, E.(2011), "Şu Cari Açık ve Reel Kur Meselesi", *İktisat ve Toplum*, 2(13), 32-35.
- Walsh, C. E. (2003). *Monetary Theory and Policy*, USA: The MIT Press.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices Foundations of a Theory of Monetary Policy*, USA: Princeton Univ. Press.

Diagnostik Testler

R^2 : 0.81, \bar{R} : 0.74	DW İstatistik: 1.9141
Serial Correlation = 0.68799[0.611] Functional Form = 6.6471[0.18] Heteroscedasticity = 2.8754[0.100] Normality = 2.3676[0.306]	F İstatistiği. 126.5688[0.000]

