



**FAİZ POLİTİKALARININ PARA ARZI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ZAMAN
SERİSİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ**

Asilkan AKSOY

**Ekim 2024
DENİZLİ**

**FAİZ POLİTİKALARININ PARA ARZI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN
ZAMAN SERİSİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
Uluslararası Ticaret ve Finansman Ana Bilim Dalı
Uluslararası Ticaret ve Finans Yüksek Lisans Programı**

Asilkan AKSOY

Danışman: Prof. Dr. İrfan Ertuğrul

**Ekim 2024
DENİZLİ**

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

İmza
Asilkan AKSOY

ÖN SÖZ

Yüksek lisans eğitimim süresince, eğitimim ve tez çalışmam boyunca emeğini, mesleki deneyimlerini ve ilgisini esirgemeyen çok değerli hocam ve danışmanım Prof. Dr. Sayın İrfan Ertuğrul'a, Prof. Dr. İlhan Küçükkaplan'a ve Doc. Dr. Turker Batmaz'a en içten saygı ve sevgilerimle teşekkürlerimi sunarım.

Değerli hocalarım akademik yolculuğumda karşılaştığım zorluklar ve belirsizlikler karşısında her zaman yanımda oldu. Sadece bilgi ve deneyimlerini değil, aynı zamanda samimi desteğiyle beni motive etti. Tezimin her aşamasında, düşüncelerimi netleştirmem ve araştırmamı derinleştirmem konusunda sağladığı geri bildirimleri benim için son derece değerliydi.

Kendilerine olan minnetimi ve takdirimi bir kez daha ifade etmek istiyorum. Verdikleri katkılar, sadece bu tez için değil, aynı zamanda kariyerim için de önemli bir zemin oluşturdu.

Asilkan AKSOY

ÖZET

FAİZ POLİTİKALARININ PARA ARZI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ZAMAN SERİSİ ANALİZİ İLE İNCELENMESİ

AKSOY, Asilkan

Yüksek Lisans Tezi

Uluslararası Ticaret ve Finansman ABD

Uluslararası Ticaret ve Finans Yüksek Lisans Programı

Tez Yöneticisi: Prof. Dr. İrfan Ertuğrul

Ekim 2024, VIII + 98 Sayfa

Bu çalışma, faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkisini zaman serisi analizi ile incelemeyi amaçlamaktadır. Tez, ekonomik literatürde önemli bir konu olan faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkilerini anlamak ve analiz etmek için bir araç olarak zaman serisi analizini kullanmaktadır. Çalışmanın odak noktası, belirli bir dönemde faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkilerini analiz etmek ve bu etkilerin zaman içinde nasıl değiştiğini incelemektir. Bu tez, faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkilerini anlamak ve gelecekteki para politikası kararlarını desteklemek için önemli bir katkı sağlamayı hedeflemektedir. Ekonomistlere, politika yapıcılara ve akademisyenlere faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkilerini anlamak ve analiz etmek için bir çerçeve sunulmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Faiz Politikaları, Para Arzı, Para Politikaları

ABSTRACT

EXAMINING THE EFFECT OF INTEREST RATE POLICIES ON MONEY SUPPLY WITH TIME SERIES ANALYSIS

AKSOY, Asilkan

Master Thesis

International Trade and Finans Department

International Trade and Finans Master Programme

Adviser of Thesis: İrfan Ertuğrul

October 2024, VIII + 98 Pages

This study aims to examine the impact of interest rate policies on money supply through time series analysis. The thesis utilizes time series analysis as a tool to understand and analyze the effects of interest rate policies on money supply, which is an important topic in economic literature. The focus of the study is to analyze the effects of interest rate policies on money supply during a specific period and to examine how these effects change over time. The thesis aims to provide a significant contribution to understanding the effects of interest rate policies on money supply and to support future monetary policy decisions. This study provides a framework for economists, policymakers, and academics to understand and analyze the effects of interest rate policies on money supply.

Keywords: Interest Rate Policies, Money Supply, Monetary Policies

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR DİZİNİ	vi
TABLolar DİZİNİ	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1.1. Araştırmanın Konusu	2
1.2. Araştırmanın Amacı	4
1.3. Araştırmanın Önemi	4

İKİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Para	5
2.1.1. Para Kavramı	5
2.1.2. Paranın Tarihçesi	6
2.1.3. Paranın Özellikleri ve İşlevleri	9
2.2. Para Arzı	10
2.2.1. Para Arzının Tanımı	11
2.2.2. Para Arzının Önemi	12
2.2.3. İçsel ve Dışsal Para Arzı	13
2.2.4. Para Arzının Belirlenmesi	14
2.2.5. Para Arzı Teorileri	144
2.2.6. Para Arzının Makroekonomik Faktörlerle Olan İlişkisi	17
2.2.6.1. Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişki	17
2.2.6.2. Para Arzı ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki	2020
2.2.6.3. Para Arzı ile Borsa Endeksi Arasındaki İlişki	23
2.2.6.4. Para Arzı ile Cari Açık Arasındaki İlişki	26
2.2.6.5. Para Arzı ile Döviz Kuru/ Döviz Sepeti Arasındaki İlişki	28
2.2.6.6. Para Arzı ile Yatırım Arasındaki İlişki	29
2.3. Faiz	30

2.3.1. Faizin Tanımı	31
2.3.2. Faizin Tarihçesi.....	31
2.3.3. Faiz Oranını Belirleyen Faktörler	34
2.3.3.1. Birincil Faktörler.....	34
2.3.3.2. İkincil Faktörler	37
2.4. Faiz Teorileri ve Para Politikaları	39
2.4.1. Para Politikalarının Amaçları.....	42
2.4.2. Para Politikaları Araçları.....	45
2.4.3. Para Politikaları Stratejileri.....	45
2.5. Kuramlar Açısından Faiz ve Para Politikaları.....	49
2.5.1. Klasik İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları	49
2.5.2. Neo-Klasik İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları	51
2.5.3. Keynesyen İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları	53
2.5.4. Monetarist İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları	55
2.5.5. Yeni Klasikler Açısından Faiz ve Para Politikaları	57
2.5.6. Post Keynesyenler Açısından Faiz ve Para Politikaları	58
2.6. Para Arzı ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki.....	59
2.7. Literatür İncelemesi	5962

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YÖNTEM

3.1. Zaman Serisi Analizi Yöntemi.....	68
3.2. Model, Veri Seti ve Yöntem	747
3.3. Bulgular.....	78
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	86
KAYNAKLAR	88

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BRICS	Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Cumhuriyeti
DOLS	Dinamik En Küçük Kareler
FMOLS	Tamamen Değiştirilmiş En Küçük Kareler
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
VAR	Vektör Otoregresyonu
VB	ve benzeri
YY	Yüzyıl

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1. Para Arzı Üzerinde Merkez Bankası'nın Rolü	11
Tablo 2. Para Arzının Tanımları	11
Tablo 3. Modelde Kullanılan Kısaltmalar ve Anlamları.....	78
Tablo 4. Yıllara Göre Faiz Oranlarının Dağılımı.....	78
Tablo 5. Yıllara Göre Para Arzının Dağılımı.....	80
Tablo 6. Para Arzı ile Faiz Oranları Arasındaki Korelasyon	811
Tablo 7. Gecikme Uzunluğu Sonuçları.....	811
Tablo 8. ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	82
Tablo 9. Sınır Testi Sonuçları	822
Tablo 10. ARDL (2,0,0,1) Modelinin Tahmin Sonuçları	83
Tablo 11. ARDL Modeli Uzun Dönem Tahmin Sonuçları.....	84

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Para Arzının Dışsal Olduğu Durum.....	15
Şekil 2. Arzın İçsel Kaynaklardan Olduğu Durum	15
Şekil 3. Faiz Oranının Para Arzındaki Değişime Etkisi.....	35
Şekil 4. Faiz Oranının Para Talebindeki Değişime Etkisi.....	35
Şekil 5. Reel Ekonomide Arz ve Talep Dengesi.....	40
Şekil 6. Reel Para Arzının Denge Noktası	41
Şekil 7. Fonların Ödünç Verilebildiği Piyasa	41
Şekil 8. Klasik Faiz Kuramı	50
Şekil 9. Ödünç Verilebilir Fonlar Piyasasında, Dengeyi Sağlayan Faiz Oranı.....	52
Şekil 10. ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	54
Şekil 11. Faiz Oranları	79
Şekil 12. Para Arzı	81
Şekil 13. CUSUM ve CUSUMSQ Grafiği.....	84

GİRİŞ

Ekonomik teorilerde, faiz oranları ve para arzı arasındaki ilişki, ekonomik istikrarı sağlamak için kullanılan önemli bir politika aracıdır. Merkez bankaları, faiz oranlarını belirleyerek para arzını kontrol etmeyi amaçlar ve bu müdahaleler, ekonomik büyüme, enflasyon ve istihdam gibi makroekonomik hedeflere ulaşmada kritik rol oynar. Faiz oranları, bankaların rezerv tutma maliyetini belirlediği için, aynı zamanda kredi arzını ve borçlanma eğilimlerini etkileyerek, ekonomik faaliyetlerin genişlemesine veya daralmasına neden olabilir. Bu nedenle, faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkileri, ekonominin genel sağlığını anlamak açısından büyük önem taşır.

Zaman serisi analizi, bu tür makroekonomik ilişkilerin dinamiklerini incelemede güçlü bir yöntem sunar. Zaman serisi verileri, faiz oranları ve para arzı gibi değişkenlerin tarihsel verileri üzerinde yapılan analizlerle, bu iki değişken arasındaki uzun vadeli ilişkiler ve kısa vadeli dalgalanmalar hakkında bilgi sağlar. Özellikle, faiz oranlarındaki değişikliklerin para arzı üzerindeki etkisi, ekonomik şoklara ve merkez bankalarının para politikalarına karşı ekonominin nasıl tepki verdiğini anlamak için önemlidir.

Bu çalışmanın amacı, faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkilerini zaman serisi analiz yöntemleri kullanarak incelemektir. Türkiye örneği üzerinden gerçekleştirilecek analiz ile, faiz oranlarındaki değişimlerin, para arzı üzerindeki uzun vadeli etkileri ortaya konulacaktır. Zaman serisi verilerinin analizine dayalı olarak, faiz politikalarının para arzını nasıl şekillendirdiği ve bu ilişkilerin ekonomik istikrar üzerindeki yansımaları değerlendirilerek, politika yapıcılar için önemli çıkarımlar elde edilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.1. Araştırmanın Konusu

Faiz oranlarının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi ve merkez bankalarının para politikalarının belirleyici rolü, ekonomi biliminin merkezi konularından biridir. Bu konu, ekonomistler ve politika yapıcılar arasında uzun süredir tartışma konusu olmuştur. Faiz oranları, tasarruf ve yatırım kararlarını doğrudan etkilemektedir. Yüksek faiz oranları, tasarrufları teşvik ederken, yatırımları azaltmaktadır ve efektif talebi ve dolayısıyla ekonomik faaliyetleri etkilemektedir. Bu nedenle, literatürde faiz oranlarının bu etkileri üzerine yapılan çalışmalar devam etmektedir.

Merkez bankaları, ekonomik para politikalarını belirlerken faiz oranlarını kullanmaktadırlar. Bu oranlar, ekonomik faaliyetler ve makroekonomik değişkenler açısından kritik bir faktör olarak kabul edilmektedir. Mesela, enflasyonu kontrol etmek veya ekonomik büyümeyi teşvik etmek için merkez bankaları faiz oranlarını ayarlamaktadırlar. Bu durum, merkez bankalarının, ülkenin mevcut ekonomik durumunu ve gelecekteki beklentilerini dikkate alarak en uygun faiz politikasını belirleme zorunluluğunu ortaya koymaktadır. Bu, ekonomik döngüler, işsizlik oranları, enflasyon beklentileri ve diğer birçok faktörü içermektedir. Bu nedenle, merkez bankalarının faiz oranı kararları hem ulusal hem de global ekonomi üzerinde önemli bir etkiye sahip olmaktadır. Bu kararlar ile tüketicilerin, işletmelerin ve hükümetlerin ekonomik davranışları şekillendirilmektedir. Merkez bankalarının faiz oranı politikaları, ekonomik politika yapımının en önemli unsurlarından biri olmaktadır. Enflasyon hedefleri, merkez bankasının genel fiyat seviyesindeki artış oranını kontrol etmeyi amaçladığı belirli bir yüzde oranını ifade etmektedir. Bu hedefler genellikle bir yıl için belirlenerek, bu hedeflere ulaşmayı sağlamak için bir araç olarak kullanılmaktadır. Politika faizi, bankaların merkez bankasından borç alırken ödedikleri faiz oranıdır ve bu oran, ekonomideki toplam para arzını etkileyerek enflasyon üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olmaktadır. Fiyat istikrarı, genel fiyat seviyesinin zaman içinde önemli ölçüde değişmediği bir durumu ifade etmektedir. Tüketicilerin ve işletmelerin gelecekteki fiyatları öngörebilmeleri ve ekonomik karar verme süreçlerini kolaylaştırması açısından fiyat istikrarı oldukça önemli olmaktadır. Ayrıca fiyat istikrarı, ekonomik büyümeyi teşvik ederek, işsizliği azaltmaktadır.

Fiyat istikrarının sağlanamadığı durumlarda, yani enflasyonun kontrol dışına çıktığı durumlarda, bir ekonominin uluslararası piyasalardaki rekabet gücü azalmaktadır. Bu da yerel para biriminin değer kaybetmesine ve ithalat maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Yüksek enflasyon oranları ise genellikle reel ücretlerin düşmesine ve işgücü piyasalarının etkinliğinin azalmasına yol açmaktadır. Durgunluk süreçlerinde, yani ekonomik aktivitenin önemli ölçüde azaldığı dönemlerde, merkez bankaları genellikle para politikalarını gevşetir. Bunu genellikle politika faiz oranlarını düşürerek ve para arzını artırarak gerçekleştirmektedirler. Ancak, bu tür politikaların etkinliği, ekonomideki çeşitli aktarım mekanizmalarına bağlı bulunmaktadır. Eğer bu mekanizmalar etkin değilse, para politikaları beklenen etkiyi yaratamaz ve bu durum özellikle faiz oranları sıfıra yaklaştığında ortaya çıkar. Çünkü böyle bir durumda merkez bankalarının politika faizlerini daha fazla düşürme alanı kalmamıştır. Likidite tuzağı olarak bilinen bu durum genellikle deflasyonist baskıları artırarak, ekonomiyi daha da durgunlaştırarak, enflasyon hedeflerine ulaşmayı zorlaştırmaktadır.

Para politikalarının bağımsız bir şekilde uygulanması, ekonomik istikrarın sağlanması için kritik öneme sahiptir. Bağımsızlık, merkez bankasının politika kararlarını hükümetin doğrudan etkisinden uzak tutarak politika yapımcıların kısa vadeli politik baskılardan uzak durulmasını sağlar ve uzun vadeli ekonomik hedeflere odaklanmayı kolaylaştırır. Hesap verebilirlik ve şeffaflık, merkez bankasının politika kararlarının anlaşılabilirliği ve tahmin edilebilirliği için önemli bir konudur. Piyasa katılımcılarının merkez bankasının eylemlerini daha iyi anlamalarını ve buna göre plan yapmalarını sağlayan hesap verebilirlik aynı zamanda merkez bankasının politika hedeflerine ulaşma konusundaki kararlılığını da gösterir. Beklentilerin yönetilmesi, para politikasının etkinliği için hayati önem taşımaktadır. Merkez bankası, piyasa beklentilerini yönlendirerek enflasyon ve ekonomik büyüme üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olabilmektedir. Beklentilerin karşılanmadığı durumlarda, piyasa güveni sarsılarak, politika hedeflerine ulaşmak daha zor hale gelmektedir. Merkez bankasının faiz oranları, para politikasının bağımsızlığı, hesap verebilirlik ve şeffaflık, beklentilerin yönetilmesi gibi faktörler, para politikasının etkinliği için kritik öneme sahiptir. Bu faktörlerin dikkate alınması, ekonomik istikrarın sağlanmasına yardımcı olur (Mishkin, 2007).

1.2. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmada faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda konu ile ilgili literatür içerisinde yer alan ve daha öncesinde gerçekleştirilmiş olan diğer araştırmalar ve çalışmalar değerlendirilmiştir. Yapılan literatür araştırması sonucunda bu konu ile alakalı bilgi ve başlıklara çalışmada yer verilmiştir.

1.3. Araştırmanın Önemi

Bu araştırma faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkisinin incelenmesi, literatür içerisinde faiz politikaları ile para arzı başlıklarını birlikte ele alan araştırma ve çalışmaların sayısının kısıtlı olması ve gelecekte konu ile alakalı yapılacak olan araştırma ve çalışmalara örneklilik yapması açısından önem arz etmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Para

Para, ekonomik yaşamın temel bir unsuru olup uzun yıllardır tanımlanması en zor iktisadi kavramlardan biri olarak kabul edilmektedir. Para, genellikle insanların mal ve hizmet alımı veya borç ödemeleri için kullandığı bir değer aracıdır (Hubbard ve O'Brien, 2013). Para kesin bir tanıma sahip olmamakla birlikte, genel olarak hizmet ve mal alımı ve satımında kabul gören bir değişim olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik bağlamda, madeni para, dönem dışı mevduatlar ve banknotlar değişim aracı olarak kabul edilmektedir (Dinler, 1996; İlker ve Özer, 2005).

2.1.1. Para Kavramı

Artan dünya nüfusuyla birlikte insanların ihtiyaçları da artmaya başlamış ve para kavramı oldukça karmaşık bir hal almaya başlamıştır. İktisatta önemli bir yeri bulunan para yıllarca değişiklik yaşamıştır. Alışveriş için bir araç olarak kullanılan para, geçmişten günümüze kadar olan süreçte birçok değişiklik geçirmiştir.

Paranın tarihsel kökenleri, mal ve hizmet ticaretinden doğan koşullu bir ticaret sistemi olan takasın eski uygulamasına kadar izlenebilmektedir (Yeşildağ, 2015). Takas uygulamasının temelinde yatan temel prensip, ticarete konu olan ürünlerin göreceli değerinin dikkate alınmasıdır. Takas sistemi bağlamında, bir şeyin değerinin niceliği, onun başka bir maldan belirli bir miktarda tedarik etme kapasitesiyle belirlenir.

Antik çağlarda takas amacıyla çeşitli malzemeler kullanılmaktaydı. Antik Çağda, belirli malzemelerin ticaret aracı olarak kullanılması, özellikle artan nüfus göz önüne alındığında, ürünlerin en uygun koşullar altında depolanmasıyla ilgili zorluklar nedeniyle kafa karışıklığına yol açmaktaydı. Karmaşıklık, nüfus artışı, kentleşme ve mal üretimini artırma zorunluluğunun karşılıklı etkileşimi, çağdaş para kavramının doğuşunu kolaylaştırmıştır. Bugünkü fiyat fikrinin belirlenmesi iki ürünün göreceli miktarlarına dayanmaktadır (Türkbal, 2005).

Günümüz şartlarında para, mal ve hizmet alışverişinde kullanılan evrensel olarak kabul edilmiş bir değişim aracı olarak tanımlanabilir. Temel işlevi, satın alınan mal ve hizmetlere değer atamak ve böylece oluşan borçların ödenmesini kolaylaştırmaktır.

Belirlenmiş fiyat ve değerlere sahip bir değişim aracı olan para, malların ve hizmetlerin ülkeler içinde ve dışında hareketini kolaylaştırarak ticari faaliyetlerin sürdürülmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Para kavramı, parasal işlemler yoluyla elde edilen eşyaların depolanmasını ve transferini kolaylaştırarak, tarihsel normların ötesinde bir kolaylık sunarak faydasını artırmıştır. Para biriminin gelişiminin ilk aşamalarında para birimleri çoğunlukla değerli metallere oluşturmaktaydı. Ancak zaman ilerledikçe bu para biriminin yerini kağıt para almıştır. Bu bağlamda temel belirleyici ise teknolojiye gelişmelerdir.

Kağıt para biriminin ortaya çıkışı, ulusları kendi ulusal para birimlerinin değerlendirilmesi konusunda merkez bankaları aracılığıyla yetki sahibi olmaya yöneltmiştir. Bakır (2021)'a göre, para birimi değerlendirme yetkisini merkez bankalarına devreden ülkeler, kendi halklarında yasal paranın yaygın kabulünü ve kullanımını garanti altına almak için bu kurumlara önemli sorumluluklar yüklemişlerdir.

2.1.2. Paranın Tarihi

İnsanların gereksinimlerindeki büyüme ve ekonomik değişimlerin başlaması, toplum içinde yaşamın en belirgin sebeplerinden ve sonuçlarından biri olarak kabul edilir. Aslında, insanlar başkalarıyla etkileşime geçerek ihtiyaçlarını karşıladığı gibi, yeni gereksinimlere de yönelir. Bu yüzden, bir insanın tüm gereksinimlerini doğrudan kendisinin karşılayamaması, diğer insanlar ve topluluklarla ekonomik bağlantıları kaçınılmazdır (Tiryaki, 2016).

Tarih boyunca, ekonomik ilişkilerin yapısı büyük ölçüde değişmiştir. İlk dönemlerde, bu ilişkiler bugünkü kadar geniş çaplı değildi ve insanlar genellikle kendi ihtiyaçlarını karşılamak için mübadele sistemini kullanıyorlardı. Yani, bir mal veya hizmetin karşılığında başka bir mal veya hizmet verilirdi. Bu takas sistemi ilk bakışta basit gibi görünse de detaylı bir inceleme yapıldığında çeşitli zorluklarla karşılaşmaktadır. Örneğin, bir takas işleminin gerçekleşmesi için, birbirinin malına ihtiyaç duyan iki kişinin buluşması ve ayrıca değişim oranında anlaşmaları gerekmektedir (Fidan vd., 2019).

Ancak, zamanla, takas sisteminin bazı zayıflıkları ortaya çıkmış ve bu sistem, insanların beklentilerini karşılamakta yetersiz kalmıştır. Bu durum, mevcut sistemin yenilenmesi gerektiğini göstermiştir. Sonuç olarak, fayda, fiyat, ihtiyaç ve değer kavramlarını içeren bir fiyat temelli mübadele sistemi oluşturma süreci başlamıştır. Bu

yeni sistemde, bir mal veya hizmetin ihtiyaçtan doğduğu, bu ihtiyacın karşılanmasının sonucunda bir fayda elde edildiği, mal veya hizmetin bir değeri olduğu ve bu değer bir fiyatı olduğu gerçeği kabul edilmiştir. Bu temel prensipler, günümüz ekonomi sistemine de dahil edilmiştir (Gürsoy ve Kartal, 2020).

Para, mal ve hizmetlerin alışverişinde kullanılan bir araçtır ve tarihi, insanlık tarihi kadar uzundur. Para, bir ülkenin egemenliğinin ve özgürlüğünün bir sembolüdür ve Türkçeye Farsça "pare" kelimesinden, yani "küçük parça" anlamından gelmiştir. "Lira" kelimesi ise Latince "libre" kelimesinden, yani "terazi" anlamından türetilmiştir. Paranın evrimi incelendiğinde, fiziksel, biyolojik, dini veya yasal hiçbir yapıya dayanmayan, ancak insanların zamanla ihtiyaçlarına göre şekillendirdiği ve kabul gördüğü bir buluş olduğu görülür (Şenbayram, 2019). Para, mal para, madeni para, itibari para ve kağıt para olmak üzere dört ana kategoriye ayrılır. Ayrıca, para bir değişim aracı, bir değer ölçütü ve bir değer saklama aracı olarak işlev görür (Sürmen, 2014).

Tarih boyunca, "mal para" olarak adlandırılan ve malın mal ile değiştirildiği sistem, değerli madenlerin keşfi ve bu madenlerin değişim aracı olarak kullanılmasıyla önemini yitirmiştir. Lidyalılar, paranın bulunmasından sonra bu durumu değiştirmiştir (Erkuş ve Gümüş, 2019). İlk madeni para, M.Ö. VII. yüzyılda, Batı Anadolu'daki Lydia Kralı Kroisos döneminde basılmıştır (Sürmen, 2014).

İnsan nüfusunun artması ve insanların yaşam alanlarında ihtiyaçlarını karşılayamaması nedeniyle, bireyler ticarete takasın eksikliklerini tamamlayacak ve genel kabul görececek bir araca ihtiyaç duymuşlardır. Bu araçlardan ilki sikke olarak adlandırılmıştır. Sikke, zamanla takasın yerini almış ve ekonomik yaşamın büyümesine katkıda bulunmuştur. Alışveriş sırasında kullanılan ve fiyat ölçütü olarak hizmet veren değerli madenlerden yapılan nesnelere sikke denir (Fidan vd., 2019).

Değerli madenler, özellikle altın ve gümüş, tarih boyunca sikke adı verilen para birimleri olarak kullanılmıştır. Bu madenler, devletler ve bireyler tarafından ticari işlemlerde ödeme aracı olarak kabul edilmiştir. Ancak, yazının icadıyla birlikte, insanlar ticari işlemlerinde yeni bir ödeme biçimini yani kağıt parayı benimsemeye başlamışlardır.

Kâğıt para sistemi, tedavüle sürülen paranın altına dönüştürülme zorunluluğunun olmadığı, merkez bankasının para basma yetkisine sahip olduğu ve altın bağımsızlığına dayanan bir paradır. Bu sistemde, değerli madenler yerine yeni bir ödeme aracı

kullanılır. Bu sistemde paranın karşılığı değerli bir maden değildir. Hükümetler, kendi itibarlarına güvenerek kâğıt paraları piyasaya sürerler (Gülşen, 2009).

Kâğıdın icadı, insanların büyük ticari işlemlerinde üzerinde belirli bir değer yazılı olan senet benzeri kâğıtları kullanmaya başlamalarını sağlamıştır. Bu senetler, kâğıt paranın ilk formunu oluşturmuştur ve yaygın kullanımı Çin’de başlamıştır. Ticaret ve ekonominin gelişmesiyle birlikte, metal paranın korunması, taşınması ve güvenliği konusunda sorunlar artmış ve yeni para sistemine geçiş hızlanmıştır. Doğal madenlerden yapılan sikkelerin yer kaplaması ve ağırlık yaratması nedeniyle, kâğıt para veya diğer adıyla banknot kullanılmaya başlanmıştır (Fidan vd., 2019).

Kâğıt para, ticari işlemlerde temsili ve itibari olarak iki farklı şekilde kullanılmaktadır. Temsili kâğıt para, aslında değersiz bir kâğıt parçasıdır ve değişim değeri, üzerinde belirtilen miktarda temel paraya dönüştürülebilir olmasından kaynaklanır. Kâğıt para, genellikle resmi para birimlerinde veya bankalar tarafından sağlanan para ikamelerinde bulunur. Kâğıt paranın ticari işlemlerde yaygın olarak kullanılmasının nedenleri arasında düşük üretim maliyeti, taşınması kolay olması, üzerine istenilen miktarın yazılabilmesi ve bu nedenlerle kolayca kullanılabilmesi bulunur. İtibari kâğıt para, temsili kâğıt paranın daha ileri bir versiyonudur. Bu tür paralar sadece özünde değersiz değil, aynı zamanda gerçek bir karşılığı da olmayan paralardır. İtibari para, değişim değerini sadece üzerinde yazılı nominal değerden alır. Bu, gerçekte bir karşılığı olmayan, ancak ekonomik aktörlerin parayı çıkararak devlet tarafından saygı göstermeye zorlandığı bir para türüdür. Bugün dünyada dolaşımda olan tüm kâğıt paralar bu türden kâğıt paralardır (Şahin, 2016).

Çek, para kadar önemli bir araçtır ve ticari işlemlerde uzun yıllar boyunca kullanılmış ve hala kullanılmaktadır. Teknoloji sayesinde çekler, ticari işlemlerde kâğıt paranın yerini almıştır. Endüstri devrimi ile büyük miktarda paranın el değiştirmesi gerekliliği, kâğıt para şeklinde çuval dolusu paraların bir yerden bir yere taşınmasını gerektirir. Çekler, paranın daha hızlı dolaşımını sağlar. Çek, kâğıt paranın dolaşımda ortaya çıkardığı sorunları gidererek ticari işlemlerde sıklıkla kullanılan bir araç olmuştur (Usta, 2018). Dünyada hamiline yazılan ilk çek, 1659 yılında Londra’da ödenmiştir.

Teknolojinin ilerlemesi ve ticari işlemlerde paranın daha dijital bir varlık haline getirilme çabaları son yıllarda artmıştır. 21. yüzyılın başlarından itibaren bu alanda yapılan çalışmalar sonucunda para tamamen farklı bir form almıştır. Dijital para olarak

da bilinen bu sistemde, paranın tamamen sanal bir ortamda dolaşan bir araç haline getirilmesi çalışmaları devam etmektedir.

2.1.3. Paranın Özellikleri ve İşlevleri

Para ve para yerine geçen maddelerle ilgili tarihsel ekonomik deneyimler nedeniyle, bir varlığın para olarak sınıflandırılma kriterlerini karşılayabilmesi için bazı temel özelliklere sahip olması hayati önem taşımaktadır. Ticari işlemlerde değişim aracı olarak hizmet verebilmesi için söz konusu para biriminin belirli özelliklere sahip olması gerekmektedir (Ülgen, 2021):

- Homojenlik
- Taşınabilirlik
- Dayanıklılık
- Bölünebilirlik
- Taklit edilemezlik
- Tanınırlık

Günümüzde bir maddenin para olarak sınıflandırılabilmesi için yukarıda belirtilen nitelikleri taşıması hayati önem taşımaktadır. Paranın homojenlik yönü, onun görünüm, tanınma, kabul edilebilirlik ve aktarılabilirlik özelliklerini kapsamakta olup, söz konusu paranın tüm biçimlerde aynı olduğunu göstermektedir. Ayrıca bölünebilirlik, taşınabilirlik ve tanınma özellikleri de büyük önem taşımaktadır. Para biriminin bölünebilirliği, değişen değerlere sahip malların elde edilmesinde pratiklik sunarken, taşınabilirlik kavramı, dijital platformlarla uyumluluğu nedeniyle para biriminin farklı ortamlarda sorunsuz bir şekilde kullanılma kapasitesini kapsamaktadır. Tanınma özelliği, paranın ihraç edilmesinden sorumlu yönetim organının yetkisinden kaynaklanan gücüyle, yaygın olarak paranın temel bir özelliği olarak görülmektedir (Eken ve Kale, 2018). Para, ekonomide belirli görevlere hizmet etmektedir. Koyuncu (2019)'ya göre paranın işlevleri olarak kabul edilen üç temel amaç vardır:

- Mübadele yani değişim aracı olarak kullanılması
- Hesap birimi yani değer ölçüsü olarak kullanılması
- Değer saklamada araç olarak kullanılması

Bahsi geçen üç işlev, gelenekselleşerek kabul görmüştür. Ancak günümüz ekonomisi göz önünde bulundurulduğunda gelişim ve değişimlere bağlı olarak kabul gören farklı işlevleri de bulunmaktadır. Bu işlevler şu şekildedir (Ülgen, 2021):

- Ekonomi faaliyetlerini teşvik edici veya engelleyici olması
- Gelirin yeniden dağıtılmasında aracılık yapması
- Kişilerin güç göstergesi aracı olarak kullanması

2.2. Para Arzı

Para arzı, ekonomideki nakit ve banka mevduatlarının toplamıdır. Bu, banknotlar, madeni paralar, ticari bankalardaki ve diğer yatırım toplamakta olan kurumlardaki mevduatların bir araya getirilmesiyle oluşmaktadır. Daha basit bir ifadeyle, para arzı, piyasada kullanılan veya kullanılabilir nakit varlıkların bütünüdür.

Para arzının farklı tanımları bulunmaktadır: M1, sınırlı bir şekilde paranın dolaşım aracı olarak kabul edilen kısmı temsil ederken; M2, M1'e nazaran daha geniş bir tanım olup paranın ekonomi aracı olarak kabul edilen kısmı içerir. M3 ise en geniş tanımdır ve para ile onu tamamlayan unsurları da içerir.

$$M1 = \text{Banknotlar} + \text{Madeni Para} + \text{Türk lirası Vadesiz Mevduat} + \text{Yabancı Para Vadesiz Mevduat} \quad (1)$$

$$M2 = M1 + \text{Türk Lirası Vadeli Mevduat} + \text{Yabancı Para Vadeli Mevduat} \quad (2)$$

$$M3 = \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları} + \text{İhraç Edilen Menkul Değerler} \quad (3)$$

Merkez bankasının para arzını etkileme gücü bulunmaktadır. Banka, açık piyasa işlemleri, politika faiz oranları ve zorunlu karşılık oranları araçlarını kullanarak para arzını dolaylı veya doğrudan etkileyebilmektedir.

Kısa vadede, para arzındaki artışın para talebi sabit kaldığı varsayımı altında, faiz oranlarında düşüş gözlemlenebilmektedir. Bu düşüş, yatırımlarda bir artışa yol açabilmektedir. Artan yatırımlar sonucunda, hane halkının harcama eğilimi yükselebilmektedir. Hane halkının harcama eğilimindeki yükseliş, firmaların talebi karşılamak üzere daha fazla işgücü ve sermaye malı talebinde bulunmalarına neden olabilmektedir.

Ancak, para arzındaki artışın beklenenden uzun süre devam etmesi durumunda, fiyatlarda yükseliş gözlemlenebilmektedir. Fiyat artışları, enflasyona yol açabilmektedir. Uzun vadede, enflasyonun yükselmesi gayri safi yurtiçi hâsıla artışını

engelleyebilmektedir. Bu durum literatürde "*paranın nötr olmaması*" olarak adlandırılmaktadır.

Tablo 1. Para Arzı Üzerinde Merkez Bankası'nın Rolü

Para arzını artırmak için Merkez Bankaları	Para arzını azaltmak için Merkez Bankaları
Doğrudan alım, geri satım vaadi yoluyla piyasaya para verir.	Doğrudan satım, geri alım vaadi yoluyla piyasadan para alır.
*Politika faiz oranını düşürür.	*Politika faiz oranını artırır.
*Zorunlu karşılık oranlarını düşürür.	*Zorunlu karşılık oranlarını artırır.

Kaynak: TCMB Dergisi, 2013

2.2.1. Para Arzının Tanımı

Para arzı, ekonomide dolaşan banknotlar ve madeni paralar dahil olmak üzere fiziksel para biriminin yanı sıra ticari bankalar gibi mevduat kabul eden kurumlarda bireyler ve işletmeler tarafından tutulan mevduatları da kapsar. Para arzı, esas itibariyle, dolaşımdaki kâğıt paranın ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından satılan belirli türdeki mevduat araçlarının toplam değerini ifade etmektedir. Para arzının hem dar hem de geniş perspektifleri kapsayan çeşitli kapsamlı tanımları formüle edilmiştir. Farklı ülkelerde bu terimlerin tanımlarında farklılıklar olsa da bunların altında yatan temel ilkeler tutarlıdır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kullandığı terminoloji incelendiğinde para arzının üç farklı sınıflandırmasının olduğu ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki tabloda para arzına ilişkin en spesifikten en kapsamlıya doğru artan bir sıralama ile bir dizi tanım sunulmaktadır (Eğilmez, 2018; TCMB, 2013).

Tablo 2. Para Arzının Tanımları

Açıklama	TCMB Para Arzı Tanımları						
	Dolaşıma Verilen Madeni para ve Banknot	TL Vadesiz Mevzuat	Döviz Vadesiz Mevduat	TL Vadeli Mevduat	Döviz Vadeli Mevzuat	İhraç Edilen Menkul Değerler	Repo
M₁							
M₂							
M₃							

Ekonomi alanında para arzı, özellikle daha dar şekliyle, M₁ olarak gösterilir. Para tabanı, halihazırda dolaşımda olan kâğıt para ve madeni para şeklindeki fiziki para

birimlerinin yanı sıra, bankacılık kurumları bünyesinde oluşturulan vadesiz mevduat hesaplarını da içermektedir (Demirci vd., 1998).

Genel anlamda para arzının ölçüsü genellikle M_2 olarak gösterilir. M_1 , belirli bir bağlamda tanımlandığı şekliyle finansal kuruluşlar nezdinde açılan vadeli mevduat hesaplarının daha geniş para arzı içerisine dahil edilmesini kapsamaktadır (TCMB, 2013). En kapsamlı yorumunda para arzının ölçüsü M_3 olarak belirtilmektedir. M_2 , para piyasası fonlarının, ihraç edilen menkul kıymetlerin ve repo anlaşmaları yoluyla elde edilen fonların toplam para arzına dahil edilmesinden oluşmaktadır (TCMB, 2013).

2.2.2. Para Arzının Önemi

Para arzı, ekonomi çalışmalarında sıkça ele alınan bir konu olup, fiyatların genel düzeyini doğrudan etkilediği için büyük önem taşımaktadır (Koti ve Bixho, 2016). Ayrıca, para arzının yatırımların, üretim faaliyetlerinin ve ticari faaliyetlerin sürdürülebilmesi için gereken kaynakların sağlanmasında kritik bir rolü bulunmaktadır (Amarasekara, 2008). Para arzının tüm ekonomik çalışmaların temelinde yer alması nedeniyle toplam talebi belirlemede de büyük öneme sahiptir. Bu anlamda, fiyat istikrarının sağlanabilmesi için para arzı ile reel arz olanakları arasında dinamik bir denge sağlanması ve kontrol altına alınması gerekmektedir (Friedman ve Kuttner, 2010).

Para arzındaki değişiklikler, ekonomik gelişmelerin hem nedeni hem de sonucudur. Para arzının bu sebeple yönetildiği süreçte, öncelikle var olan ekonomik yapının doğru bir şekilde analiz edilmesi ve ardından ekonomik yapıya en uygun politika ve araçların belirlenmesi için parasal gelişmelere destek sağlayan faktörlerin belirlenmesi önemlidir (Woodford, 2000). Para arzı, ekonomik yapıyı anlama konusunda en önemli işaret olarak kabul görmektedir (Bernanke, 2017). Bu özelliğiyle para arzının, faiz ve enflasyon oranları da dâhil olmak üzere temel ekonomik göstergeleri doğrudan etkilemesi nedeniyle uygun politikalarla yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, merkez bankasının faiz oranlarını değiştirmesi ve enflasyonun kontrolü konusundaki politikalar para arzı konusunda önemlidir.

Bu kararlar çerçevesinde, para arzının deflasyonu da doğrudan etkileyen bir faktör olması nedeniyle önemlidir. Çünkü para arzının aşırı arttığı durumlarda faiz oranları düşer ve buna bağlı olarak enflasyon artar. Para arzının arttırılması durumunda

ise faiz oranlarının yükselmesi ve üretimin azalması gibi ekonomik krizlerin kaçınılmaz olduğu düşünülmektedir (Keyder, 2002).

2.2.3. İçsel ve Dışsal Para Arzı

Dışsal ve içsel para arzı arasında bahsi geçen çatallaşma para emisyonunun karşılıkları kapsamında yapılan analize dayanmaktadır. Bu kapsamda para arzının dışsal olduğuna dair savunma yapan iktisatçılar, para arzının para otoritelerinin belirlediğini ve böylelikle para arzının makroekonomik değişkenlere bağımlı olmadan yönlendirildiğini söylemektedirler (Wray, 2007).

Para arzının içsel olduğunu düşünen iktisatçılara göre, para arzının, kamu güçleri tarafından belirlendiği ve para arzının ekonominin para ihtiyacına göre azalıp yükseldiğini vurgulamaktadırlar (Tokucu, 2008). İçsel para arzı bankaların tercih ettikleri ile halkın tercih ettiklerini yansıtan temel parametrelerin faiz oranlarına direkt etkide bulunduğu savunusuna dayanmaktadır. Bu kapsamda içsel para arzı anlayışına göre; faiz oranlarında görülen artışlar, bankaların kredi vermeye dair serbest rezervlerini düşürmeleri sonucunu meydana getirmekte ve serbest rezerv oranının azalması durumu da para arzının artışa geçmesini sağlamaktadır (Moore, 1988).

Karaduman'a (2003) göre, içsel para arzı, faiz oranlarındaki artışın nakit bulundurmanın fırsat maliyetini artırması sonucunda nakit tercihinde azalma olacağını ve buna bağlı olarak para miktarında artışın olacağı anlayışına dayanmaktadır. Bu duruma göre, içsel para arzı, merkez bankasının para arzını kontrol etmediği ve para arzının kredi talebiyle belirlendiği anlamına gelmektedir (Fontana, 2004).

Diğer yandan, dışsal para arzı, Işık ve Kahyaoğlu'na (2009) göre, para arzını belirleyen ana değişkenlerin dışsal olduğunu savunmaktadır ve bu anlayışa göre para arzı faiz oranları gibi değişkenlerden etkilenmemektedir. Buna göre, dışsal para arzı, merkez bankasının para arzını ekonomik yapıya dair gelişmelerden bağımsız bir şekilde belirlediği ve para arzının piyasadaki faiz oranlarından bağımsız bir şekilde meydana geldiği ifade edilmektedir (Paya, 2013).

İçsel ve dışsal para arzı konusundaki çatışmaların temeli, 19. yüzyılda Bankacılık Okulu ve Nakit Okulu arasındaki çekişmelere dayanmaktadır. Ortodoks iktisat okulları, para arzını dışsal bir etmen olarak değerlendirirken, Post-Keynesyen iktisatçılar para arzının içsel bir etmen olarak incelenmesi gerektiğini savunurlar (Keyder ve Ertunga, 2012). Monetarist ve Neoklasik Sentezci Keynesyen yaklaşımlarda

ise, para arzının para otoritelerinin kontrolünde olduğu kabul edilerek, dışsal bir faktör olarak ele alınmaktadır (Togay, 1994).

Modern dönemdeki içsel para arzı anlayışı, 1959'da İngiltere'de toplanan Radcliffe Komitesi tarafından başlatıldığı kabul görmektedir. Radcliffe Komitesi, dönem itibariyle para arzının "*İngiltere Merkez Bankası*" tarafından belirlenmediğini veya İngiltere Merkez Bankası'nın piyasadaki para meblağını kontrol edemediği iddiasıyla içsel para arzı kapsamındaki yaklaşımlarını ileri sürerek Radcliffe Raporunu hazırlamıştır (Schwartz, 1987).

Radcliffe Raporu'nda belirtilen görüşe göre, İngiltere Merkez Bankası'nın uyguladığı sıkı para politikalarının harcamalarda bir azalmaya neden olmayacağı ve harcamaların para arzına endeksli olmadığı, aksine kişilerin gelir düzeyi, borçlanma seviyeleri ve diğer varlıkların satışından elde edecekleri para miktarına göre değişeceği belirlenmiştir. Rapora göre, para arzının harcamalarla ilişkili olmadığı, bunun yerine paranın dolaşım hızına bağlı olduğu vurgulanmıştır. Sıkı para politikalarının sadece paranın dolaşım hızını artırabileceği ve bu durumun paranın dolaşım hızının içsel olarak belirlenmesine katkı sağladığı ifade edilmiştir (Günel, 1999).

2.2.4. Para Arzının Belirlenmesi

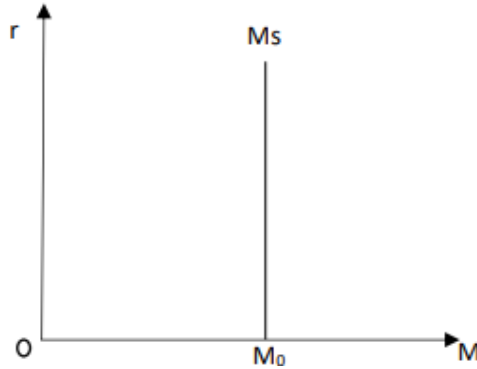
Parasal arzın belirlenmesiyle ilgili çeşitli durumlar bulunmaktadır. Merkez Bankası'nın analitik bilançosunda yer alan parasal büyüklükler arasında Parasal Taban, Emisyon, Rezerv Para ve Merkez Bankası Parası bulunmaktadır. Bu büyüklükler, para arzının belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

2.2.5. Para Arzı Teorileri

Para arzı teorileri, para arzının belirleyicilerini ve kaynaklarını ortaya çıkarmayı amaçlar (Barfuß, 1993). Para arzı teorileri konusunda en çok tartışılan konu, para arzının içsel mi, dışsal mi olduğudur. Bu konuda farklı iktisadi okullardan çeşitli görüşler bulunmaktadır. Neoklasik, Monetarist ve Klasik iktisatçılar, para arzının dışsal olduğunu savunmaktadırlar (Ülgen, 2017).

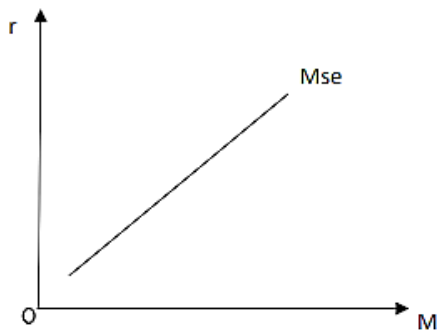
Diğer taraftan, bazı iktisatçılar, para arzının içsel bir niteliğe sahip olduğunu iddia etmektedirler (Parasız, 2009). Para arzının içsel olduğunu ilk olarak tartışanlar

Post Keynesçiler olmuştur (Ülgen, 2017). Eğer merkez bankası piyasadaki gelişmelerden etkilenmeden bağımsız olarak para arzını oranlayabilirse, para arzı dışsal olarak kabul edilir (Paya, 2013). Buna karşılık, para arzı tamamen merkez bankası tarafından kontrol edilmiyorsa, para arzı içsel olarak değerlendirilir (Ülgen, 2017).



Şekil 1. Para Arzının Dışsal Olduğu Durum (Paya, 2013)

Dışsal ve içsel para arzı, grafiksel olarak ifade edilebilir. Şekil 1'de dışsal para arzının grafiği verilmiştir. Yatay ekseninde (M_s) para miktarı ve dikey ekseninde (r) piyasa faizi bulunmaktadır. Dışsal para arzını temsil eden M_s doğrusu, para miktarına göre dik olarak çizilmiştir. Şekil 2'de ise içsel para arzının grafiği bulunmaktadır. Bu grafikte de yine dikey ekseninde (r) faiz oranı ve yatay ekseninde (M) para miktarı bulunmaktadır. Grafikte görüldüğü gibi, içsel para arzında (M_{se}) para arzı, pozitif eğimli olarak çizilmiştir. Pozitif eğimli olması, para arzının piyasa faiz oranlarıyla aynı yönde hareket ettiğini göstermektedir (Paya, 2013).



Şekil 2. Arzın İçsel Kaynaklardan Olduğu Durum (Paya, 2013)

Farklı akım iktisat okulları arasındaki para arzı kontrolü konusundaki tartışmalar, aslında yeni bir durum değildir; çünkü bu tartışmaların kökeni 19. yüzyılda

Bankacılık Okulu ile Nakit Okulu arasındaki tartışmalara dayanmaktadır. Bankacılık Okulu'na göre, paranın kaynağı kredi mekanizmasında yer almaktadır ve kredi talebi olduğu sürece paranın ekonomik sistem içinde içsel olarak üretileceği ifade edilmektedir (Özgür, 2008). İktisadi aktörlerin para talebi tarafından tetiklendiğini savunan Bankacılık Okulu, içsel süreçlerin sonucunda paranın arz edildiğini görüşünü korumaktadır. Ayrıca, bu okulun görüşüne göre, para arzı, para talebine karşı tepkisiz kalmaz ve merkezi bir otorite tarafından mutlak anlamda kontrol edilmesinin mümkün olmadığı yönünde görüşleri bulunmaktadır (Anderegg, 2007; Özgür, 2008).

Bankacılık teorisine göre, özel sektör ihtiyacı olan para miktarını içsel olarak karşılayabilir ve krediyi para olarak ele alırlar. Bu okula göre, bir kredinin verilmesi ve para üretimi fark içermemektedir (Huber, 2018). Bankacılık Okulu, parayı geniş perspektiften ele almakta olup, farklı varlıkları da para arzı içerisinde değerlendirmektedir (Borchert, 2013).

Paranın yalnızca nakit paradan ibaret olduğunu savunan nakit teorisi, paranın sadece merkez bankası ve darphanede üretilebileceğini ve içsel paranın var olmadığını iddia etmektedir (Huber, 1998). Ayrıca, bu teori, kayda bağlı parayı para kategorisinde değerlendirmemekte ve paranın altın olarak değerinin tam olması gerektiğini savunmaktadır (Borchert, 2013). Bu teorinin önde gelen savunucularından biri olan iktisatçı David Ricardo'ya göre, kâğıt paranın değerini koruması için kâğıt para miktarının standart belirlenen maden değerine göre ayarlanması gerekmekte ve altın değeri düşüşe geçtiğinde kâğıt para miktarının arttırılabileceğini öne sürmektedir (Anderegg, 2007).

Günümüzde, Nakit Teorisi'ne benzer farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Örneğin, "*Vollgeld*" yaklaşımı Almanca literatürde yer almaktadır ve bütünüyle kanuni nitelikte olan ödeme araçlarını ifade etmektedir. Bu kavramın Türkçe karşılığı olan "*yasal para*" terimi, kullanılan kâğıt ve madeni paraların tam yasal para kategorisinde değerlendirildiğini belirtmektedir (Huber, 1998). Tam yasal para sistemi, ticari bankaların artık kaydi para üretemeyeceğini ve kaydi paraların yalnızca merkez bankaları tarafından üretilebileceğini belirtmektedir (Joób, 2015). Bu sistemde, merkez bankasının parasının arzı ile toplam para arzının eşit olması gerekmektedir (Huber, 1998). Ayrıca, tam yasal para sisteminde müşterinin vadesiz hesabına yatırdığı paranın tamamının bankada korunduğu, ancak müşteri parasını vadeli hesaba yatırırsa

bankaların vadeli hesaba geçirilen parayı kredi olarak müşterilere sunabileceği ifade edilmektedir (Peukert, 2017).

Banka müşterileri, vadesiz hesaplarına yatırdıkları paraların tamamının bankada saklanmasını beklemektedir. Ancak, aynı müşteriler vadeli hesaplarına para yatırdıklarında, bankalar bu parayı kredi olarak kullanma imkanına sahiptir (Peukert, 2017).

2.2.6. Para Arzının Makroekonomik Faktörlerle Olan İlişkisi

2.2.6.1. Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişki

Para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiye ilişkin farklı bakış açıları sunulmaktadır. İktisatçılar para miktarı ile enflasyon arasındaki korelasyon konusunda farklı bakış açlarına sahiptirler.

Ekonomik istikrarın sağlanmasında önemli rol oynayan enflasyon sorununun çözümü amacıyla Türkiye, farklı zamanlarda farklı para ve maliye politikaları uygulamıştır. Türkiye'de de diğer ülkelerde olduğu gibi para politikası olarak üç farklı çapa uygulaması uygulanmaktadır. Ekonominin çapaları para birimi, döviz kuru ve enflasyondur. Para arzı çapası uygulamasına 1990 yılında başlanmış, döviz kuru çapası ise 1984 istikrar programıyla uygulamaya konulmuştur. Ancak bu önlemler istenilen başarıya ulaşmamıştır. 2000'li yıllarda yeniden döviz kuru çapası uygulamaya çalışılmıştır. Ancak bu girişim başarısızlıkla sonuçlanmış ve yılsonunda krizle sonuçlanmıştır.

Bu çapaların olumsuz sonuçları sonucunda para politikası olarak çapa kullanılmasına karar verilmemiş ve 2001 yılı Mart ayına kadar çapasız kalmıştır. Ancak piyasalarda yarattığı sorunlar nedeniyle uygulamaya geçilmiştir. Daha önce yapılmayan bir para politikası olarak enflasyon çapası uygulamasına 2002 yılında girişimde bulunulmuştur (Çatalbaş, 2007: 197-212).

Para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz etmek için çeşitli metodolojiler mevcuttur. Klasik, Keynesyen, Parasalcı ve Yapısalcı yaklaşımlar bu yaklaşımların ana odak noktasını oluşturmaktadır. Klasik miktar teorisi yöntemine göre enflasyon, para arzını etkileyen dış etkenlerden etkilenir.

J.M. Keynes, 1923'ten 1936'ya kadar ekonomide efektif talep, toplam arz ve istihdam arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Ancak Keynes, 1936'dan sonra bu kavramı terk etmiştir. Keynes, enflasyonun aşırı talep seviyesinden kaynaklandığını

savunmaktadır. Yetersiz üretim, talep fazlalığına yol açmıştır. Keynesyen çerçevede, para arzındaki değişiklikler, faiz oranlarındaki ve yatırım harcamalarındaki ayarlamalardan etkilenen üretimdeki dalgalanmalara bağlıdır.

Keynesyen enflasyonist açık modelinde enflasyon ekonomide tam istihdam düzeyinde başlar. Ekonomi tam istihdam geliri düzeyine ulaştığında, toplam talepteki artış, üretim düzeyi ile mevcut fiyatlardaki talep düzeyi arasında bir farklılık yaratır. Keynes, bu açığın enflasyonist baskıya katkıda bulunduğunu ve genel fiyat seviyesini artırdığını, bunun da öncekinden daha yüksek bir fiyat seviyesinde toplam üretimin toplam talebe eşit olmasına yol açtığını savunmaktadır. Dolayısıyla bu açık, enflasyon açığı olarak adlandırılmaktadır (Demir, 1997: 9).

Keynesyen yaklaşım para arzına çok fazla önem vermese de para arzındaki değişikliklerin sonuçlarının enflasyonu etkileyebileceğini kabul etmektedir.

Keynesyen ekonomiye göre enflasyon analizinde para arzındaki bir artışın her zaman enflasyonla sonuçlanması söz konusu değildir. Para arzındaki artışın yalnızca toplam talebin temel bileşenlerini etkileyerek harcamalarda genişlemeye yol açması ve toplam talepteki bu artışın tam istihdam seviyesinde mevcut toplam üretim veya arzla karşılanamaması durumunda enflasyon, talep etmek. Bunun sonucunda ekonomi tam istihdama ulaşana kadar önemli bir artış meydana gelir. Enflasyon gibi bir durum söz konusu değil. Tam istihdama ulaşılan kadar toplam arzın esnekliği nedeniyle, toplam harcamalardaki herhangi bir artış, toplam arzdaki artışla dengelenecek ve bu da gözle görülür bir fiyat artışına yol açmayacaktır. Para arzındaki artışın milli gelirdeki artışla eşleşmesi durumunda yalnızca hızlı enflasyonun kalıcı olarak yükseleceği yaygın olarak kabul edilmektedir. Ancak enflasyonun temel nedeni para arzındaki artış değildir. Ancak para arzındaki artışların enflasyona katkıda bulunan önemli bir faktör olduğunu unutmamak gerekir. Enflasyon süreci, gelir transferi ile birleştiğinde, yatırım-tasarruf dengesindeki değişiklikler yoluyla enflasyon üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilmektedir (Orhan, 1995: 48-50).

İktisat alanında tanınmış bir isim ve parasalcı yaklaşımın geliştirilmesine önemli katkılarda bulunan Milton Friedman, geleneksel miktar teorisinin çağdaş bir yorumunu sağlamıştır. Friedman, enflasyonun yalnızca para arzındaki artışlardan kaynaklandığına inanmış ve enflasyonu önlemek için bu tür artışların düzenlenmesi gerektiğini savunmuştur. Friedman'a göre para miktarı mal ve hizmet miktarıyla orantılı olarak artarsa fiyatlar sabit kalacak ve genel fiyat düzeyinde bir değişiklik olmayacaktır.

Enflasyon, para miktarının üretilen mal ve hizmet miktarını aştığı zaman ortaya çıkar. Birim mal başına para arzı arttıkça enflasyon da artar. Friedman, parasal yönteminin diğer tekniklerden üstün olduğunu ileri sürmektedir. Friedman, küresel parasal büyümenin üç farklı faktörden kaynaklandığını öne sürmektedir. Bunlar; devlet harcamalarının hızla genişlemesi, tam istihdam politikalarının uygulanması ve merkez bankalarının yanlış yönlendirilmiş eylemleri.

Devletin sorumlulukları çoktur. Devletin ekonomik sektöre önemli ölçüde dahil olması, kamu harcamalarında önemli bir artışa yol açmıştır. Artan harcamaların vergiye tabi tutulması ya da kamudan alınması durumunda para arzının ya da enflasyonun artmasına yol açacak bir durum ortaya çıkmayacaktır. Böyle bir durumun gerçekleşmesi durumunda, hükümetin mevcut fonlarında bir artış olurken, genel halkın harcanabilir gelirinde bir düşüş yaşanacaktır. Hükümetin halktan borç alma ve faiz oranlarını artırma uygulaması nedeniyle, özel girişimlerin maliyeti artıyor ve kredi almak daha zor hale gelmektedir.

Devletin ekonomiye katılımının artması harcamaların artmasına yol açtığından, halktan enflasyonist borçlanma veya daha yüksek vergiler koymak yerine ek kaynak yaratmanın daha uygun olduğu değerlendirilmektedir. Devlet, hazine aracılığıyla tahvil ihraç edip bunları hazine bonosuyla kapatarak veya hazine hesabından para çekerek fonlarını artırabilir.

Tam istihdam politikası, işsizliği azaltmayı amaçlayan bir hükümet önlemidir. Tam istihdam sırasında eski üründen yeni ürüne geçiş, her gün artan sayıda mal üretildiğinde gerçekleşir. Sonuç olarak, iş gücü tekrarlayan görevleri yapmaktan kendini sürekli geliştiren ve yenileyen bir iş gücüne dönüşecektir.

İstihdam olanaklarını artıran fırsatları memnuniyetle karşılarsak da, işsizliğin artmasına yol açan koşulları kabul edemeyiz. Hükümet tam istihdama ulaşmak için enflasyonist önlemlerden yararlanacaktır. Hükümetin enflasyonla ilgili kaygısı iki faktörden kaynaklanmaktadır. Başlangıçta hükümet, istihdamı teşvik etmek ve ardından verileri azaltmak için harcamaları artırma stratejisini kullanmaktadır. Ayrıca merkez bankasının para arzını alternatif yollarla artırma olanağı da bulunmaktadır. Örnek olarak, hükümetin tahvil ve senet alma ve bunu taze üretilen para birimiyle telafi etme olanağı vardır.

Merkez bankalarının uyguladığı hatalı para politikaları parasal genişlemeye neden olmaktadır. Oluşturulan para politikası faiz oranlarının düzenlenmesine

odaklanmaktadır. Bununla birlikte, parasal tutara odaklanmak ve buna bağlı kalmak çok önemlidir.

Monetarist yöntem, az gelişmiş ülkelerde enflasyona karşı önleyici bir tedbir olarak kullanılmaktadır. Ancak birçok ülkede bu sorunun yetersiz olduğunun anlaşılması nedeniyle alternatif stratejiler uygulanmaya başlanmıştır. Parasalcı yönteme karşı bazı iktisatçılar yapısalci yaklaşım olarak bilinen bir perspektifi savundular. Yapısalci yaklaşım Latin Amerikalı iktisatçıların çabalarından doğmuştur. Bu bakış açısı enflasyonun ekonomideki temel bir düzensizlik ve kısıtlamadan kaynaklandığını ileri sürmektedir. Yapısalci yaklaşımın savunucuları, bazı ülkelerin az gelişmişliğinin yapısal bozukluklara bağlanabileceğini ileri sürmektedir. Bu bozukluklar yetersiz tarımsal ürün arzından, yetersiz ekonomik kurumlardan ve uluslararası ticaret dengesinin kontrol edilememesinden kaynaklanmaktadır.

Yaygın inanış, az gelişmiş ülkelerde, özellikle tarım sektöründe ve küresel ticarete herhangi bir kurumsal kontrolden etkilenmeyen pazarlarda ekonomik genişleme üzerindeki kısıtlamaların enflasyona yol açtığı yönündedir. Para ve mali otoriteler enflasyonist güçlerin varlığını kabul etmişler ve işsizlik, tüketim ve yatırımla ilgili sorunları çözmek için para arzını genişletmeyi tercih etmişlerdir. Yeterince gelişmemiş finansal piyasalar ve zayıf özerkliğe sahip bir merkez bankası para arzında genişlemeye yol açabilir. Dolayısıyla yapısalci bakış açısına göre para arzındaki artış yapısal enflasyona bağlanmaktadır (Pinga ve Nelson, 2001: 1271).

Yapısalci ideolojinin savunucuları enflasyon yerine ekonomik kalkınmaya öncelik vermektedir. Bu stratejinin savunucuları için parasal miktar enflasyonun hem katalizörü hem de sonucudur.

Yapısalci bakış açısına göre yoksul ve gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon, ekonomilerinin yapısal özelliklerinin bir sonucudur. Bu stratejinin temeli, parasalcı yaklaşım önerilerinin benimsenmesine rağmen gelişmekte olan ülkelerdeki kalıcı enflasyonun yönetilemeyeceği öngörülerıyla açıklanmaktadır (Işığışık, 1994:118).

2.2.6.2. Para Arzı ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki

Para arzı ile faiz oranı arasındaki ilişkinin bir etkisi doğrudan ve doğrudan iken, diğer etki daha kademeli ve daha az belirgindir. Para miktarı ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi açıklayan üç farklı teknik vardır. Bu yaklaşımlar Klasik, Neo-Klasik ve Keynesyen olarak sınıflandırılmaktadır. Klasik ve Neo-Klasik teoriler, para

miktarındaki değişikliklerin faiz oranları üzerinde uzun vadede bir etkisi olmayacağını, ancak yakın vadede potansiyel olarak faiz oranlarını etkileyeceğini öne sürmüşlerdir. Klasik yaklaşımı benimseyen iktisatçılar, faiz analizlerinde somut unsurlara önem atfetmişlerdir. Faiz oranlarının temel belirleyicisinin reel tasarruf arzı ile sermaye talebi arasındaki etkileşim olduğunu ileri sürmüşlerdir. Klasikçiler, para arzındaki artışın başlangıçta kısa vadeli faiz oranını düşüreceğini savunmuştur. Ancak bu düşüşün geçici olacağını ve faiz oranlarında uzun vadede bir değişiklik olmayacağını da öne sürdüler. Neo-klasik iktisatçıların öne sürdüğü bir faiz teorisi olan ödünç verilebilir fonlar teorisine göre, para arzındaki bir genişleme fon arzında bir artışa yol açarak faiz oranının düşmesine neden olur. Para arzının azalması fon arzının azalmasına bağlı olarak faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır (Üstünel, 1990: 122).

Keynesyen perspektife göre, para arzındaki bir genişleme (likidite fonksiyonunda herhangi bir değişiklik olmadığı varsayılarak) faiz oranında bir düşüşe yol açacak, para arzındaki bir daralma ise faiz oranında bir artışa neden olacaktır. Sonuç olarak para arzı ile parasal üstünlüğü elinde bulunduran özerk Merkez Bankası'nın kontrol ettiği faiz oranları arasında karşılıklı bir ilişki bulunmaktadır (Ertürk, 1996: 414). Para arzındaki artışın faiz oranları üzerindeki etkisi önemlidir. Bu artışın etkileri, özellikle para arzındaki büyümedeki değişim göz ardı edilemez. Çünkü para arzındaki değişimden etkilenen faiz oranlarındaki değişimin de önemli makroekonomik etkileri vardır. Açıklığa kavuşturmak gerekirse, faiz oranlarındaki dalgalanmalar hazine bonolarının muhafaza edilmesiyle ilişkili risk düzeyini artırmaktadır. Artan risk, para talebinin artmasına, bu da faiz oranlarının genel olarak yükselmesine neden olmaktadır (Sarı, 2009: 23).

Dört etki para arzının faiz oranı üzerindeki etkisini açıklamaktadır. Dört etki şunlardır: likidite etkisi, genel fiyat düzeyi etkisi, gelir etkisi ve beklenti etkisi (Fisher etkisi olarak da bilinir).

Likidite Etkisi: Para arzındaki bir artış, başlangıçta tutulan para miktarında bir artışa yol açar. Ancak bu senaryoda fiyatlar henüz yükselmemişken bireylerin sahip olduğu gerçek parasal değer artacaktır. Basitçe söylemek gerekirse, para fazlası olacak ve ekonominin genel akışkanlığı artacak. Para arzının artması tahvil talebinin artmasına ve dolayısıyla tahvil fiyatlarının artmasına neden olur. Bunun sonucunda da faiz oranları düşmektedir. Likidite etkisi olarak adlandırılan olgu faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Keynes'in likidite tercihi teorisi de bu olgudan doğmuştur (Paya,

2001:149). Dolayısıyla parasal dalgalanmaların faiz oranları üzerindeki etkisini ifade eden geçici bir bileşendir. Bu, likidite etkisi kavramını açıklamaktadır.

Fiyatlar Genel Düzeyi Etkisi: Fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etki, para arzının genişlemesi ve bunun sonucunda ekonomide dolaşan gerçek para miktarının artması olarak tanımlanabilir. Fazla fonların harcamalara aktarılması potansiyel olarak genel fiyat düzeyinde bir artışa neden olabilir. Özellikle ekonominin tam istihdama yakın olduğu dönemlerde fiyatların yükseliş eğilimi daha belirgin hale gelecektir. Para arzındaki bir artışın ekonomideki genel fiyat düzeyinde buna karşılık gelen bir artışa yol açması olgusuna fiyatlar genel düzeyi etkisi veya fiyat etkisi adı verilmektedir (Paya, 2001: 149). Para arzındaki bir genişlemenin harcamalarda bir artışa yol açacağı ve bunun da genel fiyat düzeyinde bir artışa yol açacağına inanılmaktadır. Fiyatlar genel düzeyi üzerinde kontrol sahibi olmak zorunludur.

Gelir Etkisi: Reel endekslerdeki yukarı yönlü bir hareket, para arzının amaçlanan seviyenin üzerine çıkmasına neden olacaktır. Bu ihmal edilebilir miktardaki parayı harcayarak bireyler fiili bakiyelerini bir önceki seviyeye indireceklerdir. Parasal genişleme başlangıçta tahvil fiyatlarını artırır ve faiz oranlarını düşürür. Daha sonra tahvil kazançlarını harcamaya dönüştürerek mal ve hizmetlere olan talebi artırır. Ekonomide kullanılmayan potansiyel varsa mal ve hizmet üretimi genişleyerek reel milli gelirin artmasına neden olur. Eldeki olguya genellikle gelir etkisi adı verilmektedir. Gerçek milli gelir arttıkça bireylerin paraya olan ihtiyaçları da aynı şekilde artacaktır. Para ihtiyacı arttıkça, likidite sorunu yaşayan bireylerin tahvil satmaları muhtemeldir, bu da tahvil fiyatlarının düşmesine ve faiz oranlarının artmasına neden olacaktır (Paya, 2001: 149).

Enflasyon beklentileri etkisi olarak da bilinen Fisher Etkisi, ilk olarak Fisher tarafından öne sürülmüştü. Beklenti etkisine göre nominal faiz oranları reel faiz oranı ile beklenen enflasyonun toplamına eşittir.

Fisher denklemi, nominal faiz oranı ile enflasyon arasındaki bağlantıyı gösteren matematiksel bir ifadedir. Bu denklem para miktarındaki değişiklikler ile enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Fisher denklemine göre, paranın büyüme hızı arttığında nominal faiz oranları düşecek, bu da enflasyon ve faiz oranlarında artışa yol açacaktır.

Para arzındaki artıştan kaynaklanan dört bileşenin faiz oranları üzerindeki etkisi, likidite etkisi, genel fiyat düzeyi etkisi, gelir etkisi ve enflasyon beklentileri etkisi

nedeniyle belirsizdir. Likidite etkisi, para arzındaki genişlemenin faiz oranlarında düşüşe yol açacağını göstermektedir. Tersine, geri kalan üç etki para arzındaki artıştan sonra faiz oranlarının artacağını göstermektedir. Genel sonuç, hangi etkinin daha güçlü bir etkiye sahip olduğuna bağlıdır. Likidite etkisi genellikle para arzındaki artışın hemen ardından ortaya çıkar. Ancak gelir ve fiyat düzeyindeki değişimlerin etkilerinin ortaya çıkması belli bir süreyi gerektirmektedir. Parasal büyüme ile bunun gelir ve fiyat seviyeleri üzerindeki etkisi arasındaki zaman farkı nedeniyle. Öngörülen enflasyonun etkisi, parasal genişlemede bir artış olduğunda toplumun enflasyona ilişkin beklentilerini değiştirme hızıyla belirlenmektedir (Aslan, 2009: 417-418).

Para politikaları faiz oranındaki değişimleri etkileyen unsurlardan biridir. Merkez bankaları para politikasını belirli sınırlar dahilinde belirlemekle sorumludur. Merkez bankası, açık piyasa işlemlerine katılımı, reeskont politikaları ve mevduat zorunlu karşılık oranlarının oluşturulması yoluyla para arzını düzenlemektedir. Merkez bankasının para arzını etkilemesinin birincil mekanizması açık piyasa işlemlerine katılmaktır. Para arzındaki dalgalanmalar faiz oranlarına doğrudan etki etmektedir (Dornbusch ve Fischer, 1998: 124).

Bunlar, Hazine Müsteşarlığı tarafından hükümetin bütçe açığının finansmanı amacıyla ihraç edilen kısa vadeli borçlanma araçlarıdır. Hem anaparayı hem de faizi taşırlar. Hazine bonoları para piyasalarındaki faiz oranlarını etkilemede önemli bir rol oynamaktadır. Faiz oranları ve tahvillerin doğrudan bir ilişkisi vardır. Ülkenin faiz oranı arttıkça tahvilin getirisi düşmektedir.

2.2.6.3. Para Arzı ile Borsa Endeksi Arasındaki İlişki

Tasarruf sahiplerinin tasarruflarını borsada değerlendirerek elde edebilecekleri en büyük avantaj, yatırılan hisse senetlerinden elde edilecek maksimum kâra eşdeğerdir (Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Ege, 2009). Hisse senedi getirisi, yatırımcıların bu hisse senedini ellerinde tutmalarından elde edecekleri gelecekteki nakit varlıkların toplam bugünkü değerini ifade eder.

Hiç şüphesiz yatırımcıların seçimlerini etkileyen en önemli faktör hisse senedi getirisidir. Mali piyasaların genişlemesi ve kuralsızlaştırılması, alt piyasaların artan birbirine bağıllığıyla birleştiğinde, hisse senedi getirilerinin ekonomik ve politik faktörlere duyarlılığını artırmıştır. Bu piyasaların istikrarı, büyümesi ve tutarlı yörüngesi, hisse senedi piyasası ile makroekonomik değişkenler arasındaki bağlantıların

ortaya çıkarılmasına, yatırımcıların bilinçli karar vermelerine ve seçimleri üzerinde kontrol sahibi olmalarına olanak sağlanmasına bağlıdır (Demir vd., 1997).

Makroekonomik teoriler para politikası, maliye politikası, geleceğe yönelik beklenen ekonomik göstergeler ve dolayısıyla ekonomik aktivite arasında önemli bir korelasyon olduğunu iddia etmektedir. Makroekonomik politikaların gelecekteki ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olduğu ve gelecekteki ekonomik faaliyetlerin de hisse senedi fiyatlarını etkilediği göz önüne alındığında, makroekonomik politikalar ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı bir ilişkinin öngörülmesi mantıklı olacaktır (Çıtak, 2003).

Parasal şoklar borsayla olan yakın ilişkisinden dolayı borsa üzerinde anında ve doğrudan bir etkiye sahiptir. Parasal şoklar faiz oranlarında dalgalanmalara neden olur ve bu da hisse senedi fiyatlarını ve bireylerin sahip olduğu varlıkları etkiler. Hisse senetlerinin değerlemesi, gelecekteki beklenen temettülerin bugünkü değeri hesaplanarak belirlenir. Para politikası, piyasa oyuncularının kullandığı iskonto oranını ayarlayarak veya gelecekteki ekonomik faaliyette bulunacak piyasa katılımcılarının beklentilerini şekillendirerek menkul kıymet getirilerini önemli ölçüde etkiler. Daraltıcı para politikası iskonto oranının artırılması yoluyla uygulanmakta, bu da ekonomik aktiviteyi azaltarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Genişletici para politikası da olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir (Kanalıcı vd., 2009).

1981 yılında Fama, Jensen ve meslektaşları para arzının hisse senedi getirileri açısından önemini keşfettiler. Para arzındaki küçük artışlar enflasyonda önemli belirsizliklere neden olabilir ve bu da borsa üzerinde olumsuz etkiler yaratabilir. Para arzındaki değişiklikler gibi makroekonomik değişkenler, ekonominin tamamını doğrudan etkiledikleri için finansal piyasaları büyük ölçüde etkiler. Parasal genişleme oranı yüksekse, borç verme için mevcut fazla paranın bir sonucu olarak piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca para arzındaki hızlı büyüme, artan ticari faaliyetler ve ekonomik genişleme nedeniyle hisse senedi değerlerinin yükselmesine de yol açabilmektedir (Dizdarlar ve Derindere, 2008: 114). Para arzı hisse senedi fiyatlarının göstergesi olarak hizmet eder. Faiz oranları düştüğünde sermaye piyasasındaki likidite genişleyecek ve bu da hisse senedi talebinin artmasına neden olacaktır.

Para arzındaki artışlar iç talebi etkili bir şekilde canlandırabilir veya faiz oranlarını düşürebilir. Bunun tersine, para arzındaki değişikliklerin hem enflasyonu hem de döviz kurlarını benzer şekilde etkileyebileceği ileri sürülmektedir. Yaygın kanaat,

faiz oranlarındaki düşüşün para arzındaki genişlemeyle birlikte hisse senedi piyasaları üzerinde olumlu etki yaratacağı yönündedir. Bunun nedeni, faiz oranları düştüğünde piyasadan ucuz fon elde etmenin daha kolay hale gelmesidir (Omağ, 2009: 284).

Merkez Bankası tarafından üretilen fonların borsa üzerinde ikili bir etkisi vardır:

1. Artan para miktarı başlangıçta borsada bir enerji hissi yaratsa da, sonuçta genel fiyat düzeyi üzerindeki etkisi nedeniyle uzun vadede borsa için olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Para arzındaki kontrolsüz bir artış enflasyonun yükselmesine neden olabilir ve bu da borsayı olumsuz etkileyebilir.

2. Parasal genişlemenin döviz piyasasını etkilemesi ve döviz kurunda oynaklığın artmasına yol açması durumunda yabancı yatırımcılar borsadan çekilmeyi tercih edebilir. Yatırımcıların borsadan çıkma tercihleri endeksin sert bir şekilde düşmesine neden olabilir (Öztürk, 2008: 9).

Para arzındaki genişlemeler, enflasyonu tetikleyerek ve döviz kurundaki dalgalanmalar nedeniyle yabancı yatırımcıların piyasadan çekilmesine neden olarak borsa üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir.

Tobin-q, bir hisse senedinin yatırım değeri ile yatırımı yeniden üretme maliyeti arasındaki orandır. Bu kavrama göre, hisse senetleri borsada işlem gördükçe q değeri artmakta, bu da şirketleri ek yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Başlangıçtan bakıldığında para fiyatlarındaki artış hisse senedi fiyatlarında artışa neden olmakta, bu da Tobin-q değerini yükselterek yatırımların artmasına neden olmaktadır.

Para portföyü teorisine göre para arzındaki dalgalanmalar dengede değişikliklere yol açabilmektedir. Bu durum, yatırımcıların yatırım amacıyla ürettiği toplam değerdeki varlıkların fiyatlarını ve hareketlerini etkileme potansiyeline sahiptir. Basit bir ifadeyle, para arzı arttığında, özel sektör finansal varlıklarındaki faizsiz merkez bankası parasının değeri, portföydeki diğer varlıklara göre artma eğilimindedir. Sonuç olarak, finansal gelirlerin bileşiminde bir azalma olacaktır. Ancak yatırımcılar portföylerindeki varlıkları yeniden değerlendirip, nakitlerini başka varlıklara yönlendirebilirler. Özetle para miktarı arttıkça hisse senedine olan talep de buna paralel olarak artmakta ve bu da hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır (Öztürk, 2008: 8).

Hisse senetleri üzerindeki para arzındaki değişimin bir sonucu da somut ekonomik faktörler üzerindeki dolaylı etkidir. Para arzı ile hisse senetleri arasındaki ilişkide olumlu bir değişiklik olduğunda para arzındaki artış faiz oranlarının düşmesine neden olur. Bu da piyasada daha fazla paranın kredi olarak verilmesine olanak tanıyor

ve bu da hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Para arzındaki bir genişleme, firma faaliyetlerinde ve genel ekonomik büyümede buna karşılık gelen bir genişlemeye yol açabilir. Para arzındaki dalgalanmalar kolaylıkla hisse senetlerinde dalgalanmalara neden olabilir.

Aksine para arzı ile hisse senetleri arasında ters bir korelasyon vardır. Para politikasının yerel endişe kaynağı, parasal genişlemenin enflasyon üzerindeki etkisine ilişkin belirsizliktir.

2.2.6.4. Para Arzı ile Cari Açık Arasındaki İlişki

Genellikle uluslararası ödemeler dengesi olarak bilinen ödemeler dengesi, bir ülkenin diğer ülkelerle olan ekonomik ve finansal etkileşimlerini, ürün ve hizmet ticaretinin yanı sıra sermaye hareketi de dahil olmak üzere sunan kapsamlı bir ifadedir. Bilanço, bir ülkenin dış kaynaklardan elde ettiği gelir ile diğer ülkelere yaptığı ödemeler arasındaki dengeyi gösterir. Bir ülkenin ödemeler dengesindeki denge veya dengesizlik, o ülkenin küresel borç ödeme gücünün artması veya bozulması anlamına gelir ve bu nedenle sıklıkla o ülkenin uluslararası alanda ekonomik ve mali durumunun bir göstergesi olarak algılanır (Seyidoğlu, 2000: 42).

Ödemeler dengesindeki bir dengesizliğin, bir ülkenin milli gelir, istihdam, büyüme oranı, enflasyon, döviz kurları ve ücret artışı gibi ekonomik göstergeleri üzerinde önemli etkileri vardır. Sonuç olarak, ülkenin dış ekonomik bağlarının değerlendirilmesi, sorunların hızla ele alınması ve uygun politika düzenlemelerinin yapılabilmesi için ödemeler dengesi bilgilerinin sürekli olarak izlenmesi gerekmektedir (Seyidoğlu, 2001: 68).

Cari hesap, ödemeler dengesinin en önemli kalemidir. Bu hesap, hem ihracat hem de ithalat dahil olmak üzere ülkenin mal ve hizmet ticaretini kapsamaktadır. Ayrıca bu hesap grubu, yurt dışı yatırımlardan elde edilen karlar, yabancı işgücünden elde edilen gelirler, lisans ücretleri, komisyonlar, kiralar, karşılıksız transferler gibi gelir akışlarını da kapsamaktadır (TCMB, 2005: 2).

Ödemeler dengesi içinde yer alan cari işlemler hesabı, dövizin ülkeye giriş ve çıkış hareketlerini gelir ve giderler yoluyla takip etmektedir. Bir ülkeye giren döviz miktarının, çıkan döviz miktarından daha fazla olması durumunda cari işlemler fazlası ortaya çıkar. Bunun aksine, bir ülkeden döviz yoluyla çıkan para miktarının gelen miktardan fazla olması cari açık olarak adlandırılmaktadır. Cari denge terimi, döviz

giriş ve çıkış değerlerinin eşit olduğu durumu ifade etmektedir. Cari işlemler dengesi dış ilişkiler bağlamında büyük önem taşımaktadır.

Cari hesap üç ayrı bölüme ayrılmıştır:

Mal ticareti hem maddi ticareti yapılan kalemleri hem de parasal olmayan malları kapsar. Hizmetler hesabı olarak bilinen temel hesap, doğrudan ihracat ve ithalatla ilgili gider ve gelirleri içerir. İçerikler arasında ulaşım, turizm gelir ve giderleri, iletişim ve sigorta hizmetleri, finansal hizmetler ve kişisel hizmetler yer almaktadır.

Giderler, çalışanların ücretlerini, doğrudan yatırımlardan elde edilen gelirleri, portföy yatırımlarını, diğer yatırımları ve ödenen meblağları kapsar. Bu kalem, hisse senedi gelirlerinden, temettülerden, varlıkların satışından elde edilen karlardan ve aynı şirket içinde yapılan doğrudan yatırımlarla ilişkili diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve maliyetleri kapsar. Bir portföydeki hisse senetlerinden elde edilen gelir, tahviller ve diğer benzer finansal araçlarla ilişkili hem geliri hem de maliyetleri kapsar. Diğer borçlanmalara ilişkin gelir ve giderler alternatif yatırımlarda belgelenmektedir (Başbolat, 2010).

Karşılıksız transfer hesabı, kaynak transferinin ekonomiye giren mallar, hizmetler veya parayla karşılıklanmadığı durumu ifade eder.

Cari işlemler dengesi hem iç hem de uluslararası ilişkiler açısından büyük önem taşımaktadır. Cari işlemler dengesi yetersiz yurt içi tasarruflardan kaynaklanmaktadır. Yurtiçi tasarruf açığı büyüdükçe cari açık artacaktır. Sonuç olarak cari işlemler hesabında para, mali konular ve döviz kuru dengesi de bozulacaktır.

Mundell-Fleming modeli, para politikasının hem iç hem de dış denge üzerindeki etkisinin döviz kuru rejimlerine ve sermaye hareketliliği yapısına bağlı olduğunu belirtmektedir. Genişletici bir para politikası, faiz oranını düşürerek ve yurt içi yatırımı teşvik ederek milli geliri artırır. Milli servetin artması yabancı mal ve hizmetlere olan talebin artmasına neden olur. Dolayısıyla cari dengeden kaynaklanan olaylar nedeniyle döviz talebi artmaktadır. Bu olgu, serbest dalgalı döviz kuru sisteminde döviz kurunun değerlenmesine veya ulusal paranın devalüasyonuna yol açmaktadır (Mundell, 1963:475-485).

Bir ülkenin para biriminin değer kaybetmesi, ihracatı teşvik edip ithalatı sınırlayarak milli geliri artırır. Ancak para arzındaki artış, faiz oranlarını düşürerek yabancı sermaye girişini azaltmakta ve cari dengeyi bozma potansiyeli taşımaktadır.

Yabancı sermaye ile faiz oranları arasındaki bağlantıdaki dalgalanmalar ulusal para biriminin değerini doğrudan etkilemektedir.

2.2.6.5. Para Arzı ile Döviz Kuru/ Döviz Sepeti Arasındaki İlişki

Döviz kuru, yabancı para biriminin yerli para birimine göre göreceli değerini temsil eder. Bu kavramın alternatif bir yorumu, yerel para biriminin yabancı para birimine göre döviz kuru olarak tanımlanabilir. Bu açıklamaya ek olarak döviz alım-satım işlemlerinin hemen ya da daha sonraki bir dönemde gerçekleşebileceğini de unutmamak gerekir. Döviz kurunun alternatif bir yorumu, yerli para birimine dönüştürülebilir tek bir birim yabancı paranın miktarıdır. Genellikle parite olarak bilinen döviz kuru, bir ülkenin para biriminin değeri ile yabancı para biriminin değeri arasındaki sayısal eşitliktir.

Döviz kurunun değer kazanması yerli paranın değerinin düşmesine neden olur. Döviz kurunun yabancı parayla daha fazla milli para satın alınmasını desteklediği görülmektedir. Bu senaryoda, bir ülkenin ulusal para biriminin değeri düştüğünde, ülkenin ihracatı yurt dışındaki alıcılar için daha uygun fiyatlı hale gelebilir, ancak ithal malların maliyeti yerli üreticiler için daha pahalı hale gelmektedir. Tersine, döviz kurundaki bir düşüş, ulusal para biriminin değerinde bir artışa neden olmaktadır. Bu koşullar altında ülkenin para birimi değer kazanacak ve bu da yabancıların ülkeden ürün alırken daha yüksek maliyetlere maruz kalmasına neden olacaktır. Tam tersine, ülkede ikamet eden yabancılar yerli malları daha düşük fiyata satın alabileceklerdir (Krugman ve Obstfeld, 1997: 333).

Döviz kuru iki yöntemle ölçülür. "Nominal faiz oranı" ve "reel faiz oranı" terimleri finansdaki farklı kavramları ifade eder. Nominal faiz oranı sıklıkla günlük ticarete bir araç olarak kullanılır. Nominal faiz oranı, yabancı para birimi ile yerel para birimi arasındaki döviz kurunu veya bunun tersini ifade eder. Sermaye akımlarının değerlendirilmesinde döviz kuru çok önemlidir. Reel faiz oranı ekonominin durumuna ilişkin doğru tahminlerin yapılmasını kolaylaştırır.

Reel döviz kuru, yurt içinde üretilen mallara göre yabancı ülkelerde üretilen ürünlerin fiyatını ölçen ekonomik bir istatistiktir. Genellikle uluslararası rekabet gücünü izlemek için kullanılır. Ayrıca reel döviz kuru, iç ve dış piyasada üretim ve tüketim kararlarının emtialara tahsisini etkileyerek cari işlemlerde önemli bir rol oynamaktadır (İnandım, 2005: 29).

Döviz kurları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki her türlü değişime tabidir ve uluslararası makroekonomi alanında yaygın olarak tanınan ve karmaşık bir konudur. Messe ve Rogoff (1983), döviz kuru ile makroekonomik değişkenler arasında zayıf bir korelasyonun bulunduğunu ileri sürmektedir. Messe ve Rogoff'un 1983 yılında yaptığı araştırmaya göre döviz kurları, faiz oranları, üretim düzeyi ve para arzı gibi makroekonomik değişkenlerden büyük ölçüde etkilenmektedir. Standart döviz kuru modelleriyle yapılan tahminlerin rastgele yürüyüş modeliyle yapılan tahminlerden daha doğru olmadığı ileri sürülmüştür (Lewis ve Markiewicz, 2009: 1).

Bazı bakış açıları aynı zamanda döviz kurunun temel makroekonomik faktörlerden ayrılmasını da eleştirel bir biçimde analiz etmektedir. Engel'in analizi, Obstfeld ve Rogoff'un "6 ana bulmaca" çalışmasında da gözlemlendiği gibi, döviz dalgalanmaları ile döviz kuru farklılıkları arasında doğrudan bir korelasyon olmadığını öne sürmektedir. Döviz kuru sapması açmaz, döviz kurunun temel ekonomik faktörlerden etkilenmediği durumu ifade eder. Obstfeld ve Rogoff'a göre döviz kurları önemli dalgalanmalarla karşılaştığında gözlemlenmeyen şoklardan daha fazla etkilenecektir. Engel'e göre döviz kurlarındaki değişiklikler, para arzında gözlenen şoklardan veya temel makroekonomik nedenlerden önemli ölçüde etkilenmektedir. Engel, döviz kurundaki önemli değişikliklerin döviz kuru ile makroekonomik parametreler arasında zayıf bir korelasyona yol açtığı fikrini destekleyecek kesin bir kanıtın olmadığını ileri sürmektedir (Engel, 2000: 1-3).

2.2.6.6. Para Arzı ile Yatırım Arasındaki İlişki

Yatırım, bir ekonomideki sermaye stokuna yapılan net ilaveleri ifade etmek için kullanılan terimdir. Sermaye harcamaları genel harcamaların önemli ve sürekli değişen bir parçasıdır. Yatırımın dinamik doğası, mal ve hizmet üretme yeteneği üzerindeki etkisiyle bağlantılıdır. Üretim kapasitesinin genişletilmesiyle yatırımlar yapılmakta, bunun sonucunda ekonomik büyüme ve istihdam artışı sağlanmaktadır.

Yatırımlar üç ayrı gruba ayrılabilir: sabit sermaye, konut ve hisse senedi yatırımları. Sabit sermaye yatırımları, fabrikalar, makineler ve üretim sürecinde kullanılan diğer uzun ömürlü kalemler gibi fiziksel varlıkları kapsar. Konut yatırımları, özellikle yeni konut binalarının inşası amacıyla yapılan finansman harcamalarını ifade etmektedir. Stok yatırımları, işletmelerin piyasada satmak yerine kendi bünyesinde

tuttukları tamamlanmış mallar, kısmen tamamlanmış mallar ve hammaddelerin stoklarındaki dalgalanmaları kapsamaktadır (Yıldırım ve Özer, 2014:6).

Sermaye stokuna yapılan net eklemeler, tam olarak gerçek yatırımın gerçek tutarı olarak tanımlanır. Bununla birlikte, halk dilinde hisse senedi, tahvil, hazine bonusu, mevduat sertifikası gibi gelir getirici finansal araçların sermaye piyasasından edinilmesi işlemine genel olarak yatırım adı verilmektedir. Bununla birlikte, bu yatırımlar çoğunlukla mali niteliktedir ve önemli bir makroekonomik öneme sahip değildir. Menkul kıymetlerin satın alınması kişi veya firma için finansal bir yatırımı temsil ederken, bu varlıkları satan kişiler için zararlı bir yatırım teşkil etmektedir. Ekonominin bütünü açısından değerlendirildiğinde sonuç nötr olacaktır (Yıldırım ve Özer, 2014:6).

Para arzındaki dalgalanmalar faiz kanalı yoluyla yatırımları etkileyebilmektedir. Açıklığa kavuşturmak gerekirse, eğer nominal para arzı değişmeden kalırsa, reel para arzındaki bir artış (para talebinin sabit kaldığı varsayılarak) faiz oranının düşmesine neden olacaktır. Faiz oranlarındaki bu düşüş yatırımları teşvik edecek ve gelirin artmasına yol açacaktır (Ekinci, 2003: 5).

2.3. Faiz

İktisat teorisine göre, para arzı faiz oranlarını etkilemektedir. Para arzı artarken, milli geliri yükseltir ve bu durum aynı zamanda faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Artan faiz oranları, insanların para talebini artırmaktadır. Ayrıca, para arzındaki artış, milli gelirin yükselmesiyle birlikte lüks tüketimi teşvik ederek faiz oranlarının düşmesine neden olabilir. Tersine, para arzının azalması faiz oranlarının düşmesine yol açarak yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olabilir.

Merkez bankalarının faiz oranlarındaki değişiklikleri; varlık fiyatları, döviz kurları, krediler piyasa faizleri ve beklentileri etkilemektedir. Döviz kuru ithalatı etkilerken, diğer faktörler ise yurt içi ve yurt dışı talebi etkilemektedir. Bu durum, toplam talebi etkileyerek enflasyonu belirlemektedir. Düşük enflasyon beklentisi, uzun vadede düşük faizler anlamına gelmektedir. Merkez bankaları, para politikası araçlarıyla para arzını ve kısa vadeli faizleri kontrol altına almayı hedeflemektedirler. Para arzı ve kısa vadeli faizler, kur, talep ve enflasyon beklentileri gibi birçok alanı etkilediğinden, fiyatlar üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır (Keyder ve Ertunga, 2012).

Para arzı ile faiz oranı ilişkisini açıklayan üç temel yaklaşım bulunmaktadır: Neo-Klasik, Keynesyen ve Klasik. Klasik görüşe göre, faizi değiştiren asıl etken sermaye talebidir. Para arzındaki artış başlangıçta faizi azaltır ancak uzun vadede bu etkinin ortadan kalkacağı savunulmaktadır. Neo-klasikler, fonlar açısından bakarak para arzının artmasıyla fon arzının da arttığını ve bu durumun faiz oranını azalttığını savunmaktadır. Klasik ve Neo-Klasik yaklaşımlar, para arzının faizi kısa dönemde etkilediğini ancak uzun dönemde etkisinin olmadığını savunmaktadır. Keynesyen yaklaşıma göre ise, para arzındaki artış faizi azaltırken, arzın azalması da faizi arttırmaktadır (Ertürk, 1996).

2.3.1. Faizin Tanımı

Sermaye piyasalarında, sermaye temin ve kullanımı arasındaki maliyet, aynı zamanda tasarruf edenler için bir getiri şeklinde tanımlanabilir. Diğer bir deyişle, fon talep eden kişinin kullandığı sermayenin maliyeti, fon sağlayan kişi için ise sermayenin getirisi olarak da ifade edilebilir. Sermaye hareketleri ve bu hareketlerin maliyetleri, piyasa katılımcıları için önemli birer faktör olmaktadır (Faiz, 2023).

2.3.2. Faizin Tarihçesi

Antik dönemde, çiftçilerin ürettikleri ürünlere hükümdarların ya da eşkıyaların el koyması sonucu zor durumda kaldıkları ve bu durumu önlemek amacıyla ürünlerini tapınaklara emanet etmeye başladıkları tarihsel kayıtlarda bulunmaktadır. Bu dönem öncesinde, tek tanrılı dinlerin etkisiyle, çiftçilerin ürünlerini tapınaklara emanet etmeleri, tapınakların ekonomik ve sosyal yaşamda önemli bir rol oynamasına neden olmuştur. Tapınaklara teslim edilen ürünlerin güvencesi, kutsal bir yere zorla girilemeyeceği düşünülmesi ve tapınak görevlilerinin malları kayda geçirme yetenekleriyle sağlanmaktaydı. Tapınaklarda yer sıkıntısı ve talebin artması sonucunda, tapınak görevlileri emanet olarak aldıkları mallar için bir ücret talep etmeye başlamışlardır. Emanet olarak alınan ve saklanan ürünler, yer sıkıntısını çözmek ve ihtiyaç sahiplerinin ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla belirli bir süre için geri ödeme şartıyla ödünç verilmiştir. Bu işlemler ilk başta güvene dayalı ve ücretsiz olarak yapılmışken, daha sonra tapınakların masraflarına yardımcı olmak için belirli bir ücret alınması kararlaştırılmıştır (Eğilmez, 2019).

Faiz, tarihsel bir finansal araç olup, son iki yüz yıl içerisinde teorik olarak incelenmiştir. Örneğin, M.Ö. 3000 yıllarında Sümerler, faizli kredi sistemini bir borç aracı olarak kullanmışlardır. Değerin bir değişim aracı olarak kabul edilmesinden önce bile, faiz ve kredi olgusunun var olduğu düşünülmektedir (Homer 1976).

Faizin geniş çapta kullanılmasına rağmen, tarihsel topluluklar genellikle faiz ve kredi türlerini yasaklamış ve otoriteler sıklıkla en yüksek faiz oranını belirlemiştir. Faiz üzerindeki bu kısıtlamalar genellikle dini temellere dayanırken, çok nadiren dini olmayan temellere dayanmıştır.

Faiz işlemlerinin açıkça düzenlenmesi, tek Tanrılı dinler olan Hristiyanlık, İslam ve Yahudilikten önce, Mezopotamya'daki eski uygarlıklarda, antik Hammurabi kanunlarında, eski Yunan'da Solon'un reformlarında ve Roma Hukuku'ndaki On İki Tablo'da görülmüştür. Bu eski medeniyetler genellikle faizi tamamen yasaklamak yerine, maksimum faiz oranı şeklinde temel düzenlemeler getirmiştir (Homer, 1976).

Orta çağ Avrupa'sında, kilise ve faiz konusunda farklı düşünen gruplar arasında yoğun bir tartışma yaşanmıştır. Bu tartışmalar, Rönesans ve Avrupa'daki Hristiyan reformlarına kadar sürmüştür. Özellikle 16. yüzyılda gerçekleşen Reform, kilisenin faizle ilgili doktrinini derinden sarsmıştır. Bu reforma öncülük eden Zwingli, Calvin ve Martin Luther kilise doktrinini sert bir şekilde eleştirmişlerdir. Luther, faizin insanlık felaketine yol açabileceğini kabul etmesine rağmen, kilisenin ruhani aracılığına karşı çıkmış ve yazılarında faize dolaylı bir şekilde izin verilmesini ima etmiştir. Calvin ise, borç verilen fonun içerdiği riskle orantılı olarak faiz ve aşırı faiz arasında bir ayırım yapmış ve bu durum aşırı faiz yasalarını büyük ölçüde etkilemiştir (Taylor ve Evan 1987). Bu reformlar sonucunda, Avrupa'daki kilisenin faiz karşıtı doktrinini pratikte anlamını yitirmiştir (Homer 1976). Ancak, 19. yüzyıla kadar faizin varlığı ve faiz oranlarını belirleyen faktörler sistematik bir şekilde incelenmemiştir. Buna rağmen, günümüze kadar faiz oranı, genel anlamda herhangi bir fiyat gibi serbest bırakılmamış, aksine sıkı bir şekilde kontrol edilmiş ve hatta çeşitli faiz kanunları ve diğer düzenleyici araçlarla otoritelerin denetimi altında tutulmuştur. Faiz oranları genellikle, istisnalar dışında, oligopolistik bir banka sistemi ve tüccar yapısı altında tek elden belirlenmiş ve serbest hareketine izin verilmemiştir. Bu bağlamda, faiz oranlarının serbest bırakılması ve düzenlemelerin kaldırılması olgusunun son 20 yıl içinde gerçekleşen yeni bir gelişme olduğunu söylemek mümkündür (Coult 1990).

İbadethanelerde, korunan malların belirli bir süre için ödünç verilmesi ve sonrasında geri alınması işlemi, başlangıçta herhangi bir ücret talep edilmeden yapılmaktaydı. Ancak, zamanla tapınakların masraflarına destek olmak amacıyla, bu işlemler için belirli bir ücret talep edilmeye başlanmıştır. Tapınak yetkilileri, ödünç verilen malların belirlenen süresi dolduğunda, ödünç verilen malın yanında belirlenen ek bir miktar malın da geri alınmasını sağlamışlardır (Eğilmez, 2019).

Faiz karşılığında verilen borçların iyi bir getiri sağladığının fark edilmesiyle, tapınakların dışında da bazı bireylerin bu işlemi gerçekleştirmeye başladığı görülmüştür. Rekabet ortamında, tapınaklardan daha düşük faizle borç veren kişilerin sayısı artmış ve faiz getirisinin kötüye kullanılması sonucunda din adamları, bu durumun olumsuz olduğunu belirtmiş ve hükümdarların bu durumu yasaklamasını talep etmişlerdir. Hükümdarların baskısı sonucunda, düşük faizle borç veren kişilerin faiz oranları yeniden yükselmiştir.

Tarih boyunca faizle ilgili ilk düzenlemeler Mezopotamya'da bulunan Hammurabi Kanunlarında rast gelmektedir. Hammurabi Kanunları yaklaşık olarak yüz elli madde içerir ve faiz oranlarına ilişkin sınırlamalar da içerir. Geri ödeme için alınan ödünç mallar için buğday ve para olmak üzere farklı faiz oranları belirlenmiştir (Eğilmez, 2019).

Faiz oranları, borç verenler ve borç alanlar arasındaki etkileşimleri belirler ve gelecekteki fiyat seviyelerini şekillendirir. İç ve dış piyasalardaki faiz oranları, bir ülkenin ekonomik performansını belirleyen kritik faktörlerdir. Para politikaları ile ayarlanan faiz oranları, dış ticaret dengesi, ekonomik büyüme, istihdam, enflasyon ve bütçe dengesi gibi makroekonomik değişkenleri olumlu veya olumsuz yönde etkiler. Faiz oranlarının ideal seviyenin çok üzerinde veya altında olması, ekonomik performansın düşük olduğunu gösterir. Faiz farklarının yükselmesi, yabancı yatırımcılar için ilk aşamada olumlu bir etki yaratırken, yatırım yapılan ülkeye döviz girişi sağlar ve ithalata dayalı tüketim ve yatırım harcamalarını artırır, tasarrufu azaltır. Ancak, bu durum ithalattaki artış nedeniyle cari dengeyi bozar, ülke büyük ölçüde cari işlemler açığı ile karşılaşır ve finansal krizlere yol açabilir. Ayrıca, faiz oranlarının çok düşük veya negatif olması da ülke ekonomilerinde sorunlara yol açar. Bazı Avrupa Birliği ülkeleri ve Japonya'da görüldüğü gibi, faiz oranlarının oldukça düşük veya negatif olduğu dönemlerde, ekonomiler ön görülen büyüme hızına ulaşamaz. Bu nedenle, faiz farklarının ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre yüksek olması, ekonomik açıdan büyük

önem taşır. Piyasalar, merkez bankalarının belirlediği faiz oranlarına göre karar verir ve pozisyonlarını bu doğrultuda ayarlar. Sonuç olarak, faiz oranları ekonominin performansını belirleyen oldukça önemli politika aracı olmaktadır (Smith, 2010; Johnson, 2015).

2.3.3. Faiz Oranını Belirleyen Faktörler

Ekonomik faiz oranlarına etki eden makro faktörler, ana ve yardımcı olmak üzere iki kategoriye ayrılır. Ana faktörler arasında para talebi, enflasyon ve para arzı bulunurken, yardımcı faktörler uluslararası sermaye hareketleri, döviz kurları ve kamu borçlanmasını içerir. Bu faktörlerin etkisi, ülkenin ekonomik durumuna bağlı olarak değişebilir (Masatçı ve Darıcı, 2006).

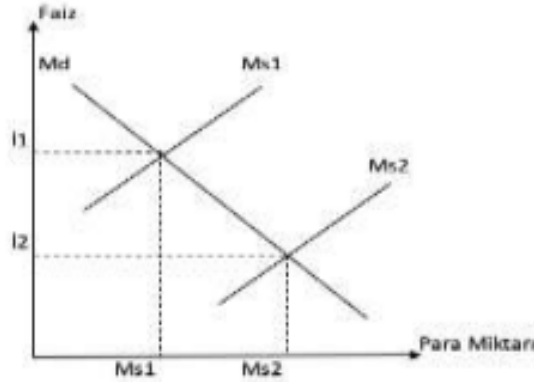
2.3.3.1. Birincil Faktörler

Para talebi, enflasyon ve para arzı oranlarındaki değişiklikler, faiz oranlarını belirleyen ana unsurlardır. Ekonomik teorilere göre, para arzındaki bir artış genellikle faiz oranlarını düşürürken, bir azalma faiz oranlarını yükseltmektedir. Benzer şekilde, para talebindeki bir artış faiz oranlarını yükseltirken, bir azalma faiz oranlarını düşürür. Enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişki, kısa ya da uzun olan dönemlerde farklılıklar göstermektedir. Kısa vade faizler genellikle merkez bankaları aracılığıyla, enflasyon oranları dikkate alınarak politika aracı olarak kullanılır (Bolatoğlu, 2006).

Günümüzde uygulanan para politikalarının sonuçları, ülkelerin ekonomik yapılarına bağlı olarak değişir. Örneğin, Amerika'da para arzındaki bir artış, faiz oranları ve ekonomik büyüme üzerinde belirgin bir etki yapmamaktadır. Bu durum, milletin harcama alışkanlıkları ve tasarruf eğilimleri nedeniyle oluşmaktadır. Amerika'nın ekonomik durgunluk durumu, halkın paralarını reel ekonomiye yatırmamasına ve bu durumun faiz oranları ve ekonomik büyümenin etkilenmemesine yol açar. Ancak, kalkınmakta olan ülkelerde durum farklıdır; para arzındaki bir artış, bir süreliğine faiz oranlarını düşürür, ancak daha sonra enflasyonun artması faiz oranlarının tekrar yükselmesine neden olur (Sever ve İğdeli, 2016). Bu nedenle, faiz oranları üzerindeki değişikliklerin en önemli belirleyicilerinden biri para arzındaki değişiklikler olmaktadır.

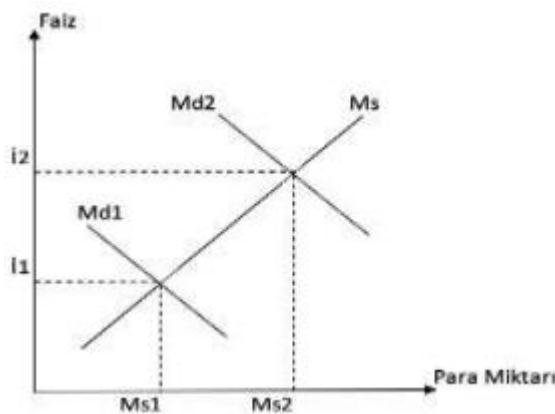
Şekil 3'te, Md olarak adlandırılan para talebi eğrisi ile Ms1 olarak adlandırılan para arzı eğrisinin kesişme noktasında, il faiz oranı ile para piyasası dengelenmektedir.

Ancak, para arzındaki bir artış, M_s1 eğrisinin sağa doğru kaymasına ve M_s2 konumuna gelmesine neden olur. Bu durum ise bankaların kaynak tutma maliyetinin artması, faiz oranının $i1$ seviyelerinden $i2$ seviyelerine düşmesine yol açar. Öte yandan, para arzının azaltılması, rezerv tutma maliyetlerinin düşmesi ve sonuç olarak faiz oranlarının yükselmesi ile sonuçlanır (Snowdon ve Vane, 2012).



Şekil 3. Faiz Oranının Para Arzındaki Değişime Etkisi (Snowdon ve Vane, 2012)

Gelir ve fiyat seviyeleri, para talebini belirleyen ana etmenlerdir. Ekonomik birimlerin kazançları yükseldiğinde, daha fazla harcama yapmaları ve bu durumun para talebini artırması beklenir. Bu artış, faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Benzer şekilde, fiyat seviyesindeki yükseliş, mevcut paranın reel değerini düşürür ve bu durum bireylerin daha fazla para talep etmelerine ve sonuç olarak faiz oranlarının artmasına neden olur. Şekil 4'te görüldüğü gibi, başlangıçta Para Arzı ve Para Talebi eğrilerinin kesişme noktasında $i1$ faiz oranında bir denge oluşur. Ancak, para talebindeki bir artış, M_d1 eğrisinin sağa doğru kaymasına ve M_d2 durumuna gelmesine neden olur. Bu durum, para tutmanın maliyetinin artmasıyla birlikte faiz oranının $i1$ seviyelerinden $i2$ seviyelerine çıkmasına yol açar (Snowdon ve Vane, 2012).



Şekil 4. Faiz Oranının Para Talebindeki Değişime Etkisi (Snowdon ve Vane, 2012)

Enflasyon ve faiz oranlarının arasında bulunan ilişki ve para politikalarının faiz oranları üzerindeki etkileri, ekonomi literatüründe sürekli tartışılan ve önemli bir konudur. Genişletici veya daraltıcı para politikalarının uygulanması sonucunda beklenen enflasyon oranlarının faiz oranları üzerindeki olumlu veya olumsuz etkileri belirleyici bir rol oynamaktadır. Beklenen enflasyon oranları, faiz oranlarının belirlenmesi açısından büyük önem taşımaktadır ve enflasyon ile faiz arasındaki ilişkinin anlaşılmasını daha da önemli hale getirmektedir.

Yüksek enflasyon, özellikle az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler için büyük endişe kaynağıdır. Beklenenden daha yüksek bir enflasyon oranı, istihdam, ödeme sistemleri, ekonomik büyüme ve verimlilik gibi kritik ekonomik faktörler üzerinde olumsuz ve maliyetli etkiler yaratabilir. Bu durum, Merkez Bankalarını karmaşık bir durumla karşı karşıya bırakmaktadır. İş koşullarını olumsuz yönde etkileyebilecek kısa vadeli reel faiz oranlarını artırmak zorunda kalabilirler. Ancak, uygulanan politikanın hızlı bir şekilde etki etmemesi, yüksek enflasyonun oluşmasını teşvik eden bir güven krizine yol açabilir; bu durumda, firmalar ve çalışanlar, kendilerini artan maliyet yükünden korumak için fiyat artışı ya da ücret talep ederler. Nihayetinde, Merkez Bankalarının uyguladığı belirsiz politikalar, daha yüksek enflasyonu tetikleyebilir ve ardından hızlı bir parasal genişlemeye yol açmaktadır (Goodfriend, 1993).

Faiz oranları ve enflasyonist beklentiler arasındaki ilişkiyi belirleyen iki ana etki bulunmaktadır. İlk olarak, likidite etkisi, para arzındaki değişimlerin kısa vadede faiz oranlarını ters yönde etkilediği bir durumu ifade etmektedir. Bu etki, M. Friedman'ın 1969'daki çalışmalarında kullanılmıştır ve bireylerin ekstra paralarını tahvil almak için kullanmaları sonucu tahvil fiyatlarının yükselip faiz oranlarının düştüğü bir durumu açıklamaktadır (Friedman, 1969). Likidite Etkisi, para politikasının piyasanın para arzı veya talebine kısa vadede nasıl yanıt verdiğiyle bağlantılıdır. Ayrıca, Likidite Etkisi, kısa vadede reel faiz oranları ve enflasyon beklentisi arasında ters korelasyonda olduğunu belirtir (Bolatoğlu, 2006). Kalkınmakta olan ülkeler genellikle ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve yatırım maliyetlerini azaltmak için genişleyici para politikası uygulayarak faiz oranlarını düşürme eğilimindedir (Doğan, 2009).

İkinci olarak, Fisher etkisi, Irving Fisher tarafından geliştirilen ve nominal faiz ve enflasyon oranları arasında bulunan ilişkiyi açıklayan bir teoridir. Fisher'in teorisine göre, nominal faiz oranları, beklenen enflasyon ve reel faiz oranlarının toplamına eşittir ($i = r^* + \pi$). Para meblağındaki artış ilk olarak nominal faiz oranlarında bir düşüşe ve

ardından enflasyonun artmasına neden olacak, bu da faiz oranlarının tekrar yükselmesine yol açacaktır. Uzun vadede, para miktarı ve enflasyon oranları aynı oranda artarken, reel faiz oranları bu durumdan etkilenmez (Şimşek ve Kadılar, 2011).

Gelişmekte olan ve yüksek enflasyonla mücadele eden ülkelerde, yabancı yatırımların çekilmesi için genellikle daha yüksek faiz oranlarına ihtiyaç duyulabilir. Bu tür ülkelerde, enflasyon nedeniyle reel yatırım getirileri düşük olduğundan, yatırımcılar genellikle riskten korunmak için yüksek faiz oranlarını tercih ederler. Ancak, uzun vadede, enflasyon oranlarındaki sürekli dalgalanmalar nedeniyle faiz oranları ve enflasyon arasındaki ilişki zayıflayabilir. Ayrıca, politikaların ve müdahalelerin istikrarsız olduğu ülkelerde, faiz ve enflasyon beklentilerinin de istikrarsız olabileceği belirtilmiştir (Wood, 1981).

2.3.3.2. İkincil Faktörler

İkincil etmenler arasında uluslararası sermaye akımları, döviz kuru ve kamu iç borçlanması öne çıkmaktadır. Bu faktörlerin istikrarlı bir şekilde yönetilmesi, makroekonomik denge açısından büyük önem taşımaktadır.

Döviz kuru, küreselleşmenin artması ve korumacı politikaların yerini serbest piyasa politikalarının almasıyla birlikte dolaylı olarak faiz oranını etkileyen unsurların çeşitlenmesine yol açmıştır. Döviz kuru, uluslararası ticaretin artmasıyla birlikte döviz talebinin artmasına ve dolayısıyla faiz oranları üzerindeki baskının artmasına neden olmaktadır.

Yüksek faiz oranları, ulusal finans varlıklarının talebini artırarak ülkeye giren döviz miktarını artırması ve yerli paranın değerini yükseltmesiyle sonuçlandığı gözlemlenmektedir (Karacan, 2010). Bu durum, yerli yatırım araçlarına olan talebin artmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda, faiz oranlarının yükselmesi şirketlerin ve kredi kurumlarının faiz yükünü artırmakta, bu da kar marjlarını azaltmakta, nakit akışını yavaşlatmakta ve bireylerin kredi geri ödemelerini zorlaştırmaktadır. Kredi ödemelerinin gecikmesi, bilanço dengesini bozar ve ekonomik istikrarı zedeler, bu da ulusal paranın değerini düşürür. Kamu sektöründeki faiz ödemelerinin artması, enflasyon beklentilerini ve risk algısını yükseltir, bu da yerel paranın beklenen değerinin azalmasına ve risk priminin artmasına yol açar (Karacan, 2010). Döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişki genellikle ülkelerin kriz dönemlerinde incelenir (Karaca, 2005). Döviz kuru riskinin artması, faiz oranlarının da yükselmesine neden

olur (Berumant ve Günay, 2003). Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki krizler sırasında faiz oranları ve döviz kurlarının yükseldiği gözlemlenmiştir.

Kamu iç borçlanma, devletin yerel bireylerden ve kuruluşlardan borç alması sürecini ifade eder. Bu, ailelerin elinde bulunan ekstra fonların, belirlenen bir faiz ve vade karşılığında devlete aktarılmasını kapsamaktadır. Kamu borçlanmasının artmasıyla birlikte, özel sektörün finansman maliyeti artmakta ve yatırımlar azalmaktadır. Bu durum, iktisat teorisinde "*Dışlama Etkisi*" olarak adlandırılmaktadır. Kamu borcunun artması, borç verenlerin risk algısının yükselmesi nedeniyle daha yüksek faiz talep etmelerine yol açarak faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır (Aytaç ve Sağlam, 2014).

Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmiş ve ayrıca gelişmekte olan ülkeler açısından artan bir önemi bulunmaktadır. Bu süreçte yüksek düzeyde küresel fonlara sahip gelişmiş ülkeler ve finansman ihtiyacı duyan gelişmekte olan ülkeler arasında devamlı bir sermaye akışını beraberinde getirmektedir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkeler, küresel sermayeyi kendilerine çekmek için para politikalarına daha yoğun bir şekilde odaklanmakta ve faiz oranlarını etkin bir araç olarak kullanmaktadır.

Küresel fonların uluslararası alanda dolaşımı, ekonomik teorilerde faiz oranlarının karşılıklı olarak dengeye ulaşana kadar devam edeceği öngörülmektedir. Bu durum, sermayenin düşük faizli bölgelerden yüksek faizli bölgelere aktığı ve faiz oranlarının eşitlenmesi sürecine kadar devam eden bir faiz arbitrajı süreci olarak tanımlanmaktadır.

Öte yandan, finansal piyasaların gelişmekte olan ülkelere kalkındırılması, menkul kıymetlerin sayı ve çeşitliliğinin artırılması, sermaye piyasalarını şeffaflaştıracak düzenlemelerin yapılması ve ekonomik ile politik istikrarın sağlanması, yalnızca faiz oranlarına duyarlı olan uluslararası fonların ülkeye akışını çeşitlendirebilecek ve bu sayede uluslararası finansman maliyetlerini düşürebilecektir.

Yabancı sermayenin, reel sektör yerine finans sektörüne yönelmesi, yüksek faiz oranlarına rağmen yurt içi faiz oranlarının artan sermaye girişine rağmen düşmemesine yol açmaktadır. Fonların yüksek faiz duyarlılığı, yani faiz oranlarının yükselmesiyle ülkeye giriş, düşmesiyle çıkış yapması, bu durumun ana sebebidir. Bu süreç, ülkenin finansman ihtiyacını kısa vadede karşılasa da orta ve uzun vadede yüksek faiz ve düşük kur sorununa neden olarak, cari işlemler açığının sürekliliğine katkıda bulunabilir (Kula, 2003).

2.4. Faiz Teorileri ve Para Politikaları

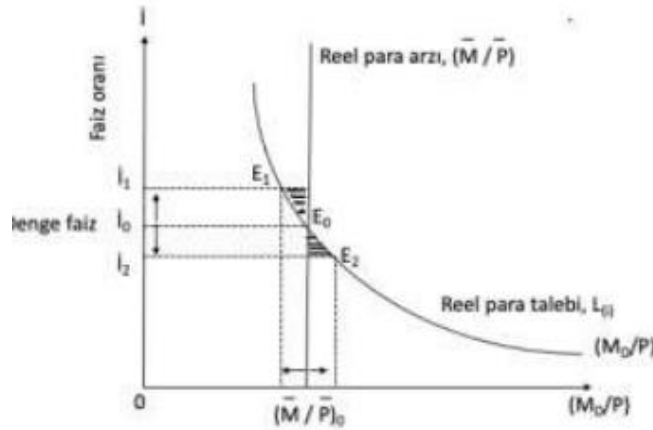
İktisat literatüründe faiz oranlarının belirlenmesi ve faize yönelik bakış açılarına yönelik teoriler açısından üç temel yaklaşım dikkat çekmektedir. Bunlar;

- Keynesyen Faiz Teorisi,
- Klasik Faiz Teorisi
- Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi.

Bu teoriler faizin belirlenmesinde reel faktörlerin mi yoksa tamamen parasal bir olgu olarak mı değerlendirilmesi gerektiği konusunda farklı perspektifler sunmaktadır.

Geleneksel faiz teorisi, faiz oranlarının kredi talebi ve tasarruf arzı tarafından belirlendiğini öne sürmektedir. Tasarruf arzı, yatırım giderlerini karşılayan işletmeler ve gelirlerini aşan harcamaları finanse etmek isteyen hükümetleri kapsamaktadır. Yatırımcıların yatırımları, beklenen getiri düzeylerine göre belirlenmektedir. Yatırım harcamaları faiz oranlarına ters, tasarruflara ise doğru orantılı olmaktadır. Faiz oranları ise yatırım projelerini finanse etmek için borçlanmanın maliyetini ifade etmektedir. Bu nedenle, yüksek faiz oranları borçlanma maliyetlerini artırır ve bu da yatırımları azaltmaktadır. Ancak, düşük faiz oranları borçlanma maliyetlerini düşürür ve bu da yatırımları artırır.

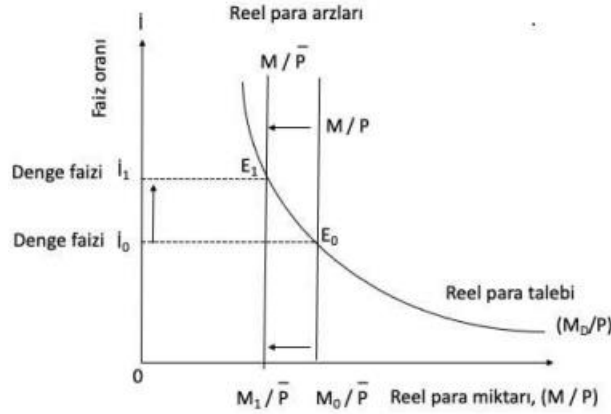
Keynes, "*The General Theory of Employment, Interest and Money*" adlı eserinde, kısa dönemde faiz oranlarının belirlenmesini incelemektedir. "*Likidite Tercih Teorisi*" olarak bilinen bu görüşe göre, faiz oranı ekonomideki likidite miktarını dengelemek için ortaya çıkmaktadır (Mankiw, 2010). Bu teoriye göre, faiz oranı para talebi ve para arzı tarafından belirlenir. Reel para arzı sabittir ve faiz oranına bağlı değildir, bu nedenle para arzı faiz oranına bağlı olarak değişmez. Faiz oranı, elde tutulan para miktarını belirler, çünkü paranın elde tutulmasının bir maliyeti vardır. Faiz oranları yükseldiğinde, insanlar ellerinde daha az para tutmayı tercih ederler. Spekülasyon amaçlı para talebi, faiz oranı ile ters orantılıdır. Yani, faiz oranları yükseldiğinde, para talebi azalır. Reel para arzı ve talebinin eşit olduğu noktada, denge faiz oranı oluşur (Mankiw, 2010).



Şekil 5. Reel Ekonomide Arz ve Talep Dengesi (Özyurt, 2003)

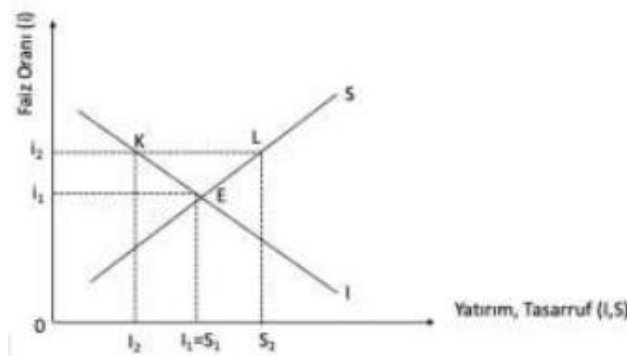
Piyasa dengesizliklerinde, bireyler cüzdan düzenlemeleri yaparak dengeyi sağlamaya çalışmaktadırlar. Eğer faiz oranları seviyesine yükselirse, para arzı talebini aşar. Faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte, bireyler paralarını tahvillere ve bankalara yatırmak isteyecektir. Ancak para arzındaki bu fazlalık sebebiyle, tahvil sahipleri ve daha az faiz ödemek isteyen bankalar daha düşük faiz teklif edecektir. Diğer yandan, faiz oranları i_2 seviyelerine gerilediğinde, para talebi artık para arzı durumuna geçer ve kişiler bankada bulunan paralarını çekerek nakit tutmayı tercih ederler. Bu durumda, nakit çekmeyi teşvik etmek için bankalar ve tahvil sahipleri faiz oranlarını artıracaktır. Böylece para piyasası tekrar dengeye ulaşmış olur (Özyurt, 2003).

Merkez bankası, sıkı para politikası uygulayarak nominal para miktarını düşürmektedir. Bu durum, Şekil 6'da belirtildiği gibi, reel para arzı eğrisinin sola doğru kaymasına ve yeni bir denge faiz oranı ile E_1 noktasında yeni bir para piyasası dengesinin oluşmasına neden olmaktadır. Ancak, merkez bankası parasal genişlemeye gider ve nominal para arzını artırır, bu durumun tam zıttı bir etki yaratmaktadır. Yani, para arzındaki azalmalar faiz oranlarını yükseltirken, para arzındaki artış faiz oranlarını düşürecektir (Özyurt, 2003).



Şekil 6. Reel Para Arzının Denge Noktası (Özyurt, 2003)

Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi, kredi piyasasında faiz oranlarının, kredi arzı ve talebi üzerindeki rolünü inceler. Bu teoriye göre, faiz oranları, ödünç verilebilir fonların arz ve talebini şekillendirmektedir. Fonların arz ve talebi genellikle işletmeler, devlet veya ev halkları tarafından sağlanır. Fon talebi ve faiz oranları arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Sabit getiri dönemlerinde, faiz oranlarının yükselmesi borçlanma maliyetini artırır ve bu da tüketim veya yatırımın azalmasına yol açmaktadır. Piyasa dengesi, fon arzı ve talebinin kesiştiği yerde oluşur, yani denge faiz oranı bu noktada belirlenir. Fon arzı ve talebindeki değişimler, denge faiz oranında da değişikliklere yol açar. Şekil 7'de, denge noktası I ve S çizgilerinin kesiştiği E noktasında oluşur ve bu noktada faiz oranı i_1 seviyesinde belirlenir. Bu durumda, denge faiz oranı i_1 seviyesinde oluşur (Yıldırım, 2000).



Şekil 7. Fonların Ödünç Verilebildiği Piyasa (Yıldırım, 2000)

Faiz oranlarının oluşumuna dair ekonomik teoriler altı temel kategoriye ayrılabilir;

- Klasik iktisatçılar,
- Neo-klasik iktisatçılar,

- Keynesyen iktisatçılar,
- Monetarist iktisatçılar,
- Yeni klasik iktisatçılar,
- Post Keynesyen iktisatçılar.

Faiz ve para politikaları konusunda farklı görüşlere sahiptir. Bu görüşler, faiz oranlarının oluşumuna ilişkin farklı perspektifler sunmaktadır.

2.4.1. Para Politikalarının Amaçları

Merkez bankalarının kuruluşu, küresel ekonomide ve bireysel ülkelerde hüküm süren ekonomik koşullar nedeniyle bu kurumların hedeflerinde çeşitli farklılıklara yol açmıştır. Merkez Bankası'nın bugünkü öncelikli hedefi uzun vadeli fiyat istikrarını sağlamaktır (Gürsoy, 2013: 26). Buna ek olarak, tam istihdamın sağlanması, ekonomik büyümenin teşvik edilmesi, ödemeler dengesinin korunması ve faiz oranlarında istikrarın sağlanması da diğer hedefleri arasındadır.

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde enflasyonist baskıların yol açtığı ekonomik yıkım nedeniyle fiyatların istikrarlı kalmasının önemi arttı (Demirhan, 2007). 1970'li yıllarda enflasyon olarak da adlandırılan fiyatlardaki sürekli artış, paranın değerinin düşmesine yol açmış ve fiyat istikrarının korunmasının önemini ortaya çıkarmıştır (Ceylan, 2010). Fiyat istikrarı, fiyatların uzun süreler boyunca önceden belirlenmiş bir oranda tutarlı ve sürekli olarak korunmasını ifade eder. Oktar vd. (2013: 114), tarafından tanımlandığı şekliyle fiyat istikrarı, bireylerin tüketim, tasarruf ve yatırım tercihleri üzerindeki etkisini dikkate almalarına gerek olmadığı düşük enflasyon durumunu ifade etmektedir.

Fiyat istikrarının amacı, genel fiyat seviyesinde tek taraflı artışların önlenmesi veya dar aralıktaki fiyat dalgalanmalarının korunmasıdır. Gelişmiş ülkelerde fiyat artış oranı %1 ile %2 arasında değişirken, gelişmekte olan ülkelerde bu oran %4 ile %5 arasında değişmektedir. Bu aralık, ekonomik kalkınmasını tamamlama sürecinde olan ülkeler için ekonomik açıdan makul kabul edilmektedir. Ülkelerin fiyat seviyeleri, yerel para birimleri üzerinde önemli bir etki yaratmadan sabit kalmaktadır. Ancak fiyatlarda büyüme olmadığında piyasa faaliyetlerinde azalma meydana gelir ve ekonomik durgunluğa katkıda bulunur (Özyurt, 2006: 227-228). Bu nedenle, her ekonomik sistemin kendine özgü koşullarıyla uyumlu, sağlıklı bir enflasyon oranını sürdürmesi

zorunludur. Fiyat istikrarını sağlamanın önemli faydaları olduğu gibi, bunu sağlayamamanın da önemli dezavantajları bulunmaktadır.

1929-1930 yılları arasındaki Dünya Ekonomik Krizi döneminde işsizlik oranında ciddi bir artış yaşanmış ve bu durum ekonomide tam istihdam kavramının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Tam istihdam kavramı sınırlı ve geniş olmak üzere iki açıdan incelenmektedir. Dar anlamda tam istihdam kavramı sadece emek unsuruna odaklanırken, geniş anlamda tam istihdam kavramı tüm üretim kaynaklarını kapsamaktadır.

Para politikasının uygulanmasıyla ilgili olarak tam istihdam düşüncesi analiz edildiğinde, döngüsel işsizliğin ortadan kaldırılması ve yapısal, mevsimsel ve geçici sürtünmeli işsizliğin azaltılması veya tamamen ortadan kaldırılması ele alınmaktadır (Parasız, 1998). Bu nedenle tam ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmiş bir ekonomi çoğu zaman ortalama %1-3 aralığındaki bir enflasyon oranını kabul ederken, ekonomik gelişimini tamamlama sürecinde olan ekonomiler ise %5-8 gibi daha yüksek bir aralığı hedeflemektedir. Tam istihdamı garanti altına almak için iki önemli koşul gereklidir. Temel sorunlardan biri yüksek işsizlik oranıdır; bu da bireyler arasında yoksulluğun artmasına, şirketlerin mali zorluklara uğramasına, psikolojik sorunların artmasına ve suç oranlarının artmasına neden olur. Ayrıca, yüksek istihdam oranına ulaşma arayışı, yalnızca işsizlerin ve işten çıkarılanların içinde bulunduğu kötü durum nedeniyle değil, aynı zamanda yatırım oranlarındaki düşüş ve ekonomik daralmalara bir tepki olarak da artık hayati bir hedef haline gelmiştir (Ceylan, 2010).

Para politikası sistemi ekonomik büyümenin önemli bir belirleyicisidir. Para politikasının enflasyonla mücadelede birincil silah olduğu yaygın olarak kabul edilmektedir. Para politikası ile ekonomik büyüme arasında dolaylı bir ilişki bulunmaktadır (Paya, 2013: 156).

İkinci Dünya Savaşı öncesinde ekonomik büyüme, ekonomik döngülerin oluşmasıyla yakından ilişkiliydi ve kısa vadeli ekonomik dalgalanmaların önlenmesi giderek daha önemli hale gelmiştir. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra uzun vadeli ekonomik büyüme konusu önem kazanmaya başlamıştır. Böylece ekonomik büyümenin çok boyutlu bir süreç olarak etkinliği ortaya çıkmaya başlamıştır. Genel büyüme oranlarının tek bir değerle temsil edilememesi nedeniyle reel GSMH en güvenilir gösterge olarak belirlenmiştir (Parasız, 2003: 209). Ekonomik büyümeyi sağlamak için

güçlü bir yurt içi tasarruf arzına, iyi gelişmiş bir finansal piyasaya, etkin bir para ve kredi mekanizmasına ve onaylanmış bir para arzına sahip olmak önemlidir.

Dünya çapında ekonomik kalkınma çabası içinde olan ülkeler incelendiğinde, bu ülkelerin enflasyona rağmen büyümeyi başardıkları görülmektedir. Bu durumun anlık etkisi söz konusu ülke açısından olumlu olmasa da, orta ve uzun vadede enflasyonun sürekli yüksek seyretmesi, kamu sektörünün mali durumunda önemli bozulmalara neden olmakta ve yatırım oranları ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açmaktadır. Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu hedefe ulaşmak amacıyla uygulanan daraltıcı parasal tedbirler, reel faiz oranlarını yükselterek yatırım ortamını olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olsa da, bunun uzun vadeli düşük ekonomik büyüme ve işsizlik sorunları pahasına sürdürülmemesi gerekir.

İçinde bulunduğumuz küreselleşme çağında, bir ülkenin gelirindeki ithalat ve ihracatın oranı dünya çapında arttı. Sonuç olarak, dengeli bir dış ödeme durumunu sürdürmek ekonomik stratejilerin temel hedefi haline geldi. Para politikası, uluslararası sermaye akımlarının artırılmasına, dış ticarete ürün ve hizmetlerin hızlandırılmasına ve dengeli bir dış ödeme sisteminin sürdürülmesine öncelik vermektedir (Eroğlu, 2004: 154). Parasal kaynakların büyüklüğü ödemeler dengesini doğrudan veya dolaylı olarak etkilemektedir. Bu olgunun nedeni faiz oranlarındaki dalgalanmalardır. Faiz oranlarındaki dalgalanmalar sermaye hareketlerinin yönünü etkileyerek dış ticaret hacmini etkilemektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 70). Dış ödemeler dengesi, hükümetler ile yabancı ülkeler arasındaki etkileşimin temelini oluşturmakta ve dış gelir ve giderler sonucunda para politikalarını etkilemektedir (Akdiş, 2011: 399). Ödemeler dengesi, belirli bir dönemde bir ülke sakinleri ile diğer ülke sakinleri arasındaki ekonomik işlemleri sistematik olarak kaydeden istatistiksel raporların bir koleksiyonudur. Bu işlemler kişi, işletme ve kurumları kapsamakta ve farklı hesap gruplarına ayrılmaktadır (Öztürk, 2014: 129). Esas itibarıyla ödemeler dengesi, bir ülke ekonomisindeki ticari işlemlerin ve yabancı sermaye hareketlerinin durumunun değerlendirilmesinde çok önemli bir rol oynamaktadır. Döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ödemeler dengesini doğrudan etkilemektedir. Ödemeler dengesinin korunmasında temel amaç, ülkeye döviz girişini artırmak ve bilançolarda ihracat oranının ithalat oranını aşmasını sağlayarak ekonomik büyümeyi sağlamaktır (Öztürk, 2014: 14).

2.4.2. Para Politikaları Araçları

Para politikası sisteminin uygulama aşaması, mali otoritenin nihai hedeflere ulaşmak için oluşturduğu kurallar bütünüdür. Aynı zamanda ekonomik birimlerin sistem içerisinde bu kurallara dayalı olarak alınan politika kararlarına verdikleri tepkileri de kapsamaktadır (Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002: 1). Mali düzenleyici kurum tarafından belirlenen hedeflere ulaşmak için çeşitli araçlar kullanılır. Mali otoritenin nihai hedeflere ulaşmak için kullandığı araçlara para politikası araçları adı verilmektedir. Merkez bankalarının temel sorumluluğu, piyasalarda bulunan para miktarını ekonomik gereksinimlere ve önceden belirlenmiş hedeflere uygun olacak şekilde düzenlemektir. Ülkemiz işsizlik ve istihdam sorunu yaşadığında sıklıkla genişletici para politikasını benimsemektedir. Tam tersine enflasyon endişeleri ortaya çıktığında ise temel amaç faiz istikrarının sağlanmasıdır (Akçay, 1997: 10). Bu sorumluluğunu yerine getirmeye çalışırken para politikası araçlarını kullanarak dolaşımdaki para miktarını tespit edebilir (Oktar vd., 2013: 77).

Para politikası araçlarının uygulanması ve değiştirilmesi, mevcut ekonomik koşullara bağlı olarak hızlı bir şekilde gerçekleşebilir. Ekonominin mevcut durumuna göre daraltıcı para politikaları uygulanabileceği gibi, ekonomideki gelişmelere göre de genişletici para politikaları uygulanabilmektedir. Nüfus uygulanan para politikalarına kayıtsız kalmaktadır. Para politikasının işleyişi tamamen devlet tarafından belirlenmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 59). Merkez Bankası, para politikasının uygulanmasına başlarken, çıkarmayı planladığı politikalar için dış doğrulamaya ihtiyaç duymamaktadır. Sonuç olarak, alternatif yaklaşımlara göre uygulanması daha kolaydır. Halkın para otoritesi tarafından dikte edilen politikalara sınırlı bağlılığı göz önüne alındığında, sonuçta ortaya çıkan tepkiler nispeten bastırılabilir. Para politikası araçlarının sonuçlarının öngörülemezliği göz önüne alındığında, Merkez Bankası uyguladığı politikaların münhasıran sorumluluğunu üstlenmektedir. Merkez Bankası bu amaçları gerçekleştirmek için para politikaları üzerinde doğrudan veya dolaylı etki yaratmaya çalışmaktadır (Önder, 2005: 55).

2.4.3. Para Politikaları Stratejileri

Para politikasının uygulanmasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu nedenle para politikasına yönelik çeşitli yaklaşımlar geliştirilmiştir. Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamak için devlete meydan okumak zorunda. Para otoritesi

enflasyonu yönetirken, ilgili harcamaları da dikkate alır ve enflasyonun en ekonomik oranda kontrol edilmesini garanti eder. Para politikası fiyat istikrarını sağlamak için çeşitli yollar kullanır. Karar verme stratejileri tutarlı ve kararlı bir şekilde iletilir (Çelik vd., 2006: 10). Uygulanan para politikası stratejileri:

- Döviz Kuru Hedeflemesi (Ara Hedef)
- Parasal Hedefleme (Ara Hedef)
- Enflasyon Hedeflemesi (Doğrudan Hedef)

Döviz kuru hedeflemesi uzun süredir uygulanan ve fiyat istikrarının sağlanmasında önemli rol oynayan bir politikadır. Antik çağlarda kullanılan altın standardının temel özelliği, bir ülkenin para biriminin değerini altın gibi değerli bir varlığa sabitlemek amacıyla uygulanmasıydı. Sabit döviz kuru rejimleri son zamanlarda düşük enflasyon oranlarına sahip bir ülkede ülke parasının sabit bir değere sahip olmasını içermektedir (Mishkin, 1999: 2). Döviz kuru hedeflemesinin uygulanmasında iki yöntem vardır. İki tür döviz kuru vardır; sabit döviz kuru ve esnek döviz kuru. Esnek döviz kuru hedeflemesi, yerel para biriminin düşük enflasyon oranlarına sahip bir ülkenin para birimine veya birçok yabancı para biriminden oluşan bileşik para birimine sabitlenmesi uygulamasını ifade etmektedir. Para dolaşımına belirli sınırlar dahilinde izin verilmiştir. Merkez Bankası belirli bir değerini tespitini ve korunmasını sağlar. İstikrarlı bir döviz kurunun hedeflenmesi ya tam dolarizasyon ya da para kurulu sisteminin uygulanmasıyla sağlanır. Para kurulu sisteminde ülkenin para birimi sabit kalırken, para tabanı yabancı ülkelerdeki sermaye akımlarına göre belirlenmektedir. Bu sistem para politikası araçlarını kullanmamaktadır. Dolayısıyla Merkez Bankası'nın açıklama yapma imkânı bulunmamaktadır. Tam dolarizasyon, bir ülkenin yerel para biriminin tamamen terk edilmesi ve yabancı ülkenin para biriminin ülkenin kendi para birimi olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Döviz kuru hedeflemenin birçok faydası vardır. Faydaları şunlardır:

- Döviz kuru hedeflemesinin nominal çapası, ülkeler arasında ticareti yapılan malların enflasyon oranları arasında sabit bir ilişki kurarak enflasyonun yönetilmesine doğrudan yardımcı olmaktadır.
- Döviz kuru hedeflemesinin güvenilirliği konusunda şüpheler varsa, enflasyon beklentileri yerel para biriminin sabit bir seviyede tutulduğu ülkelerin enflasyon oranlarına göre ayarlanacaktır.

- Döviz kuru hedefi, zaman çatışması sorununu etkili bir şekilde azaltan para politikasının uygulanmasına yönelik otomatik yönergeler oluşturur.
- Döviz kurunun amacı şeffaf ve anlaşılır olmaktır. Bu niteliği toplum tarafından anlaşılmasını kolaylaştırmıştır (Mishkin, 1999: 3).

Döviz kurlarını hedeflemenin hem yararları hem de sakıncaları vardır. Bunun bir dezavantajı şudur:

Döviz kuru çapa sisteminde para otoritesinin likidite ve faiz oranları üzerinde herhangi bir kontrolü bulunmamaktadır. Dolayısıyla faiz oranı ve likidite oranlarının belirlenmesinde ödemeler dengesi esas alınmaktadır. Bu senaryoda, yetkililer döviz kurundaki artışı etkili bir şekilde yöneterek yerel para biriminin değer kazanması nedeniyle ithalatın artmasına neden olmuştur. Sonuç olarak, diğer ülkelere satılan mal ve hizmet miktarında azalma yaşanmakta ve bu da ülkenin genel ticaretinde negatif dengeye neden olmaktadır. Cari açığın artması ve bir an önce yabancı yatırımlarla fonlanamaması durumunda faiz oranlarında ciddi artışlar yaşanacaktır. Faiz oranlarındaki artış ülkeye spekülâtif sermaye akışını kolaylaştırmıştır. Sonuç olarak uygulamaya konulan döviz kuru politikası, bozucu dalgalanmalara açık hale gelmiş ve ekonominin dış etkenlere karşı duyarlılığının artmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda ülke parası değer kaybetmeye başlamıştır (Önder, 2005: 40).

Ekonomik kalkınmayı sağlamaya çalışan ülkeler, döviz kuru hedeflemesini uygularken sıklıkla olumsuz sonuçlarla karşılaşmaktadır. Borçlanma araçlarının cinsinde döviz kullanılmaya başlanmıştır. Bu ekonomilerdeki yerli para biriminin gelecekteki değerlemesini çevreleyen belirsizlik nedeniyle, gidişatını tahmin etmek zordur. Yabancı para cinsinden borçlanmalar birçok kurumun açık pozisyonlarını artırmasına yol açarken, dikkat dağıtıcı saldırı koşulları da değer kaybına neden olmuştur. Para otoritesinin eylemlerinin sınırlandırılması da finansal krizlere katkıda bulunmuştur.

Parasal hedefleme stratejisi enflasyonla mücadele stratejisinin temelini oluşturmaktadır. Fiyat istikrarında temel amaç dengeye ulaşmaktır (Duygulu, 2004). Parasal hedefleme ile döviz hedefleme arasındaki fark, parasal hedeflemenin, parasal bir büyüklük olan para arzını, Merkez Bankası'nın kontrolü altında nominal bir çapa olarak kullanması gerçeğinde yatmaktadır. Bu nedenle enflasyonun kontrol altında tutulmasına çalışılmıştır. Sabit döviz kurunun popülaritesi azaldıkça, parasal hedefleme tekniği daha fazla önem kazanmıştır. Parasal hedefleme miktar teorisinin ilkelerine dayanır. Parasal

hedeflemenin, Merkez Bankası'nın para politikasını yurt içi önlemlere göre uyarlamasına olanak sağlama gibi hayati bir faydası vardır. Parasal hedefleme, Merkez Bankası'nın enflasyon oranını diğer ülkelerden etkilenmeden bağımsız olarak belirlemesine olanak sağlar (Mishkin, 1999a: 12). 1970'li yıllarda pek çok ülke parasal hedeflemeyi onaylamış ve uygulamaya koymuştur. Amerika, İngiltere ve Kanada gibi ülkelerde parasal hedeflemenin enflasyon yönetiminde etkinliği beklentilerin altında kalmıştır ve bu durum iki faktöre bağlanabilir. Temel sorunlardan biri parasal hedefleme yaklaşımının yeterince ciddiye alınmamasıdır. İkinci faktör ise enflasyon oranı ile parasal büyüklükler arasındaki farkın giderek büyümesidir. 1980'lerin başında enflasyon oranları ile nominal gelir arasındaki ilişkide bir bozukluk vardı ve bu durum her üç ülkede de parasal hedeflemenin tamamen terk edilmesine yol açmıştır (Mishkin, 1999: 14). 1980'lerin sonlarında, finansal gelişmeye artan bir önem verildi ve bu da para talebi ve arzı kavramlarını kesin olarak tanımlamayı zorlaştırmıştır. Bu durum, parasal büyüklükler ile enflasyon oranı arasında zaten olumsuz olan korelasyonu daha da kötüleştirmiştir. Parasal hedeflemenin etkili olabilmesi için parasal büyüklükler ile enflasyon oranı gibi hedef değişkenler arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin olması gerekir. Parasal hedefleme tekniği, etkili bir şekilde uygulanmaması nedeniyle çoğu ülke tarafından geniş çapta terk edilmiştir.

Parasal büyüklükler ile enflasyon oranı değişkenlerinin birbirinden ayrılması nedeniyle birçok ülke para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesini uygulamaya koymuştur (Mishkin, 1999: 18). Sermaye hareketlerinin zaman içinde artan önemi, enflasyonun yönetilmesinde sabit döviz kuru rejimi açısından zorluklar yaratmıştır. Bunun sonucunda döviz kuru sistemine olan güven azalmış, başarısızlıklar artmıştır. Ayrıca, döviz kuru hedeflemesini benimseyen ve kendi para birimlerini referans olarak kullanan diğer ülke ekonomilerine bağlı olan ekonomilerin faiz oranlarına bağımlı olmaları nedeniyle serbest para politikası sisteminin uygulanması mümkün değildi. Dolayısıyla her türlü dış rahatsızlıkla karşılaşmaları gerekiyordu. Son dönemde Türkiye gibi birçok ülkenin döviz kurlarını kontrol altına alma çabalarında başarı elde edememesi krize yol açmıştır. Yaşanan olumsuz olaylar sonucunda döviz ve parasal hedefleme yöntemlerinin etkinliği zamanla azalmış ve zamanla önemsiz hale gelmiştir (Kara ve Orak, 2008: 4). Bu nedenle Merkez Bankası, ara hedeflerle ilgili ilave gecikmeleri atlayarak doğrudan enflasyon hedeflemesi yaklaşımını benimsemiştir.

Enflasyon hedeflemesi, para politikasının uygun döneminde belirli bir sayısal enflasyon hedefinin belirlenmesini ve bunun kamuya duyurulmasını içermektedir. Dengeli ve tutarlı bir yaklaşımla fiyat istikrarının sağlanması amaçlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımını benimsemeden önce ülkelerin örtülü enflasyon hedeflemesini sistemlerine dahil ederek gerekli ekonomik ve kurumsal çerçeveyi oluşturmalarına öncelik vermeleri gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi birçok temel unsuru içermektedir. Aşağıdakiler önemli faktörlerdir:

- Orta vadede enflasyon oranına ilişkin spesifik sayısal hedefin kamuoyuna duyurulması.
- Para politikasının temel amacının fiyat istikrarı dengesinin sağlanmasının önemini ortaya koyan yazılı bir anlaşma mevcuttur.
- Para politikası araçlarının doğru kullanımını ortaya koyan kapsamlı analizlerin yapılması.
- Para otoritelerine ilişkin bilgilerin kamuoyuna sürekli olarak yayılması.
- Merkez Bankası istenilen enflasyon oranına ulaşmak için bağımsız hareket etme özerkliğine sahiptir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için bazı ek koşulların da karşılanması gerekmektedir. Bunlar arasında Merkez Bankasının bağımsızlığı, finansal hakimiyetin bulunmaması, güçlü ve etkin bir finansal sistemin varlığı, enflasyon oranının hedeflenen değişken olarak seçilmesi ve sistem içerisinde gerekli ön koşulların oluşturulması yer almaktadır. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının uygulanmasıyla başarıya ulaşılabilmesi bu koşulların sağlanmasına bağlıdır (Yeşildağ, 2015).

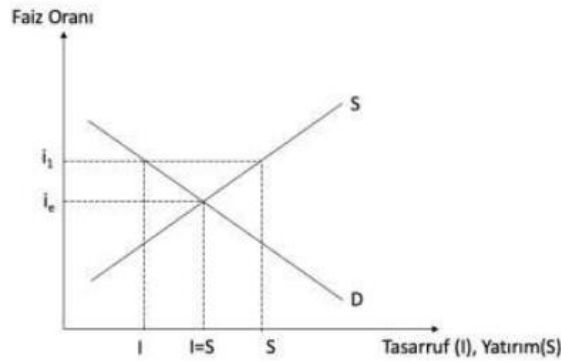
2.5. Kuramlar Açısından Faiz ve Para Politikaları

2.5.1. Klasik İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları

Klasik iktisat teorisi, David Ricardo, Adam Smith, John Stuart Mill ve Jean-Baptiste Say gibi ekonomistlerin temsil ettiği ilk dönemden, Arthur Cecil Pigou, Alfred Marshall, Carl Menger, gibi önde gelen ekonomistlerin oluşturduğu Neoklasik döneme ve Thomas Sargent, Robert Lucas, Robert Barro, Neil Wallace gibi ekonomistlerin temsil ettiği Yeni Klasik İktisat'a kadar çeşitli evrelerde incelenmektedir.

Klasik iktisat teorisine göre, kredi talebi ve faiz oranları tasarruf arzı ile belirlenmektedir. Bireylerin fonların arz ve talep miktarları, tasarrufların kredi

taleplerine denk düştüğü bir denge noktası oluşturur. Bu denge noktası, tahvillerin arz ve talebini etkileyen faktörlerle belirlenen denge faiz oranına bağlı olmaktadır (Snowdon ve Vane, 2012).



Şekil 8. Klasik Faiz Kuramı (Aslan, 2009)

Şekil 8, tasarruf ve yatırım miktarını yatay eksen, faiz oranını ise dikey eksen göstermektedir. Faiz oranı arttıkça tasarruf arzı (S eğrisi) artarken, tasarruf talebi (D eğrisi) azalmaktadır. Aksine, faiz oranı düştüğünde tasarruf arzı azalırken, tasarruf talebi artmaktadır. Fon piyasalarında bulunan denge faiz oranı, S ve D eğrilerinin kesiştiği E noktasında belirlenir.

Klasik ekonomi modelinde, tahvil arzı özel sektör ve devlet tarafından sağlanırken, bu arzın talebi tasarruf sahibi hane halkı ve firmalar tarafından oluşturulmaktadır. Bu modelde, firma yatırımları ve tasarruflar faiz oranının bir fonksiyonu olarak ifade edilir. Faiz oranı, ödünç verilebilir fonların arz ve talebine bağlı olarak değişir ve bu değişkenlik, piyasa istikrarını sağlar. Yatırım projelerinin beklenen getirisi faiz oranını aştığında, fon talebi artar. Ancak, beklenti dahilinde olan getiri, faiz oranının altına düşerse, fon talebi azalır (Aslan, 2009).

Profesör Cassel'in "*Faizin Doğası ve Gerekliliği*" adlı makalesinde, faiz oranlarının hem tasarruf sahiplerinin vazgeçme veya bekleme maliyetini hem de yatırımcıların beklenen getirilerini yansıttığı belirtilmiştir (Cassel, 1903). Bu, klasik ekonomi teorisinin faiz hakkındaki görüşünü özetler.

Klasik teorinin ana iddiası, ekonominin her zaman tam istihdam durumunda olduğudur ve bu denge, yatırım ve tasarruf dengesi ile sağlanır. Tasarrufların artması veya yatırım talebinin artması gibi durumlarda denge durumu bozulduğunda, faiz oranlarındaki değişikliklerle denge yeniden sağlanır. Para yalnızca bir değişim aracı olarak görüldüğünden, para için nötr ya da tarafsız bir terim kullanılır. Klasik teoriye

göre, yatırımlar tasarruflara eşittir ($S=I$), yani tüm tasarruflar yatırımlara dönüştürülür. Bu nedenle, Say Kanunu, faiz teorisi tarafından desteklenir ve mal piyasalarında sürekli bir denge olduğunu gösterir (Stein, 1981).

2.5.2. Neo-Klasik İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları

Tasarruf amacıyla veya piyasa yatırımıyla fon alışverişi yapan kurum ve kişilerin bir araya gelerek fonların ödünç alınması ve verilmesine olanak sağlayan iktisat teorisine "*Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi*" denir. Bu teoriye göre, ödünç verilebilir fonların arz ve talebi finansal piyasalarda bir araya gelerek faiz oranını belirler. Neo Klasik ekonomistler, ödünç verilebilir fonların arzının gerçek faiz oranı ile doğru orantılı olduğunu, talebinin ise faiz oranı ile ters orantılı olduğunu belirtmiştir (Tunay, 2007).

Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre, fon arzı ve talebi arasındaki ilişkiyi belirleyen birçok faktör vardır. Fon arzını artıran faktörler şunlardır:

- Emisyon kurumları ve bankacılık sisteminin yarattığı para miktarı,
- Hane halkının gelirinden artırdığı tasarruf oranı,
- Yastık altında tutulan paranın finansal piyasalara aktarılması
- Firmaların amortisman için ayırdıkları fonlar.

Fon talebini artıran faktörler ise şunlardır:

- Tüketicilerin kredi kullanarak harcamalarını artırması,
- İşletmelerin amortisman giderlerini karşılamak için kredi talep etmesi,
- Yeni yatırım projeleri için finansman ihtiyacı,
- Likidite tercihinin yüksek olması
- Nakit tutma isteğinin güçlü olması (Tsiang, 1989).

Neo Klasik Ekonomistler, tasarruf ve faiz oranlarının birbirine bağlı olduğunu belirtmişler ve bu ilişkiyi ödünç verilebilir fonlar teorisi ile açıklamışlardır. Bu teori, bankacılık sisteminin, gerçek yatırımların finansmanını sağlamak için kullanılan bir araç olduğunu ifade eder. Bankaların, kredi sağlama sürecinde bir köprü görevi gördüğünü vurgulamışlardır (Thomas, 2018). Faiz oranları, finansal piyasalarda, fonların arz ve talebini dengeleyen bir mekanizma olarak işlev görür.

2.5.3. Keynesyen İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları

İktisadi düşüncenin evrimi, ekonomik durgunluklar ve sistemdeki aksamaların etkisiyle şekillenmiştir. Klasik ekonomi, merkantilist ve sömürgeci politikalara karşı bir tepki olarak ortaya çıkmış ve serbest piyasa ekonomisinin "*doğal özgürlük*" anlayışıyla toplumlara zenginlik ve refah getireceğini savunmuştur. Keynesyen ekol ise 1929 Büyük Buhranı takip eden dönemde, klasik ekonominin işsizlik ve toplam talep düşüşü gibi temel sorunları çözmeye yetersiz kaldığını gözlemleyerek ortaya çıkmıştır. Bu ekol, devlet müdahalesiyle toplam talep yetersizliğini gidermeyi hedeflemiştir, ki bu, serbest piyasa yanlısı klasik düşünceye karşı bir duruştur.

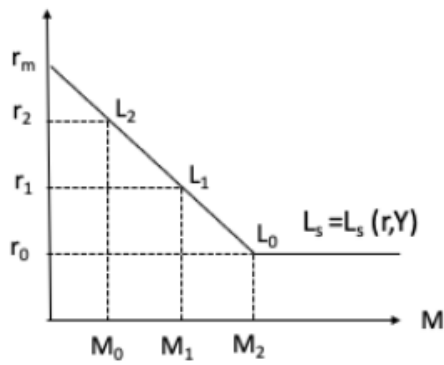
Keynesyen ekonomi teorisine göre, faiz oranları likidite tercihlerinin bir sonucudur. Keynes, bireylerin tasarrufa geçtiğinde, yani tüketimden kaçındığında ve parayı ellerinde tuttuklarında bir maliyetle karşılaşacaklarını belirtmiştir. Bu nedenle, faiz oranları tasarrufla doğrudan ilişkili değildir, ancak aslında likiditeden feragat etmenin bir maliyeti olarak görülür. Ek olarak, Keynesyen teoriye göre, para hem bir finansal araç hem de bir servet ögesi olarak görülür. Bu nedenle, bireylerin sadece işlem amaçlı değil, aynı zamanda ihtiyatlılık ve spekülasyon amaçlı da para talep ettikleri belirtilmiştir.

Para talebi, bireylerin elinde tutmak istedikleri para miktarını ifade eder. Para talebinin belirlenmesinde, bireylerin likidite tercihleri önemli bir rol oynar. Likidite tercihi, bireylerin elinde tuttukları para miktarı ile faiz getirisi olan varlıklara yatırdıkları para miktarı arasındaki tercihlerini gösterir. Bireylerin likidite tercihleri, işlem, ihtiyat ve spekülasyon olmak üzere üç farklı güdüye dayanmaktadır (Aydın, 2015; Keynes, 2010)

Keynes'e göre, faiz oranı, bireylerin ellerindeki likiditeden vazgeçmelerinin bedelidir. Faiz oranı yükseldikçe, bireyler likiditeden vazgeçerek faiz getirisi olan varlıklara yönelirler. Faiz oranı düştükçe, bireyler likiditeyi tercih ederek faiz getirisi olan varlıklardan uzaklaşırlar. Keynes, spekülasyon güdüsünün faiz oranına bağlı olduğunu ve spekülasyon güdüsünün artmasıyla para talebinin artacağını savunur (Keynes, 2010).

Keynes, bireylerin faiz oranları konusunda çeşitli beklentilere sahip olduğunu belirtir. Bu durum, faiz oranları ve spekülatif para talebi arasında bir ters ilişki olduğunu gösterir. Spekülatif para talebi, bireylerin varlıklarının değerinden para kazanma veya zarar verme eğiliminden kaynaklanır. Keynes, tahvil fiyatları ve faiz oranları arasındaki

ters ilişkiyi örneklendirerek, faiz oranlarının artması durumunda tahvil fiyatlarının düşeceğini, faiz oranlarının azalması durumunda ise tahvil fiyatlarının yükseleceğini belirtir. Yatırımcılar, gelecekte faiz oranlarının artacağını düşünüyorsa, paralarını tahvillere yatırmak yerine elde tutmayı tercih ederler. Bu, tahvil fiyatlarının düşmesinden faydalanmayı sağlar. Beklenen faiz oranlarındaki artış nedeniyle tahvil fiyatları düşer ve yatırımcı, zararları önlemek için tahvillerini satar ve likit kalır (Parasız, 2000).



Şekil 10. Spekülatif Para Talebi ile İlişkili Likidite Tercihi (Parasız, 2000)

Şekil 10'da Likidite Tercihi (L_s) eğrisi, spekülatif para talebinin faiz oranlarına bağlı olarak nasıl değiştiğini göstermektedir. Bu eğri, bireylerin gelecekteki faiz oranlarına ilişkin beklentilerini temel alır. Yüksek faiz oranları durumunda, spekülatif para talebi azalırken, tahvil talebi artar. Bu, paranın elde tutulmasının fırsat maliyetinin yükseldiği bir durumdur ve bireyler daha çok gelir getiren aktiflere yönelirler. Ancak, faiz oranları düşük olduğunda, bireyler faiz oranlarının artacağı beklentisiyle daha çok nakit tutmayı tercih ederler. Bu durumda, aktiflerin getirisi azalacağı için, bireylerin aktiflerindeki düşük getiri nedeniyle sermaye kaybı riski artar. Bu durum, Şekil 10'da r_0 faiz seviyesinde gösterilmiştir (Parasız, 2000).

Para politikası uygulayıcıları, para arzını değiştirmeden beklentileri etkilemek için etkili ve doğru bilgilerle faiz oranlarını değiştirebilirler. Bu, otoritelerin beklentileri yöneterek ve böylece faiz oranlarını düşürerek faizin psikolojik bir olgu olduğunu gösterir (Tily, 2012).

Keynes, bireylerin yatırımlarının, beklentilerine bağlı olarak, güven eksikliği durumunda tamamen durabileceğini belirtmiştir. Beklentilerdeki belirsizlikler, sermayenin marjinal verimliliğini, faiz oranlarını, para talebini ve tüketim alışkanlıklarını etkileyebilir. Bu belirsizlikler, ekonomik dalgalanmaların ve krizlerin ortaya çıkmasına neden olabilir (Bocutoğlu ve Ekinci, 2009).

2.5.4. Monetarist İktisatçılar Açısından Faiz ve Para Politikaları

Monetarist ekonomistler, klasik ekonomi ilkelerine dayanmalarına rağmen, bazı önemli farklılıklar sergilerler. İlk olarak, ekonominin her zaman tam istihdamda olmayabileceğini kabul ederler. Ayrıca, Klasik Miktar Teorisinin bazı açıklamalarının yetersiz olduğu görüşünü paylaşırlar. 1960-1970'lerde, ekonomik durgunluğu aşmak ve toplam talebi artırmak amacıyla uygulanan maliye politikalarının, özellikle I. ve II. Petrol Şokları sonrasında yüksek işsizlik ve enflasyon oranlarına yol açan stagflasyon sorununu tetiklediği görülmüştür. Bu durum, M. Friedman'ın çalışmalarında da belirgin bir şekilde yer almıştır. Monetaristler, ekonomik sorunların kaynağına uygun çözümler geliştirilmesi gerektiğini savunurlar. Yani, eğer ekonomik bir problem para kaynaklıysa, bu problemi sadece maliye politikalarıyla çözümenin mümkün olmayacağını, para politikalarının da devreye girmesi gerektiğini belirtirler (Aktan, 2010).

Milton Friedman ve ekibi tarafından gerçekleştirilen araştırmalar, toplam talebi harekete geçirmek amacıyla bütçe açığına dayalı mali politikaların uygulandığı finansman modelinde, para arzındaki artışın kaçınılmaz olduğunu ve bu durumun kısa vadede üretimi olumlu yönde etkilese de orta ve uzun vadede enflasyonist baskılara yol açtığını belgelemiştir. Monetaristler, para arzı ve enflasyon arasındaki güçlü ilişkiyi vurgulayarak, toplam talebin canlandırılmasının ve stagflasyonun aşılmasının etkili bir para politikası uygulaması gerektirdiğini savunmuşlardır. Bu yaklaşım, 1970'lerde önemli bir etkiye sahip olmuş ve özellikle 1980'den itibaren talep odaklı ekonomi politikalarının yerini arz odaklı politikalara bırakmasına sebep olmuştur.

Monetarizmin kurucusu sayılan Milton Friedman, 1976 yılında Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazandığı "*Modern Miktar Teorisi Üzerine Çalışmalar*" adlı kitabında, para arzının ekonomik performans üzerindeki etkisini anlatmıştır. Friedman, "*Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir fenomendir.*" (Friedman, 1968) sözüyle, enflasyonun nedeninin para arzının talepten fazla artması olduğunu vurgulamıştır. Monetarizm, enflasyonla mücadelede para politikalarının önemini savunmuş ve para arzının sabit bir oranda artırılması gerektiğini önermiştir. Monetarist ekonomistler, ekonomik dengesizliklerin ve krizlerin büyük ölçüde parasal nedenlere bağlı olduğunu iddia etmiş ve hükümetlerin bütçe açıkları ve vergiler gibi mali politikalardan kaçınması gerektiğini savunmuşlardır (Aktan, 2010).

Monetarist ekonomi teorisi, para arzının nominal Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYH) artışını aşmaması gerektiğini savunur. Aksi takdirde, bu durum fiyat istikrarını

ve ekonomik dengeleri olumsuz etkileyebilir. Milton Friedman, bu ekonomi teorisinin öncülerinden biri olarak, para arzındaki değişikliklerin gelir üzerinde gecikmeli bir etkisi olduğunu belirlemiştir. Eğer para arzındaki artış, nominal GSYH artışını aşarsa, bu durum uzun vadede belirsiz olsa da enflasyonist baskılara yol açabilir. Kısa vadede ise, para arzındaki artış öncelikle reel üretimi ve ardından nominal geliri artırarak genel fiyat seviyesinde bir yükselişe ve sonuç olarak enflasyona neden olabilir.

Monetarist ekonomistler, para arzındaki artışın ilk etapta faiz oranlarını azaltacağını, bu durumun kredi talebini yükselteceğini ve sonrasında artan kredi talebiyle birlikte faiz oranlarının yeniden artacağını belirtmişlerdir. Ayrıca, faiz oranlarının güvenilir bir gösterge olmaktan çok, yanıltıcı olabileceğini vurgulamışlardır. Para teorisinin ve politikasının kritik bir noktası, para talebinin, değişkenlerden bağımsız olarak, istikrarlı bir fonksiyon olup olmadığının ve bu fonksiyonun empirik olarak doğrulanıp doğrulanamayacağını belirlenmesidir (Friedman, 1966).

Friedman, Keynes'in yaklaşımından farklı olarak, para talebi fonksiyonunda cari gelir yerine serveti öne çıkarmıştır. Servetin tanımlanması ve ölçülmesinin zorlukları nedeniyle, para talebi fonksiyonunda sürekli gelirin kullanılması tercih edilmiştir. Sürekli gelir, cari gelire kıyasla daha satabil ve tahmin edilebilir bir değerdir. Friedman'ın teorisine göre, faiz oranları arasındaki değişimler, paraya kıyasla diğer varlıkların beklenmekte olan getirileri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmamaktadır, bu da para talebinin faiz oranlarına karşı duyarsız olduğunu öne sürmektedir (Mishkin, 2007).

Monetarist ekonomi teorisi, Irving Fisher'ın klasik miktar teorisini temel alır ve $MV=PT$ denklemi ile ifade edilir. Burada M, ekonomide dolaşımda olan para miktarını; V, paranın dolaşım hızını; P, alınıp satılan malların ortalama fiyatını ve T, para ile alınıp satılan mal miktarını temsil eder. Monetaristler, paranın dolaşım hızının sabit olmadığını, ancak belirli değişkenlerin stabil bir fonksiyonu olduğunu belirtirler. Bu teori, Friedman'ın analizleri ile geliştirilmiş ve "*Modern Miktar Teorisi*" olarak adlandırılmıştır. Para arzındaki bir düşüşün, kısa vadede ekonomik aktiviteyi, fiyatları ve para dolaşımını nasıl etkilediği konusunda Monetaristler ve Keynesçiler arasında bir görüş ayrılığı vardır. Monetaristlere göre, para arzındaki azalma, nominal geliri ve fiyat seviyesini düşürürken, reel gelirden önemli bir değişikliğe yol açmaz. Keynesçilere göre ise, para arzındaki azalma, reel geliri düşürürken, fiyat seviyesindeki değişim

belirsizdir. Bu farklılık, Friedman'ın miktar teorisini Keynes'in teorisinden ayıran nokta olmaktadır (Patinkin, 1972).

Milton Friedman'ın para talebi yaklaşımında, Keynesyen ve klasik ekonomi okullarının para talebi fonksiyonlarında yer alan faiz oranlarının, para talebini çok fazla etkilemediği için daha az önemli olduğu iddia edilmektedir. Bu okullarda, faiz oranlarının, parasal büyüklükler üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı için talep fonksiyonundan çıkarıldığı belirtilmektedir. Monetarist ekonomi anlayışında, enflasyonu kontrol etmenin en iyi yolu para politikasıdır. Para otoritesi, para arzını piyasadaki para talebinden bağımsız olarak ayarlamaktadır. Fakat, para otoritesinin para arzını sık sık değiştirmesi, piyasalarda istikrar sağlamak yerine, istikrarsızlığa neden olabileceği ifade edilmektedir (Aktan, 2010).

2.5.5. Yeni Klasikler Açısından Faiz ve Para Politikaları

1970'lerin stagflasyon krizleri, serbest piyasa yaklaşımlarının etkisi altında, dünya ekonomisinde çeşitli makroekonomik modellerin ve teorilerin geliştirilmesine yol açmıştır. Bu dönemde, John F. Muth liderliğinde yeni klasik iktisat düşüncesi ortaya çıkmıştır (Ayala vd., 2014).

Yeni klasik iktisat, serbest piyasa ekonomisi prensiplerinin yanı sıra, doğal oran ve rasyonel beklentiler hipotezlerine dayanır. Rasyonel beklentiler hipotezi, insanların ekonomik değişkenleri modellemek için tümevarım yoluyla bilgi topladığını ve rasyonel bir şekilde hareket edebileceğini savunur (Ayala vd., 2014).

Rasyonel beklentilerin temel varsayımları şunlardır (Parasız, 2003):

- Bireyler, mevcut bilgileri kullanarak en iyi kararı almaya çalışırlar.
- Piyasalarda devletin müdahalesi en aza indirildiğinde, fiyatlar ve ücretler esnek hale gelir. Bu durum, serbest piyasa koşullarında arz ve talebin her zaman piyasa dengesini sağlama kapasitesine sahip olmasını mümkün kılar.

Rasyonel beklentiler teorisi, ekonomik birimlerin para ve fiyat seviyeleri arasındaki ilişkiyi anladığını ve ekonomi politikalarının unsurlarını doğru bir şekilde tahmin edebildiğini öne sürer (Hoover, 1984). Bu yaklaşım, insanların bilgiyi kullanarak nominal ve gerçek değişiklikleri ayırt ettiklerini ve sadece gerçek değişikliklerle etkili kararlar alabileceklerini belirtir.

Yeni klasik ekonomistler, para arzındaki değişikliklerin faiz oranları üzerinde kısa veya uzun vadede bir etkisi olmayacağını iddia ederler. Beklenen bir para arzı artışının beklenen bir enflasyonla sonuçlanacağını ve nominal faiz oranlarının beklenen enflasyonla birlikte artacağını savunurlar. Bu durumda, Fisher eşitliği gibi, reel faiz oranlarının sabit kalabileceğini belirtirler (Demirgil ve Türkay, 2017).

Küresel sermaye hareketlerinin artmasıyla birlikte para otoritelerinin önemi de artmıştır. Bu bağlamda, Merkez Bankalarının fiyat istikrarını sağlamak gibi önemli görevleri bulunmaktadır. Yeni klasikler, para otoriteleri tarafından fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda uygulanan politikaların beklentilerle uyumlu ve istikrarlı olması durumunda daha etkili olacağını savunmaktadır (Taylor, 1985).

Ekonomik birimlerin beklentileri, Merkez Bankaları tarafından belirlenen hedeflere ulaşmak için kullanılmaktadır. Bu çerçevede, Merkez Bankalarının uyguladığı faiz politikası ulusal ve uluslararası ekonomik gelişmelere göre şekillendirilmelidir (Snowdon ve Vane, 2012).

2.5.6. Post Keynesyenler Açısından Faiz ve Para Politikaları

Para politikası, ekonomik büyümeyi ve tam istihdamı teşvik etmeyi amaçlayan bir yaklaşımdır. Bu amaçları gerçekleştirmek için para politikası, döviz kuru, fiyat istikrarı, likidite, beklentiler ve finansal sistem gibi beş ana hedefe odaklanmaktadır (Terra ve Arestis, 2017). Bu hedeflere ulaşmak için para politikası, regülasyon ve faiz oranı gibi klasik araçların yanı sıra borç yönetimini de kullanarak çeşitli araçları devreye sokabilmektedir. Borç yönetimi, faiz oranının yönetimini temel alarak getiri eğrisini etkilemeyi amaçlamakla birlikte, acil hedefler doğrultusunda daha etkin bir politika haline gelebilir (Terra ve Arestis, 2017).

Post Keynesçi yaklaşıma göre, merkez bankalarının faiz oranı işletim prosedürlerine vurgu yapması yaygın bir uygulamadır. Teorik olarak, faiz oranı işletim prosedürü, IS-LM modeli içinde "Merkez Bankası İçselliği" olarak adlandırılan bir tür içsel para arzı oluşturmaktadır. Ancak, bu içsel para arzı kavramı, paranın kredi niteliğine dayalı Post Keynesyen anlayıştan temelde farklılık göstermektedir (Palley, 2006).

Merkez bankalarının faiz oranı işletim prosedürlerine geçiş süreci, dışsal para modellerinin tarihsel olarak egemen olduğu makroekonomi ile tam bir uyum içerisindedir. Bu değişiklik, ara hedefler, nihai hedefler ve araçlar hakkındaki

literatürden çıkarılabilir ve para kuvvetlerinin nihai hedefinin gerçek GSYH seviyesi olduğu varsayılır. Para otoritesinin bu nihai hedefe ulaşmak için para arzı, nominal faiz oranı veya enflasyon gibi bir ara hedef belirlemesi gerekmektedir. Hedefe ulaşmak için para otoritesinin parasal taban arzını mı yoksa faiz oranını mı kullanacağına karar vermesi gerekmektedir (Palley, 2006).

Post Keynesçi bakış açısına göre, para arzı ve parasalcılık hedeflerinin mantığı bazı eksiklikler taşımakta ve finansal inovasyon ve deregülasyon bu eksiklikleri daha da belirgin hale getirmektedir. Para arzı hedeflerinin uygulanabilir olmaması, finansın içselliğinin kaçınılmaz bir sonucu olarak kabul edilmektedir. Finansal sistemdeki inovasyon ve serbestlik, merkez bankalarının para arzı hedeflerini belirli niceliksel kısıtlamalardan kaçınarak artırabileceği esneklik sağlamaktadır (Palley, 2006).

Post Keynesyen ekonomi modelinde, üretim ve para oluşturma arasında bir bağlantı vardır. Bu modelde, her yeni üretim hareketinin yeni bir mali kaynak gerektirdiği varsayılır. Bankalar, gerçek sektörün finansman ihtiyaçlarını yeni krediler oluşturarak veya mevcut kredileri yeniden yapılandırarak karşılarlar. Paranın ekonomik sisteme üç farklı yol ile giriş yapmaktadır;

- Üretken kredi üretimi,
- Para otoritelerinin para,
- Maliye politikası uygulamaları ve dışa açık ekonomilerde merkez bankasının bilanço fazlası (Cin, 2012).

Post Keynesyen yaklaşıma göre, faiz oranı dışsal bir faktördür çünkü piyasa dinamikleri tarafından değil, merkez bankası tarafından belirlenir. Faiz oranının belirlenmesi, içsel ve dışsal ekonomik hedeflere dayanmaktadır (Nayan vd., 2013).

2.6. Para Arzı ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki

Para arzı ile faiz oranı arasındaki ilişkinin etkileri, kısa ve uzun vadede farklı şekillerde ortaya çıkmaktadır. Bu ilişkiyi açıklayan üç farklı yaklaşım bulunmaktadır: Klasik, Neo-Klasik ve Keynesyen yaklaşımlar. Klasik ve Neo-Klasik yaklaşımlara göre, para miktarındaki değişiklikler kısa vadede faiz oranlarını etkilese de uzun vadede değiştiremez. Klasik ekonomistler, faiz oranını reel etkenlere bağlamış ve faiz oranının asıl olarak reel tasarruf arzı ile sermaye talebi tarafından belirlendiğini savunmuşlardır. Bu yaklaşıma göre, para miktarındaki artış kısa vadede faiz oranlarını azaltabilir ancak uzun vadede herhangi bir değişiklik olmayacaktır. Neo-Klasik iktisatçıların ödünç

verilebilir fonlar teorisi ise para arzının genişlemesi durumunda fon arzının artacağını ve bu nedenle faiz oranının düşeceğini öngörmektedir. Keynesyen ekonomi teorisine göre, para arzındaki bir artış, faiz oranlarını düşürürken, para arzındaki bir azalış, faiz oranlarını yükseltir. Bu durum, Merkez Bankası'nın para arzı ve faiz oranları arasında bir ters ilişki olduğunu göstermektedir. Para arzındaki değişimlerin faiz oranları üzerindeki etkisi belirgindir, ancak para arzındaki artışın büyüklüğünün faiz oranları üzerindeki etkisi oldukça önemlidir ve göz ardı edilemez. Bu durum, faiz oranlarındaki değişikliklerin hazine bonosu tutma riskini artırarak para talebini yükselttiği ve genel olarak faiz oranlarını artırdığı anlamına gelmektedir (Üstünel, 1990; Ertürk, 1996; Sarı, 2009).

Para arzının faiz oranı üzerindeki etkileri dört farklı faktörle açıklanmaktadır. Bu faktörler; fiyatlar genel düzeyi etkisi, likidite etkisi, beklentiler etkisi ve gelir etkisidir.

Likidite etkisi, para arzının artması durumunda insanların ellerinde tuttukları nakit miktarının artmasına ve bu durumun sermaye piyasalarına etkisine odaklanmaktadır. Artan para arzı, sermaye piyasasına yöneldiğinde tahvil talebi ve tahvil fiyatları artar, faiz oranları ise düşer. Bu duruma likidite etkisi denilmekte olup, Keynes'in likidite tercih teorisi bu etkiyi açıklamaktadır (Paya, 2001).

Fiyatlar genel düzeyi etkisi, para arzındaki genişlemenin ekonomideki reel para miktarını yükseltmesi ve bu durumun tüketim harcamalarına yansımaları sonucunda fiyatlar genel düzeyinde bir artışa yol açabileceğini belirtir. Özellikle ekonominin tam istihdam seviyesine yaklaştığı dönemlerde, para arzındaki genişlemenin fiyatlar genel düzeyinde daha net bir artışa neden olacağı tahmin edilmektedir (Paya, 2001).

Gelir etkisi ise, reel endekslerin artmasıyla birlikte insanların ellerindeki nakit miktarını istenilen düzeyin üzerine çıkaracaklarını ve bu durumun harcamalara yansiyarak mal ve hizmetlere olan talebi artıracaklarını ifade etmektedir. Bu duruma gelir etkisi adı verilmekte olup, reel milli gelirdeki artışın para talebini genişleteceği ve bu durumun tahvil fiyatlarına etkisiyle faiz oranlarını artıracakları öngörülmektedir (Paya, 2001).

Fiyatlar Genel Düzeyi Etkisi, para arzındaki bir artışın, ekonomideki reel para miktarını yükselterek ortaya çıktığı bir durumu tanımlar (Paya, 2001). Bu artış, harcamaların artmasına ve sonuç olarak fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine yol açar. Ekonomi tam istihdam seviyesine yaklaştığında, bu fiyat artışı daha belirgin hale gelir.

Bu, para arzındaki artışın, ekonomideki fiyatlar genel düzeyini etkileme potansiyelini gösterir.

Öte yandan, Gelir Etkisi, reel endekslerdeki bir artışın, mevcut para miktarını aşması durumunda ortaya çıkar (Paya, 2001). Bu durumda, insanlar ellerindeki fazla parayı harcayarak, reel balanslarını eski seviyesine getirirler. Parasal genişlemenin bir sonucu olarak, bono gelirlerinin harcamaya dönüşmesi, mal ve hizmetlere olan talebi artırır. Bu, ekonomideki kullanılmayan kapasitelerin kullanılmasını sağlar ve reel milli geliri artırır. Reel milli gelirdeki bu artış, para talebinin genişlemesine ve likidite sorunu yaşayan kişilerin tahvil satışlarına yönelmesine neden olur. Bu da tahvil fiyatlarının düşmesine ve faiz oranlarının yükselmesine yol açar.

Fisher tarafından geliştirilen Enflasyonist Beklentiler Etkisi, nominal faiz oranlarının, reel faiz oranı ve beklenen enflasyonun toplamına eşit olduğunu belirtir. Fisher denkleminin temelinde, para arzındaki değişikliklerin enflasyon ve faiz oranları üzerindeki etkisini anlamak yatar. Fisher'in teorisine göre, para arzındaki bir artış, nominal faiz oranlarını düşürürken, enflasyon ve faiz oranlarını artırır (Paya, 2001).

Fisher denklemi, nominal faiz oranının, reel faiz oranı ve beklenen enflasyon oranı ile doğrudan ilişkili olduğunu ifade eder (Şimşek ve Kadılar, 2006).

Para arzındaki bir artışın sonuçları, dört farklı faktörde görülür: likidite etkisi, fiyatlar genel düzeyi etkisi, gelir etkisi ve enflasyonist beklentiler etkisi. Bu dört etkinin faiz oranları üzerindeki toplam etkisi belirsizdir. Likidite etkisi, para arzındaki bir artışın faiz oranlarını düşürme eğiliminde olduğunu gösterir. Diğer taraftan, diğer üç etki, para arzındaki bir artışın faiz oranlarını yükseltme eğiliminde olduğunu gösterir. Hangi etkinin daha baskın olduğuna bağlı olarak net etki belirlenir. Genellikle, parasal büyüme sonrasında hemen likidite etkisi görülür, ancak gelir ve fiyat düzeyi etkilerinin ortaya çıkması zaman alır. Beklenen enflasyon etkisi, toplumun enflasyon beklentilerinin parasal büyümenin artışına bağlı olarak ne kadar hızlı veya yavaş ayarlandığına bağlıdır (Aslan, 2009).

Faiz oranlarının belirlenmesinde parasal politikalar önemli bir rol oynar. Bu politikalar genellikle merkez bankaları tarafından belirlenir ve para arzını kontrol etmek için açık piyasa işlemleri, reeskont politikaları ve mevduat munzam karşılık oranlarını kullanırlar. Merkez bankalarının para arzını düzenlemek için yaptığı bu işlemler, faiz oranlarını doğrudan etkiler (Dornbusch ve Fischer, 1998).

Ayrıca, devletin mali açığını gidermek için Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi, ana para ve faiz getirisi olan kısa vadeli borç senetleri çıkarır.

Hazine bonusu, faiz oranlarının belirlenmesinde kritik bir faktördür ve faiz oranları ile ters bir ilişkisi vardır. Yani, ülkedeki faiz oranları yükseldikçe, hazine bonosunun getirisi düşer.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda, devletin iç borçlanma senetleri, gelir ortaklığı senetleri ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın dışarıya sattığı likidite senetleri gibi çeşitli yatırım araçları işlem görür. Bu araçlar, Türk lirası dışındaki birçok para birimiyle ödenir. Toplu Konut İdaresi, Özelleştirme İdaresi, özel şirketler ve yerel yönetimler tarafından çıkarılan borçlanma senetleri ve Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenen diğer menkul kıymetler, Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden yatırımcılara duyurulur. Bu duyurunun ardından, ikinci iş gününde işlem görmeye başlayan yatırım ürünlerinin yanı sıra, repo, ters repo ve menkul kıymet opsiyonlu repo gibi repo işlemleri de yapılabilir. Takas ve Saklama Bankası tarafından gerçekleştirilen takas ve saklama işlemlerinde, ödeme karşılığında teslim prensibi uygulanır, bu da anapara riskini ortadan kaldırır. Devlet ve bankalar, belirli faiz, vade ve oranlarda hazine bonoları ve devlet tahvilleri satarlar. Bu bonolar ve tahviller, birincil ve ikincil piyasalarda, arz ve talep dengesine göre, bireysel veya kurumsal yatırımcılar tarafından alınıp satılır.

2.7. Literatür İncelemesi

Tayyar tarafından 2017 yılında ele alınan çalışmada "Politik Konjonktür Teorileri" kavramı üzerinden Türkiye'deki seçim dönemlerinde para politikası araçlarının kullanımı incelenmiştir. Politik Konjonktür Teorileri, hükümetlerin seçimler öncesi para ve maliye politikalarını değiştirme yetkisine sahip olmalarının, ekonomik dalgalanmalara yol açabileceğini ifade etmektedir. Kamu tercihi okulu ise bu durumu, devletin başarısızlığı kavramı üzerinden açıklamaya çalışmıştır. Teoriler dört modelden oluşmakta olup, bu çalışmada "Geleneksel Fırsatçı Politik Konjonktür Teorisi" esas alınmıştır. Çünkü Türk seçmen yapısının bu teoriye daha uygun olduğu düşünülmektedir. 1987-2016 yılları arasındaki sekiz genel seçimin etkisi, para arzı, kredi ve faiz oranı gibi göstergelere göre incelenmiştir. Mevsimsel Box-Jenkins modelleri kullanılarak, para politikası araçlarındaki değişimlerin politik konjonktür teorisinin varsayımlarına uyup uymadığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak, para arzı ve kredi seviyelerinde politik konjonktür etkisi olduğu; ancak faiz oranlarında böyle bir

etkiye rastlanılmadığı belirlenmiştir. Dolayısıyla 1987-2016 dönemi için, para politikası göstergelerinde genel olarak politik konjonktürün varlığına işaret edilmiştir.

Can tarafından yapılan çalışmada zaman serileri analiz yöntemlerinin işletmelerde kullanımı konusu ele alınmıştır. Araştırma, tanımlama, modelleme, tahmin ve kontrol amaçlarıyla kullanılan tek değişkenli zaman serileri analiz tekniklerinin işletme planlaması ve tahminindeki uygulamalarını incelemektir ve işletmelerde planlamanın ve tahminin önemini altını çizmektedir. Ayrıca istatistiksel tahmin yöntemleri sınıflandırılarak, çalışmanın kapsamı dışındaki konulardan kısaca bahsedilmektedir. Tek değişkenli zaman serileri analiz teknikleri ayrıntılı olarak ele alınarak, üstel düzeltme, bileşenlere ayırma, hareketli ortalama ya da otoregresif, otoregresif koşullu değişen varyans modelleri açıklanmaktadır. Daha sonra tek değişkenli zaman serileri analiz yöntemlerinin petrol endüstrisindeki bir şirket olan Tüpraş'ın satış verileri ve ham petrol fiyatları üzerinde uygulanması yer almaktadır. Değişken seçimindeki amaç, bu verilerin işletme planlaması için önemini yansıtmaktadır.

Hacıevliyagil vd.'nin 2019'daki çalışması, makroekonomik faktörlerin (faiz oranları, para arzı ve enflasyon) döviz kurları üzerindeki etkisini incelemektedir. Bu faktörlerin döviz kurları üzerindeki etkileri, Türkiye ve BRICS ülkeleri arasında bir karşılaştırma analizi ile değerlendirilmiştir. Bu analiz, 2002'nin ocak ayından 2017'nin aralık ayına kadar olan 16 yıllık, 192 aylık bir süreyi kapsamaktadır. Araştırmada çeşitli istatistiksel yöntemler kullanılmıştır, bunlar arasında Johansen Eşbütünleşme Testi, ADF Birim Kök testi, FMOLS Yöntemi, VEC Hata Düzeltme Modeli ve VAR Analizi temelli Granger Nedensellik testleri bulunmaktadır. Çalışma, Güney Afrika dışındaki tüm BRICS ülkelerinde döviz kuru ile aynı yönde bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Faiz oranlarının katsayıları diğer faktörlere göre daha düşük olduğundan, tüm ülkelerde faiz oranları ile döviz kurları arasında güçlü bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır. Enflasyon oranı, Çin dışındaki tüm ülkelerde döviz kuru ile ters bir ilişki içindedir. Para arzı ise, Çin dışındaki tüm ülkelerde döviz kuru ile benzer yönde bir ilişki içindedir. Bu sonuçlar, makroekonomik faktörlerin döviz kurları üzerindeki etkisinin ülkeden ülkeye değişebileceğini göstermektedir.

Akıncı ve Yılmaz'ın yürüttüğü çalışmada, enflasyonun faiz oranları üzerindeki etkileri, altı kontrol değişkeni aracılığıyla dolaylı bir şekilde ve doğrudan bir şekilde Türkiye ekonomisi bağlamında 1980-2012 yılları arasında Dinamik En Küçük Kareler

(DOLS) analizi kullanılarak test edilmiştir. İlk adımda, Johansen-Juselius eşbütünleşme testi ilgili değişkenlere uygulanmış ve uzun vadeli ilişkiler belirlenmiştir. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini tespit etmek için Granger nedensellik testi kullanılmış ve beklentilere uygun nedensellik ilişkileri bulunmuştur. DOLS analizi tahminleri, cari denge, enflasyon, para arzı, dış borç servisi, ekonomik büyüme süreci ve döviz kurunun faiz oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkileri olduğunu göstermiştir.

Çavuşoğlu'nun incelemesinde, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, kısa vadeli nominal faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanılmasının, bankaların mevduat ve kredi faiz oranlarına etkisinin incelenmesi merkezindedir. Bu çalışmada, nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin, bankacılık faiz oranlarına aktarılma sürecinin hızı ve etkinliği, parasal aktarım mekanizmasının işlevselliği açısından kritik bir öneme sahip olduğu vurgulanmaktadır. Merkez bankasının para politikası araçlarının etkinliği, bu aktarım sürecinin hızı ve kapsamıyla doğrudan ilişkilidir; dolayısıyla, faiz oranlarındaki değişikliklerin banka faiz oranlarına hızlı ve tam olarak yansımaları, politika hedeflerine ulaşmada belirleyici bir faktördür.

1990'larla birlikte, kısa vadeli faiz oranlarının politika yapımında merkezi bir rol üstlenmesiyle, banka ve piyasa faiz oranlarının aktarım sürecine ilişkin geniş bir literatür gelişmiştir. Bu alandaki ampirik çalışmalar, banka faiz oranlarının kısa vadede görece daha katı olduğunu, uzun vadede ise aktarımın daha etkin gerçekleştiğini ortaya koymuştur. Ayrıca, aktarım sürecinin hızı ve etkinliğinin ülkeden ülkeye ve mevduat veya kredi türlerine göre farklılık gösterdiği gözlemlenmiştir.

Çavuşoğlu'nun çalışması, 2002 yılından itibaren Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi altında, TCMB'nin referans faiz oranındaki değişikliklerin, bankaların çeşitli kredi ve mevduat faiz oranlarına etkisinin analiz edilmesine odaklanmıştır. Bu amaçla, Vektör Oto Regresyon ve eşbütünleşme analizleri kullanılarak, politika faiz oranındaki değişikliklerin bankacılık faiz oranlarına kısa ve uzun dönemdeki etkileri ölçülmüştür. Analizler, faiz oranları arasındaki ilişkinin uzun dönem dinamiklerini ve faiz oranı aktarım sürecinin hızını ve etkinliğini değerlendirmiştir.

Araştırma sonuçları, Türkiye'de bankacılık faiz oranlarının aktarım sürecinin, kredi ve mevduat türlerine göre farklılık göstermekle birlikte, genel olarak hızlı ve uzun vadede etkin olduğunu göstermiştir. Kredi faiz oranlarında uzun dönem aktarım etkinliği, mevduat faiz oranlarına göre daha belirgin iken; tüketici kredileri, ticari

kredilere kıyasla daha hızlı ve etkin bir aktarım sürecine sahiptir. Özellikle konut kredilerinde, aktarım sürecinin hızı ve etkinliği en yüksek seviyede bulunmuştur. Kamu bankalarının piyasadaki varlığı, mevduat faiz oranlarının aktarım sürecini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu bağlamda, Merkez Bankası'nın politika faiz oranındaki değişikliklerin, bankacılık faiz oranları üzerinde ortalama üç aylık bir gecikmeyle etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Oktar ve Dalyancı'nın ele aldığı çalışma, Türkiye ekonomisinde para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çalışmada, TCMB politika faizi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, zaman serisi analizi yöntemleriyle incelenmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre, TCMB politika faizi ve ekonomik büyüme arasında kısa dönemde Granger nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Ancak, uzun dönemde ters yönde kointegrasyon ilişkisi söz konusudur. Bu, uzun dönemde ekonomik büyümenin para politikası ile yönetilebileceğini göstermektedir. Çalışma, Türkiye ekonomisinde para politikasının ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, para politikasının tasarımı yapılırken, ekonomik büyüme hedefleri de dikkate alınmalıdır. Çalışma sonucunda, Türkiye ekonomisi için ekonomik büyümeyi destekleyecek şekilde para politikası tasarımı yapılması konusunda önemli bilgiler sağlanmaktadır. Ayrıca, çalışmanın bulguları, para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen diğer çalışmalar için de yol gösterici niteliktedir.

Macit'in yapmış olduğu çalışmada uluslararası kredi kanalının işleyişi, E7 ülke grubu bağlamında incelenmektedir. Çalışmanın amacı, ABD merkez bankasının 2008 sonrası değişen yeni politika karması ya da yeni politika stratejisi ile gelişmekte olan ülkeler açısından, banka kredi kanalını analiz etmek ve ABD'nin finansal baskısını ele alan para politikası sonuçlarını araştırmaktır.

Uluslararası kredi kanalı, güçlü bir ülkenin, örneğin ABD, merkez bankasının uygulamış olduğu bir para politikası kararının, örneğin gecelik faiz değişikliğinin, diğer ülkelerdeki gecelik faizler üzerinden kredi sistemini ve kredi miktarını nasıl etkilediğini inceleyen bir kanaldır.

Bu çalışmada, uluslararası kredi kanalının işleyişi, panel veri yöntemi ile Vektör Otoregresyon (VAR) analizi ile 2008:01–2017:09 dönemi için test edilmektedir. ABD finansal baskısını göz önüne alan kısa vadeli faiz oranları ile yapılan analiz bulgularına

göre, E7 ülke grubu için banka kredi kanalının farklı bir mekanizma üzerinden etkin şekilde çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın sonuçları, ABD merkez bankasının para politikası kararlarının, E7 ülke grubu ülkelerinin kredi sistemini ve kredi miktarını önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Bu etki, özellikle ABD'nin finansal baskısı altında olan ülkelerde daha belirgindir.

Çalışmanın bulguları, uluslararası kredi kanalının işleyişinin, gelişmekte olan ülkelerin para politikası kararlarını alırken dikkate alması gereken önemli bir faktör olduğunu göstermektedir.

Güvenoğlu'nun ele aldığı çalışmada, Türkiye ekonomisi açısından parasal aktarım mekanizmaları ve aktarım mekanizmalarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Çalışmada, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi, bankacılık sektöründe yapılan yapısal düzenlemeler, doğru politikaların uygulanması ve para otoritelerine olan güvenin artması Türkiye ekonomisinde faiz oranı kanalının, kredi kanalının ve beklentiler kanalının etkin çalışmasını sağladığı belirtilmiştir. Ancak, döviz kuru kanalı ile varlık fiyatları kanalının çalışmasında birçok makroekonomik değişkenlerin etkili olması, Türkiye'nin yapısal sorunları, gelişmiş ve derinleşmiş finansal piyasaların yokluğu Türkiye ekonomisinde iki kanalın etkin işleyişini engellemiştir.

Parasal aktarım mekanizmaları, merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerini gösteren süreçlerdir. Bu mekanizmalar aracılığıyla, merkez bankaları ekonomik hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadırlar. Türkiye ekonomisinde, faiz oranı kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı etkin bir şekilde çalışmaktadır. Ancak, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalı, çeşitli faktörler nedeniyle etkin bir şekilde çalışmamaktadır.

Faiz oranı kanalı, merkez bankasının faiz oranlarını değiştirmesiyle, tüketim ve yatırımların etkilenmesi sürecidir. Türkiye'de, merkez bankasının faiz oranlarını değiştirmesi, tüketim ve yatırımları istenen yönde etkilemektedir. Kredi kanalı, merkez bankasının bankalara sağladığı kredilerin hacmini değiştirmesiyle, tüketim ve yatırımların etkilenmesi sürecidir. Türkiye'de, merkez bankasının bankalara sağladığı kredilerin hacmini değiştirmesi, tüketim ve yatırımları istenen yönde etkilemektedir. Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin geleceğe yönelik beklentilerinin, ekonomik

kararlarını etkilemesi sürecidir. Türkiye’de, ekonomik birimlerin geleceğe yönelik beklentileri, ekonomik kararlarını istenen yönde etkilemektedir.

Döviz kuru kanalı, merkez bankasının döviz kurunu değiştirmesiyle, net ihracatın etkilenmesi sürecidir. Türkiye’de, merkez bankasının döviz kurunu değiştirmesi, net ihracatı istenen yönde etkilememektedir. Varlık fiyatları kanalı, merkez bankasının varlık fiyatlarını değiştirmesiyle, tüketim ve yatırımların etkilenmesi sürecidir. Türkiye’de, merkez bankasının varlık fiyatlarını değiştirmesi, tüketim ve yatırımları istenen yönde etkilememektedir.

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinde faiz oranı kanalı, kredi kanalı ve beklentiler kanalı etkin bir şekilde çalışmaktadır. Ancak, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalı, çeşitli faktörler nedeniyle etkin bir şekilde çalışmamaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YÖNTEM

3.1. Zaman Serisi Analizi Yöntemi

Zaman serisi verileri, ardışık dönemler boyunca değişkenlerin sayısal değerlerinin sıralı olarak gözlemlenmesine ilişkin bilgiler sunar. Sıralı zamansal düzen, gözlemlenen veriler için bir ön koşul değildir. Doğru analiz yapabilmek için dizinin ilerleyişini düzenli olarak izlemek çok önemlidir (Seddighi vd, 2000).

Zaman serisi verileri günümüzde çeşitli alanlarda yaygındır. Siyaset bilimi, ekonomi, psikoloji, sosyoloji, biyomedikal istatistik ve meteoroloji dahil olmak üzere çeşitli disiplinler, tahminler oluşturmak için zaman serisi veri analizini kullanır (Yafee ve McGee 2000).

Zaman içinde sıralı olarak izlenen değişkenlere genellikle araştırma, mühendislik ve işletme gibi çeşitli alanlarda rastlanır. Hanehalkı gelir düzeyindeki değişiklikler, başkentlerdeki günlük sıcaklıklar, aylık hava kirliliği oranları gibi zamana bağlı değişkenler günlük hayatımızdaki çeşitli kaynaklardan toplanmaktadır. Bir değişken, örnekleme aralığı adı verilen belirli bir aralık dahilinde zaman içinde tekrar tekrar örneklendiğinde, toplanan veriler bir zaman serisi oluşturur (Cowpewart ve Metcalfe 2009).

Granger ve Newbold (1986) zaman serisini kronolojik sıraya göre düzenlenmiş gözlemler dizisi olarak tanımlamaktadır. Basitçe söylemek gerekirse, zaman serisi, belirli bir süre boyunca sıralı bir şekilde üretilen gözlemlerin koleksiyonunu ifade eder. Gözlem kümesi sürekli ise, bir zaman serisine sürekli zaman serisi denir. Bir zaman serisi, gözlemlerinin yıllık, aylık veya haftalık gibi düzenli aralıklarla gerçekleşmesi durumunda ayrık bir zaman serisi olarak kabul edilir. Ayrık bir zaman serisi, sürekli bir zaman serisinin örneklemeyle veya bir değişkenin belirli bir zaman aralığı boyunca toplanmasıyla elde edilebilir (Box ve Jenkins, 1976).

Analiz edilen bir zaman serisi, trend, döngüsel dalgalanma, döngüsel hareketler ve zaman gibi unsurları kapsayabilir. Zaman dışındaki etkilere ilişkin endeksler hesaplanırken söz konusu etkilerin gözlemlerin dışında tutulması önemlidir. Dolayısıyla bu yaklaşımın bir sonucu olarak seriler zaman serisi analizine tabi tutulabilmektedir. Bir zaman serisi, doğru bir şekilde tahmin edilebiliyorsa deterministik olarak adlandırılır.

Zaman serisi analizinin temel amacı, gözlemlenen verilerin olasılıksal doğasını tespit etmektir. Bu tür serileri tanımlamak için kullanılan terim "stokastik zaman serisi"dir (Kaya, 1999).

İstatistiksel modellemede ve sonuçlarda birçok zaman noktasında toplanan deneysel verilerin incelenmesi, yeni ve benzersiz zorlukların araştırılması gerekliliği nedeniyle ortaya çıkmıştır. Zaman içinde ardışık noktaları örneklerken gözlemlenen gözlemlenen ilişki, geleneksel istatistiksel yaklaşımların kullanılabilirliğini kısıtlamaktadır. Bunun nedeni, geleneksel istatistiksel yaklaşımların tipik olarak ardışık gözlemlerin bağımsız ve aynı şekilde dağıldığı varsayımına dayanmasıdır. Zaman serisi analizi, bu zamansal ilişkilerden kaynaklanan matematiksel ve istatistiksel sorgulamaları ele almak için kullanılan sistematik yöntemleri ifade eder (Shumway ve Stoffer, 2006).

Zaman serisi analizinin temel hedefleri dört bileşeni kapsar: tanımlama, modelleme, tahmin ve kontrol.

1. Tanımlama: Özet istatistiksel bilgilerin ve/veya grafik tekniklerinin kullanılması yoluyla zaman serisi verilerinin aydınlatılması. Verilerin zamansal yörünge grafiği bu noktada çok önemlidir.

2. Modelleme: Veri üreten süreci doğru bir şekilde temsil etmek için uygun bir istatistiksel modelin belirlenmesi. Belirli bir değişkenin tek değişkenli modeli yalnızca önceki değerlerine dayanır, ancak aynı değişkenin çok değişkenli modeli yalnızca geçmiş değerlerini değil aynı zamanda ek değişkenlerin şimdiki ve geçmiş değerlerini de dikkate alabilir. İkinci senaryoda, bir serideki değişiklikler diğer serilerdeki değişiklikleri açıklayabilir. Modeller metodolojik bir yaklaşımdır ve model oluşturma süreci bilimsel bir disiplindir.

3. Tahmin: Serinin gelecekteki değerlerini tahmin etmek. Tahminde iki ana yaklaşım vardır. İlk yaklaşım, geleceğin geçmiş değerlere benzer olacağı varsayımına dayanmaktadır. İkinci yaklaşım, bağlantılı değişkenlerdeki değişikliklerin sonucu nasıl etkileyebileceğini incelemek için çeşitli modeller kullanmayı içerir.

4. Kontrol: Endüstriyel süreçlerde, ekonomide veya benzer süreçlerde süreç kontrolle yönetildiğinde doğru tahminlere ulaşılır. Bu tür süreç modelleme, çeşitli modellerden türetilen tahminlerin dahil edilmesiyle karakterize edilir.

Daha önce de söylediğimiz gibi geleceğe yönelik tahminler yoluyla geleceğe dair fikir edinmenin temel yöntemi zaman serisi verilerinin değerlendirilmesidir. Zaman serisi analizlerini etkin bir şekilde yürütmek için trendleri, döngüsel dalgalanmaları,

mevsimsel etkileri ve rastgele değişimleri yönetmek gerekir. Bu faktörler parametre tahminlerinde yanlılığa yol açabilir ve durağanlık gibi varsayımları geçersiz kılabilir (Kaya, 1999).

Trend bileşeni, zaman serisi gözlem değerinin genellikle en az yedi yıl gibi uzun bir süre boyunca artma veya azalma yönündeki genel eğilimini ifade eder. Trend bileşeni, zamana bağlı değişkende gözlemlenen genel uzun vadeli yapıya katkıda bulunan temel faktörleri ifade eder. Mevsimsel bileşen, birbirini takip eden yıllar, mevsimler, çeyrekler, aylar veya günlerde aynı zaman noktalarında meydana gelen ve değerlerde artış veya azalışlarla sonuçlanan zaman serisi gözlemlerindeki düzenli dalgalanmaları temsil eder. Mevsimsel değişiklikler sıklıkla iklim, zamansal faktörler veya kültürel geleneklerle ilişkilendirilir. Mevsimsel değişimler, tutarlı dalga boyları ve döngüsel doğaları nedeniyle tekrar meydana geldikleri için periyodiktir. Mevsimsel değişikliklerin tutarlı ve periyodik olduğu göz önüne alındığında, etkileri herhangi bir anda daha kolay tahmin edilebilir. Döngüsel değişiklikler, iki ila on yıl veya daha fazla aralıklarla periyodik olarak meydana gelen ve artış veya azalma şeklinde ortaya çıkabilen trend düzeyindeki dalgalanmaları ifade eder. Periyodik olmayan ancak döngüsel bir yapıya sahip olan bu değişimden sorumlu olan olguya döngüsel bileşen adı verilmektedir.

Mevcut durumun artan etkisi, formasyonun yükselme eğilimini yoğunlaştırıyor, düşüş ise formasyonun büyüme hızını engelliyor ve potansiyel olarak yavaşlamaya veya durmaya yol açmaktadır. Rastgele değişiklikler, zaman serisini etkileyen öngörülemeyen olaylar sonucunda meydana gelen değişikliklerdir. Rastgele bileşen, Özmen vd. (2006), trend, döngüsel ve mevsimsel etkiler giderildikten sonra zaman serisinde kalan açıklayıcı bileşeni ifade etmektedir.

Zaman serileri, deterministik veya stokastik bileşenler içermesine bağlı olarak iki farklı süreç olarak görülebilir. Bir süreç stokastik ise, serideki her veri değeri, temel popülasyonun zaman içindeki her noktadaki olasılık dağılımının ortalama değeri olarak yorumlanabilir. Her dağılım çifti, gözlenen değerler arasında kovaryans sergiler. Stokastik bir süreç kullanılarak temsil edilmeye uygun olmayan seriler, deterministik bir süreç kullanılarak temsil edilebilir. Deterministik süreçler, fizik ve matematik ilkelerine göre önceden belirlenebilen fonksiyonel etkileşimleri ifade eder.

Bu ilişkiler bir olayın varlığını veya yokluğunu gösterebilir. Basitçe söylemek gerekirse, doğru bir şekilde tahmin edilebilen veya formüle edilebilen olgular kaotik olmaktan ziyade deterministiktir (Yafee ve Mcgee 2000).

Durağanlık, zaman serisi analizinde temel bir kavramdır. Sonuç olarak seriler durağanlıklarına göre iki bölümde incelenmektedir. Durağan seriler, ortalama seviyeleri etrafında tutarlı bir dağılım sergileyen istatistiksel dengeler olarak tanımlanır (Box ve Jenkins, 1976). Pratik durumlarda görülen zaman serilerinin çoğunluğu ya entegredir ya da durağan değildir.

Durağan olmayan seriler, durağanlık kriterine uymayan, yani karakterleri zamanla değişen zaman serileridir (Pindyck ve Rubinfeld, 1991). Box-Jenkins yaklaşımı (1976), trend, mevsimsellik, determinizm veya stokastisite gibi faktörleri dikkate almadan bu tür serileri durağan bir forma dönüştürmek için fark işleminin kullanılmasını önermektedir.

Zaman serisi verilerinin analizinde dört temel metodoloji kullanılmaktadır. Bu yöntemlere yumuşatma, ayrıştırma modelleri, Box-Jenkins zaman serisi modelleri ve otoregresyon yöntemleri adı verilmektedir. Ekstrapolasyon tüm yaklaşımlar için avantajlı olsa da, üstel düzlem ve difüzyon modelleri özellikle ekstrapolasyona dayalı yöntemler olarak kabul edilmektedir. Tek değişkenli Box-Jenkins modelleri ise nedensel olmayan modeller olarak anılır. Amaçları, seriyi etkileyen faktörleri açıklamak yerine, seriyi oluşturmak ve kurulan modele dayanarak tahminlerde bulunmaktır (Yafee ve McGee 2000).

Pratik kullanım yoğunluğunu göz önünde bulunduran zaman serisi örnekleri, Chatfield (1995) tarafından önerildiği gibi aşağıdaki sıralama ve tanımla ifade edilmiştir:

1. Ekonomik Zaman Serileri: Günümüzde zaman serilerinin çoğunluğu ekonomik verilerden elde edilmektedir. Günlük hisse senedi fiyatları, aylık ithalat-ihracat oranları, yıllık ortalama kazançlar, kurumların aylık satış rakamları, sektörel üretim miktarları, yıllık istihdam oranları gibi birçok zaman serisi belirli dönemlere göre analiz edilmektedir.

2. Fiziksel Zaman Serileri: Zaman serisi verilerinin çoğunluğu meteoroloji, deniz bilimleri ve jeofizik alanlarında bulunur. Ardışık hava durumu ölçümlerine örnek olarak birden fazla gün boyunca yağış miktarı ve hava sıcaklıklarının saatlik, günlük ve aylık olarak sürekli kaydedilmesi verilebilir.

Bazı mekanik kaydediciler sürekli ölçüm yapma kapasitesine sahiptir, bu da belirli zaman aralıklarında kaydedilen ayırık gözlemler yerine sürekli bir değer akışıyla sonuçlanır. Örneğin bazı laboratuvarlarda sıcaklık ve nemin tutarlı bir seviyede tutulması çok önemlidir ve bu parametrelerin sürekli izlenmesi için cihazlar kullanılır. Analistler, bu cihazlardan toplanan serilerin benzer zaman aralıklarında örneklenerek sayısallaştırılmasından ve bunları incelemekten büyük fayda sağlamaktadır. Sonuç olarak, bu verilerden oluşturulan zaman serileri, fiziksel zaman serilerinin örnekleridir.

3. Pazarlama Zaman Serileri: Ardışık hafta veya aylarda elde edilen satış grafiklerinin incelenmesi ticaret alanında büyük önem taşımaktadır. Ekonomik veriler analiz edildiğinde pazarlama verilerinin ekonomik verilerle ilişkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Aynı zamanda, gelecekteki satışları doğru bir şekilde tahmin etmek, kuruluşların etkili ürün stratejileri oluşturması açısından çok önemlidir. Ayrıca, üretim ve pazarlamadaki satışların belirli bir süre boyunca analizinin, reklam harcamaları gibi diğer zaman serisi verileriyle birlikte yapılması, kesin analiz yapılmasını kolaylaştırabilir.

4. Demografik Zaman Serileri: Bu zaman serisi kategorisi nüfus çalışmaları alanında kullanılmaktadır. Bu tür zaman serileri, yıllık ortalama nüfus artışı, yıllık doğum ve ölüm oranları, yıllık ortalama boşanma ve evlenme oranları gibi demografik verileri içermektedir. Demografik zaman serisi analizleri akademisyenlere bir ülkenin gelecekteki ekonomik ve sosyal büyümesini araştırmak için değerli veriler sunmaktadır. Nüfus istatistikçileri gelecekteki nüfus eğilimlerini tahmin etmek için zaman serisi verilerinden yararlanabilir.

Süreç kontrolünde konu, sürecin kalitesini ifade eden değişkenin ölçülmesiyle süreç performansındaki değişikliklerin belirlenmesini içerir.

Zaman serileri antik çağlardan beri doğa bilimlerinde önemli bir rol oynamıştır. Babil gökbilimcileri, astronomik olayları tahmin etmek için yıldızların ve gezegenlerin göksel konumlarından elde edilen zaman serisi verilerini kullanmışlardır. Babilliler için de geçerli olan zaman serisi yaklaşımının altında yatan temel metodolojik kavram, zaman serilerini birbirinden bağımsız ancak doğrudan görüntülenemeyen sınırlı sayıda bileşene ayırmanın mümkün olmasıdır. İktisatçılar Charles Babbage ve William Stanley Jevons, 19. yüzyılın ortaları boyunca astronomide bu temel analitik yaklaşımı benimsemişlerdir. Warren M. Persons, 1919'da verileri farklı kaynaklara bağlı olarak gözlemlenemeyen bileşenlere ayırmayı içeren klasik zaman serisi analizini yaratmıştır.

Kirchgässner vd. (2007) tarafından tanımlandığı gibi bireyler zaman serisi verilerini dört farklı bileşene ayrılmaktadır:

- Uzun-sürelî gelişim, trend
- Bir yıldan daha uzun periyotlu dönemselsel bileşen, iş dönemi (konjonktürel)
- Bir yıl içerisindeki inişleri ve çıkışları kapsayan bileşen, mevsimsel dönem
- Trend, konjonktürel ve mevsimsel bileşene ait olmayan hareketleri içeren bileşen, rezidü (stokastik bileşen)

Zaman serilerinin özelliklerini tanımlamak için Persons tarafından icat edilen geleneksel (klasik) zaman serisi ayrıştırma yöntemi kullanılmaktadır. Zaman serisi verilerini ayrıştırmaya yönelik geleneksel yaklaşım, serilerdeki trendlerin, konjonktürlerin, mevsimsel etkilerin ve düzensiz hareketlerin farklı bileşenlerinin analiz edilmesini içermektedir. Modası geçmiş ve etkisiz görülmesine rağmen bu analiz yöntemi günümüzde yaygın olarak kullanılmaya devam etmektedir (Sevüktekin vd. 2005).

1970'li yıllardan bu yana zaman serilerinin istatistiksel incelenmesinde farklı bir metodoloji kullanılmaktadır. Klasik zaman serisi analizinde yaygın olarak kullanılan tanımlayıcı metodolojiler bir kenara atıldı ve bunların yerine matematiksel istatistik ve olasılık teorisinden elde edilen yöntemler ve bulgular konulmuştur. Bu durum, rastgele dalgalanmaların zaman serileri üzerindeki etkilerine ilişkin çeşitli değerlendirmelerin yapılmasına yol açmıştır. Klasik yaklaşım, zaman serisinin yapısındaki stokastik dalgalanmaları göz ardı eder ve bu dalgalanmaları kalıntı olarak temsil eder. Bunun tersine, modern yaklaşım, zaman serisinin her bileşeninin stokastik bir etkiye tabi olduğunu öne sürmektedir (Kirchgässner vd., 2007). Stokastik süreç, zaman içinde olasılık kurallarına göre gelişen istatistiksel olayları ifade eder. Tüm zaman serilerinin hareket yasasını kapsar. Sonuç olarak incelenen zaman serileri, veri oluşturma sürecinin veya stokastik sürecin bir tezahürü olarak kabul edilmiştir (Box vd. 2008). Bu alandaki ilk gelişmeler 20. yüzyılın başlarında Rus istatistikçi Evgenij Evgenievich Slutsky ve İngiliz istatistikçi George Udny Yule tarafından başlatılmıştır. Her iki çalışma da, ekonomik zaman serileri gibi periyodik özellikler sergileyen zaman serilerinin, saf rastgele bir sürecin ağırlıklarla birleştirilmesi veya çıkarılmasıyla üretilebileceğini göstermiştir. E.E. Slutsky ve G.U. Yule, bir modelde zaman serisi verilerini temsil

etmenin bir yolu olarak hareketli ortalamalar ve otoregresif süreçler tasarlamıştır. Herman Wold (1938) doktora tezinde bu fikirleri organize etmiş ve genişletmiştir. George E.P Box ve Gwilym M. Jenkins (1970), araştırmaları yoluyla bu süreçlerin pratik uygulamasını başarıyla kolaylaştırdı ve bu modellere uygulanabilir deneysel metodolojilerin geliştirilmesiyle sonuçlanmıştır. Kirchgässner vd. (2007) çeşitli bileşenlerin kullanılması fikrini reddetmiş ve bunun yerine zaman serisinin tüm üretim süreci için tek bir paylaşılan stokastik modeli takip ettiğini öne sürmüşlerdir. Zaman serisi verilerine yönelik model oluşturma süreci dört ayrı aşamadan oluşmaktadır. Metodolojideki temel aşamalar genel olarak zaman serisinin modelinin belirlenmesi veya belirlenmesi, parametrelerin tahmin edilmesi, modelin geçerliliğinin istatistiksel testlerle doğrulanması ve son olarak ilk raporların sağlanması olarak özetlenebilir (Sevüktekin vd. 2005).

1980'lerden bu yana araştırmacılar zaman serilerinin durağan olmama potansiyelini dikkatle araştırmaya başlamışlardır. Ampirik zaman serilerinin çoğunda ortalama eksikliği görülmektedir. Bu zaman serilerine durağan olmayan seriler adı verilmektedir. Eş zamanlı olarak bu seriler yerel seviyelere bölündüğünde bu seviyelerdeki zaman serisi bölümleri homojenlik gösterebilir, yani bir bölüm diğer bir bölümle aynı davranışı sergileyebilir. Bu durumda analiz edilen zaman serisi tek tip durağan olmayan bir seri olarak nitelendirilir. Homojen durağan olmayan davranış sergileyen modeller üzerinde ilgili prosesin farkı hesaplanarak durağan duruma dönüştürülmesi amacıyla deneyler yapılmıştır. Sonuç olarak Box ve Jenkins yeni modellerin geliştirilmesini birleşik bir süreç olarak başlatmıştır.

Dışsal bir unsurun zaman serisi üzerindeki etkilerini araştırmak amacıyla zaman serisi müdahale analizi çalışmaları başlatılmıştır. Müdahale analizi, insan kaynaklı veya doğal müdahalelerin bir zaman serisinin ortalama düzeyi üzerindeki etkisini inceleyen stokastik bir modelleme tekniğidir. Müdahale analizi yaklaşımı ilk kez 1975 yılında Box ve Tiao tarafından yapılan çalışmada ortaya atılmıştır. Yöntem daha sonra yaygın olarak kullanıldığı alanların başında gelen ekonomi ve çevre bilimleri alanlarında etkinliğini ortaya koymak amacıyla uygulanmıştır.

3.2. Model, Veri Seti ve Yöntem

Çalışmanın konusu, merkez bankası faiz politikalarının para arzı üzerinde görülen etkisidir. Çalışmanın amacı merkez bankası faiz politikalarının para arzı

üzerindeki etkisini incelenmesi şeklindedir. Çalışmada bu amacı gerçekleştirmek için ekonometrik bir model meydana getirilmiştir. Meydana getirilen ekonometrik model Eviews 13 programı aracılığı ile analiz edilmiştir. Analizde ARDL Sınır testi kullanılmıştır.

Ekonometrik çözümlemede, değişkenler arasındaki uzun süreli bağlantıyı saptamak amacıyla eş bütünleşme testleri tercih edilmektedir. Bu bağlamda literatürde Engle-Granger (1987) ve Johansen (1988) testleri öne çıkmaktadır. Eş bütünleşme analizlerinde, incelenen serilerin aynı dereceden bütünleşmiş olması şarttır fakat pratikte serilerin aynı düzeyde durağan olmaları nadiren gözlemlenmektedir. Bu kısıtlama, eş bütünleşme testlerinin etkinliğini azaltmaktadır. Bu problemden hareketle Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi, serilerin durağanlık seviyelerinin farklı olabilmesine olanak tanımaktadır. Bu test ile değişkenlerin $I(0)$ veya $I(1)$ süreçleri olup olmadıklarına bakılmaksızın kointegrasyon testi yapılabilmektedir. Ayrıca ARDL testi, Engle-Granger ve Johansen testlerine kıyasla daha az örnekleme dahi daha güvenilir sonuçlar sağlamaktadır.

ARDL eş bütünleşme analizinde, $\{z_t\}_{t=1}^{\infty}$ serisinin oluşturulma süreci, p sıradan VAR modeli ($VAR(p)$);

$$\Phi(L)(z_t - \mu - \gamma t) = u_t, t = 1, 2, \dots \quad (4)$$

şeklinde gösterilmektedir. Bu modelde, L gecikme operatörü olup, μ ve γ , sabit ve trend katsayılarını içeren bilinmeyen $(k+1)$ boyutlu vektörlerdir. $\Phi(L)$ ifadesi, gecikme polinomunu temsil etmekte olup, ECM modelinde bu polinom,

$$\Phi(L) \equiv -\Pi L + \Gamma(L)(1 - L) \quad (5)$$

şeklinde tanımlanmaktadır. Uzun dönem çarpanı matrisi

$$\Pi \equiv -(l_{k+1} - \sum_{j=1}^k \rho_j \phi_j) 1 \quad (6)$$

formülü ile hesaplanmakta, kısa dönem tepki matrisi ise, gecikme polinomu

$$\Gamma(L) = l_{k+1} - \sum_{i=1}^{p-1} iL^i, \text{ biçiminde olup burada;}$$

$$\Gamma_i = - \sum_{j=i+1}^p \Phi_j, i = 1, \dots, p-1 \quad (7)$$

olarak verilmektedir.

$VAR(p)$ vektör ECM formunda tekrar yazılabilir.

$$\Delta z_t = a_0 + a_1 t + \Pi z_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta z_{t-i} + u_t \quad t = 1, 2, \dots \quad (8)$$

Denklemden $\Delta = 1 - L$ ile fark operatörü,

$$\alpha_0 \equiv -\Pi\mu + (\Gamma + \Pi)\gamma, \alpha_1 \equiv -\Pi\gamma \quad (9)$$

Verilen denklemde Δ , $1 - L$ ile tanımlanmış fark operatörünü ifade etmekte, α_0 ise $-\Pi\mu + (\Gamma + \Pi)\gamma$ şeklinde tanımlanmaktadır. Kısa dönem katsayılarının toplamı olan α_1 , $-\Pi\gamma$ olarak belirtilmektedir ve Γ matrisi

$$\Pi \equiv l_m - \sum_{i=1}^{p-1} i \Phi_i \quad (10)$$

şeklinde ifade edilmektedir ($i=1$ 'den $p-1$ 'e kadar) şeklindedir. Hata terimi εt 'nin varyans matris $\Omega = \begin{pmatrix} w_{yy} & w_{yx} \\ x_{xy} & x_{xx} \end{pmatrix}$ olarak formüle edilmiştir. Test sürecinde $\varepsilon y t$ terimi, $\varepsilon x t$ 'ye bağlı olarak

$$E_{yt} = w_{yz}\Omega_{xx}^{-1}E_x t + u_t \quad (11)$$

şeklinde modellenmektedir.

Denklemde belirtilen u_t terimi $IN(0, \omega uu)$ ile normal dağılım göstermekte, ωuu ise $\omega yy - w_{yx}\Omega_{xx}^{-1}w_{xy}$ tarafından ifade edilmekte ve u_t , $E_x t$ 'den bağımsızdır. ARDL sınır testi için koşullu ECM modeli,

$$\Delta y_t = a_0 + a_1 trend + \pi_{yy}Y_{t-1} + \pi_{yx.x}x_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \nabla_i \Delta i_{t-1} + w'^{\Delta x} t + u_t \quad (12)$$

şeklinde kurulabilmektedir ($t = 1, 2, \dots$).

Burada c_0 ve c_1 katsayıları sırasıyla $\alpha y_0 - w'ax_0$ ve $\alpha y_1 - w'ax_1$ olarak ifade edilmektedir. Uzun dönem çarpan matrisi ise

$$\Pi = \begin{pmatrix} \pi_{xx} & \pi_{xx} \\ \pi_{xx} & \pi_{xx} \end{pmatrix} \quad (13)$$

şeklinde tanımlanmaktadır. Koşullu ECM modeli, yukarıda belirtilen formatta detaylandırılabilir (Pesaran vd., 2001, s.291).

$$\Delta y_t = a_0 + a_1 trend + \pi_{yy}Y_{t-1} + \pi_{yx.x}x_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \nabla_i \Delta i_{t-1} + w'^{\Delta x} t + u_t \quad (14)$$

Gecikmesi dağıtılmış otoregresif modeli klasik EKK yöntemi ile tahmin edilmektedir. İki bağımsız değişkenli ARDL modelinin matematiksel açıklaması aşağıda gösterilmektedir.

$$\Delta Y_1 = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta Y_{t=i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta x_{1t=i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta X_{2t=i} + \beta_1 y_{t=1} + \beta_2 X_{1t=1} + \beta_3 X_{2t=1} + u_t \quad (15)$$

Y_t açıklanabilir değişkeni, X_1 ve X_2 ise açıklayıcı değişkenlerdir; u_t ise hata terimidir. ARDL modeline ilişkin olarak öne sürülen hipotezler şöyle ifade edilmektedir;

H_0 hipotezi, $\pi_{yy} = 0$ ve $\pi_{yx.x} = 0$ olup, bu durum eş bütünleşmenin olmadığını öne sürmektedir.

H1 hipotezi ise $\pi_{yy} \neq 0$ ve $\pi_{yx.x} \neq 0$ şeklinde olup, eş bütünleşmenin var olduğunu iddia etmektedir.

Söz konusu hipotezlerin test edilmesi amacıyla, Wald testi vasıtasıyla F istatistiği hesaplanmakta ve Pesaran vd. (2001) tarafından belirlenen üst ve alt sınır değerleri dikkate alınmaktadır. Eğer F istatistiği, alt limit değerlerinin altında ise sıfır hipotezi reddedilememekte ve değişkenler arasında eş bütünleşme bulunmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun tersine F istatistiği, üst limit değerlerinin üstünde çıktığında, H0 hipotezi reddedilmekte ve değişkenler arasında kointegrasyon ilişkisi olduğu kabul edilmektedir. F test istatistiği, üst ve alt sınırlar arasında kaldığında ise kararsızlık bölgesi oluşmakta, bu durumda değişkenlerin durağanlık düzeylerini göz önünde bulunduran diğer eş bütünleşme testlerinin kullanılması tavsiye edilmektedir (Akel ve Gazel, 2014, s.31).

Değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisi tespit edildiğinde, uzun ve kısa vadeli ilişkilerin incelenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda, uzun vadeli ilişkiler ARDL (p, q) modeli ile analiz edilmektedir;

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta x_{t-i} + \varphi_1 y_{t-1} + \varphi_2 x_{t-1} + u_t \quad (16)$$

Modelin uygunluğu, uzun dönem katsayılarının açıklanmasının ardından değerlendirilmektedir. Uzun dönem katsayılarının kararlılığı, Brown vd. (1975) tarafından geliştirilen CUSUM ve CUSUM-SQ testleri ile test edilebilmektedir.

CUSUM, yani Kümülatif Toplam Kontrol Grafiği, süreçlerdeki ortalama değişimlerini izlemek için kullanılan bir istatistiksel tekniktir. Küçük değişiklikleri erken aşamada tespit etmeye yardımcı olur. Bu analiz, özellikle kalite kontrol alanında yaygın olarak kullanılır. CUSUM, her gözlemde elde edilen değer ile belirlenen bir hedef değer arasındaki farkları toplar. Bu birikmiş toplam, zaman içinde değişimlerin nasıl geliştiğini gösterir.

CUSUMSQ, CUSUM analizinin varyansı izlemek için geliştirilmiş bir versiyonudur. Özellikle veri setlerindeki varyasyon değişikliklerini tespit etmekte etkilidir. CUSUMSQ, her gözlem için karelerinin toplamını takip eder.

Uzun vadeli ilişkiler belirlendikten sonra, kısa vadeli dinamiklerin saptanması amacıyla Denklem (41) kullanılarak aşağıdaki model tahmin edilmektedir;

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q1} \delta_i \Delta x_{1t-i} + \sum_{i=0}^{q2} \delta_{2i} \Delta x_{2t-i} + \varphi \cdot ECM_{.t-1} + u_t \quad (17)$$

Bu modelde, ECM terimi olarak bilinen hata düzeltme değişkeni eklenmiş olup, bu terim kısa vadeli dalgalanmaların uzun vadede ne ölçüde düzeltileceğini göstermektedir. Ayrıca ECM teriminin negatif ve anlamlı olması beklenmektedir.

Analizde 1994q1-2023q4 çeyrekliklerine ait 3 aylık veriler kullanılmıştır. Analizde söz konusu verilere tam olarak ulaşılmıştır. Çalışma 1 bağımlı ve 3 bağımsız değişkenden meydana gelmekte ve her bir değişken açısından 120 gözlem bulunmaktadır. Çalışmada, faiz oranı bağımlı değişken; vadesiz, vadeli mevduat ve m1 düzeyi para arzı bağımsız değişken şeklinde değerlendirmeye alınmıştır.

H1: Para arzı, merkez bankası faiz politikalarına etki etmemektedir.

H2: Para arzı, merkez bankası faiz politikalarına etki etmektedir.

Çalışmanın modeli şöyledir:

$$\ln m1 = \beta_1 \ln \text{faiz} + \beta_2 \ln \text{vadedeli} + \beta_3 \ln \text{vadesiz} + u_t \quad (18)$$

Modelde kullanılan kısaltmalar ve anlamları şu şekildedir.

Tablo 3. Modelde Kullanılan Kısaltmalar ve Anlamları

Sembol	Anlamı
ln	Logaritmik fonksiyon $\ln x = \log(x)$
lnm1	Reel m1 düzeyi para arzı
lnvadesiz	Reel m1 düzeyi vadesiz mevduat
lnvadedeli	Reel m1 düzeyi vadeli mevduat
lnfaiz	Reel mevduat faiz oranı

3.3. Bulgular

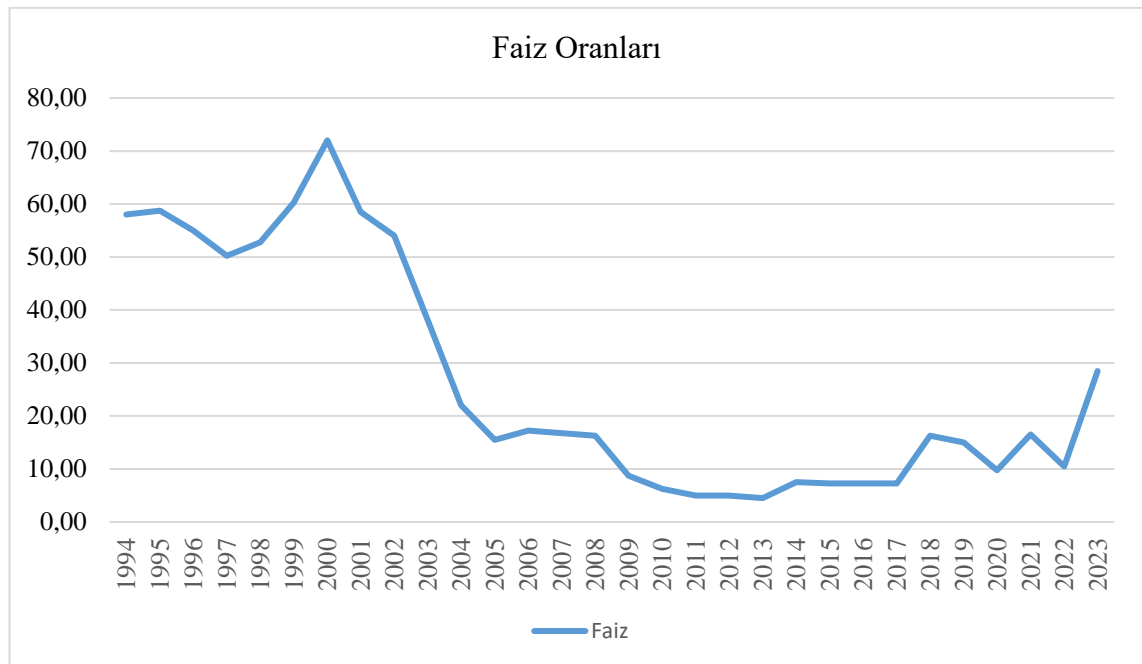
Çalışmanın bu bölümünde araştırmadan elde edilen bulgulara ve bu bulguların değerlendirmelerine yer verilmiştir.

Tablo 4. Yıllara Göre Faiz Oranlarının Dağılımı (TCMB)

Yıl	TCMB Faiz Oranı
1994	58,00
1995	58,75
1996	55,00
1997	50,25
1998	52,75
1999	60,25
2000	72,00
2001	58,50
2002	54,00
2003	38,00
2004	22,00
2005	15,50

2006	17,25
2007	16,75
2008	16,25
2009	8,75
2010	6,25
2011	5,00
2012	5,00
2013	4,50
2014	7,50
2015	7,25
2016	7,25
2017	7,25
2018	16,25
2019	15,00
2020	9,75
2021	16,50
2022	10,50
2023	28,50

Yıllara göre faiz oranlarının dağılımları incelendiğinde en düşük faiz oranları 2013 yılı içerisinde gerçekleşirken en yüksek faiz oranları ise 2000 yılında gerçekleşmiştir.



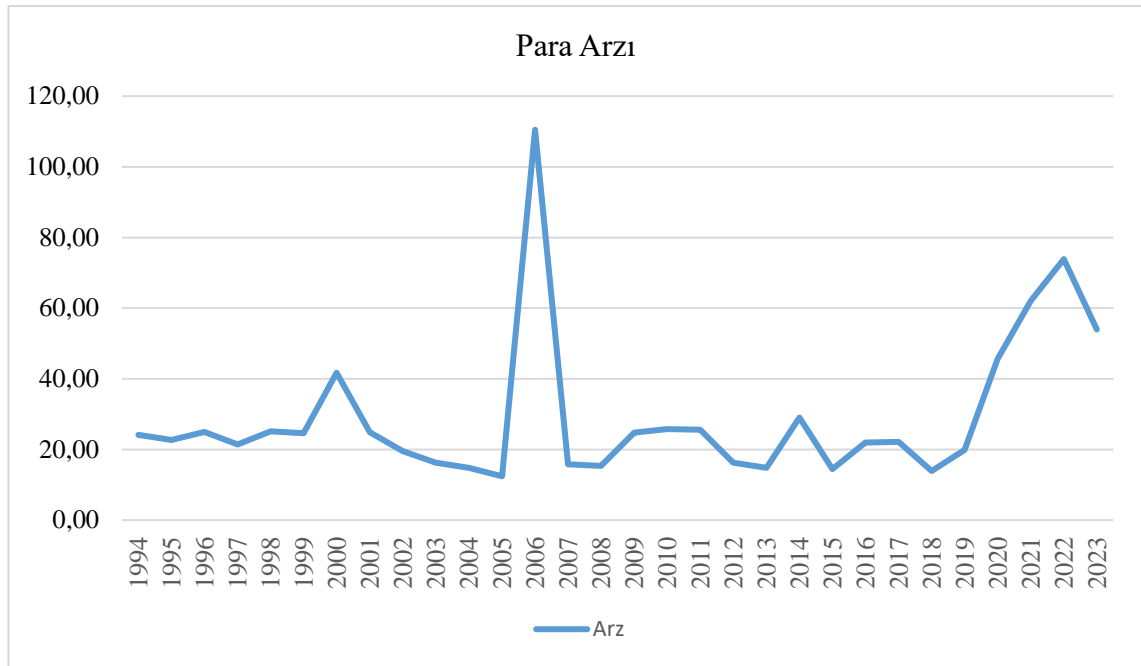
Şekil 11. Faiz Oranları

Faiz oranları incelendiğinde 2013 yılına kadar düşen faiz oranlarının 2013 sonrası artış gösterdiği özellikle 2022 sonrası faiz oranının fazlaca artış gösterdiği belirlenmiştir.

Tablo 5. Yıllara Göre Para Arzının Dağılımı (TCMB)

Yıl	Para Arzı
1994	24,15
1995	22,68
1996	24,94
1997	21,47
1998	25,18
1999	24,60
2000	41,74
2001	24,83
2002	19,51
2003	16,22
2004	14,85
2005	12,41
2006	110,49
2007	15,78
2008	15,40
2009	24,75
2010	25,78
2011	25,59
2012	16,27
2013	14,77
2014	29,05
2015	14,46
2016	21,98
2017	22,16
2018	13,95
2019	19,89
2020	45,62
2021	62,15
2022	73,90
2023	53,95

Yıllara göre para arzının dağılımı incelendiğinde en düşük para arzı 2005 yılında gerçekleşirken en yüksek para arzı ise 2006 yılında gerçekleşmiştir. 2000 sonrasında para arzında düşüş yaşanmaktayken 2018 sonrasında ise para arzında yükselme yaşanmıştır.



Şekil 12. Para Arzı

Para arzı 2000 yılında yükselmiş ve sonrasında düşüş yaşanmıştır. 2006 yılında zirveye ulaşmıştır. 2006 yılından sonra ise 2018 yılına kadar yakın oranlarda devam etmiştir. Fakat 2018 sonrasında para arzında tekrardan yükselme yaşanmıştır.

Tablo 6. Para Arzı ile Faiz Oranları Arasındaki Korelasyon

	FO
PA	0,472**

Para arzı ile faiz oranları arasındaki korelasyon incelendiğinde PA ile FO arasında orta düzeyde istatistiksel olarak anlamlı korelasyon belirlenmiştir ($p < 0.01$). PA düzeyi arttıkça FO düzeyinde de artış olduğu görülmektedir.

Tablo 7. Gecikme Uzunluğu Sonuçları

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	642,9650	NA	9,56e-11	-11,71897	-11,31930*	-11,55695*
2	667,4619	45,33071	8,17e-11	-11,87779	-11,07844	-11,55375
3	680,5342	23,21258	8,65e-11	-11,82307	-10,62404	-11,33700
4	708,5611	47,67190	6,95e-11	-12,04787	-10,44917	-11,39978
5	727,7043	31,12999	6,61e-11	-12,10662	-10,10825	-11,29651
6	747,9091	31,34586*	6,19e-11*	-12,18522*	-9,787166	-11,21308
7	756,3837	12,51384	7,26e-11	-12,04456	-9,246828	-10,91039
8	773,5572	24,07504	7,29e-11	-12,06649	-8,869088	-10,77031
9	781,7222	10,83569	8,72e-11	-11,92004	-8,322962	-10,46183
10	796,1636	18,08552	9,38e-11	-11,89091	-7,894155	-10,27068
11	810,0054	16,29968	1,03e-10	-11,85057	-7,454139	-10,06831
12	833,3090	25,69930	9,63e-11	-11,98708	-7,190979	-10,04281

Tablo 7’de görüldüğü üzere Akaike (AIC) kriterine göre uygun gecikme uzunluğu 6 olarak belirlenmiştir.

Durağanlık seviyelerinin belirlenmesinde ADF birim kök testi kullanılmıştır ve sonuçlar Tablo 8’de sunulmuştur. Elde edilen bulgulara göre, tüm değişkenlerin düzeyde durağan olmadığı gözlemlenmektedir. Ancak serilerin birinci farkları alındığında, durağan hale geldikleri görülmektedir.

Tablo 8. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Düzye	Sabitsiz	Sabitli	Sabitli ve Trendli
Faiz	1,061567 [0,9241]	0,394195 [0,9820]	0,009965 [0,9960]
LNMI	6,931182 [1,0000]	0,888600 [0,9951]	0,245549 [0,9913]
LNMIVADELİ	6,531590 [1,0000]	2,048014 [0,9999]	0,580397 [0,9994]
LNMIVADESİZ	6,147330 [1,0000]	1,070983 [0,9971]	-0,251376 [0,9912]
Birinci Fark			
DFaiz	-9,068537 [0,0000]	-9,128832 [0,0000]	-9,320283 [0,0000]
DLNM1	-4,804649 [0,0000]	-13,32597 [0,0000]	-13,54366 [0,0000]
DLNM1VADELİ	-1,117080 [0,2386]	-13,04156 [0,0000]	-13,55891 [0,0000]
DLNM1VADESİZ	-5,076358 [0,0000]	-12,66458 [0,0000]	-12,72887 [0,0000]

Denklem (15) kapsamında seriler dahilinde eşbütünleşme bağıntısının araştırılması amaçlı sınır testi uygulanmış ve sonuçları Tablo 9’da verilmiştir.

Tablo 9. Sınır Testi Sonuçları

F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyinde sınır değerler	
	Alt sınır	Üst sınır
15,28	3,23	4,35

Tablo 9’da verildiği gibi hesaplanmış olan F istatistiği değeri olan 15,28, Pesaran’ın üst sınır değeri olan 4,35’ten büyük olduğundan dolayı seriler dahilinde eşbütünleşme ilişkisinin olduğu kabul edilmiştir. Değişkenler dahilinde uzun dönemli bir denge ilişkisinin mevcudiyeti F testiyle saptanmasının ardından uzun dönemli ilişkiyi gösteren parametrelerin tahmin edilmesi gerekmektedir. ARDL modelinin ilk kademesinde uygun gecikme uzunluğunun saptanması gerekmektedir. Söz konusu kademe de değişkenler farklı gecikme kombinasyonlarıyla teste tabi tutularak, bilgi

kriterine bağılı olarak (AIC, SIC veya HQ kriterlerine göre) minimum değeri veren model uygun model şeklinde seçilmektedir. Seçilen gecikme uzunluğuyla meydana gelen modelin otokorelasyon problemi taşıması halinde 2. Minimum kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu şeklinde alınmakta, eğer otokorelasyon problemi sürüyorsa söz konusu problem yok olana dek bu işlem sürdürülmektedir (Karagöl vd., 2007). Çözümlemede en büyük gecikme sayısı altı şeklinde alınmış ve değişkenlere ait uygun gecikme uzunlukları Akaike bilgi kriterine bağılı olarak saptanmıştır. Akaike info Criterion'a göre ARDL (3,4,6,5) modeli oluşturulmuştur. EKK yöntemi ile tahmin edilen modelin sonuçları Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10. ARDL (3,4,6,5) Modelinin Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık*
DLNM1(-1)	-0,129272	0,094073	-1,374166	0,1728
DLNM1(-2)	0,100724	0,087844	1,146615	0,2545
DLNM1(-3)	-0,167139	0,088706	-1,884188	0,0627
DFAIZ	-0,154354	0,214257	-0,720415	0,4731
DFAIZ(-1)	-0,749962	0,239648	-3,129436	0,0024
DFAIZ(-2)	-0,461730	0,237956	-1,940405	0,0554
DFAIZ(-3)	-0,267603	0,235586	-1,135901	0,2590
DFAIZ(-4)	0,481221	0,241988	1,988618	0,0497
DLNM1VADELI	0,392760	0,054456	7,212490	0,0000
DLNM1VADELI(-1)	0,043779	0,065189	0,671559	0,5036
DLNM1VADELI(-2)	-0,065132	0,063263	-1,029548	0,3060
DLNM1VADELI(-3)	0,057828	0,062383	0,926987	0,3564
DLNM1VADELI(-4)	0,051831	0,052488	0,987483	0,3260
DLNM1VADELI(-5)	0,184908	0,050712	3,646253	0,0004
DLNM1VADELI(-6)	0,117382	0,050285	2,334356	0,0218
DLNM1VADESIZ	0,303735	0,064221	4,729532	0,0000
DLNM1VADESIZ(-1)	-0,114543	0,073673	-1,554748	0,1235
DLNM1VADESIZ(-2)	-0,093664	0,076356	-1,226665	0,2231
DLNM1VADESIZ(-3)	0,190508	0,074980	2,540793	0,0128
DLNM1VADESIZ(-4)	0,188082	0,057753	3,256679	0,0016
DLNM1VADESIZ(-5)	0,091856	0,060234	1,524982	0,1307
C	-0,007039	0,008881	-0,792520	0,4301
Test İstatistikleri				
R-kare	0,730005	Kalıntı Karelerin Toplamı		0,189555
Düzeltilmiş R-kare	0,667698	Olabilirlik		0,000000
Tahmini Standart Hata				0,021477

ARDL modeli sonucunda hesaplanmış olan uzun dönem tahmin sonuçları Tablo 11'da verilmiştir.

Tablo 11. ARDL Modeli Uzun Dönem Tahmin Sonuçları

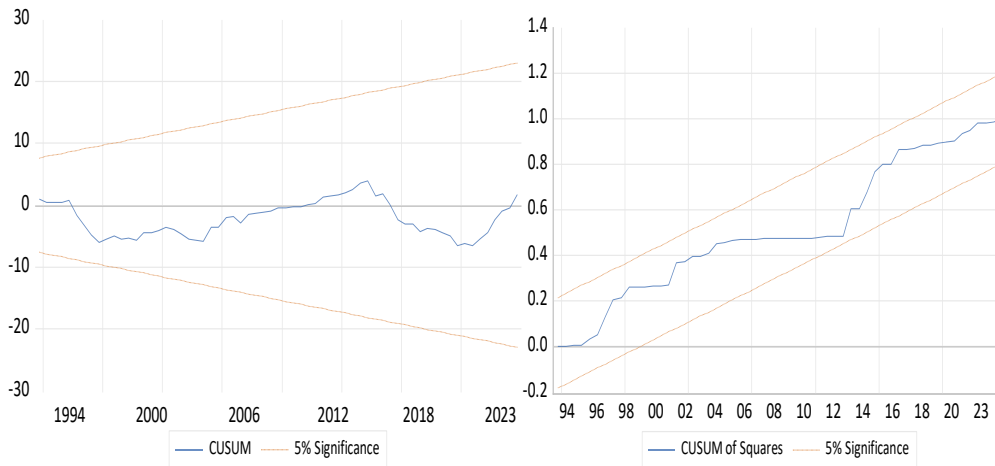
Bağımlı değişken lnml				
Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık*
DFAIZ	-0,963821	0,442442	-2,178409	0,0320
DLNM1VADELI	0,655151	0,118462	5,530492	0,0000
DLNM1VADESIZ	0,473346	0,141483	3,345594	0,0012
C	-0,005887	0,007527	-0,782106	0,4362
CointEq(-1)	-1,195688	0,157225	-7,604969	0,0000
Tanısal Testler	LM	Olasılık		
Otokorelasyon Testi	1,108928	0,8969		
Değişen Varyans	0,821717	0,6085		
Normallik Testi	2,346672	0,312274		
Model Kurma Hatası	1,793172	0,0759		

Tablo 11’da tahmin edilen ARDL (3,4,6,5) modelinin tanısal test sonuçlarına bağlı olarak, tahmin edilen modelde herhangi bir değişen varyans, otokorelasyon sorununun bulunmadığı ve model kurma hatasının olmadığı ve hata teriminin normal dağılıma sahip olduğu şeklinde yorumlama yapılabilmektedir.

Lnml vadesiz de yaşanan %1’lik değişim, faiz oranlarını %0,47 oranında artırmaktadır. Elde edilen sonuçlarda literatürdeki çalışmalara benzer olarak beklentiyle tutarlıdır. Lnml vadeli de yaşanan %1’lik değişim, faiz oranlarını %0,66 oranında artırmaktadır.

Aynı zamanda CointEq(-1), kısa dönemde oluşan bir şokun %120’lik bir dönemde azaldığını ve bu dönemler arasındaki sapmaların uzun dönemde bir denge noktasına yöneldiği görülmektedir.

Tahmin edilen ARDL modelinin kararlılığına karar vermek amaçlı geri dönüşlü hata terimlerinin karelerini kullanan ve buna bağlı olarak değişkenlere ait yapısal kırılmayı araştıran CUSUM ve CUSUMSQ grafiğinden faydalanılmıştır.



Şekil 13. CUSUM ve CUSUMSQ Grafiği

ARDL Sınır Testine ait CUSUM ve CUSUMSQ istatistikleri %5 anlamlılık seviyesinde kritik sınırlar dahilinde bulunması ARDL modelindeki katsayıların istikrarlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 11’de bulunan katsayıları ve değişkenlerini denklemde şöyle gösterilebilmektedir;

$$dlnm1 = -0,005887 -0,963821d\text{faiz} + 0,655151d\text{lnvadeli} + 0,473346d\text{lnvadesiz} \quad (19)$$

Denklemde verildiği gibi para arzına etki eden etmenler uzun dönemde faiz, vadeli ve vadesiz mevduatlardır. Değişkenler için elde edilen katsayıların hepsi %5 anlamlılık seviyesinde istatistiki açıdan anlam taşımaktadır.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Bu tez çalışmasında, faiz politikalarının para arzı üzerindeki etkileri zaman serisi analizi ile incelenmiştir. Araştırma, para kavramının tarihçesinden başlayarak paranın özellikleri, işlevleri ve para arzının tanımı üzerine yoğunlaşmıştır. Para arzının önemi, içsel ve dışsal kaynakları, belirlenmesi ve teorik çerçevesi detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Bunun yanı sıra, faiz kavramı, tarihçesi, faiz oranlarını belirleyen faktörler ve faiz teorileri de tez kapsamında incelenen konular arasındadır.

Tezde yapılan analizler, faiz politikalarının para arzı üzerinde doğrudan ve dolaylı etkilerini göstermektedir. Faiz oranlarının belirlenmesinde para arzının kritik bir rolü olduğu; para arzındaki artışların faiz oranlarını düşürme eğiliminde olduğu, azalışların ise faiz oranlarını yükseltme eğiliminde olduğu belirlenmiştir. Bu ilişki hem kısa vadeli hem de uzun vadeli perspektiflerde incelenmiş ve farklı ekonomik teoriler ışığında değerlendirilmiştir.

Klasik, Neo-Klasik, Keynesyen, Monetarist ve Yeni Klasik iktisat teorileri çerçevesinde faiz ve para politikaları incelenerek, bu konudaki çeşitli yaklaşımlar ve görüş ayrılıklarını ortaya konmuştur. Özellikle Keynesyen yaklaşım, devlet müdahalesinin ekonomik durgunluk dönemlerinde toplam talebi artırarak ekonomiyi canlandırabileceğini savunurken, Monetarist yaklaşım para arzının kontrolünün enflasyonla mücadelede kritik olduğunu vurgulamaktadır.

Sonuç olarak, bu tez çalışması, faiz, vadeli mevduatlar ve vadesiz mevduatların para arzı üzerindeki etkilerini kapsamlı bir şekilde inceleyerek, ekonomik politika yapıcıları için önemli içgörüler sunmaktadır. Faiz oranlarının ve para arzının, ekonomik büyüme, enflasyon ve istihdam gibi makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin anlaşılması, etkin ekonomik politikaların oluşturulması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışma, ekonomik teori ve politikanın bu kritik alanında daha derinlemesine araştırmalar yapılması için bir temel oluşturmaktadır.

Bu çalışma aracılığıyla ülkemizde merkez bankası para arzının faiz politikaları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye açısından bu alanda yapılan literatür araştırmasında farklı çeyreklikler için faiz oranların para arzı üzerinde olan etkisinin saptanmasına dair çeşitli değişkenler kullanılarak ekonometrik analizler yapılmıştır. Fakat bu çalışmadaki değişken ve çeyrekliklerin birlikte kullanıldığı bir başka çalışma tespit edilmemiştir. Çalışma daha önce bu alanda yapılan çalışmalarla kıyaslandığı zaman kimi çalışmalar ile benzer kimi çalışmalar ile farklı sonuçlar vermektedir.

Çalışmada Türkiye için faiz oranı ile para arzı $m1$, vadesiz ve vadeli mevduat düzeyi değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunup bulunmadığının tespiti amaçlı, değişkenlerin 1994q1-2023q4 çeyrekliklerine ait 3 aylık veriler kullanılarak ARDL Sınır testi yapılmıştır. Test sonucuna bağlı olarak, $H1$ hipotezi red edilerek faiz oranının, vadeli ve vadesiz mevduatların para arzının üzerinde etkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu bağlamda uzun dönemde faizin artmasının para arzını azalttığı böylelikle sıkılaştırıcı para politikasının etkili olduğu söylenebilir. Bunun yanında vadeli ve vadesiz mevduatlardaki artışlarında para arzını artırıcı etkisi vardır. Bu sonuçlar beklentilerle uyumludur. Bu sebeple ekonomi politika yapıcılarının enflasyon üzerinde faiz kanalıyla para arzını kontrol ettiği görülmektedir.

Ekonomi politika yapıcılarının, faiz oranlarını belirlerken uzun vadeli hedefler doğrultusunda istikrarlı bir politika izlemeleri önemlidir. Bu, piyasalarda güven oluşturur. Bunun da en önemli aracı faizdir, faiz aracılığıyla para arzı etkili şekilde kontrol edilebilir ve ülkedeki enflasyon kontrol altına alınabilir. Bu tezde merkez bankasının para arzının kontrolü için diğer araçlardan ziyade faiz oranına odaklanması önerilmektedir.

KAYNAKLAR

- Akçay, M. A. (1997). *Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar* (Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi).
- Akdağ, M. (2019). *Kripto Paralizasyon ve Türkiye Ekonomisi İçin Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Akdiş, M. (2011). *Para Teorisi ve Politikası. (2. Baskı)*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akel, V., & Gazel, S. (2014). Döviz kurları ile BIST sanayi endeksi arasındaki eşbütünlük ilişkisi: Bir ARDL sınır testi yaklaşımı. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 44, 23-41.
- Akıncı, M. ve Yılmaz, Ö. (2016). “Enflasyon-Faiz Oranı Takası: Fisher Hipotezi Bağlamında Türkiye Ekonomisi İçin Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi.” *Sosyoekonomi*, 24(27).
- Aktan, C. C. (2010). Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), 168-187.
- Amarasekara, C. (2008). “The Impact of Monetary Policy on Economic Growth and Inflation In Sri Lanka.” *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, 64866, 1-47.
- Anderegg, R. (2007). “Grundzüge der Geldtheorie und Geldpolitik. München,” *Wien: Oldenbourg Wissenschaftsverlag*.
- Aslan, H. (2009). *Para Teorisi ve Politikası*. Alfa Aktüel Yayınları, Bursa.
- Ayala, I., & Palacio-Vera, A. (2014). “The Rational Expectations Hypothesis: An Assessment From Popper’s Philosophy.” *Levy Economics Institute, Working Papers Series*, (2), (1-29).
- Aydın, Y. (2015). “Keynes’in Parasal Faiz Teorisi.” *Trakya University Journal Of Social Science*, 17(1).
- Aytaç, D. ve Sağlam, M. (2014). “Kamu Açıkları İç Borç ve Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği”. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 9(1), 131-148.
- Bakır, E. (2021). *Covid-19 Pandemisi Sürecinde Kripto Para Birimleri ile Ekonomik Göstergeler Arasındaki İlişki*, (Yüksek Lisans Tezi), Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.
- Barfuß, K. M. (1993). “Geld und Währung. Wiesbaden: Springer Fachmedien.”
- Başbolat, E. 2010. *Cari İşlemler Açıkları ve Makro Ekonomik Faktörler :Türkiye Üzerine Ampirik Bir Analiz*. Yüksek Lisans Tezi Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Bilim Dalı.

- Bayraktaroğlu, A., Ünlü, U., ve Ege, İ. 2009. Hisse Senedi Endeks Getirileri ve Temettü Verimi: İMKB 100 ve S&P 500 Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 11 (1), 143-158.
- Bernanke, B. S. (2017). "Monetary Policy in A New Era." Peterson Institute for International Economics (PIIE), 1-49.
- Berumant H. ve Günay A. (2003). "Exchange Rate Risk And Interest Rate: A Case Study For Turkey." *Open Economies Review*, 2003, Pp.25.
- Bocutoğlu, E. ve Ekinci, A. (2009). "Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası". *Maliye Dergisi*, 156(1), 66-82.
- Bolatoğlu, N. (2006). "Türkiye'de Enflasyon ve Nominal Faiz Oranları Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Fisher Etkisi". *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(2), 1-15.
- Borchert, M. (2013). "Geld und Kredit: Einführung in die Geldtheorie und Geldpolitik. München," Wien: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.
- Box GEP, Jenkins GM (1976). *Time Series Analysis: Forecasting and Control*, Holden-Day, p. 4, 19, 46-47, 54-56, 67-73, 88-93, 423, USA.
- Box GEP, Jenkins GM, Reinsel GC (2008). *Time Series Analysis: Forecasting and Control*, 4rd ed., Wiley and Sons, p. 21, 93, 529-533, New Jersey, USA
- Can, M. (2009). *İşletmelerde Zaman Serileri Analizi ile Tahmin*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İstanbul.
- Cassel, G. (1903). *The Nature and Necessity of Interest*. London: Macmillan.
- Ceylan, E. (2010). *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye'de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler* (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Chatfield C. (1995) *The Analysis of Time Series: An Introduction, 5th ed*. Chapman and Hall, p. 1-4 , 10, UK.
- Cin, M. F. (2012). *Post-keynesyen İktisat* (Vol. 142). Eflatun Basım Dağıtım Yayıncılık.
- Coult, H. (1990). *Managment in Banking*. CIB Association Series, London: 51.
- Cowpewartwait PSP, Metcalfe AV (2009). *Introductory Time Series with R*, Springer, p. 1, USA.
- Çakın, M. (2019). *Kripto Paralar: Döviz Kurları ve Alternatif Kripto Paralar Arasındaki İlişkinin İncelenmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

- Çatalbaşı, G. (2007). Türkiye’de Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Parametrik Olmayan Regresyon Analizi ile İncelenmesi, *Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3): 197-212
- Çavuşoğlu, F. (2010). *Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Çelik, A. V. (2006). *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları*. Ankara: TCMB Yayınları.
- Çıtak, L. (2003). Para ve Maliye Politikalarının İMKB Endeksi Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: İMKB, Makroekonomik Politikalar Açısından Bilgi Etkin Midir. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9: 129-142.
- Demir, A. (1997). *Enflasyon Kuramları Türkiye’de Enflasyonun Parasal ve Yapısal Faktörlerle Analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Demir, A., Pekkaya, P., Küçükkiremitçi O., ve Üreten A. (1997). *İMKB’deki Sanayi Şirketlerinin Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranların Arasındaki İlişkilerin Belirlenmesi ve Bu İlişkilere Göre Şirketlerin Sıralandırılması 1992,1993,1994 Yılları İçin Bir Uygulama. (2.baskı)* Ankara: Pelin Ofset. Türkiye Kalkınma Bankası.
- Demirci, R., Arıkan, R. ve Erdoğan, B. I. (1998). *Genel Ekonomi Mikro-Makro*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Demirci, R., Arıkan, R. ve Erdoğan, B. I. (1998). *Genel Ekonomi Mikro-Makro*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Demirgil, B. ve Türkay, H. (2017). “Tarihsel Süreç İçerisinde Faiz Olgusunun Kuramsal Açısından Gelişimi”. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(2), 131-160.
- Demirhan, İ. (2007). *Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi* (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi.
- Dinler, Z. (1996). *İktisada Giriş*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Dizdarlar, I., ve Derindere, S. (2008). Hisse Senedi Endeksini Etkileyen Faktörler: İMKB 100 Endeksini Etkileyen Makro Ekonomik Göstergeler Üzerine Bir Araştırma, Yönetim: *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi*. İstanbul.
- Doğan, B. (2009). “Türkiye’de Para Politikalarının Etkinliği Açısından Likidite Etkisinin Ölçülmesi”. *Anadolu University Journal Of Social Sciences*, 9(1).

- Dornbusch, R. ve Fisher, S. (1998). *Makroekonomi*. Akademi Yayın Hizmetleri, Ankara.
- Dornbusch, R.ve Stanley F. (1998). *Makroekonomi*, Akademi Yayın Hizmetleri, Ankara.
- Duygulu, A. (2004). *Abuk Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği* (Doktora Tezi).
- Eğilmez, M. (2010). *Makroekonomi: Türkiye'den Örneklerle*, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Eğilmez, M. (2015, Mart 10). Kurs Eğitimi.
- Eğilmez, M. (2019). *Ekonominin Temelleri: Kavramlar ve Kurumlar*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2019b). *Kamu Maliyesi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eken, M. H. Ve Kale, S. (2018). “Finans Teorisi Kapsamında Para Arzı Bileşenleri Üzerine Bir İnceleme: TCMB Örneği”, *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7/3, 176- 189.
- Ekinci, A. (2003). Türkiye’de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi:1990-2002. *Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, 8:55-68
- Engel, C. (2000). Comments On Obstfeld and Rogoff’s “The Six Major Puzzles In International Macroeconomics: Is There a Common Cause?”. *NBER Working Paper* 78(8), 1-11.
- Ertürk, E. (1996). *Uluslararası İktisat Teori-Politika İktisadi Birleşmeler- Uluslararası Parasal İlişkiler*. Ekin Kitabevi, Bursa.
- Ertürk, E. (1996). *Uluslararası İktisat Teori-Politika İktisadi Birleşmeler- Uluslararası Parasal İlişkiler*, Ekin Kitabevi. Bursa.
- Fidan, M., Dilek, S. ve Esev, A. (2019). “Dünden Bugüne Paranın Tarihi ve Türkiye’de Kâğıt Para Kullanımı”. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(18), 141-162.
- Fontana, G. (2004). “Rethinking Endogenous Money: A Constructive Interpretation of the Debate Between Horizontalist and Structuralist”. *Metroeconomica*, 55(4), 367–385.
- Friedman, B. M. ve Kuttner, K. N. (2010). *Implementation of Monetary Policy: How do Central Banks Set Interest Rates?* In Handbook of Monetary Economics, 3(1), 1345-1438
- Friedman, M. (1966). “Interest Rates and the Demand For Money”. *The Journal of Law and Economics*, 9, 71-85.

- Friedman, M. (1969). *The Optimum Quantity of Money, and Other Essays* (No. HG538 F866).
- Goodfriend, M. (1993). *Interest rate policy and the inflation scare problem: 1979-1992*. FRB Richmond Economic Quarterly, 79(1), 1-23.
- Granger CWJ, Newbold P (1986). *Forecasting Economic Time Series*, Academic Press, p. 40, 101-110, London, UK.
- Günel, M. (1999). *Para Arzının İçselliği Etkileri, Merkez Bankalarının Değişen Rolü ve Türkiye’de Gelişmeler*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara: Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gürsoy A. (2013). *1990-2000 ve 2001-2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması* (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı.
- Gürsoy, S. ve Kartal, K. (2020). *Takas Ekonomisinden Altın Paraya, Kâğıt Paradan Dijital (Sanal) Paraya Dönüşüm: Kripto Paralar; Bitcoin ve Blockchain Sistemlerinin Araştırılması*. In S. Gürsoy & D. Ağcadağ (Eds.), *İktisat ve İşletme Alanında Değişen Yaklaşımlar* (ss. 79-106). Ankara: İksad Yayınevi.
- Güvenoğlu, H. (2016). *Türkiye Ekonomisi Açısından Parasal Aktarım Mekanizmaları ve Aktarım Mekanizmalarını Etkileyen Faktörler*. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.
- Hacıevliyagil, N., Şit, A. ve Doğan, B. (2019). “Türkiye ile BRICS Ülkelerinde Enflasyon, Faiz Oranları ve Para Arzı ile Döviz Kuru İlişkisinin Karşılaştırması”. *Gaziantep Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Gaziantep.
- Homer, S. (1976). *A History of Interest Rate. Second Edition by New Brunswick*, Rutgers Uni. Press.
- Hoover, K. D. (1984). “Two Types of Monetarism”. *Journal of Economic Literature*, 22(1), 58-76.
- Huber, J. (1998). *Vollgeld: Beschäftigung, Grundsicherung und weniger Staatsquote durch eine modernisierte Geldordnung*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Huber, J. (2018). *Monetäre Modernisierung: Zur Zukunft der Geldordnung: Vollgeld und Monetative*. Marburg: Metropolis-Verlag.
- İşığışık, E. (1994). *Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi*, Uludağ Üniversitesi Basımevi. Bursa
- İşık, S. ve Kahyaoğlu, H. (2009). *Para Arzının İçselliği Hipotezi: Türkiye’den Bulgu (1987-2007)*, Econ Anadolu-2009 Bildiriler Kitabı: 17-19 Haziran, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir

- İğdeli, A. ve Sever, E. (2016). “Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Bir Analiz”. *Sosyal ve Beşerî Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 17(36), 116-137.
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru etkileşimi: Türkiye örneği*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara.
- Joób, M. (2015). “Einleitung. Die Vollgeld-Reform: Wie Staatsschulden abgebaut und Finanzkrisen verhindert werden können”(pp. 7-21). Solothurn: Edition Zeitpunkt.
- Joób, M. (2015). Einleitung. *Die Vollgeld-Reform: Wie Staatsschulden abgebaut und Finanzkrisen verhindert werden können* (pp. 7-21). Solothurn: Edition Zeitpunkt.
- Kanalıcı, H. (1997). *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu, 77.
- Kara, H., Orak, M. (2008). “*Enflasyon Hedeflemesi*”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü.
- Karaca, O. (2005). *Türkiye’de Faiz Oranı ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi?* Discussion Paper. No. 2005/14.
- Karacan, R. (2010). “Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (20), 72-92.
- Karaduman, H. A. (2003). *Post Keynesyen İktisatta ve Türkiye’de Para Arzının İçselliği*, (Yüksek Lisans Tezi). Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Kaya A (1999). *Zaman Serilerinde Sapan Değerlerin Analizi Üzerine Bir Çalışma*. Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Keyder, N. (2002). *Money- Theory, Policy, Application*, Seçkin Yayınevi, Ankara.
- Keyder, N. ve Ertunga, E. (2005). *Para Teori – Politika – Uygulama*, 10. Baskı. Bizim Büro Basımevi, Ankara.
- Keyder, N. ve Evrim İ. E. (2012). *Para: Teori, Politika, Uygulama*. Ankara: Seçkin Yayınevi.
- Keynes, J.M. (2010). *Genel Teori (İstihdam Faiz ve Paranın Genel Teorisi)*. (Çev: Uğur Selçuk Akalın). İstanbul: Kalkedon Yayınları. İkinci Basım.
- Kirchgässner G, Wolters J (2007). *Introduction To Modern Time Series Analysis*, Springer, p. 2-4, Berlin Heidelberg, Germany.

- Koti, S. & Tomi, B. (2016). “Theories of Money Supply: The Relationship of Money Supply in A Period of Time T-1 and Inflation in Period T Empirical Evidence From Albania”, *European Journal of Multidisciplinary Studies*,1(1), 294-302
- Koyuncu, H. İ. (2019). *Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Enflasyon ve Para Arzı İlişkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep.
- Krugman, P.R. and Obstfeld, M. (1997). *International Economics, Teory and Policy*. Addison Wesley, 4 :333-402.
- Kula, F. (2003). “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(2), 141-154.
- Lewis, V., Markiewicz, A. (2009). Model Misspecification, Learning and The Exchange Rate Disconnect Puzzle. *NBB Working Paper*,168:1-2.
- Loayza, N. & Schmidt-Hebbel, K. (2002). *Monetary Policy Function and Transmission Mechanism: An Overview. Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanism*, Ed. By. Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel, Central Bank of Chile, 1–20.
- Macit, D. (2018). *Bir Para Politikası Kanalı Olarak Uluslararası Kredi Kanalı*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Mankiw, N. Gregory. (2010). *Makroekonomi*, Çev. Ömer Faruk Çolak, 6.bs., Ankara: Efil Yayınevi.
- Masatçı, K. Ve Darıcı, B. (2006). “Türkiye’de Faiz Oranlarının Belirlenmesinde İçsel ve Dışsal Faktörlerin Rolü”. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 4(6), 18-31.
- Mishkin, F. S. (2007). *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı*. Sekizinci Baskıdan Çeviri. (Çev. S. Şahin, S. Çiçek ve Ç. Boz), s. 87.
- Mishkin, Frederic S. (2000). Inflation Targeting in Emerging Market Countries. *NBER Working Paper*, 7618
- Moore, B. J. (1988). “The Endogenous Money Supply”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 10(3), 372-385.
- Mundell R.A., (1963).Capital Mobility And Stabilization Policy Under Fixed And Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economic And Political Science*.(29) 4:475-485
- Nayan, S., Kadir, N., Abdullah, M. S., ve Ahmad, M. (2013). “Post Keynesian Endogeneity of Money Supply: Panel Evidence”. *Procedia Economics and Finance*, 7, 48-54.

- Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2012). "Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi". *Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı.1, İstanbul.
- Oktar, S., Tokucu E., Kaya Z. (2013). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikası. (2. Basım)*. Ankara: Nobel Yayın.
- Oktar, S., Tokucu E., Kaya Z. (2013). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikası. (2. Basım)*. Ankara: Nobel Yayın
- Omağ, A. (2009). Türkiye'de 1991-2006 Döneminde Makro Ekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi, *Öneri Dergisi*, (8) 32.
- Orhan, O. Z., Erdoğan, S. (2015). *Para Politikası. (2. Baskı)*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Orhan, Z.O. (1995). *Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları*. Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Öçal, T. (1990). *Para Teorisi*. Gazi Üniversitesi İİBF Yayınları, Ankara.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması (Uzmanlık Yeterlilik Tezi)*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Ankara.
- Özgür, G. (2008). "İçsel Para Teorisi'ne Genel Bir Bakış". *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(2), 51-79.
- Özmen A, Yüzer AF, Ağaoğlu E, Tatlıdil H, Şıklar E (2006). İstatistik, 3. baskı, Anadolu Üniversitesi, s. 297, Eskişehir.
- Öztürk, N. (2014). *Para Banka Kredi. (2. Baskı)*. Bursa: Ekin Basın Yayım Dağıtım.
- Özyurt, H. (2003). *Para Teorisi ve Politikası*. Derya Kitabevi.
- Özyurt, H. (2006). *Para Teorisi ve Para Politikası*. Trabzon: Derya Kitabevi. 2. Baskı.
- Palley, T. (2006). *A Post-Keynesian framework for monetary policy: Why interest rate operating procedures are not enough*. Post-Keynesian Principles of Economic Policy, Cheltenham: Edward Elgar, 78-98.
- Parasız, İ. (1998). *Türkiye Ekonomisi: 1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları. (1. Baskı)*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Parasız, İ. (2003). *Makro Ekonomi Teori ve Politikası*, 8. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 146.
- Parasız, İ. (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. M. (2000). *İktisat Teorisi*. Anadolu Üniversitesi, (282-283).

- Parasız, İ., & Özer, M. (2005). *Bugünkü İktisadın Temelleri*. İstanbul: Aktüel Yayınları.
- Parasız, Ö. (2003). *Para Teorisi ve Politikası*. Bursa: Ezgi Yayınevi. Eroğlu, Ö. (2004). *Para Teorisi ve Politikası Ders Notları*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, Yayın No: 50.
- Patinkin, D. (1972). "Friedman on the Quantity Theory and Keynesian Economics". *Journal of Political Economy*, 80(5), 883-905.
- Paya, M. (2001). *Para Teorisi ve Para Politikası*. Filiz Kitabevi İstanbul.
- Paya, M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası*, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Paya, M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası*. İstanbul: Türkmen Kitabevi Yayınları.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. ve Smith R, J. (2001). "Bound Testing Approaches To The Analysis Of Long Run Relationships", *Journal Of Applied Econometrics*. Special Issue, (16), 289-326.
- Peukert, H. (2017). *Das Moneyfest: Ursachen und Lösungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise*. Marburg: Metropolis-Verlag
- Pindyck RS, Rubinfeld DL (1991). *Econometric Models and Economic Forecasts*, 3.ed, Mc Graw-Hill, p. 443-444, 473-500 USA.
- Pinga, V. E. B., ve Nelson, G. C. 2001. Money Prices and Causality: Monetarist Versus Structuralist Explanations Using Pooled Country Evidence. *Applied Economics*,3:1271-1281
- Sarı, A. (2009). "Çıktıya (GSMH) Para Arzındaki Büyümenin, Faiz Oranı Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Etkileri: Türkiye Örneği". *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 11(2), 19–36.
- Sarı, A. (2009). "Çıktıya (GSMH) Para Arzındaki Büyümenin, Faiz Oranı Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Etkileri: Türkiye Örneği", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 11(2):19–36.
- Schwartz, A. J. (1987). *Why Money Matters*, National Bureau of Economic Research, 75(1), 167-182.
- Seddighi HR, Lawyer KA, Katos AV (2000). *Econometrics: A Practical Approach*, Routledge Taylor ve Francis Group, p. 252, London, UK.
- Sevüktekin M, Nargeleçekenler M (2005). *Zaman Serileri Analizi*, Nobel Yayın Dağıtım, s.31-32, 112-113, 164, Ankara.
- Shumway RH, Stoffer DS (2006). *Time Series Analysis and Its Applications with R Examples*, 2.ed., Springer, p. 1, 85-87, 143, 157-159

- Snowdon, B. ve Vane, H. R. (2012). *Modern Makroekonomi: Temelleri, Gelişimi ve Bugünü*, Çev., Nurtaç Yıldırım vd., İstanbul: Efil Yayınevi.
- Stein, J. L. (1981). "Monetarist, Keynesian, and New Classical Economics". *The American Economic Review*, 71(2), 139-144.
- Şahin, H. (2016). "Paranın Doğası ve Türleri Üzerine Bir İnceleme". *Liberal Düşünce Dergisi*, 21(84), 93-102.
- Şimşek, M., ve Kadılar, C. (2006). "Fisher Etkisinin Türkiye Verileri ile Testi". *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 7(1), 99-111.
- Taylor, L. (1985). "A Stagnationist Model of Economic Growth". *Cambridge Journal of Economics*, 9(4), 383-403.
- Taylor, T. M., ve Evans, J. W. (1987). *Islamic Banking*. Quarterly Review, National Westminster Bank, November.
- Tayyar, A. E. (2017). *Politik Para Arzı Dalgalanmaları: Türkiye Örneği*. Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Bursa.
- TCMB. (2013). "Bülten 31", <https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/23fa999c-481e-478bba879f61951ca8e7/Bulten31.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTW-ORKSPACE-23fa999c-481e-478b-ba87-9f61951ca8e7-m3fB9EG> (30.10.2023).
- TCMB. (2013). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası 2013 Yılı Faaliyetleri. <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2013/files/tr-full.pdf>
- TCMB. (2013, Haziran). *TCMB Dergisi*.
- TCMB. (2013, Mart). *TCMB Bülten*, 29.
- TCMB. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR>
- Terra, F. H. B., ve Arestis, P. (2017). "Monetary Policy In The Post Keynesian Theoretical Framework". *Brazilian Journal Of Political Economy*, 37(1), 45-64.
- Thomas, D. G. (2018). *The Rate of Interest and the New Monetary Theory of Loanable Funds*. In *The Creators of Inside Money* (pp. 63-76). Palgrave Macmillan, Cham.
- Tily, G. (2012). *Keynes's Monetary Theory of Interest*. BIS Paper, (65c).
- Tiryaki, G. (2016). *Para ve Finansın Dönüşümü*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Togay, S. (1994). "Post-Keynesyen Teoride Para Arzının İçsellliği". *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 5(13), 47-66.
- Tokucu, E. (2008). *Yapısalcı Post Keynesyen İçsel Para Arzı Yaklaşımı ve Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği: 1986-2005*, (Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul

- Tsiang, S. C. (1989). *Liquidity preference and loanable funds theories, multiplier and velocity analyses: a synthesis*. In *Finance Constraints and the Theory of Money* (pp. 49-76). Academic Press.
- Tunay, Batu K. (2007). *Makro Ekonomi Teori ve Politika*. İstanbul: Arıkan Basın Yayın Dağıtım.
- Türkbal, A. (2005). *İktisada Giriş*, Aktif Yayınevi, İstanbul.
- Usta, A. (2018). *Paranın Serüveni: Kripto Paraların Öncesi ve Sonrası*. Bankalararası Kart Merkezi Genel Müdürlüğü (BKM).
- Ülgen, G. (2017). *Makro İktisat*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Ülgen, P. G. (2021). "Finansal Piyasalar", *İstanbul Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi*: <https://auzef.istanbul.edu.tr/tr/content/ogrenme-sureci/dersmateryalleri>
- Üstünel, B. (1990). *Makro Ekonomi*. Ofset Yayımcılık, İstanbul.
- Üstünel, B. (1990). *Makro Ekonomi*, Ofset Yayımcılık, İstanbul.
- Wood, J. H. (1981). "Interest Rates And Inflation". *Economic Perspectives*, 5(3), 3-12.
- Woodford, M. (2000). "Monetary Policy in A World Without Money", *International Finance*, 3(2), 229-260.
- Wray, L. Randall (2007). "Endogenous Money: Structuralist and Horizontalist", *The Levy Economics Institute Working Paper*, (51), 1-23.
- Yafee R, Mcgee M (2000). *Introduction to Time Series Analysis and Forecasting with Applications of SAS and SPSS*, Academic Press, p. 5-7, 154-169, 173-174, 266, 269-346, USA.
- Yeşildağ, U. Ö. (2015). *Türkiye'de Enflasyonun Kontrol Edilmesinde Uygulanan Para Politikası Stratejileri ve Etkileri*, (Yüksek Lisans Tezi), Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırklareli.
- Yeşildağ, U. Ö. (2015). *Türkiye'de Enflasyonun Kontrol Edilmesinde Uygulanan Para Politikası Stratejileri ve Etkileri* (Yüksek Lisans Tezi), 32, 33.
- Yıldırım, K. (2000). *İktisat Teorisi* (No. 1456). Anadolu Üniversitesi.