



**T.C.
RECEP TAYYİP ERDOĞAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE’DE AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ
SONRASI DÖNEMDE BANKA KREDİ KANALININ
ÇALIŞMASININ VAR MODELİ YARDIMIYLA
İNCELENMESİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Mustafa Uğur MİRASEDOĞLU

Prof. Dr. Alaattin KIZILTAN


Danışman

RİZE

2017

KABUL VE ONAY

Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalında, Mustafa Uğur MİRASEDOĞLU tarafından hazırlanan *Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Sonrası Dönemde Banka Kredi Kanalının Çalışmasının VAR Modeli Yardımıyla İncelenmesi* başlıklı bu çalışma, 11.08.2017 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda ~~oy birliğiyle~~ / oy çokluğuyla başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Alaattin KIZILTAN İmza:  Kabul/Red

Üye: Prof. Dr. Seyfettin ARTAN İmza:  Kabul/Red

Üye: Doç. Dr. Ali Rıza SANDALCILAR İmza:  Kabul/Red

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

22.08.2017

İmza



Doç. Dr. Ahmet İshak DEMİR

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Bu tezdeki bütün bilgileri etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi ve tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yaptığımı bildiririm. İfade ettiklerimin aksi ortaya çıktığında ise her türlü yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ederim.11/08/2017



Mustafa Uğur MİRASEDOĞLU

ÖN SÖZ

Bu çalışma, Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı Tezli Yüksek Lisans Programı, Yüksek Lisans Tezi için hazırlanmıştır. Bu çalışmanın geliştirilmesinde eleştiri, tavsiye ve katkılarından dolayı ve akademik yaşantımda bana sunduğu rehberlikten dolayı değerli danışmanım Sayın Prof. Dr. Alaattin KIZILTAN'a teşekkürü borç bilirim.

Ayrıca akademik hayatım süresince benden desteğini esirgemeyen Sayın Doç. Dr. Durmuş Çağrı YILDIRIM'a, yoğun ve stresli zamanlarda bana her türlü desteği sunan eşim Hatice MİRASEDOĞLU'na ve bu günlere gelebilmemde çok büyük emeği bulunan anneme, babama ve kardeşime de teşekkürlerimi sunarım.

Para politikası uygulamaları toplumsal refahın ve ekonomik gelişmenin sağlanabilmesi için oldukça önemli bir araçtır. Bu aracın öneminden daha önemli olan ise bu aracın ne zaman ve nasıl kullanılması gerektiğinin bilinmesidir. Uzun yıllardır araştırmalara konu olan parasal aktarım mekanizması kanalları ile ilgili literatür de bu amaçla ortaya çıkmıştır.

Tarihsel süreçte merkez bankalarının yalnızca basit faiz oranına dayalı denklemlerle ekonomilere yön veremedikleri, farklı politika ve araçların da gerekliliği gözlenmiştir. Aynı şekilde farklı dönemlerde ve farklı ülkelerde merkez bankalarının benzer politikalarına, makroekonomik değişkenlerin farklı tepkiler vermeleri işleyen farklı mekanizmaların varlığına da ışık tutmuştur. Böylece geçmişten bu güne hızla gelişen bilimsel literatürde Geleneksel Faiz Oranı Kanalı, Döviz Kuru Kanalı, Varlık Fiyatları Kanalı ve Kredi Kanalı olarak genel kabul gören parasal aktarım mekanizması kanalları ortaya çıkmıştır ve yeni aktarım mekanizması kanalları arayışına yönelik çalışmalar sürmektedir.

Çalışmada Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesi dönemi içerisinde banka kredi kanalının işleyişinin incelenmesi amaçlanmıştır. Literatürde farklı dönemler içerisinde farklı ampirik sonuçlar elde edilmiştir. Bu nedenle yakın dönemdeki işleyiş incelenerek politika yapıcılara yakın dönemde banka kredi kanalının işleyişine yönelik bulgu sunulması amaçlanmıştır.

Mustafa Uğur MİRASEOĞLU

RİZE 2017

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	2
ETİK BEYAN	3
ÖN SÖZ	4
İÇİNDEKİLER	5
ÖZET	7
ABSTRACT	8
KISALTMALAR	9
TABLolar LİSTESİ	10
ŞEKİLLER LİSTESİ	11
GİRİŞ	12

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ GENEL ÇERÇEVESİ ...	17
1.1. Tanımı ve İşleyiş Şekli	17
1.2. Parasal Aktarım Mekanizmasını Açıklayan Keynesyen ve Parasalcı Aktarım Mekanizması Yaklaşımları	21
1.3. Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının Tanıtımı	24
1.3.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı	25
1.3.2. Döviz Kuru Kanalı	28
1.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı	32
1.3.3.1. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı	33
1.3.3.1.1. Tobin Q Teorisi	33
1.3.3.1.2. Servet Etkisi	35
1.3.3.1.3. Diğer Teoriler	37
1.3.3.2. Konut Fiyatları Kanalı	39
1.3.4. Kredi Kanalı	41
1.3.4.1. Bilanço Kanalı	42
1.3.4.2. Banka Kredi Kanalı	45
1.3.4.2.1. Banka Kredi Kanalının İşleyişi	45
1.3.4.2.2. Banka Kredi Kanalının Etkin İşleyebilmesi İçin Gerekli Üç Koşul	48
1.3.4.2.3. Banka Kredi Kanalının Etkin İşlemesini Engellleyen Piyasa Aksaklıkları	49

İKİNCİ BÖLÜM

2.	LİTERATÜR TARAMASI	52
2.1.	Yabancı Literatür	52
2.1.1.	2006 Yılı ve Öncesini Analiz Eden Çalışmalar	52
2.1.2.	2006 Yılı Sonrasını Analiz Eden Çalışmalar	56
2.2.	Yerli Literatür	58
2.2.1.	2006 Yılı ve Öncesini Analiz Eden Çalışmalar	58
2.2.2.	2006 Yılı Sonrasını Analiz Eden Çalışmalar	60

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.	EKONOMETRİK ANALİZ.....	67
3.1.	Veri Seti	67
3.2.	Metodoloji	69
3.2.1.	ADF Testi	69
3.2.2.	Zivot Andrews Testi	71
3.2.3.	VAR Modeli.....	72
3.3.	Ekonometrik Analiz Sonuçları.....	75
3.3.1.	ADF Test Sonuçları.....	76
3.3.2.	Zivot Andrews Test Sonuçları	76
3.3.3.	VAR Modeli ve Analiz Sonuçları	77
3.3.4.	Etki-Tepki Analizi Sonuçları	78
	SONUÇ VE ÖNERİLER	81
	KAYNAKLAR	89
	EKLER	100
	ÖZ GEÇMİŞ	103

Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Anabilim Dalı: İktisat
Tez Türü: Yüksek Lisans
Danışman: Prof. Dr. Alaattin KIZILTAN
Hazırlayan: Mustafa Uğur MİRASEDOĞLU
Yıl: 2017

ÖZET

TÜRKİYE’DE AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ SONRASI DÖNEMDE BANKA KREDİ KANALININ ÇALIŞMASININ VAR MODELİ YARDIMIYLA İNCELENMESİ

Açık enflasyon hedeflemesi döneminde banka kredi kanalının Türkiye ekonomisindeki etkinliği incelenen çalışmada açık enflasyon döneminin başladığı 2006 yılı Ocak ayı ile 2017 yılı Şubat ayı arasındaki dönem analiz edilmiştir. Çalışmada aylık veri seti kullanılmış olup ekonometrik analiz VAR Metodolojisi yardımıyla gerçekleştirilmiştir. Çalışmada para politikasını temsilen Bankalar Arası Gecelik Faiz Oranı serisi, aktarım yollarını temsilen Bankacılık Sektöründeki Toplam Krediler, Bankacılık Sektöründeki Toplam Mevduatlar ve Bankacılık Sektörü Menkul Değerleri, üretimi temsilen Sanayi Üretim Endeksi ve enflasyon oranını temsilen Tüketici Fiyat Endeksi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Türkiye’de banka kredi kanalının etkin çalışmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Parasal Aktarım Mekanizması, Banka Kredi Kanalı, VAR Modeli

Recep Tayyip Erdoğan University Graduate School of Social Sciences

Department: Economics
Thesis Type: Master Thesis
Supervisor: Prof. Dr. Alaattin KIZILTAN
Author: Mustafa Uğur MİRASEDOĞLU
Year: 2017

ABSTRACT

THE ANALYSIS OF BANK CREDIT CHANNEL IN TURKEY AFTER THE OPEN INFLATION TARGETING PERIOD WITH VAR MODEL

It is analysed in this paper that, if bank credit channel works efficiently on Turkish economy in the period which is from January of 2006, the beginning of open inflation targeting period, to February of 2017. Monthly data is used as the data set and VAR Model is used as methodology. Interbank overnight interest rate represents monetary policy, total bank loans, total bank deposits and total stocks of banks are represents transmission ways, industrial production index represents production and consumer price index represents inflation. It is found from our study that bank credit channel does not work efficiently on Turkish economy.

Key Words: Monetary Policy, Monetary Transmission Mechanism, Bank Credit Channel, VAR Model

KISALTMALAR

BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BGFO	: Bankalar Arası Gecelik Faiz Oranı
Bank. Men. D.	:Bankacılık Sektörü Toplam Menkul Değerleri
Enf.	:Enflasyon
GSYİH	:Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
KOBİ	:Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KRE	:Bankacılık Sektöründe Verilen Toplam Krediler Serisi
MEN	:Bankacılık Sektörü Menkul Değerler Serisi
MEV	:Bankacılık Sektöründe Toplam Mevduatlar ve Fonlar (A+B) Serisi
P.P.U.	:Para Politikası Uygulamaları
SUE	:Sanayi Üretim Endeksi
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TUFE	:Tüketici Fiyat Endeksi

TABLÖLAR

Tablo 1: <i>Analizde Kullanılan Veriler</i>	67
Tablo 2: <i>ADF Test Sonuçları</i>	76
Tablo 3: <i>Zivot Andrews Test Sonuçları</i>	77
Tablo 4: <i>LM Test Sonuçları</i>	100
Tablo 5: <i>Heteroskedasticity Test Sonuçları</i>	102



ŞEKİLLER

Şekil 1: Parasal Aktarım Mekanizması.....	18
Şekil 2: Etki Tepki Fonksiyonları Analizi	79
Şekil 3: Birim Çember Analizi.....	101



GİRİŞ

Para politikası uygulamaları yakın tarihte ekonomik istikrarın ve toplumsal refahın sağlanabilmesi için kullanılan önemli araçlardır. Bu nedenle para politikası uygulamalarının makroekonomik değişkenlere etki mekanizmasının belirlenmesi ve doğru zamanda doğru politikaların uygulanması büyük önem taşımaktadır. Özellikle küreselleşen dünya düzeni ile birlikte devletlerarası artan etkileşim, uygulanan politikaların sonuçlarının öngörülmesini daha zor ve karmaşık bir hale getirmiştir. Bu sebeple para politikası uygulamalarının ekonomilere etki mekanizmasını içeren parasal aktarım mekanizması kanalları üzerine yapılan çalışmalar iktisadi literatürde önemli yere sahiptir. Geçmişten bu güne yurt dışı ve yurt içi literatürde bu alanda pek çok çalışma bulunmaktadır. Değişen ekonomik sistemler ve gelişen devletlerarası etkileşimler ile birlikte parasal aktarım mekanizması kanallarının da işleyişleri ve kapsamı değişmektedir. Bu nedenle konu, literatürde güncelliğini sürekli korumaktadır.

Politika uygulayıcılar para politikaları yardımıyla piyasada olması gereken para miktarını belirlerler. Bu belirlemeyle aslında paranın maliyetini belirlerler. Aynı zamanda ekonomideki aktörlerin geleceğe yönelik beklentilerini etkileyerek toplam çıktıda artış, enflasyon oranlarında düşüş ya da işsizlik oranlarında azalış gibi hedeflere ya da hedefler bütününe ulaşmayı amaçlarlar. Para politikası uygulayıcıların bu amaçla kullandıkları temel araçları parasal aktarım mekanizması kanallarıdır. Bu kanallar yardımıyla uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki etki mekanizması belirlenmeye çalışılmaktadır ve bu mekanizma ışığında doğru politika kararları verilmeye çalışılmaktadır. Para politikalarının ekonomiye etkilerine yönelik literatürde kabul görmüş dört kanal bulunmaktadır. Bunlar geleneksel faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı ve kredi kanalıdır.

Literatürde genel kabul görmüş aktarım mekanizması kanallarının yanı sıra yeni aktarım mekanizması kanalları arayışı da sürmektedir. Ancak varlığı genel

olarak kabul görmüş aktarım mekanizması kanallarının farklı dönemlerde, farklı ekonomilerde işleyişleri üzerine literatürde çok farklı sonuçlar bulunmaktadır. Aynı ekonomilerin farklı dönemlerinde dahi zıt sonuçların elde edilmesi nedeniyle literatürde çoğu zaman parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi üzerine görüş ayrılıkları doğmaktadır. Ancak parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişleri iç içe geçmiş ve oldukça karmaşık bir haldedir. Kimi zaman farklı aktarım mekanizması kanalları birlikte işlerken, kimi zaman ekonomi üzerine yalnızca tek bir aktarım mekanizması kanalı üzerinden etki oluşmaktadır. Bu da işleyişteki farklılığın kaynağının belirlenmesini zorlaştırmaktadır. Ayrıca parasal aktarım mekanizması kanallarının farklı ekonomik koşullar altında etki güçleri farklılaşmaktadır. Tüm bu nedenlerden dolayı parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyiş şekillerinin tespiti büyük önem taşımaktadır. Para politikası yapıcıların uyguladıkları politika kararlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki olası etkilerini doğru bir şekilde ön görebilmeleri için aktarım mekanizması kanallarının işleyişlerini ve etki güçlerini iyi analiz etmiş olmaları gerekmektedir. Bu sebeple parasal aktarım mekanizması kanalları literatürde önemini her daim korumaktadır.

Parasal aktarım mekanizması kanalları üzerine literatür uzun yıllardır sürmektedir. Ancak 20. yüzyılın son on yılına yaklaşırken para politikalarının bankacılık sektörü üzerinden makroekonomik değişkenler üzerinde nasıl bir etki doğurduğuna yönelik araştırmalar başlamıştır. Kredi kanalı altında banka kredi kanalı üzerine literatürün oluşmasıyla beraber literatür genişlemiştir ve kredi piyasalarındaki yapısal aksaklıklar belirlenmeye başlamıştır. Banka kedi kanalının işleyişine engel en önemli sorunlardan biri olarak piyasalara hakim olan asimetrik bilgi sorunu görülmüştür. Asimetrik bilgi sorunu bankaların finansman talep edenlerin yatırım kararlarının karlılığı ve ahlaki değerleri hakkında tam bilgiye sahip olamamaları nedeniyle hatalı tercihlerde bulunmalarına ya da kredi arzını kısımlarına neden olan önemli bir piyasa aksaklığıdır. Bu sebeple asimetrik bilgi sorununun finansal piyasaları analiz eden çalışmalarda önemli yeri bulunmaktadır.

Asimetrik bilgi sorunu nedeniyle doğan kredi tayinlaması uygulamaları, para politikası uygulamalarının banka kredileri üzerinden makroekonomik değişkenlere etki mekanizmasının işlemlerini engellemektedir. Parasal daralma dönemlerinde bankalar güvenilirlikleri hakkında tam bilgiye sahip olamadığı kredi talep edenler nedeniyle kredi arzında hedeflenenin üzerinde bir kesintiye gitmekte, kredi tayinlaması uygulayarak kaynaklarının büyük bölümünü farklı finansal araçlarda kullanmaktadır. Bu da ekonomilerde beklentilerin ötesinde etkiler doğurmakta ve tüm ekonomiye zarar vermektedir. Aynı şekilde parasal genişleme döneminde de asimetrik bilgi nedeniyle özellikle uzun vadeli kredi arzında daha az seçici tutum izleyen bankalar, ilerleyen süreçte olası bir olumsuzluk sonrasında geri ödenmeyen krediler nedeniyle büyük sıkıntılar yaşayabilmektedirler ve bu durum tüm bankacılık sistemine zarar verebilmektedir. 2008 küresel finans krizinde olduğu gibi kimi zaman asimetrik bilgi kaynaklı bu sorun küresel ölçekte bir ekonomik krize dönüşebilmektedir. Yakın tarihte bu tarz krizlerin önüne geçebilmek amacıyla bilgi maliyetini düşürücü ve banka kredi kanalının etkinliğini arttırıcı yönde küresel ölçekte pek çok düzenlemeler gerçekleştirilmektedir. Ülke içerisinde bankacılık sistemince merkezi olarak uygulanmakta olan kredi puanı sistemi de bu düzenlemenin bir parçasıdır. Kredi talep edenlerin geçmiş dönem bankacılık sistemi içerisindeki borç ödeme tutumlarından oluşan kredi puanları sayesinde asimetrik bilgi sorunu aşarak bireylerin ya da firmaların güvenilirlik seviyeleri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Bu sistemin etkin bir şekilde işlemesi sayesinde ve hatta daha da geliştirilmesiyle, parasal daralma dönemlerinde dahi bankalar kredi tayinlaması tercihinde bulunmayacaktır ve parasal daralmaların ekonomi üzerindeki beklenmeyen etkileri ortadan kalkacaktır.

Banka kredi kanalının etkin bir şekilde işleyebilmesi için diğer bir önemli gereksinim ise, ekonomik aktörlerin finansman kaynakları içerisinde banka kredileri ile bankacılık sektörü dışında kalan diğer finansman araçlarının birbirlerinin tam ikameleri olmamaları gerekmektedir. Para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden makroekonomik değişkenlere tam ve etkin bir şekilde etki edebilmesi için ekonomi içerisinde aktörlerin tamamının ya da büyük bölümünün finansman sağlamada banka kredilerine bağımlı olmaları

gerekmektedir. Finansman sağlamada banka kredileri dışında alternatif finansman kaynaklarına erişim imkanı sağlayamayan ekonomik aktörler üzerinden para politikası uygulamaları reel ekonomiye banka kredileri aracılığıyla etki edebilmektedir. Finansman sağlamada banka kredilerine bağımlı olan ekonomik aktörler literatürde genellikle küçük ve orta ölçekli şirketler ve likiditesi yoğun finansal varlıkları bulunmayan hane halkı olarak geçmektedir. Hisse senedi arzı ve benzer yollarla finansman sağlama imkanı bulunmayan küçük ve orta ölçekli şirketlerin ve likiditesi yoğun finansal varlıkları bulunmayan hane halkının ekonomiye hakim olmaları durumunda banka kredi kanalının reel ekonomi üzerinde işleyişi etkin bir şekilde gerçekleşebilmektedir. Aksi halde, para politikası uygulamaları sonucunda banka kredilerine erişim maliyeti artan ya da erişim imkanı azalan finansal aktörler, farklı finansman kaynakları aracılığı ile bu durumun reel ekonomiye etki etmesini önlemektedirler.

Parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi üzerine literatürde pek çok görüş ayrılığı bulunmaktadır. Bunun temel nedeni farklı dönemlerde, farklı ekonomiler için birbirinden farklı koşulların bulunması ve bu nedenle yapılan analizlerin sonuçlarının birbirinden farklı olmasıdır. Bu nedenle politika yapımcıların para politikası uygulamalarının parasal aktarım mekanizması kanalları üzerinden ekonomiye etki mekanizmasını daha iyi kavrayabilmeleri için analizlerini yakın dönem koşullarında, değişmeyen politika çerçevesi altında ve benzer koşullara sahip ülkeleri baz alarak gerçekleştirmeleri büyük önem taşımaktadır. Aksi halde aynı ülkeler için yapılan analizlerde dahi farklı dönemlerde farklı sonuçlar bulunabilmektedir. Bu nedenle de literatürde görüş ayrılıkları doğmaktadır.

Bir dönemde ya da ekonomide asimetric bilgi sorunu nedeniyle ya da ekonomik aktörlerin farklı finansman kaynaklarına erişim olanaklarının çokluğu nedeniyle banka kredi kanalının işleyişi durmakta iken aynı ekonominin farklı bir döneminde ya da farklı yapıya sahip bir ekonominin aynı döneminde banka kredi kanalı etkin bir şekilde işleyebilmektedir. Bu şekilde yanılsamalardan uzak kalabilmek amacıyla parasal aktarım mekanizması üzerine yapılacak araştırmaların, benzer ekonomik yapıya sahip ülke verileri kullanılarak ve özellikle de son ekonomik konjunktürü kapsayan verileri kullanarak analizlerin

gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle çalışmada Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi politikasının uygulandığı yakın dönem analiz edilerek para politikası uygulayıcılara bu dönemde banka kredi kanalının Türkiye ekonomisinde işleyişine yönelik analiz sonuçları sağlanması hedeflenmiştir. Bu bağlamda çalışmanın temel amacı, Türkiye ekonomisi yakın dönem para politikası uygulamaları hedef belirleme politikası olan açık enflasyon hedeflemesi dönemi içerisinde Türkiye’de banka kredi kanalının etkin bir şekilde işleyip işlemediğini analiz etmektir. Analizde gözlenen dönem açık enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanmaya başlandığı 2006 yılı Ocak ayı ile 2017 yılı Şubat ayı arasında kalan dönemdir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde parasal aktarım mekanizması ve bu mekanizmanın işleyişi genel çerçevesiyle tanıtılmıştır, literatürde genel kabul görmüş olan parasal aktarım mekanizması kanalları ve bu kanalların işleyişi anlatılmıştır, banka kredi kanalının işleyişi ayrıntılı bir şekilde anlatılmıştır. İkinci bölümde banka kredi kanalının işleyişi üzerine oluşturulmuş yerli ve yabancı literatüre yer verilmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye’de banka kredi kanalının açık enflasyon hedeflemesi döneminde işleyişinin analiz edildiği ekonometrik analizlere yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ GENEL ÇERÇEVESİ

Çalışmanın bu bölümünde öncelikli olarak parasal aktarım mekanizmasının genel işleyişi, sonrasında ise literatürde genel kabul görmüş parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişleri ve banka kredi kanalının işleyişi anlatılmaktadır.

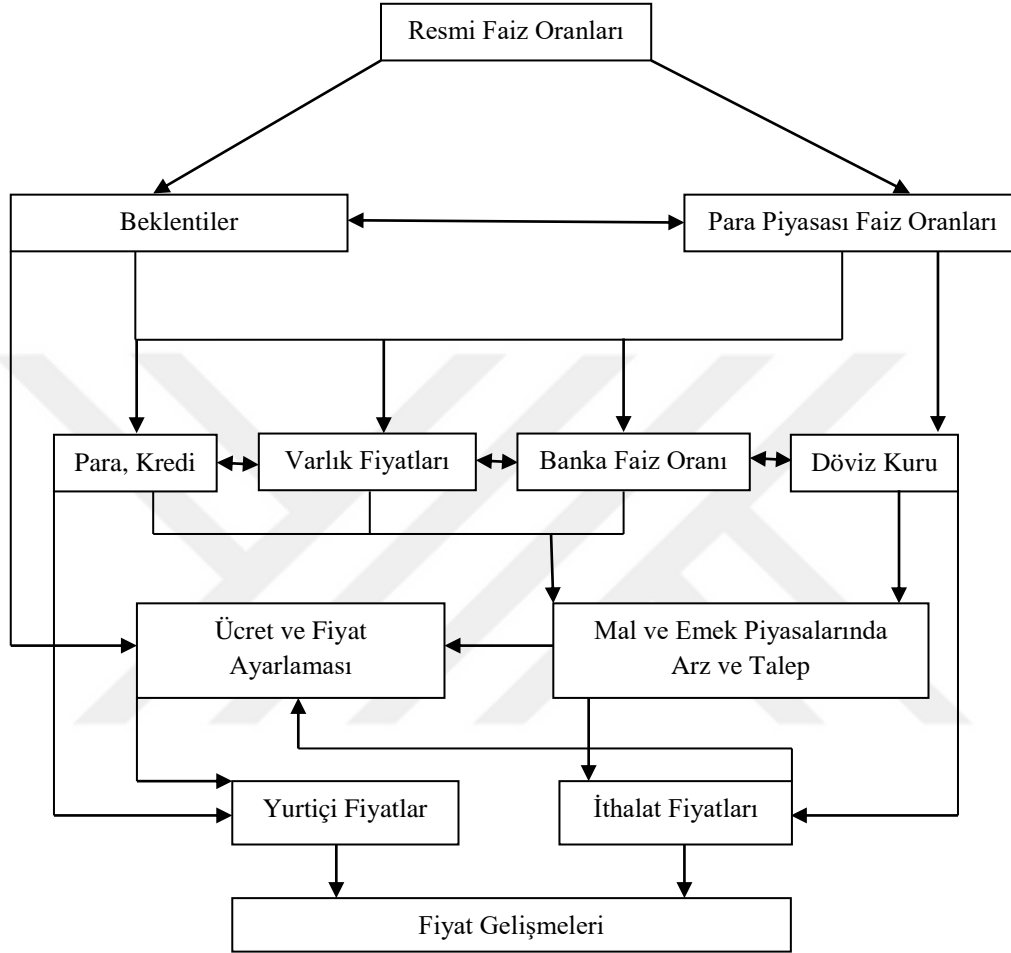
1.1. Tanımı ve İşleyiş Şekli

Para politikası uygulamalarına yönelik kararların reel ekonomideki makroekonomik değişkenleri hangi mekanizmayla, ne kadarlık bir gecikmeyle ve nasıl etkilediği konusu parasal aktarım mekanizması kanalları üzerinden incelenmektedir. Hangi parasal aktarım mekanizması kanalının politika yapıcılar için daha etkili bir araç olduğu, hangisinin ekonomiye en kısa sürede etki ettiği gibi konular para politikalarının uygulandığı döneme, ülkeye ve ekonomik yapıya göre farklılık göstermektedir. Ayrıca aktarım mekanizması kanallarının işleyişleri ve etkileri aynı ekonomilerde dahi zaman içerisinde değişebilmektedir. Bernanke ve Gertler'in (1995) kara kutu olarak adlandırdıkları parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişlerindeki belirsizlik nedeniyle yıllar boyu literatürde bu konu üzerine çalışmalar önemini korumaktadır (Cengiz, 2009: 226).

Etkili bir araç olarak değerlendirilmekte olmasına rağmen para politikasının istenmeyen ya da beklenmeyen sonuçları da olabilmektedir. Para politikalarının sonuçlarının istenen hedeflere ulaşabilmesi için politika yapıcıların zamanlamayı doğru seçebilmeleri önemlidir. Ayrıca parasal aktarım mekanizması kanallarından her bir kanalın ekonomiyi ne derecede ve ne şekilde etkileyebildiğini anlayabilmeleri gerekmektedir (Mishkin, 1995: 4).

Parasal aktarım mekanizması yardımıyla, ekonominin denge durumunda olduğu bir dönemde gerçekleşen para politikası değişiklikleri sonucunda ortaya çıkan talep veya arz fazlasının ya da bunun tam tersi durumunun ekonomiye etkisi

incelenmektedir (Lipsey, 1983: 518). Daha açık bir ifade ile belirtmek gerekirse parasal aktarım mekanizması, para politikası uygulamalarında gerçekleşen bir değişiklik sonucunda ekonominin bazı aktarım mekanizması kanalları yardımıyla etkilenmesidir (Taylor, 2000: 2).



Şekil 1: Parasal Aktarım Mekanizması

(Kaynak: Son Erişim Tarihi: 12.07.2017

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>)

Şekil 1’de parasal aktarım mekanizmasının işleyişi ve piyasayı etkileme şekilleri gösterilmektedir. Merkez bankası bankacılık sistemine fon sağlayarak faiz oranını belirler. Paranın kontrolündeki tekel gücü sayesinde faiz oranını tamamen kendi belirler. Resmi faiz oranlarında gerçekleşen değişiklik doğrudan doğruya para piyasası faiz oranlarını da etkiler. Böylelikle dolaylı olarak da bankalarca müşterilere yönelik belirlenen kredi ve mevduat faizlerini de belirler. Gelecekte resmi faiz oranlarının değişeceğine yönelik beklentilerdeki değişiklikler orta ve uzun vadeli faiz oranlarını etkiler. Uzun dönem faiz oranları özellikle kısa

dönem faiz oranlarının yönüne yönelik pazar beklentilerine bağlıdır. Para politikası aynı zamanda ekonomik aktörlerin geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini yönlendirebilir ve böylece fiyat gelişmelerini etkiler. Güvenilirliği yüksek bir merkez bankası fiyat istikrarı beklentisini kesin olarak sabit tutabilir. Bu durumda ekonomik aktörler yüksek enflasyon korkusuyla fiyatlarını yükseltmek ya da deflasyon korkusuyla fiyatlarını düşürmek zorunda değillerdir. Para politikasını faaliyetlerinin ekonomideki finansman koşullarına ve pazar beklentilerine tetiklediği etki varlık fiyatlarında ve faizlerde düzenlemelere yol açabilir. Faiz oranlarında gerçekleşen bir değişim, ithal mallar doğrudan tüketimde kullanıldığı sürece enflasyonu doğrudan etkileyebilmektedir. Fakat aynı zamanda diğer kanallardan da etki edebilirler. Faiz oranlarında gerçekleşen bir değişiklik hane halkı ve firmaların tasarruf ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Örneğin diğer şartlar sabitken daha yüksek faiz oranları tüketim ve yatırım kararlarının finansmanı için borçlanmayı daha az tercih edilir hale getirmektedir. Buna ek olarak tüketim ve yatırım kararları aynı zamanda servet etkisi ve teminat değeri üzerindeki etkiler vasıtasıyla hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerden de etkilenmektedir. Örneğin hisse senedi fiyatları yükseldiğinde hisse sahibi hane halkı zenginleşirler ve tüketimlerini artırmaya karar verebilirler. Tersini düşüldüğünde ise, hisse senedi fiyatlarında bir düşüş gerçekleştiğinde hane halkı tüketimini düşürebilir. Borçlanana daha fazla kredi çekebilme imkanı sağlayan teminat değeri yoluyla ve/veya borç verenlerce talep edilen risk primini düşürmesi yoluyla varlık fiyatları aynı zamanda toplam talebi de etkileyebilmektedir.

Faiz oranlarında gerçekleşen bir değişiklik kredi arzını da etkilemektedir. Örneğin yüksek faiz oranları borçlanana kredilerini geri ödeyememe riskini artırır. Bu nedenle bankalar hane halkına ve firmalara ödünç verdikleri fonların miktarında kesintiye gidebilir. Böyle bir kesinti aynı zamanda piyasa aktörlerinin tüketim ve yatırım kararlarını da etkileyecektir.

Faiz oranları değiştiğinde fiyatlar ve toplam talep de değişebilir. Tüketimde ve yatırımda meydana gelen değişiklikler iç arza görece olarak mal ve hizmetlere yönelik iç talebi değiştirecektir. Talep fiyatı aştığında, muhtemelen yukarı yönlü fiyat baskısı gerçekleşecektir. Ek olarak toplam talepte gerçekleşen

değişiklikler emek ve ara malı piyasasında daha sıkı ya da daha gevşek koşullara çevrilebilir. Bu sırayla ilgili piyasada fiyat ve ücret ayarlamasını etkileyebilir.

Faizlerde gerçekleşen bir değişme banka kredi arzını etkiler. Politika faizindeki değişiklikler bankaların dış finansman sağlamadaki marjinal maliyetlerini öz kaynaklarına ya da sermayelerine bağlı olarak farklı şekilde etkileyebilir. Bu kanal genel olarak sermayenin kıt olduğu ve bankaların sermaye artırımında zorlandığı finansal kriz gibi kötü zamanlarla ilgilidir (İnternet Kaynağı).

Zamanla parasal aktarım mekanizmasıyla ilgili teorik yaklaşımların değişiklik göstermesi nedeniyle aktarım mekanizması kanallarıyla ilgili farklı görüşler ortaya çıkmıştır. Para arzında gerçekleşen bir değişimin ekonomik faaliyetler üzerine etkisini parasal aktarım mekanizması açıklamaktadır. (Jain ve Tomic, 1995: 142). Bir başka tanıma göre ise parasal aktarım mekanizması politika yapıcılar tarafından uygulanan para politikası uygulamalarında gerçekleşen değişim sonucunda kısa vadeli nominal faiz oranı ve nominal para stoku üzerinden istihdam, toplam çıktı miktarı ve benzeri reel değişkenlere etkisini ele almaktadır (Ireland, 2005: 1). Aksi bir görüşe göre ise para politikası uygulamalarına reel sektöre verilen tepkiler yalnızca geleneksel faiz oranı kanalı üzerinden açıklanamamaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995: 27). Tanımlamalarda ortaya çıkan bu farklılıklar, iktisatçıların hangi parasal aktarım mekanizması kanalının ne kadar etkili olduğu hususunda ortak bir sonuçta buluşamadıklarını göstermektedir.

Parasal aktarım mekanizması kanalları geleneksel faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı ve kredi kanalından oluşmaktadır.

1.2. Parasal Aktarım Mekanizmasını Açıklayan Keynesyen ve Parasalcı Aktarım Mekanizması Yaklaşımları

Parasal aktarım mekanizmaları üzerine görüş literatürde ağırlıklı olarak Keynesyen Görüş ve Parasalcı Görüş olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Büyük Buhran sonrası dönemde devletlerce anlaşılmıştır ki para politikalarına kıyasla uygulanmakta olan mali politikalar ekonomik faaliyetleri

etkilemek hususunda daha başarılıdır. Keynes öncülüğünde yaygınlaşan bu görüş para otoriteleri tarafından da çoğunlukla kabul görmüştür. İşsizlik ve enflasyon gibi ekonomik sorunların çözümüne yönelik uygulanan politikalarda 1970'lere kadar olan süreçte bu görüş başarılı olmuştur. Keynesyen görüşe göre talep seviyesine para politikasının etkisi yalnızca faiz oranlarına etki edebildiği sürece gerçekleşmektedir (TCMB, 2013: 2).

Para arzının egzojenliği kavramı, para arzının belirlenmesine yönelik Keynes'in görüşünü ifade etmektedir. Bu kavramda para arzının belirlenme sürecinin politika yapıcıların kontrolünde olduğu ve para arzı ile fiyatlar genel seviyesi arasındaki nedensellik ilişkisinin para arzından fiyatlara doğru tek yönlü bir ilişki olduğu belirtilmektedir (Işık, 2003: 71). Keynes'e göre para talebi daha büyük önem taşımaktadır. Bu durum Keynesyen likidite tercihi teorisi altında işlem güdüsüyle para talebi, ihtiyat güdüsüyle para talebi ve spekülasyon güdüsüyle para talebi olacak şekilde para talebinin üçe ayrılmasıyla gösterilmiştir (Keynes, 1980: 173-174). Keynesyen görüşte faize duyarlı spekülasyon güdüsüyle para talebinin ortaya koyulması, Keynesyen görüşün Klasik görüşten temel farkını ortaya koymaktadır (Işık, 2003: 77).

Keynesyen görüşte parasal aktarım mekanizmasının işleyişi genellikle IS/LM analizi yardımıyla faiz oranı ve üretim arasındaki ilişki üzerinden gösterilmektedir. Faiz oranı ile üretim arasındaki ilişki bir mal piyasasında, iki para piyasasında gerçekleşmektedir. Mal piyasasındaki ilişkiye göre faiz oranlarındaki yükseliş toplam talep seviyesinde bir azalışa neden olmaktadır ve bunun sonucunda toplam üretim azalmaktadır. Keynesyen görüşte para talebi ile para politikası uygulayıcılarca belirlenen para arzı seviyelerinin birbirine eşit olduğu noktada parasal denge oluşmaktadır. Para arzının sabit olduğu durumda üretimdeki bir artış nedeniyle para talebinin artması denge faiz oranını yükseltmektedir (Romer, 2000: 150).

Ekonomik değişkenlerin faize karşı olan duyarlılıkları, uygulanan para politikalarının etkinliklerini ölçmek için gösterge niteliği taşımaktadırlar. Bir diğer ifade ile belirtmek gerekirse Keynesyen görüşün savunucusu olan iktisatçılara göre para politikasının toplam çıktı düzeyi üzerine olan etkisi faiz

oranı kanalı ile gerçekleşmektedir. Elde tutmak istediği miktardan daha fazla miktarda parasal büyüklük ile karşılaşan hane halkı, mevcut parasal fazlalığı ödünç vererek ya da tüketerek değerlendirmeyi seçecektir. Klasik görüşün savunucusu olan iktisatçılar böyle bir durumda hane halkının yalnızca tüketimi seçerek mevcut tüketim düzeylerini artıracaklarını savunurlarken, Keynesyen görüşün savunucusu olan iktisatçılar ise hane halkının ödünç verme seçeneğini de değerlendirebilecekleri üzerinde yoğunlaşmışlardır. Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi, faiz oranlarında gerçekleşen değişimleri dikkate alan hane halkının tahvil ya da para araçlarından yalnızca birini tercih ettiğini vurgulamaktadır. Faiz oranlarında bir düşüş gerçekleşmesi halinde hane halkı para talebi artmakta, tam tersi bir durum gerçekleşmesi halinde ise hane halkı tahvil talebi artmaktadır. Süreci şu şekilde açıklamak gerekirse, merkez bankası tarafından açık piyasa alım işlemi yapıldığında, piyasa genelinde tahvil alım işlemlerinde artış gerçekleşmektedir ve böylece tahvil fiyatları artmaktadır. Ancak fiyatı artan tahvillerin getirileri de aynı oranda azalmaktadır. Bu nedenle diğer başka varlık piyasalarında da buna benzer yönelimler gerçekleşmektedir. Aynı zamanda parasal genişlemeyle birlikte oluşan rezerv fazlalıkları bankalarca ödünç verilmek suretiyle değerlendirilmektedir. Bu amaçla bankalar faiz oranlarında cazip azalışlar uygulamaktadırlar. Tüm bu süreç sonunda piyasa faiz oranlarında azalma baskısı oluşmakta ve yatırımlarda artış baskısı oluşmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2007: 166).

Friedman ve Schwartz tarafından 1960 yılında "A Monetary History of The United States 1867-1960" adlı eserin yazılmasıyla birlikte Keynesyen teorinin egemenliği son bulmaya başlamıştır (Byrns ve Stone, 2003: 8).

1960'lı yıllarla birlikte Friedman'ın öncülüğündeki parasalcı görüşü savunan iktisatçılar, uygulanan para politikasının ekonomiye etkisinin yalnızca faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki ile açıklanmasının hatalı olduğunu savunmuşlardır. Friedman öncülüğündeki parasalcılara göre faiz kanalı ile birlikte pek çok aktarım kanalı üzerinden, uygulanan para politikaları toplam talebe etki etmektedir. Keynesyen görüşü savunan iktisatçıların aksine, ekonomik karar alım sürecinde belirleyici olanın reel faiz oranları olduğunu savunmuşlardır (TCMB, 2013: 3).

Freidman öncülüğünde gelişen Monetarist teoriye göre tüketimin yalnızca gelire göre değil servete göre de gerçekleşmekte olduğu görüşü öne sürülmektedir. Freidman'ın tanımına göre servet öz sermaye, tahvil, para, reel varlıklar ve beşeri sermaye toplamından oluşmaktadır. Freidman hanehalkı para talebini irdelerken servet kavramının yerine sürekli gelir kavramını kullanmayı tercih etmiştir ve para talebini belirtir fonksiyona serveti yani sürekli geliri de eklemiştir. Bu fonksiyona göre belirlenen reel parasal denge,

$$\frac{M_d}{P} = f (W, r, p_e, u)$$

şeklinde gösterilmektedir.

Yukarıda belirtilen modern miktar teorisinde nominal para talebi M_d ile, fiyatlar genel düzeyi P ile, sürekli gelir W ile, tahvil ve hisse senedi benzeri finansal varlıkların getirisi r ile, beklenen enflasyon oranı p_e ile ve hanehalkı zevk ve tercihleri u ile gösterilmiştir. Eşitliğin sol tarafı reel para talebini temsil etmektedir. Friedman'ın yaptığı analizde sürekli gelirden bir artışın gerçekleşmesi, tahvil ve hisse senedi benzeri finansal varlıkların getirisinde bir azalışın gerçekleşmesi ve beklenen enflasyon oranında bir azalışın gerçekleşmesi halinde reel para talebinde artış gerçekleşeceğini belirtmiştir. Friedman'ın bu fonksiyona paranın alternatifi olarak belirttiği tahvil ve hisse senedi benzeri varlıkları dahil etmesiyle genel işleyişi içerisinde ekonomideki farklı faiz oranı değerlerinin önemi ortaya çıkmıştır (Stone, 2005: 255).

Parasalcı görüşü destekleyen iktisatçılar hisse senedini, tahvili, bonoyu, dayanıklı tüketim mallarını ve reel varlıkları içeren genelleşmiş varlıklar portföyünün içine parayı da eklemişlerdir. Bu sebeple para yalnızca portföy içerisindeki varlıklardan biri olarak görülmektedir. Portföydeki tüm varlıkların marjinal getiri oranları eşit oluncaya dek tasarruflar hanehalkı tarafından bu varlıklara paylaştırılmaktadır (Stone, 2005: 255). Keynesyen görüş yalnızca para ve tahvilin birbirleri yerine ikame edilebileceğini vurgularken parasalcı görüş bunun aksine malların ve paranın birbirleri yerine ikame edilebileceğini savunmaktadırlar. Bu da parasalcı görüşe sahip iktisatçıların nominal GSYİH ile para arzı arasında doğrusal ve güçlü bir ilişkinin bulunduğu inandıklarını ve

parasal aktarım mekanizmasını doğrudan savunduklarını göstermektedir (Byrns ve Stone, 2003: 8).

Parasalcı görüşe göre reel ekonomi üzerinde para politikası uygulamalarının önemli etkileri bulunmaktadır. Para politikası uygulamalarında gerçekleşen değişiklikler sonucunda varlıkların nispi fiyatları değişmektedir. Bu fiyat değişikliği ise portföy bileşenlerinin değiştirilmesiyle reel ekonomiye aktarılmaktadır. Bu aktarım kısa vadeli olarak gerçekleşmektedir. Uzun vadede nispi fiyatlarda ve reel GSYİH'da değişiklik gerçekleşmemektedir. Bunun nedeni fiyat düzeyi ile para miktarındaki değişikliğin birbirlerine denk olmasıdır. Bu nedenle para politikasının reel üretim miktarı üzerindeki etkisi geçici olurken fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisi kalıcı olmaktadır (Cengiz, 2008: 124).

1.3. Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının Tanıtımı

Literatürde parasal aktarım mekanizması kanalları geleneksel faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı ve kredi kanalı şeklinde yer almaktadır. Para politikası uygulamalarında bir değişiklik gerçekleşmesi halinde öncelikle faiz oranları değişmekte, sonrasında bu değişikliği banka kredileri, döviz kuru ve varlık fiyatları takip etmekte ve sonrasında ise fiyatlar genel seviyesi ve hasıla seviyesi etkilenmektedir. Para politikası uygulamalarında gerçekleşen değişikliklerin fiyatlar genel seviyesini ve hasıla seviyesini hangi parasal aktarım mekanizması kanalları aracılığı ile etkilediğinin incelenmesi önemlidir. Aynı zamanda bu kanalların piyasayı ne şekilde etkilediğinin de incelenmesi oldukça önemlidir. Çünkü parasal aktarım mekanizması kanallarının piyasaya etki gücünün ve etki şeklinin belirlenebilmesi politika yapıcılar için yol gösterici nitelik taşımaktadır (Eroğan ve Yıldırım, 2008: 96).

1.3.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarım mekanizması kanalları içerisinde ilk olarak kabul görmüş aktarım mekanizması kanalı geleneksel faiz oranı kanalıdır. Faiz oranında gerçekleşen bir değişimin ekonomi üzerindeki direkt etkisini geleneksel faiz oranı kanalı tanımlamaktadır. Faiz oranlarında merkez bankasınınca bir artış gerçekleştirildiğinde, kısa süreli piyasa faiz oranlarında nispi olarak daha az ya da daha fazla bir yükseliş gerçekleşecektir (Horrengren, 1995: 5).

Para politikası uygulamaları sonucunda gecelik faiz oranlarında gerçekleşen bir değişiklik sonucunda borçlanmanın marjinal maliyeti değişmektedir. Borçlanmanın marjinal maliyetinin değişmesi, yatırım ve tasarruf kararlarına etki etmektedir. Ayrıca, faiz oranlarında gerçekleşen değişiklikler borç talep edenler ile finansman sağlayanların nakit akışlarına etki etmektedir. Tüm bu etki süreci geleneksel faiz oranı kanalı şeklinde tanımlanabilir (Kamin, Turner ve Van't Dack, 1998: 8).

Para politikası uygulamaları sonucunda kısa vadeli faiz oranlarında gerçekleşen değişim, piyasa faiz oranlarında değişikliğe neden olmaktadır. Uzun vadeli piyasa faiz oranları yatırım kararlarının ve dayanıklı tüketim malı harcamalarının önemli bir belirleyicisidir. Reel faiz oranları ile dayanıklı tüketim malı fiyatları arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranlarındaki düşük seyir, dayanıklı tüketim mallarının fiyatlarında artış gerçekleşeceği anlamına gelmektedir. Bu nedenle dayanıklı tüketim malına yönelik talep artacaktır. Daha açık bir ifade ile faiz oranlarına duyarlı olan tüketim eğilimleri, borçlanma maliyetinden etkilenmektedir. Bunun yanı sıra faiz oranlarında gerçekleşen değişiklikler borçlanma sözleşmelerini ve mevduat faizlerini de etkilemektedir. Bu nedenle ortalama faiz oranlarında gerçekleşen değişiklikler borç talep edenler ile finansman sağlayanların gelirlerini ve nakit akışlarını etkilemektedir. Ayrıca bu değişikliklerin harcama kararları üzerinde de etkisi bulunmaktadır (Kamin, Turner ve Van't Dack, 1998: 9-10).

Reel para arzındaki değişimler nominal faiz oranlarında para arzında gerçekleşen değişimin tersine bir harekete neden olur. Bunun sonucunda bir likidite etkisi oluşur. Özetle, nominal faiz oranı ile para arzı miktarı arasındaki ters yönlü ilişki likidite etkisidir. Buna göre, reel para arzında gerçekleşen bir değişim nominal faiz oranlarında da bir değişikliğe yol açar (Norbbin, 2000: 12). Yükselen nominal faiz oranları tüketim kararlarının ertelenmesine neden olur ve hane halkını tasarrufa yönlendirir. Buna benzer bir etki varlıkların değerlerinde gerçekleşen bir azalmadan da kaynaklanmaktadır. Faiz oranlarında ortaya çıkan bir artış uzun vadeli bono, gayrimenkul, hisse senedi ve benzeri reel ve finansal varlıkların fiyatlarında bir azalışa neden olabilir. Çünkü varlıkların gelecekte getirecekleri asıl değer, faiz oranları yükseldikçe azalacaktır. Servetlerinin

azalmasının şokuyla sarsılmış olan hane halkı tüketimlerini azaltacaktır. Aynı zamanda, yükselen faiz oranları reel sermaye oluşumunu da finansman maliyetine ekler. Bunun sonucunda da daha yüksek faiz oranları hem şirketlerin hem de hane halkının talebinde azalmaya neden olur. Talepte gerçekleşen azalış ise diğer şartlar sabitken enflasyonist baskıda azalmaya neden olacaktır (Horrengren, 1995: 6).

Parasal aktarım mekanizmasında parasal genişlemenin etkisi, geleneksel IS-LM modeli bağlamında şu şekilde gösterilebilir,

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow C \downarrow \text{ ve } I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Burada M para arzını göstermektedir. i_r reel faiz oranını, C sermaye maliyetini, I ise yatırım harcamalarını temsil etmektedir. Şekil incelendiğinde, parasal genişleme sonucunda reel faiz oranlarında bir düşüş gerçekleştiği görülmektedir. Bunu takiben sermaye maliyetleri düşer ve yatırım harcamaları artar. Sonrasında da toplam çıktı ve toplam talep miktarı artar (Mishkin, 1996: 19).

Yatırım kararları ve tüketim kararları üzerinde reel faiz oranlarının etkisi nominal faiz oranlarına nispeten daha fazladır. Bu nedenle merkez bankalarının para politikaları uygulamaları yoluyla faiz kanalı üzerinden yatırım ve tüketim kararlarına etki edebilmeleri için reel faiz oranlarına etki edebilmeleri önemlidir. Bunun için de kısa vadede fiyatların katı olması gereklidir. Bekleyişler hipotezine göre uzun vadeli reel faiz oranları, kısa vadeli reel faiz oranlarının bir ortalamasıdır. Bu nedenle kısa vadeli reel faiz oranlarının değişmesi, uzun vadeli reel faiz oranlarının da değişmesini sağlayacaktır. Daraltıcı bir para politikası uygulaması sonucunda politika faiz oranlarında bir artış gerçekleşmesi geleceğe dönük fiyat beklentilerini artıracaktır. Bunun sonucunda beklenen enflasyonda da bir artış gerçekleşecektir. Bu mekanizma deflasyonist sürecin egemen olduğu dönemlerde dahi genişletici para politikasının ekonomiyi canlandırabileceğini öne sürmektedir. Nominal faiz oranlarının sıfır seviyesinde olmasına rağmen beklenen enflasyon etkisiyle reel faiz oranları düşecek ve ekonomi canlanabilecektir. Gelecekteki fiyat ve enflasyon beklentileri de göz önünde bulundurulduğunda

daraltıcı bir para politikası uygulamasının faiz kanalı üzerinden ekonomiyi etkileme şekli şu şekildedir (Mishkin, 2004: 617);

$$M_s \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow p^e \downarrow \Rightarrow \pi^e \downarrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow I \downarrow Y \downarrow$$

Burada para arzı (M_s) azalması sonucunda politika faiz oranları (i) artmaktadır. Geleceğe yönelik fiyat beklentileri (p^e) ve enflasyon beklentileri (π^e) düşmektedir. Bunun sonucunda reel faiz oranları (i_r) artmaktadır. Reel faiz oranlarının artması nedeniyle yatırımlar (I) ve GSYİH (Y) düşmektedir.

Merkez bankası para politikası uygulamalarının aktarım mekanizması kanallarından geleneksel faiz oranı kanalı üzerinden reel ekonomiye etkisi analiz edilirken dört ana varsayıma dayandırılmaktadır. Bunlardan ilki para arzının dışsal olduğu ve tamamen merkez bankasının kontrolünde olduğudur. İkincisi, kısa dönem ücretlerinin ve fiyatlarının katı olması şartıyla merkez bankasının nominal faiz oranlarıyla beraber reel faiz oranlarını da etkileyebildiğidir. Üçüncüsü, faiz oranlarındaki kısa vadeli değişiklikler uzun vadeli faiz oranlarını da etkileyebilmektedir. Dördüncüsü ise, faiz oranlarındaki değişikliklerle birlikte gerçekleşen faize duyarlı tüketim harcamalarındaki değişiklikler ve toplam çıktı düzeyindeki değişiklikler makul düzeyde birbirleriyle uyumlu olmalıdırlar (Hubbard, 1994: 34).

Faiz kanalının etki gücü enflasyon oranıyla doğrudan ilişkilidir. Yüksek enflasyon oranları ya da istikrarsız değişken enflasyon oranları faiz oranı kanalının piyasaya etki gücünü azaltmaktadır. Bu azalış, enflasyon oranları nedeniyle reel faiz oranlarının değişkenlik göstermesinden kaynaklanmaktadır. Enflasyon oranlarında aşırı değişkenliğin olduğu istikrarsız ekonomilerde faiz oranlarında değişkenlik primi eklenmektedir. Bu nedenle yüksek bir reel faiz oranı her zaman daraltıcı bir para politikası uygulandığı anlamına gelmemektedir. Değişkenlik priminin yüksek olması nedeniyle de reel faiz oranları yüksek olabilmektedir. Bu nedenle enflasyon oranlarının düşük olduğu ekonomilerde faiz oranları kanalının piyasaya etki kuvveti daha fazladır. Enflasyon oranlarının düşük olmasıyla enflasyon oranlarındaki değişkenlikler de azalmaktadır. Böylelikle değişkenlik primi azalmaktadır (Lopes, 1998: 67). Değişkenlik priminin azalmasıyla reel faizler üzerindeki değişkenlik priminin etkisi azalır ve

politika faizi piyasayı daha etkili bir şekilde etkiler. Böylelikle geleneksel faiz oranı kanalının ekonomi üzerindeki etkisi artar.

1.3.2. Döviz Kuru Kanalı

Literatürde kabul görmüş diğer bir parasal aktarım mekanizması kanalı ise döviz kuru kanalıdır. Başlangıçta literatürde varlık fiyatları kanalı altında üçüncü bir varlık olarak görülen döviz kuru kanalı sonrasında tek başına ayrı bir aktarım mekanizması kanalı olarak literatürde genel kabul görmüştür ve çalışmalar bu şekilde gerçekleştirilmiştir.

Bretton Woods sisteminden sonraki dönemde geçilen esnek döviz kuru sistemi, ekonomilerin küresel entegrasyonlarını hızlandırır. Ayrıca açık enflasyon hedeflemesi sistemi gibi para politikalarına gelen yenilikler sonucunda parasal aktarım mekanizması kanalları içerisinde döviz kuru kanalına olan ilgiyi gittikçe arttırır. Taylor, Mann, Byrant Hooper gibi döneminin ünlü iktisatçıların yaptıkları çalışmalarda, para politikalarının ekonomiyi etkileme süreçleri açısından döviz kuru kanalı önemli yer tutar (Taylor, 1995: 11). Dış ticaretin milli gelir içerisindeki payı arttıkça, başka bir ifade ile ekonominin dışa açıklık seviyesi arttıkça, buna paralel olarak para politikalarının ekonomi üzerindeki etkisini sağlayan geleneksel faiz oranı kanalının yanında döviz kuru kanalı da para politikası uygulamalarının ekonomi üzerindeki etkisini arttıran önemli bir araç haline gelmektedir (Mishkin, 2004: 618).

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru kanalı büyük öneme sahiptir. Döviz kurunun talebe olan etkisi, gelişmekte olan dışa açık ekonomilerde daha büyüktür. Böyle ekonomilerde kurda gerçekleşen değişimler talebi doğrudan etkilemektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde özel sektörün enflasyon beklentisi üzerinde döviz kurunun büyük etkisi bulunmaktadır. Kurda gerçekleşen değişiklikler beklentileri etkilemekte ve beklentiler üzerinden de yatırım kararlarını etkilemektedir. Döviz kurunun gelişmekte olan ülkelerdeki bir diğer önemli etkisi ise ödemeler dengesi üzerindedir. Pek çok gelişmekte olan ülkede hane halkı ve firma varlıklarının büyük kısmı döviz cinsindedir. Bu durum kurun hem hane halkı ödemeler dengesi üzerinde hem de firmaların ödemeler dengesi üzerinde büyük etkiye sahip olmasına neden olmaktadır (Mohanty ve Turner, 2008: 15).

Faiz oranları ulusal paranın fiyatıdır ve faiz oranları değiştiğinde yabancı paraya karşı ulusal paranın değeri değişmektedir. Bu sebeple döviz kuru kanalı içerisinde faiz oranındaki değişikliklerin etkilerini de barındırır. Yurtiçi faiz oranlarında bir düşüş gerçekleştiğinde hane halkı tasarrufları yabancı para mevduatlarına yönelecektir ve bunun neticesinde ulusal paraya yönelik talep azalacaktır. Talep azalmasıyla birlikte ulusal paranın değeri de düşecektir ve daha az değerli bir ulusal para sonucunda yabancı mallar nispi olarak pahalılaşacaktır ve yerli mallar nispi olarak ucuzlayacaktır. Böylece net ihracat ve net hasıla artacaktır (Mishkin, 2004: 677).

Döviz kurunda gerçekleşen bir değişikliğin ithal mal fiyatları enflasyonu üzerinde bir etkisinin olması nedeniyle ve ithalat ve ihracatta gerçekleşen değişimlerin TL kuru üzerindeki etkisi nedeniyle, döviz kuru kanalının enflasyon üzerinde büyük bir etkisi vardır. Bunun nedeni, yerel paranın ithalattan ve ihracattan etkilenmesi sonucunda yerel mal talebinde bir etki oluşmasıdır. Faiz oranlarında bir artış gerçekleşmesi halinde yerel para güçlenecektir. Bu güçlenmenin nedeni kısa ve uzun dönemlerde farklılık göstermektedir. Kısa dönemdeki nedeni yerel varlıkların yüksek faiz oranları nedeniyle döviz türü yatırımlara karşı daha cazip hale gelmesidir. Bunun sonucunda ise sermaye girişi ve ulusal para talebinin artışı gerçekleşir ve yerel para birimi güçlenir. Döviz kuru üzerinde para politikasının uzun dönemde de önemli etkisi bulunmaktadır. Uygulanan daraltıcı para politikası uygulamaları sonucunda enflasyon oranının azalmasıyla döviz kurunun güçlenmesi beklenmektedir (Erdoğan ve Yıldırım, 2008: 105).

Döviz kurunun tüketicilerde fiyatları üzerinde doğrudan ve dolaylı etkileri bulunmaktadır. Ulusal paranın değerinin azalmasıyla ithal ara mallarının firmalara maliyeti artmakta ve bu nedenle üretim maliyetleri artmaktadır. Ayrıca ithal edilen nihai mal fiyatlarında da artış gerçekleşmektedir. Her iki durumun sonucu olarak da tüketicilerde fiyatları artmaktadır. Bir ülkenin sanayisinin ithal girdiye bağımlı olması durumunda ve ülke ekonomisinde ithal nihai malların ağırlığının fazla olması durumunda, döviz kurundaki değişiklikler fiyatlar genel seviyesine doğrudan etki etmektedir. Ulusal paranın değerinin azalması, yurtdişinde üretilen ihracata yönelik mal ve hizmetlerin yabancılar için nispeten ucuzlamasını

sağlamaktadır. Bu nedenle ihracata yönelik üretilen mal ve hizmetlere olan talep artar. İhracata yönelik mal ve hizmet üreten sektörlerde, gerçekleşen talep artışı nedeniyle üretim artışı ihtiyacı doğar ve emek talebi artar. Artan emek talebiyle birlikte ücretlerde artış gerçekleşir. Ücret artışları ise beraberinde enflasyonist baskıyı doğurmaktadır. Bu da döviz kurunun fiyat seviyesi üzerindeki dolaylı etkisidir (Buddhari ve Chensavasdjai, 2003: 19 - 20).

Döviz kurunun değerlenmesinin ekonomi üzerindeki etkisi iki yoldan gerçekleşmektedir. Bunlardan birincisi, yerli mallara nispeten daha ucuz hale gelen yabancı mallar ihracatın azalmasına ve ithalatın artmasına neden olur. Yurtiçi mallara yönelik talebin azalması nedeniyle enflasyon baskısı da azalır ve bu da kaynak kullanılmasının artmasına yardımcı olur. İkincisi ise, ithal edilen malların yerli para cinsinden ucuzlaması nedeniyle enflasyon üzerinde döviz kurunun azaltıcı bir etkisi olur. İthalata ödenen yerli para cinsinden fiyatlar düşer. Bu sayede ithal malların ve ithalata rakip malların fiyatlarında düşüş sağlanır ve bu düşüş sayesinde enflasyon oranının azalması sağlanır. Talepteki bu düşüş enflasyon oranındaki düşüşü desteklemektedir (Erdoğan ve Yıldırım, 2008: 96).

Döviz kurunun bir diğer etkisi de gelecekteki fiyat hareketleri üzerinedir. Çünkü döviz kurunda gerçekleşen değişiklikler sonucunda toplam talepte değişiklik olmasa dahi maliyetlerdeki değişiklikler nedeniyle fiyatlar genel seviyesinde değişiklik ortaya çıkabilir. Genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda düşen faiz oranları nedeniyle ulusal paraya yönelik talep azalacaktır ve ulusal para değer kaybedecektir. Bunun sonucunda ithal mal fiyatları ulusal para cinsinden artacaktır. Bu aynı zamanda ithal edilen ara malların fiyatlarının da artacağı anlamına gelir. Böylece faiz oranlarındaki değişiklik sonucunda toplam talepte herhangi bir değişiklik olmasa dahi değişen döviz kuru nedeniyle ithal ara malı ile üretilen malların üretim maliyetleri artacak ve bunun sonucunda da bu malların fiyatları artacaktır (Kamin, Turner ve Van't Dack, 1998: 40).

Parasal aktarım mekanizması döviz kuru kanalının işleyişinin temel belirleyicileri ekonomilerin dışa açıklık seviyeleri, ekonomilerce uygulanan kur rejimleri ve ekonomilerdeki hane halkının ve firmaların bilanço yapılarıdır. Ekonominin dışa açık olması döviz kuru kanalının işleyişi açısından birinci

koşuludur. Dışa açıklık seviyesi artan ekonomilerde döviz kuru kanalının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi belirginleşmektedir. Toplam dış ticaret hacminde gerçekleşen artışlar ve uluslar arası borç stoku ile yatırıma yönelik kredi stokundaki artışlar döviz kuru kanalının önemini artırmaktadır (Kuang, 2008: 359). Döviz kurunun ekonomilerde etkin işleyebilmesi için ikinci önemli etken uygulanan kur rejimidir. Sabit kur rejimi uygulanan ekonomilerde para politikası uygulamalarının döviz kuru üzerinden makroekonomik değişkenlere etki etme imkanı olmamaktadır. Ancak dalgalı kur rejimi uygulanan ve gevşek para politikası uygulanan ekonomilerde döviz kuru kanalı genellikle etkin işlemektedir. Böyle ekonomilerde genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda faiz oranlarında bir azalış gerçekleşmesiyle birlikte yurt dışına döviz çıkışı gerçekleşecektir ve böylece döviz kuru yükselecektir. Ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte fiyatlar genel seviyesi yükselecektir (Goeltom, 2008: 315). Döviz kurunun ekonomilerde etkin işleyebilmesi için üçüncü önemli etken ise hane halkının ve firmaların bilanço yapılarıdır. Bilançolarda büyük miktarlarda döviz cinsinden alacakların ya da borçların bulunması hane halkını ve firmaları döviz kurundaki oynaklıklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Döviz cinsinden alacağı fazla olan bir ekonomik aktör için ulusal paranın değer kazanmasının yıkıcı etkileri olabilirken, döviz cinsinden borçları fazla olan bir ekonomik aktör için ulusal paranın değer kaybetmesinin yıkıcı etkileri olabilmektedir. Bu nedenle bilançolarında döviz cinsinden alacakların ve borçların önemli yer tuttuğu ekonomik aktörlerin olduğu ekonomilerde döviz kuru kanalı etkin olarak işleyebilmektedir. Aksi durumda döviz kuru değişikliklerinin hane halkı ve firmalar açısından büyük etkileri oluşmayacaktır (Erdoğan, 2011: 70).

1.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı

Literatürde genel kabul gören bir diğer parasal aktarım mekanizması kanalı varlık fiyatları kanalıdır. Varlık fiyatları kanalı literatürde hisse senedi fiyatları kanalı ve konut fiyatları kanalı olmak üzere iki temel varlık üzerinden analiz edilmektedir.

Keynesyen görüşün para politikası uygulamalarının ekonomiye etkilerini incelerken kullanmakta olduğu IS-LM modeline yönelik parasal görüşün en temel

eleştirilerinden biri, ekonomilerde birden çok varlık bulunmasına rağmen yalnızca tek bir varlığın fiyatlandırılmasına odaklanılmasıdır. Keynesyen görüşün yalnızca faiz oranına odaklanmasına karşın parasalcı görüşü destekleyen iktisatçılar aktarım mekanizması kanallarının diğer varlık fiyatları üzerinden de çalıştığını ve bu varlıklarla elde edilen reel servetin ekonomi üzerinde parasal etkiler doğurduğunu öne sürmektedirler (Meltzer, 1995: 51).

Para politikası uygulamalarında gerçekleşen değişiklikler ile birlikte bono, hisse senedi, gayrimenkul ve benzeri varlıkların fiyatlarında da değişiklikler gerçekleşmektedir. Para politikası uygulamaları sonucunda varlık fiyatlarında bir düşüş gerçekleşmesi halinde hanehalkı ve firmalar borçlarını ödeme hususunda zorlanabilirler ya da borçlarını ödemekte zorlanabileceklerini düşünebilirler. Bu nedenle de bilançolarını güçlendirebilmek amacıyla harcama ve borçlanma miktarlarında da azalmaya gidebilirler (Kasapoğlu, 2007: 19).

Politika yapıcıların uyguladıkları para politikası uygulamaları sonucunda varlık fiyatlarında değişiklikler gerçekleşebilir ve bu da hane halkı ve firmaların bilançolarında değişikliklere neden olabilir. Ekonomideki iktisadi aktörlerin bu değişikliklere tepki vermeleri sonucunda para politikası uygulamalarının toplam talep seviyesi üzerindeki etkileri güçlenebilir. Buna şu şekilde bir örnek verebiliriz. Daraltıcı para politikası uygulamaları sonucunda faiz oranlarında bir artış gerçekleştiğinde bu artışa bağlı olarak varlık fiyatlarında azalma gerçekleşecektir ve iktisadi aktörlerin bilançolarında zayıflama gerçekleşecektir. Bu durum başlangıçta toplam gelirden ve toplam üretim düzeyinde bir azalmaya neden olmaktadır. Ekonomik faaliyetlerdeki bu azalış sonucunda firmaların ve hane halkının nakit akışları zayıflamaktadır. Bunun sonucunda da iktisadi aktörler olası finansal sıkıntılara karşı savunmasız hale gelmektedirler. Bu nedenle de toplam tüketimlerinde birincil etkiye ek olarak ikincil bir azalma gerçekleşmektedir (Kamin vd., 1998: 57).

Aktarım mekanizması kanalları içerisinde hisse senedi fiyatları kanalı ve konut fiyatları kanalı olmak üzere iki temel varlık fiyatı kanalı üzerinde durulmaktadır.

1.3.3.1. Hisse Senedi Fiyatları Kanalı

Parasal aktarım mekanizması kanalları içerisinde hisse senedi fiyatları kanalı ekonomilere Tobin'in Q Teorisi ve Servet Etkisi üzerinden olmak üzere iki kanal üzerinden etki etmektedir. Bunlara ek olarak hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerin firma kararlarına yönelik etkilerini inceleyen Modigliani-Miller Teoremi, Dengeleme Kuramı ve Finansal Hiyerarşi Teoremi adlı üç teori daha bulunmaktadır.

1.3.3.1.1. Tobin Q Teorisi

Hisse senedi fiyatları kanalının bir alt kolu olan Tobin'in Q teorisi para politikası uygulamalarının hisse senedi fiyatlarını etkileyerek firmaların yatırım kararlarına etki etme sürecidir. Teoride bahsedilen q değeri, sermayenin kendini yenileme maliyetine nispeten sermayenin değerini temsil etmektedir. Q değeri firmaların piyasa değerlerinin sermaye yenileme maliyetine oranı ile bulunmaktadır. Teoriye göre yatırım oranı ile q değeri doğru orantılıdır. Q değeri arttıkça firma değeri sermaye yenileme maliyetine oranla daha büyük olacaktır. Ayrıca firma değerinin yeni yatırım maliyetine oranı da artacaktır. Dolayısıyla firmanın hisse senedi ihracı yolu ile elde edeceği gelirler sermaye yenileme maliyetinden ve sermaye artırımı maliyetinden daha büyük olacaktır. Çünkü piyasa değeri yüksek olan firmaların ihraç edilen hisse senetleri nispeten daha değerlidir. Böylece firmalar yatırımlarının finansmanını sağlayabilmek için daha az hisse senedi ihraç ederek gerekli kaynağı oluşturabileceklerdir. Bu da firma yatırım kararlarını pozitif yönde etkilemektedir. Tobin'in Q değerinin düşmesi ise tam tersi etkiye neden olmaktadır. Piyasa değeri nispeten düşük olan firmaların yatırım kararlarını finanse edebilmeleri için nispeten daha fazla miktarda hisse senedi satışı gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Bu da firmaların yatırım kararlarında azalmaya neden olmaktadır (Poddar, Sab ve Khackhatryan, 2006: 6)

Tobin'in Q Teorisine göre para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerine etki etme gücünün öngörülebilmesi için öncelikle para politikası uygulamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde nasıl bir etki oluşturduğu belirlenmelidir. Keynesyen görüşe göre bu etki şu şekilde işlemektedir. Para politikası uygulamalarında daraltıcı bir para politikası uygulanması sonucunda

azalan parasal taban nedeniyle faizler yükselecek ve tahviller hisse senetlerine nispeten daha cazip hale gelecektir. Bunun sonucunda hisse senedi talebinde bir azalış gerçekleşecektir ve hisse senedi fiyatları düşecektir. Hisse senedi fiyatlarının düşmesi Tobin Q değerinin düşmesine ve yatırımların azalmasına neden olur. Parasalcı görüşe göre bu etki şu şekilde işlemektedir. Para politikası uygulamalarında daraltıcı bir para politikası uygulanması sonucunda azalan parasal taban nedeniyle hane halkı harcamalarında bir düşüş gerçekleşecektir. Bunun doğal bir sonucu olarak da hisse senedi talebi azalacak ve hisse senedi fiyatlarında düşüş gerçekleşecektir. Hisse senedi fiyatlarının düşmesi ise Tobin Q değerinin düşmesine ve yatırımların azalmasına neden olacaktır (Mishkin, 1996: 24).

Tobin'in Q Teorisini bir denklik yardımıyla incelendiğinde bu denklik,

$$M_s \uparrow \Rightarrow P_{assets} \uparrow \Rightarrow q_{Tobin} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

şeklinde olmaktadır. Burada genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda para arzı (M_s) artmakta, bu artış sonrasında finansal piyasalarda hisse senedi fiyatları (P_{assets}) artmaktadır. Hisse senetlerinin değeri artan firmalarda Tobin Q değeri (q_{Tobin}) artmakta ve bu da firmaların yatırım harcamalarını (I) arttırmalarını sağlamaktadır. Bu artış da beraberinde GSYİH'da (Y) artış sağlamaktadır.

Tobin Q teorisi 1929 Büyük Buhran döneminde yatırım harcamalarında görülen büyük düşüşü iyi bir şekilde açıklamaktadır. Bu dönemde hisse senedi fiyatlarının değerinin onda biri düzeyine kadar düşmesi nedeniyle Tobin Q değerinde büyük bir düşüş gerçekleşmiştir ve bunun sonucunda yatırımlar azalmıştır (Mishkin, 1996: 24).

1.3.3.1.2. Servet Etkisi

Servet etkisinin gerçekleşmesi temelde servetin reel değerinin değişmesiyle bağıntılıdır. Servetin reel değeri iki nedenle değişmektedir. Bunlardan ilki serveti oluşturan varlıkların miktarlarındaki değişme ikincisi ise serveti oluşturan varlıkların fiyatlarındaki değişmedir. Serveti oluşturan varlıkların arzında bir değişme olması sonucunda ekonomi üzerinde ortaya çıkan

etkiler dolaysız servet etkileri olarak adlandırılmaktadır. Serveti oluşturan varlıkların fiyatlarında bir değişme olması sonucunda ekonomi üzerinde ortaya çıkan etkiler ise dolaylı servet etkileri olarak adlandırılmaktadır. Dolaylı servet etkisi faiz oranlarına duyarlı, fiyatlar genel seviyesine duyarlı ve gelir seviyesine duyarlı olmak üzere üç ana değişkenle ilişkili olarak ortaya çıkmaktadır (Mayer 1975: 205).

Hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerin ekonomik aktörlerin servet değerlerine etki ederek tüketim kararları üzerinde etki oluşturması hisse senedi fiyatları kanalının servet etkisidir. Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezine göre bireylerin servetlerini yaşam boyu elde ettikleri gelirlerin tümü oluşturmaktadır ve tüketicilerin tüketim kararları beşeri sermaye birikimlerinden, reel sermaye birikimlerinden ve finansal servet birikimlerinden oluşan yaşam boyu gelirleri belirlemektedir. Hisse senetleri finansal servet birikimini oluşturan önemli unsurlardan biridir. Bu nedenle hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklerin servet üzerinde önemli etkisi bulunmaktadır. Hisse senedi fiyatlarındaki artış bireylerin yaşam boyu gelirlerinden oluşan servetlerinde artış sağlayacaktır ve bunun tüketim kararlarına yansımaları ise pozitif yönde olacaktır (Poddar, Sab ve Khackhatryan, 2006: 6).

Mevcut finansal varlıkların arzında ortaya çıkan değişmeler sonucunda dolaysız servet etkileri ortaya çıkmaktadır. Finansal varlık arzı, uygulanan iktisadi politikalar ve ekonomik birikimde değişime neden olan dışsal olaylardan kaynaklanabilmektedir. Ekonomideki toplam birikimler üzerinde değişiklikler coğrafi keşifler yoluyla ya da ödemeler bilançosu yoluyla döviz ve altın stokunda değişiklikler ortaya çıkartarak gerçekleşmektedir. Özel kesim serveti üzerinde değişikliğe neden olan iktisadi politikalar ise tahvil ihracı yoluyla ya da para basılarak bütçe açıklarının finanse edilmesi, para yağmuru ve benzeri bir para politikası uygulanması gibi maliye ve para politikalarıdır (Mishkin, 1996: 27).

Servet etkisi Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezine dayanmaktadır. Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezine göre reel sermayenin, beşeri sermayenin ve finansal servetin oluşturduğu yaşam boyu elde edilmiş olan kaynakların tümü tüketim harcamaları kararlarını etkilemektedir. Hisse senetleri

ise yaşam boyu elde edilmiş olan kaynaklar içerisindeki finansal servetin içerisinde önemli bir paya sahiptir. Gerçekleştirilen para politikası uygulamaları sonucunda hisse senedi fiyatlarında değişiklikler gerçekleşebilir. Bu da ekonomik aktörlerin tüketim kararlarını etkileyecektir. Bu etki şu şekilde gerçekleşir. Para politikası uygulamaları sonucunda hisse senedi fiyatlarında bir artış gerçekleşmesi halinde hane halkının finansal servetleri de artacaktır. Hane halkının yaşam boyu gelirlerinin bir parçası olan finansal servetlerinin artmasıyla, yaşam boyu gelirleri de artacaktır ve bu artışla birlikte hane halkı tüketim harcamaları da artacaktır (Mishkin, 1996: 28).

Servet etkisini bir denklik yardımıyla incelenirse eğer,

$$M_s \uparrow \Rightarrow P_{assets} \uparrow W \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

şeklinde olur. Burada genişletici bir para politikası sonucunda para arzı (M_s) artmakta, bu artış sonrasında finansal piyasalarda hisse senedi fiyatları (P_{assets}) artmaktadır. Finansal varlıkları içerisindeki hisse senetlerinin fiyatı artan hane halkının yaşam boyu gelirlerinde yani servetlerinde (W) bir artış gerçekleşmektedir. Bu artış sonucunda hane halkı dayanıklı tüketim malı harcamaları, gayrimenkul harcamaları ve dayanıksız tüketim malı harcamaları gibi genel tüketim harcamaları (C) artmaktadır. Bu artış da beraberinde GSYİH'de (Y) bir artış getirmektedir.

1.3.3.1.3. Diğer Teoriler

İktisatçıların bir bölümüne göre ise hisse senedi fiyatları kanalı ya da geleneksel faiz oranı kanalının ekonomiler üzerindeki etkisi firmaların sermaye yapısına göre çeşitlilik göstermektedir. Firmaların sermaye yapısına yönelik üç önemli teori bulunmaktadır. Bunlar Modigliani ve Miller Teoremi (M-M Teoremi), Dengeleme Kuramı ve Finansman Hiyerarşisi Teoremi'dir.

Modigliani ve Miller'in 1958 yılında bu alanda yaptıkları ilk çalışmaları, firmaların sermaye yapılarına yönelik yapılan araştırmalar için temel taşı olarak görülebilecek ilk çalışmadır. Çalışmaları literatüre M-M Teoremi olarak geçmiştir. M-M Teoreminde, temsilci maliyetlerinin, vergi maliyetlerinin, piyasa aksaklıklarının ve iflas maliyetlerinin bulunmadığı mükemmel işleyen bir piyasa

durumunda, firmaların sahip oldukları sermaye yapılarının firma değerlerine bir etkisinin bulunmadığını ve borçlanma miktarının artırılmasının da firma değerlerine bir etkisinin bulunmadığını öne sürmüşlerdir (Modigliani ve Miller, 1958: 272). Fakat 1963 yılında yayınladıkları ikinci çalışmalarında ilk çalışmalarındaki tezlerini düzeltmişlerdir. Firmaların gerçekleştirdikleri borçlanma kararları sonucunda ortaya çıkan faiz maliyetleri vergi matrahından düşülmektedir. Böylelikle firmalar üzerine yüklenen faiz yükü azalmaktadır. Dış borçlanma firmaların vergi matrahını azaltmakta ve böylece sermayenin maliyetini azaltmaktadır. Bu nedenle hisse senedi ihraç ederek öz sermaye kullanmaya nispeten dış borçlanma daha avantajlıdır (Modigliani ve Miller, 1963: 434). Bu teori Tobin Q Teorisinin aksine firmaların finansman ihtiyaçlarını ve yatırım kararlarını dış borçlanmayla gidermelerini önermektedir. Bu nedenle bu teoriye göre hisse senedi fiyatları kanalı firma yatırım kararları üzerinde etkin olmamaktadır.

Dengeleme Kuramına göre firmalar dış borçlanma ile finansman kararı ile öz sermaye kullanımı ile finansman kararı arasında bir tercihte bulunacaklarında dış borçlanma sonucunda vergi matrahlarındaki azalışın getirdiği vergi tasarrufu ile dış borçlanmaların artması sonucunda ortaya çıkabilecek finansal sıkıntıların getirdiği maliyetleri göz önünde bulundurmalarıdır. Bu nedenle dış borçlanmalarını bu iki etkenin arasında bir noktada tercih etmelidirler. Bu borçlanma noktası, borçlanmanın getirdiği finansal risklere dayalı maliyetler ile dış borçlanmanın sağladığı vergi tasarrufu getirisi arasındaki farkın en yüksek olduğu noktadır. Firmalar belirledikleri bu noktayı kendilerine hedef borçlanma noktası olarak seçmelidirler ve borçlanmalarını bu noktaya göre belirlemelidirler. Dengeleme Kuramına göre firmaların hedeflenen borçlanma noktaları farklı olabilir. Mali yapı açısından riski düşük olan, maddi duran varlıkları bulunan ve vergilendirilebilir toplam kar miktarı tasarruf miktarlarına nispeten yeteri derecede yüksek olan firmalar yüksek borçlanma noktalarını hedef olarak seçmelidirler. Ancak tam tersi durumdaki firmalar ise finansman ihtiyaçlarını öz kaynak kullanımıyla gidermelidirler. M-M Teoreminin aksine Dengeleme Kuramında, yüksek borçlanma yerine firma yapısına uygun olarak hedeflenen dengeli bir borçlanma önerilmektedir (Brealey, Myers ve Marcus, 2007: 425).

Dengeleme kuramında hisse senedi fiyatları kanalı piyasadaki bir kısım firma üzerinden ekonomiye etki edebilmektedir.

Myers (1984) ve Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen Finansman Hiyerarşisi Teorisi bu teoriler içerisinde en etkili olanıdır. Bu teoriye göre firmalar ekonomik faaliyetleri için finansman sağlarken ilk olarak kendi iç kaynaklarından yararlanmalıdırlar. Sermaye yedekleri ve dağıtılmamış karlardan oluşan iç kaynakların yetersiz kalması durumunda, dış kaynak kullanılması mutlaka gerekirse ilk önce yabancı kaynak kullanımı tercih edilmelidir. Eğer kullanılan yabancı kaynaklar da yetersiz kalırsa ancak o zaman en son tercih olarak hisse senedi ihracı yolu seçilmelidir. Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre hisse senedi ihraç ederek işletmelerin ekonomik faaliyetlerini finanse etmeleri nadir olarak tercih edilen seçenektir (Myers, 1984: 194; Myers ve Majluf, 1984: 119-120)

1.3.3.2. Konut Fiyatları Kanalı

Konut fiyatları kanalı literatürde farklı kaynaklarda Gayrimenkul Fiyatları Kanalı, Konut ve Arsa Fiyatları Kanalı gibi isimlerle geçebilmektedir. Konut Fiyatları Kanalının ekonomilerde toplam çıktı üzerine etkisi üç yoldan gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki Tobin Q Teoremine benzer şekilde işleyen doğrudan konut harcamaları üzerine etki, ikincisi Servet Etkisine benzer şekilde işleyen konut sahipleri zenginliği üzerine etki ve üçüncüsü ise banka bilançoları üzerine etkidir.

Para politikası uygulamaları konut fiyatlarını ve dolayısıyla konut fiyatları üzerinden reel ekonomiyi doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Para politikası uygulamaları sonucunda değişen uzun vadeli faiz oranları sermaye kullanım maliyetine etki etmektedir. Sermaye kullanım maliyetindeki değişiklikler ise toplam talep üzerinde etki doğurarak üretime etki etmektedir. Ayrıca uzun vadeli faiz oranlarındaki değişiklik nedeniyle değişen konut talebi, konut fiyatlarının da değişmesine neden olmaktadır. Değişen konut fiyatları ile değişen talep sonucunda toplam çıktı etkilenecektir. Aynı zamanda konut fiyatlarının değişmesiyle hane halkı serveti ve firmaların varlık değerleri değişecek, bu da toplam talep üzerinden reel ekonomiyi etkileyecektir (Erdoğan, 2011: 56).

Genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda artan para arzı ile birlikte faizler düşmektedir. Bunun sonucunda uzun vadeli krediler yoluyla konut finansmanı maliyeti düşmektedir ve bu konut talebinde artışa neden olur. Konut tüketiminde artış toplam tüketimi arttırır. Ayrıca talep artışı beraberinde konut fiyatlarında artışı getirir. Konut maliyetlerine nispeten daha büyük oranda artan konut fiyatları, inşaat sektöründe konut üretimini cazip hale getirir ve bu nedenle inşaat sektöründe yatırım artışı sağlar. Bunun sonucunda da toplam çıktıda bir artış olur (Mishkin, 2001: 43).

$$M_s \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow C_h \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Yukarıdaki denklikte gösterilen durumda para arzındaki (M_s) azalma sonrasında faizler (i) düşmekte ve bu uzun vadeli krediler yoluyla konut tüketimini (C_h) arttırmakta ve bunun sonucunda GSYİH (Y) artmaktadır.

$$M_s \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow P_h \uparrow \Rightarrow I_h \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Ayrıca benzer şekilde düşen faizlerle konut fiyatları (P_h) artmakta, yapım maliyetlerine nispeten konut fiyatları daha büyük oranlarda arttığı için inşaat sektöründe konut yatırımları (I_h) hızla artmakta ve bunun sonucunda GSYİH (Y) artmaktadır.

Bu durum Tobin'in Q Teorisine benzerlik göstermektedir.

$$Q = \frac{P_h}{Cost_h}$$

Burada konut fiyatlarının konut maliyetlerine oranı Tobin Q olarak kabul edildiğinde, yerine koyma maliyetlerine nispeten konut fiyatlarındaki artış fazla olunca Q değeri artmaktadır ve bu da konut üretiminde bir uyarılmaya neden olmaktadır (Mishkin, 1996: 36).

Konutlar hane halkı servetinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadırlar. Konut Fiyatları Kanalı hane halkı refahı üzerinden ekonomiye etkisi ise şu şekilde gerçekleşmektedir. Genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda artan para arzı ile faiz oranları düşer. Faiz oranlarındaki düşüş sonrasında daha önce de bahsedilen şekilde konut fiyatlarında artış gerçekleşir. Artan konut fiyatları hane halkı servetini de arttırır. Servetlerindeki artış sonrasında refah

seviyesi yükselen hane halkının tüketim harcamaları artar ve bu da GSYİH artışı sağlar (Mishkin, 1996: 37).

$$M_s \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow P_h \uparrow \Rightarrow W \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Para arzı artışı (M_s) sonrasında faizler (i) düşer ve konut fiyatları (P_h) artar. Konut fiyatları artışı hane halkı servetini (W) arttırır. Refah seviyesi artan hane halkı, artan refah etkisiyle birlikte tüketimlerini (C) arttırır ve bunun sonucunda da GSYİH (Y) artar.

Konut fiyatlarının yüksekliği nedeniyle konut alımlarında finansman büyük çoğunlukla uzun vadeli banka kredileri ile sağlanmaktadır. Bu nedenle piyasalardaki konut alımlarındaki finansman yükünün büyük çoğunluğu bankalar üzerindedir. Bankalar finanse ettikleri bu konut alım işlemleri karşılığında konut ipoteklerini ellerinde bulundurlar. Eğer uygulanan bir genişletici para politikası sonucunda konut fiyatlarında bir artış gerçekleşirse mevcut ipoteklerin de değeri artacağından bankalarda sermaye artışı gerçekleşir ve kredi kayıplarında azalma gerçekleşir. Banka bilançolarının güçlenmesi sonucunda bankalarca sağlanan kredi arzında da artış gerçekleşir ve bu yatırımlarda artış sağlayarak GSYİH'nin artmasını sağlar. Tam tersi bir durum gerçekleştiğinde ise daraltıcı para politikası sonucunda artan faizler nedeniyle konut fiyatları düşer, banka bilançoları zayıflar, kredi kayıpları artar ve kredi arzı düşer. Bu yatırımların azalmasına, GSYİH'nin daralmasına neden olur. Bu durum sermaye krizi olarak da adlandırılmaktadır (Mishkin, 1996: 37).

$$M_s \uparrow \Rightarrow P_h \uparrow \Rightarrow Capital_{Bank} \uparrow \Rightarrow L_s \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Yukarıdaki şekilde de görüldüğü gibi genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda para arzı (M_s) artmakta. Para arzı artışı daha önceki bölümlerde de anlatıldığı gibi faizleri düşürmekte ve faizlerdeki düşüş nedeniyle konut fiyatları (P_h) artmakta. Bunun sonucunda bankalarda bulunan konut ipoteklerinin değeri artmakta. Bu değer artışıyla birlikte ise banka sermayesi ($Capital_{Bank}$) artmakta. Artan sermaye ile birlikte bankalar kredi arzını (L_s) arttırırlar ve artan kredi arzı ile birlikte firmalar yatırımlarını (I) arttırır. Bu da GSYİH (Y) artışını sağlar.

1.3.4. Kredi Kanalı

Bernanke ve Blinder (1988) öncülüğünde literatürde kabul görmüş olan kredi kanalı bilanço kanalı ve banka kredi kanalı olmak üzere iki alt aktarım mekanizması kanalı olarak analiz edilmektedir.

Parasal aktarım mekanizması kanalları içerisindeki kredi kanalına literatürde kredi görüşü adı da verildiği görülmektedir. Bu kanal kredi büyüklükleri ile işlem maliyetleri ve bilgi eksiklikleri gibi piyasa aksaklıkları üzerinde durmaktadır. Aynı zamanda piyasa aksaklıkları ve kredi büyüklüklerinin kredi piyasasındaki durumlarını da temel almaktadır. Yatırım ve harcama kararlarının iç ya da dış kaynak kullanımı yoluyla finanse edilmesi durumunda piyasa aksaklıkları büyük önem kazanmaktadır. Kredi piyasaları, bankalar gibi kaynakların etkin dağılımını sağlamaya aracılık eden önemli finansal kuruluşların var olması nedeniyle aktarım mekanizması içerisinde önemli bir yere sahiptir. Kredi kanalı, fon arz edenler ile fon talep edenler arasında bilgi aktarımında yaşanan aksaklıkların aktarım mekanizmasına etkilerini vurgulamaktadır. Genellikle ters seçim sorunu ve asimetric bilgi sorunu gibi kavramlarla açılan piyasa aksaklıkları, özede bankalar olmak üzere finansal aracılarn geneline bilginin edinimi ve bilginin değerlendirilmesi sürecinde önemli rol yüklemektedir. Aynı zamanda para politikası uygulayıcılarına kredi ve faiz oranları gibi parasal büyüklüklerden ayrı olarak banka bilançolarını etkileyerek toplam talep üzerinde etki oluşturma olanağı sağlamaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995: 11).

Daha önceki parasal aktarım mekanizması kanallarının geçerliliklerini ve işleyişlerini incelemeye yönelik yapılmış olan çalışmalar çelişkili bulgulara ve karmaşık sonuçlara ulaşmışlardır. Bunun yanında yine önceki çalışmalarda bir kısım metodolojik problemlerle karşılaşmışlardır. Bu nedenle para politikası uygulamalarının ekonomi üzerindeki etkilerini ölçmeye ve ön görmeye yönelik yeni parasal aktarım mekanizması kanalları üzerinde arayışlar devam etmiştir. Ayrıca geleneksel faiz oranı kanalı para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamada yetersiz kalmaktadır. Tüm bu nedenlerle iktisatçılar, para politikası uygulamalarının reel sektör üzerindeki etkilerini ve etki sürecini, özellikle de kredi piyasalarındaki aksaklıkları ve asimetric bilgi

problemini incelemeye yönelmişlerdir (Bernanke ve Gertler, 1995: 2). Bu yönelim sonucunda yapılan çalışmalardan oluşan literatür parasal aktarım mekanizması kanallarından kredi kanalı olarak geçmektedir.

1.3.4.1. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı politika yapıcıların para politikası uygulamalarındaki değişiklikler sonucunda finansman talep edenlerin net servet miktarlarından, likit varlıklarından ve nakit akımlarından oluşan bilançolarında gerçekleşen değişiklikler üzerinden makroekonomik değişkenler üzerinde etki oluşturma mekanizmasını ifade etmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995: 12).

Bilanço kanalı, borçlananların dış finansman primiyle oluşan finansal pozisyonlardan etkilendiklerini varsaymaktadır. Net servetleri fazla olan finansal açıdan güçlü firmalar, net servetleri görece daha az olan finansal açıdan güçlü olmayan firmalara nispeten daha düşük dış finansman primiyle karşılaşacaklardır. Net servetin fazla olması borç verenler açısından ters seçim ve ahlaki risk gibi piyasa aksaklıklarının aşılabilmesi için önemlidir (De Bondt, 1998: 18).

Para politikası uygulamaları, bilanço üzerinden borçlananların net servetleri üzerinde farklı şekillerde etki oluşturmaktadır. Genişleyici bir para politikası uygulanması sonucunda firmaların net servetlerinde artış sağlanır. Firmaların borçlanma maliyetleri düşer. Net serveti artan firmaların risk primleri, borç verenlerce yeniden düzenlenir. Risk primlerinin azalmasıyla borçlanma maliyetleri daha da düşen net serveti artmış firmaların yatırım kararları artar ve üretim artar (De Bondt, 1998: 19).

Para politikası uygulamalarında gerçekleşen parasal şoklar sonucunda piyasa faiz oranlarında gerçekleşen bir artış banka kredileri yoluyla finansman sağlayan firmaların borç yüklerini artırmaktadır ve aynı zamanda varlıklarının değerini azaltmaktadır. Bunun sonucunda firmaların kredibiliteleri azalmaktadır. Bilanço kanalı da firmaların kredibilitelerinde gerçekleşen azalmalar sonrasında asimetrik bilgi sorunu nedeniyle ortaya çıkan piyasa aksaklıkları üzerine ortaya çıkmıştır. Bankacılık sektörü kredi piyasalarında finansal aktörlere yönelik bilgi maliyetinin çok yüksek olması nedeniyle kredi talep edenler üzerine ek finansman primi yükü doğmaktadır. Finansman priminin büyüklüğü firmaların bilançolarına

göre farklılık göstermektedir. Güçlü bir finansman yapıya sahip, bilanço durumu iyi olan firmalar daha düşük finansman primi ödemektedirler ve bu firmaların borçlanma maliyetleri düşmektedir (Arestis ve Savyer, 2002: 5).

Bankacılık sektörü kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi nedeniyle bilanço kanalının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi sonucunda ters seçim ve ahlaki çöküş gibi piyasa aksaklıkları ortaya çıkmaktadır. Ters seçim bankaların asimetrik bilgi sorunu nedeniyle yatırımlarının geri dönüş olasılığı daha yüksek müşteriler yerine daha düşük müşterileri tercih etmeleri sonucunda geri dönmeyen kredilerde artış ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Ahlaki çöküş ise bireylerin banka kredilerini kendi öz kaynaklarından daha kolay riske edebilmeleri nedeniyle yüksek riskli projelere girerek geri dönmeyen kredilerde artış ortaya çıkması durumudur. Firmalar bilançolarında bozulmalar ortaya çıkması sonucunda bankacılık sektörü kredi piyasalarında borçlanmakta güçlük çekmektedirler. Bu nedenle firmalar bilançolarındaki bozulmaları gizleyerek bankalara yanlış bilgi verme yolunu seçmektedirler. Bunun sonucunda ortaya çıkan asimetrik bilgi sorunu nedeniyle bankacılık sektörü kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki çöküş sorunları artmaktadır. Firmaların kullandıkları kredileri önceki borçlarını ödemek amacıyla kullanmaları nedeniyle bankacılık sektörü kredi piyasalarında yatırımlara yönelik arz edilebilir kredi kaynakları kısıtlanmaktadır (Örnek, 2009: 106).

Borç talep edenlerin finansal pozisyonlarına göre karşılaştıkları dış finansman primleri değişiklik göstermektedir. Sahip olunan likit varlıklar ile likiditesi yüksek maddi teminatlar, borç talep edenlerin net servetlerini oluşturmaktadır. Net servet miktarı dış finansman priminin temel belirleyicisidir. Net servet miktarı ne kadar yüksek olursa dış finansman primi de o kadar düşük olmaktadır. Borç talep edenlerin finansal pozisyonları güçlendikçe yatırım kararlarını kendi imkanları ile finanse edebilir hale gelmektedir. Ayrıca gerektiği takdirde borç yükümlülükleri karşılığında sunabilecekleri maddi teminatlarında da artış gerçekleşmektedir. Borç talep edenlerin finansal pozisyonlarının güçlenmesi dış finansman koşullarını da etkilemektedir. Bilançolarında gerçekleşen değişiklikler toplam talebe etki ederek yatırım ve tüketim kararlarına yön verecektir. Para politikası uygulamalarındaki değişiklikler sonucunda borç talep

edenlerin bilançolarında da değişiklikler gerçekleşmektedir. Para politikası uygulamalarındaki değişiklikler gerek piyasa faiz oranlarını gerekse de borç talep edenlerin finansal pozisyonlarını doğrudan ve dolaylı yollardan etkilemektedir. Bunun sonucunda para politikası uygulamalarının bilanço kanalı ortaya çıkmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995: 12).

Para politikası uygulamalarının reel ekonomiye bilanço kanalı üzerinden etki etmeleri, borçlananların net değerlerine ve finansal piyasalardaki piyasa aksaklıklarına etki ederek gerçekleşmektedir. Bu etki borçlananların dış finansman primlerinde değişikliğe neden olmaktadır. Genişletici bir para politikası uygulaması sonucunda düşen faizlerle birlikte asimetrik bilgi problemlerinde azalma sağlanır. Öte yandan firma bilançolarında da olumlu bir etki sağlanır. Bu etkiler firmaların net değerlerini arttırır ve net değerleri artan firmalarında dış finansman primleri düşer. Kredi maliyetleri azalan firmaların kredi ve yatırım taleplerinde artış gerçekleşir ve bunun sonucunda da üretim artar. Bu durum şu şekilde özetlenebilir, (Mishkin, 1996: 11).

$$M_s \uparrow \Rightarrow P.A. \downarrow \Rightarrow N.D. \uparrow \Rightarrow D.F.P. \downarrow \Rightarrow L_d \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Genişletici bir para politikası sonucunda para arzı (M_s) artmıştır. Artan para arzı ile birlikte faizler düşer ve piyasa aksaklıkları ($P.A.$) azalır. Piyasa aksaklıklarının azalmasıyla birlikte aynı zamanda firmaların net değerleri ($N.D.$) artar. Firmaların net değerlerinin artmasıyla borç verenler firmalar için dış finansman primlerini ($D.F.P.$) yeniden revize ederler ve dış finansman primleri ($D.F.P.$) azalır. Firmaların kredi talepleri (L_d) artar. Yatırımlar artar (I) ve sonucunda üretim (Y) artar.

1.3.4.2. Banka Kredi Kanalı

Para politikası uygulamalarının banka kredi arzına etki ederek makro ekonomik değişkenler üzerinde bir etki oluşturması mekanizması parasal aktarım mekanizması kanallarından banka kredi kanalı olarak adlandırılmaktadır. Bu bölümde banka kredi kanalının işleyişi, banka kredi kanalının etkin işleyebilmesi için bulunması gereken üç koşul ve piyasa aksaklıkları incelenmiştir.

1.3.4.2.1. Banka Kredi Kanalının İşleyişi

Parasal aktarım mekanizması kanallarından banka kredi kanalı, para politikası uygulamalarında gerçekleşen bir değişiklik sonrasında banka kredi arzının ne şekilde etkilendiğini ve bu etkileşimden ekonomideki reel değişkenlerin ne şekilde etkilendiğini incelemektedir (İnan, 2001: 4).

1980'li yılların sonlarından itibaren parasal aktarım mekanizması kanalları ve işleyiş şekilleri ile ilgili literatür oldukça genişlemiştir. Başlangıçta para politikası uygulamalarının ekonomi üzerindeki etkileri incelenirken yalnızca geleneksel faiz oranı kanalı kullanılırken, zamanla küreselleşen dünyada ortaya çıkan yeni sorunlar, bankacılık sektöründe gerçekleşen finansal krizler ve geri ödenmeyen kredilerin büyük boyutlara ulaşması ve geleneksel faiz oranı kanalı yardımıyla açıklanamayan çeşitli sorunlar nedeniyle parasal aktarım mekanizması kanallarına yenileri eklenmiştir. Para politikası uygulamalarının ekonomi üzerindeki etkilerinin yalnızca tahvil ve para gibi iki varlıktan oluşan bir mekanizma üzerinden incelemenin yetersiz kalmasıyla birlikte kredi piyasasının önemi artmıştır (Gür, 2003: 32).

Parasal aktarım mekanizması kanallarından kredi kanalının varlığını savunan iktisatçılar, geleneksel faiz oranı kanalı yardımıyla parasal bir şok karşısında ekonomilerce verilen tepkilerin büyüklükleri, zamanlamaları ve bileşimlerinin doğru bir şekilde açıklanabilmelerinin çok mümkün olmadığını iddia etmektedirler (Bernanke ve Gertler, 1995). Geleneksel faiz oranı kanalının dayanıklı tüketim mallarına yönelik yapılan harcamaların faiz oranlarına olan duyarlılıkları ile ilgili geçmişten gelen bakış açısının neden olduğu bilimsel tatminsizlik nedeniyle yeni bir parasal aktarım mekanizması kanalı ortaya çıkmıştır. Bu kanal finans piyasalarındaki asimetric bilgiyi vurgulamaktadır (Mishkin, 1996: 27).

Literatürde banka kredi kanalının işleyişini analiz eden pek çok çalışma bulunmaktadır. Bernanke ve Blinder (1988) tarafından ortaya konan model, literatürde banka kredi kanalını analiz eden çalışmaların pek çoğuna ilham kaynağı olmuştur. Modelde para, tahvil ve kredi büyüklükleri olmak üzere üç varlık kullanılmıştır. Borç talep edenlerin ve finansman arz edenlerin her ikisi de

kredi ve tahvil arasında bir tercihte bulunmaktadırlar. Bu tercihlerinde her iki finansman kaynağının faiz oranını göz önünde bulundururlar. Para politikası uygulamalarında bir değişiklik gerçekleştiğinde, bu değişiklik tahvil piyasası faiz oranlarıyla beraber bankaların kredi arz kararlarını da etkilemektedir. Her iki değişken üzerindeki etkinin kurulan model aracılığıyla birbirinden ayrıştırılarak gözlemlenebileceği belirtilmiştir. Örnek olarak daraltıcı bir para politikası uygulaması sonucunda tahvil piyasası faiz oranlarında ve kredi piyasası faiz oranlarında farklı düzeylerde etkilerin gerçekleşebileceği verilebilir. Uygulanan daraltıcı para politikasının tahvil piyasası üzerindeki etkisi nispeten daha azdır. Ancak kredi piyasası faiz oranları ile tahvil piyasası faiz oranları arasındaki farkın üzerindeki etkisi daha fazladır. Kredi faiz oranlarındaki yükselişin finansman sağlamada bankalara bağımlı olan firmalar için büyük yansımaları olmaktadır. Para politikası uygulamalarının finansman ihtiyaçlarını ağırlıklı olarak bankalar aracılığı ile gideren firmaları etkilemesi banka kredi kanalının işlevselliğinin bir göstergesidir (Bernanke ve Blinder, 1988: 435; Kashyap ve Stein, 1995: 178).

Banka kredi kanalı üzerine oluşturulmuş literatürün bir bölümünde ise banka kredi kanalının mali hızlandırıcı etkisine ağırlık verilmektedir. Bu, para politikası uygulamalarında gerçekleşen bir değişiklik sonrasında piyasalarda ortaya çıkan parasal şokun yayılmasında ve genişlemesinde önemli bir faktör olan finansal piyasa eksikliğidir (De Bondt, 1998: 22). Farklı bir şekilde anlatmak gerekirse, faiz oranlarında gerçekleşen az miktardaki bir değişimin bilanço etkisi yardımıyla yatırımlara olan etkisinin güçlendirilmesi mali hızlandırıcı etkisi olarak tanımlanmaktadır (Cecchetti, 1995: 93). Küçük ve orta ölçekli firmalar başta olmak üzere bir kısım borçlular menkul kıymet piyasaları aracılığıyla borçlanma gerçekleştirememektedirler. Bu nedenle yatırımları ve ticari faaliyetleri için ihtiyaç duydukları finansmanı banka kredilerinden sağlamak zorundadırlar. Bunun temel nedeni borçlunun ödeme gücü hakkındaki bilginin maliyetidir. Bankadan kredi çekilmek istendiğinde, firmanın borcunu ödeyebilme gücünü değerlendirmeye yönelik yapılan kredi değerlendirmesi tek bir ekonomik birim tarafından gerçekleştirilecektir. Ancak firma hisse senedi ihraç etmek gibi menkul kıymetler piyasaları aracılığı ile finansman sağlamak istediğinde fazla sayıda ekonomik birimin bu firmanın borç ödeme gücünü değerlendirmesi gerekecektir.

Bunun maliyeti çok yüksektir. Bu nedenle firmalar yeterince büyük olmadıkça ve yeterince iyi tanınmadıkça menkul kıymetler piyasaları aracılığı ile borçlanmaları pek mümkün olamamaktadır (Horrengren, 1995: 9). Böyle firmalar ekonomik faaliyetlerini finanse edebilmek için banka kredileri ile finansmana bağımlıdırlar.

Banka kredi kanalının işleyişi şu şekilde gerçekleşmektedir.

$$M_s \downarrow \Rightarrow Mev \downarrow \Rightarrow Kre \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

$Q_D \downarrow$
 $Q_S \downarrow$

Para politikası uygulamaları sonucunda gerçekleştirilen daraltıcı bir para politikası uygulaması ($M_s \downarrow$) nedeniyle bankacılık sektöründeki toplam mevduatlarda ($Mev \downarrow$) bir azalma gerçekleşir. Azalan mevduatları bankacılık sektöründeki toplam kredilerdeki azalış ($Kre \downarrow$) takip eder. Kredi miktarındaki düşüş beraberinde toplam talepte ($Q_D \downarrow$) ve yatırımlarda (I) dolayısıyla da toplam arzda ($Q_S \downarrow$) bir azalmaya neden olur ve bunun sonucunda GSYİH ($Y \downarrow$) azalır (Kashyap, Stein ve Wilcox, 1993: 78).

1.3.4.2.2. Banka Kredi Kanalının Etkin İşleyişi İçin Gerekli Üç Temel Koşul

Bernanke ve Blinder'in (1988) modelini kullanarak banka kredi kanalını analiz eden literatürde para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden ekonomiye etki etmesi için üç temel koşulun sağlanması gerektiği belirtilmektedir. Bu koşullardan ilki firmaların bir bölümünün dış finansman ihtiyaçlarını gidermek için bankalara bağımlı olmaları gerektiğidir. Bu koşula göre faaliyetlerini sürdüren firmaların tümünün ya da bir bölümünün banka kredileri dışında farklı finansman araçlarını kullanma olanağına sahip olmamaları gerekmektedir. Dış finansman ihtiyaçlarını gidermede bankalara bağımlı olan firmaların yatırım kararları banka kredi arzından ve kredi piyasası faiz oranlarından doğrudan doğruya etkilenmektedir. Bunun sonucunda da toplam talep düzeyi etkilenmektedir. Piyasadaki firmaların çoğunluğunun dış finansman ihtiyaçlarını banka kredileri dışında farklı finansman kaynaklarından sağlayabilmeleri durumunda ise para politikası uygulamalarının banka kredileri üzerinden piyasaya ve reel ekonomiye etki etme gücü ortadan kalkmaktadır ya da

etki gücü zayıflamaktadır. Çünkü banka kredileri ile diğer finansman araçları arasında tam bir ikamenin bulunması, firmalara en düşük maliyetli finansman kaynağını tercih imkanı sağlamaktadır. Böyle bir durumda banka kredi piyasası faiz oranları ile diğer finansman araçlarının doğuracağı maliyetler aynı doğrultuda ve aynı oranda değişmediği takdirde, kredi faiz oranlarındaki değişiklikler ekonomiye yansımayaacaktır (Kashyap ve Stein, 1995: 182).

Para politikası uygulayıcı otoritelerin piyasaya etki edecek güce sahip olması, banka kredi kanalının işleyişinin ikinci koşuludur. Para politikası uygulayıcı otoritenin bankacılık sektörü kredi arzına açık piyasa işlemleri ile etki edebilmesi gerekmektedir. Ancak para politikası uygulayıcı otoritenin açık piyasa işlemleri aracılığıyla bankacılık sektörü kredi arzı üzerinde etki oluşturma girişimlerine karşın bankacılık sektörü hisse senedi ve benzeri menkul kıymetler aracılığı ile finansman sağlayarak kredi arz olanaklarını sürdürebilirler. Böyle bir durumda para politikası uygulamalarının banka kredi arzı üzerindeki etki gücü ve dolayısıyla banka kredi kanalı üzerinden piyasaya ve reel ekonomiye etki gücü azalacaktır (Chang, 2008: 216).

Ekonomide kısa dönem için de olsa, paranın yansızlığı özelliğini önleyecek fiyatların katılığı gibi bir kısım nominal kısıtlar bulunması gerekliliği üçüncü koşuldur. Fiyatların katı olması sayesinde nominal değerlerde gerçekleşen değişiklikler ekonomide reel etkiler doğuracaktır. Fiyatların katı olmaması halinde nominal büyüklükler, reel büyüklüklere doğrudan etki edemeyebilirler. Bu nedenle nominal faiz oranlarında gerçekleşen değişikliğin reel faiz oranlarına doğrudan yansımaları ve böylece reel çıktı düzeyini etkileyebilmesi fiyatların katılığı sayesinde gerçekleşebilecektir (Sharma, 2008: 275-276).

1.3.4.2.3. Banka Kredi Kanalının İşleyişini Engelleyen Piyasa Aksaklıkları

Literatürde banka kredi kanalının işleyişini engelleyen bir kısım piyasa aksaklıkları da öne çıkmaktadır. Eksik rekabet koşulları ve piyasada tam bilginin bulunmaması bu aksaklıkların başlıcalarıdır. Finans piyasalarında bilgi akışı çok büyük miktarlarda gerçekleşmektedir. Bu nedenle bankacılık sektöründe işlem maliyetleri yüksektir ve piyasalarda eksik rekabet koşulları geçerlidir. Bu

gerçeklik ile birlikte 1970'li yıllara doğru piyasa aktörlerinin tam bilgi sahibi oldukları varsayımı önemli eleştiriler almıştır. Sonrasında da tam bilgi varsayımının piyasalarda olamayacağı kabul edilmiştir. Tam bilgi varsayımına alternatif olarak literatüre Akerlof tarafından eksik bilgi varsayımı girmiştir. Akerlof'un Limon Araba modeli ile birlikte literatüre giren eksik bilgi varsayımında alıcılar ve satıcılar arasındaki bilginin asimetrik oluşu nedeniyle piyasa dengesinin nasıl engellendiği gösterilmiştir (Gür, 2003: 71).

Limon Araba Modeli alım satım konu olan mallardaki kalitenin belirsizliğine dayanmaktadır. Yani alıcı ve satıcı arasındaki asimetrik bilgiye dayanmaktadır. Modelde bu durum Akerlof tarafından şu şekilde örneklendirilerek açıklanmıştır. Piyasada satılmakta olan ikinci el bir arabanın kalitesi ve kusurları satıcı tarafından tam ve eksiksiz olarak bilinmekte iken alıcı tarafından bunların tam ve eksiksiz olarak bilinmesi mümkün olamamaktadır. Bu nedenle alıcı ortalama kalitede bir arabanın fiyat seviyesini göz önünde bulundurarak ödeyeceği fiyatı belirlemek zorundadır. Öte yandan arabalarının kaliteleri iyi olan ve kusuru olmayan satıcılar bu fiyattan satış yapmak istemeyeceklerdir. Bu nedenle arabalarının kaliteleri düşük olan ve kusurları bulunan satıcılar, iyi kalitedeki araba satıcılarını Pazar dışına iteceklerdir. Piyasada yalnızca limon araba satıcıları yani kötü kalitedeki arabaların satıcıları bulunacaktır. Bu durum iyi kalitede ve kusursuz malların satıcıları ile kötü kalitede ve kusurları olan malların satıcıları arasındaki dışsallıktan kaynaklanan bir tür piyasa başarısızlığıdır (Akerlof, 1970: 489).

Piyasadaki eksik bilgi sorunu banka kredi kanalının işleyişini engellemektedir. Piyasalardaki eksik bilgi beraberinde ters seçim sorunu doğurmaktadır. Bankalar borcunu tam ve zamanında geri ödeyecek olan iyi müşteriler yerine borcunu geri ödemeyen ya da zamanında ödemeyen kötü müşterileri seçebilmektedirler. Bunun sonucunda kredi piyasasında aksaklıklar doğmaktadır. Kredi piyasalarındaki ters seçim sorununa örnek olarak kredi piyasasından sağladığı finansmanı geri ödeme olasılığının düşük olduğunu bilen kötü bir müşterinin yüksek faiz oranlarında kredi çekmeyi kabul ederek iyi müşterilerin önüne geçmesi verilebilir. Böyle bir durumda kredi piyasasında ortaya çıkan ters seçim sorunu piyasanın işleyişini ve banka kredi kanalının

makroekonomik değişkenler üzerindeki etki mekanizmasını olumsuz etkilemektedir (Müslümov ve Aras, 2004: 57).

Kredi alanların yüksek kar sağlamak amacıyla sağladıkları finansman ile kredi verenlerin istemeyecekleri ölçüde riskli yatırımlar gerçekleştirerek, kredi verenlerin kaynaklarını riske atması piyasalardaki ahlaki tehlike sorunu olarak adlandırılmaktadır. Krediler ile bu şekilde riskli yatırımların gerçekleştirilmesi, banka kredilerinin geri dönmeme riskini artırmaktadır. Ahlaki tehlikenin olduğu durumlarda yüksek riskli, kar olasılığı düşük ancak kar oranı çok yüksek olan projelere banka kredileri yardımıyla yatırım yapan yatırımcılar başarılı olmaları halinde yüksek karlar elde etmektedirler. Ancak yatırımlarının başarısız olması halinde geri dönmeyen krediler nedeniyle bu başarısızlığın maddi yükü kredi verenlere yüklenmektedir. Bu sebeple ahlaki tehlikenin olduğu dönemlerde bankalar kaynaklarını kaybetmemek adına çok sayıda kredi vermektense az sayıdaki güvenilir müşteriye kredi vermektedir (Müslümov ve Aras, 2004: 57). Bunun sonucunda da banka kredi kanalının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkinliği azalmaktadır.

Ters seçim problemiyle karşılaşan bankalar, kredi talebinin kredi arzını aşması durumunda faiz oranlarını arttırarak arz talep dengesini sağlamak yerine kredi tayinlaması yoluna gidebilirler. Faiz oranlarındaki artış iyi müşterilerin piyasadan dışlanmasına neden olacaktır ve riski yüksek projelerinin finansmanı için yüksek faiz oranlarından borçlanmaya razı, ahlaki tehlike içerisindeki kötü müşteriler piyasaya hakim olacaktır. Bankalar iyi müşterileri kaybetmemek adına bu arz fazlalığını kredi tayinlaması ile karşılamaktadırlar. Kredi tayinlaması uygulayan bankalar sahip oldukları fon fazlalıklarını farklı yatırım araçları üzerinden değerlendirmektedirler (Stiglitz ve Weiss, 1981: 393). Kredi piyasalarında kredi tayinlaması uygulanması banka kredi kanalının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkinliğini azaltabilmektedir.

Banka kredi kanalı kredi piyasalarındaki asimetrik bilginin önemi üzerinde durmaktadır. Bu asimetrik bilgi sorunun çözümünde ise bankaların önemli payı vardır. Bankacılık sisteminin gelişmesi ile birlikte bilgi asimetrisi sorunu çözülmekte, sektörde risk oranları azalmaktadır. Kredi talep edenler ile kredi arz

edenlerin birbirlerine sundukları bilgiler ışığında aralarında gerçekleştirilen sözleşmelerin yapısı belirlenmektedir. Kredi piyasalarında kredi arz edenler ile talep edenlerin verimli bir şekilde eşleştirilmeleri piyasa faiz oranlarının belirlenmesinde ve kredi talep edenler arasında finansmanın dağıtılmasında büyük önem arz etmektedir. Başka bir ifade ile bankalar finansman talep edenler ile kaynak fazlası olanlar arasında aracılık yapma işlevinin yanı sıra para politikası uygulamalarının hane halkı ve firmalar üzerindeki ekonomik etkilerinin aktarımında da önemli rol oynamaktadırlar. Bu sayede işlevselliği artan banka kredi kanalı para politikası uygulamalarında ortaya çıkan değişikliklerin bankaların kredi arzlarına etki ederek makroekonomik değişkenler üzerinde bir etki ortaya çıkarma sürecidir (Dale ve Haldane, 1993: 8).

İKİNCİ BÖLÜM

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde banka kredi kanalı üzerine yerli ve yabancı pek çok çalışma bulunmaktadır. Bu bölümde öncelikle banka kredi kanalının işleyişinin incelendiği yabancı literatüre, sonrasında ise yerli literatüre yer verilecektir.

2.1. Yabancı Literatür

Banka kredi kanalının işleyişi üzerine uluslararası literatür 1980'li yılların sonlarında başlamış ve günümüze dek pek çok çalışma yapılmıştır. Değişen ekonomik konjonktür ile birlikte günümüzde banka kredi kanalı üzerine çalışmalar güncelliğini korumaktadır.

2.1.1. 2006 Yılı ve Öncesini Analiz Eden Çalışmalar

Barran, Coudert ve Mojon (1996) yaptıkları çalışmada Avrupa ülkelerinde parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişindeki farklılıkları ve bu farklılıkların nedenlerini incelemişlerdir. Avrupa Birliği ülkelerinden Avusturya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya ve İngiltere olmak üzere dokuz ülkede aktarım mekanizması kanallarının reel ekonomi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada VAR yöntemi kullanılmıştır. 1976:1-1994:4 arası dönemi kapsayan veriler Uluslararası Para Fonu'ndan (IMF) elde edilmiştir. Çalışmada çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda incelenen ülkelerde uygulanan parasal şoklara verilen tepki ve gecikmelerin benzerlik gösterdiği ancak tepki büyüklüklerinin farklı olduğu gözlenmiştir. Ayrıca ülkeler arasındaki banka uygulamalarında ve düzenlemelerdeki farklılıklar da parasal şoklara verilen tepkilerde farklılığa neden olduğu gözlenmiştir. Örneğin İtalya gibi krediye erişimin daha kısıtlı olduğu ülkelerde parasal şokların konut yatırımları üzerinde daha az etkisinin olduğu gözlenmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde sıkı para politikası uygulamaları sonucunda İngiltere ve Almanya

dışındaki ülkelerin çoğunda kredi düşüşü görülmektedir. Fakat Almanya ve Fransa'nın sektörel analizlerinden bu ülkelerdeki kredi kanalının varlığına yönelik bir bulgu elde edilememiştir.

Alfaro, Franken, Garcia ve Jara (2003) yaptıkları çalışmada Şili ekonomisinde banka kredi kanalının işleyişini incelemişlerdir. Çalışma verileri 1990 yılı ilk çeyreği ile 2002 yılı ikinci çeyreği arasındaki dönemi kapsayan çeyrek dönemlik verilerdir. Çalışmada banka kredi kanalının 1990-2002 arası dönemde Şili'de makroekonomik değişkenler üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Banka kredi kanalının Şili ekonomisindeki işleyişi uluslar arası uygulamalı literatüre kısmen benzerlik göstermektedir. Bir parasal şok sonrasında öncelikle likidite yetersizliği bulunan bankalar ve küçük sermayeli bankalar kredi arzını azaltmaktadırlar. Kredi arzındaki düşüş sonucunda hane halkının ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman sağlama olanakları kısıtlanmaktadır. Bunun sonucunda hane halkı dayanıklı tüketim malı talebi ile küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırım harcamaları azalmaktadır. Çalışmadaki önemli gözlemlerden biri bu iki etkinin aynı anda başlamış olmasıdır. Etki Tepki analizi sonuçları literatürün aksine Şili ekonomisinde dayanıklı tüketim malı harcamalarında ve yatırım harcamalarında eş zamanlı bir düşüş gerçekleştiğini göstermektedir. Bu azalış sonucunda reel hasıla düşmektedir.

Garretsen ve Swank (2003) yaptıkları çalışmada Hollanda'da banka kredi kanalının işleyişini, para politikalarının hane halkı ve firma davranışlarına etkisi üzerinden incelemişlerdir. Analizlerini 1982 yılı 12. ayı ile 1996 yılı 12. ayı arası dönemde aylık veriler ışığında gerçekleştirmişlerdir. İlgili dönem hiçbir politika değişikliğinin gerçekleşmediği bir dönemdir. Bu sayede sabit politika altında hane halkı ve firmaların para politikası uygulamalarına verdikleri tepkileri net bir şekilde gözlenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada VAR yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı aracılığıyla ne hane halkı ne de firmalar üzerinden reel ekonomiye etki edemediği sonucuna ulaşılmıştır. Analizde bankaların, hane halkının ve firmaların parasal şoklar karşısında öncelikle likiditesi yüksek finansal varlıklarında düzenlemeye gittikleri, bu nedenle parasal şokların banka kredileri üzerinde bir sonuç doğurmadığı gözlenmiştir.

De Haan (2003) yaptığı çalışmada mikro veriler ışığında Hollanda'da banka kredi kanalının işleyişini incelemiştir. Çalışmada 1990 yılı son çeyreği ile 1997 yılı son çeyreği arası dönem çeyreklik veriler ışığında GMM tahmincisi metodolojisi yardımıyla analiz edilmiştir. Analizde iki alt kategori altında incelenen bankaların para politikası uygulamalarına verdikleri tepkiler karşılaştırılarak, kategoriler ışığında farklı banka türleri üzerinden banka kredi kanalının işleyişi incelenmiştir. İlk kategori bankaların büyüklüklerine, likidite yapılarına ve sermaye yapılarına göre belirlenen finansla durumlarına göre, ikinci kategori ise bireysel bankacılık, ticari bankacılık ve yabancı bankacılık türlerine göre oluşturulmuştur. Analiz sonucunda banka kredi kanalının Hollanda ekonomisinde etkin bir şekilde işlediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak devlet güvencesi altında kullanılan krediler ile devlet güvencesi altında olmadan kullanılan krediler arasındaki etkide farklılıklar gözlenmiştir. Parasal daralma uygulamalarının devlet güvencesi altındaki bankalar üzerinde büyük bir etkisi gözlenmezken devlet güvencesi altında olmayan bankalar üzerinde büyük etkiye sahip olduğu gözlenmiştir. Devlet güvencesi altında olmayan bankalar için analiz sonuçları teorik beklentiyle ve literatürle uyumlu çıkmıştır. Küçük ölçekli, likiditesi ve sermaye yapısı daha zayıf olan bankalarda parasal şokların etkisi daha fazla olmaktadır. Banka kredi kanalı bu tür bankalar üzerinden piyasaya etkin bir şekilde etki edebilmektedir. Çalışmada aynı zamanda bankaların hedef kitlelerinin de banka kredi kanalının işleyişine etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Banka kredi kanalının bireysel bankacılığa yönelik çalışan bankalar aracılığı ile hane halkı üzerinden işlemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Agha, Ahmed, Mubarik ve Shah (2005) yaptıkları çalışmada Pakistan'da parasal aktarım mekanizması kanallarından banka kredi kanalının, hisse senedi fiyatları kanalının ve döviz kuru kanalının işleyişini incelemişlerdir. Çalışmalarında Temmuz 1996, Mart 2004 arası dönemde Sanayi Üretim Endeksi, Tüketici Fiyat Endeksi, Özel Sektör Kredileri, Altı Aylık Hazine Bonosu Faiz Oranları, Karasi Hisse Senedi Fiyatları Endeksi ve Reel Efektif Döviz Kuru verilerini 6 aylık veriler olarak kullanmışlardır. Çalışmalarında VAR yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada yapılan uygulama sonucunda daraltıcı para politikası uygulamasında öncelikle banka rezervlerinde düşüş görülmektedir. Bu bankaların

kredi verilebilir fonlarının azaldığı anlamına gelmektedir. Bu sayede para politikası yeni kredi kullanılabilirliği azaltarak toplam talep üzerindeki etkisini artırmaktadır. Aynı şekilde özel sektör kredilerindeki azalışla birlikte para politikası uygulamaları reel ekonomiye banka kredi kanalı üzerinden etki etmektedir. Artan özel sektör kredileri ve finans sektöründeki gelişmelerle birlikte Pakistan ekonomisinde banka kredi kanalının öneminin yakın gelecekte artması beklenmektedir. Öte yandan sermaye piyasalarının daha da gelişmesiyle banka kredilerine bağımlılığın azalması banka kredi kanalının etkinliğinin artmasının önünde engel olabilir.

Goh ve Yong (2007) yaptıkları çalışmada 1994 yılı 10. ayı ile 2005 yılı 10. ayı arası dönemde aylık veriler ışığında Malezya'da banka kredi kanalının etkinliğini incelemişlerdir. Çalışmalarında ARDL modeli kullanarak zaman serisi analizi gerçekleştirmişlerdir. Analizde Malezya hükümeti tarafından kontrol edilen yüksek faiz oranı rejimi ve düşük faiz oranı rejimi olmak üzere iki alt dönem arasında banka kredi kanalının işleyişindeki değişim gözlenmiştir. Analiz sonucunda banka kredi kanalının Malezya ekonomisinde yüksek faiz oranı rejiminin geçerli olduğu dönemde etkin bir şekilde işlediği ancak düşük faiz oranı rejimi dönemine geçildiğinde banka kredi kanalının etkinliğini kaybettiği sonucuna ulaşılmıştır. Malezya ekonomisinde para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden reel ekonomiye etki etme mekanizmasının incelendiği çalışmada kredi kanalının reel ekonomi üzerindeki etkisinin faiz rejimine göre farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Yüksek faiz rejimi döneminde Malezya reel ekonomisinde etkin olarak işleyen banka kredi kanalı, Malezya hükümeti tarafından düşük faiz rejimine geçiş yapılması sonucunda Malezya reel ekonomisinde etkinliğini yitirmiştir.

Benkovskis (2008) yaptığı çalışmasında Litvanya'da banka kredi kanalının etkinliğini analiz etmiştir. Çalışmada çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır ve veriler 1998 yılının ikinci çeyreğinden 2006 yılının dördüncü çeyreğine kadar olan dönemi kapsamaktadır. Bilançolarında ayrı ayrı sermaye kayıtlarının yetersizliği nedeniyle yabancı banka verileri çalışmaya dahil edilmemiştir. Çalışmada panel veri analizi yöntemlerinden faydalanılmıştır. Banka kredi kanalının çalışmasıyla ilgili gözlem sonuçları yalnızca para politikası

değişkenlerine dayandırılarak değil aynı zamanda bankalar arası farklılıklara da dayandırılarak elde edilmiştir. Çalışmanın ana amaçlarından biri parasal sıkılaştırma sonucunda kredilerde büyük ölçüde azalmaların olduğu kesin bir banka türünün varlığının tespit edilmesidir. Çalışma sonucunda güçlü sermaye yapısına sahip bankaların kredi portföylerinin yerli ve yabancı faiz oranlarındaki değişikliklere daha az duyarlı olduğu görülmektedir. Bunun nedeni alternatif finansman kaynaklarına ulaşım kolaylığıdır. Ayrıca istatistiksel olarak anlamlı olmamasına rağmen büyük bankaların, yüksek likiditeye sahip bankaların ya da yabancı finansal kuruluşların sahibi olduğu bankaların yerel parasal şoklara daha zayıf duyarlılığı olduğu görülmektedir. Farklı koşullarda parasal şoklara verilen tepkilerdeki asimetri istatistiksel olarak anlamlıdır. Bankaların sermaye yapısı özelliklerinin yanı sıra likidite durumları ve büyüklükleri de parasal şoklar karşısında verdikleri tepkileri etkilemektedir. Banka kredi kanalının Litvanya ekonomisindeki etkisinin zamansal durağanlığı üzerine kanıtlarda da farklılıklar bulunmaktadır. Banka kredi kanalının analiz döneminin son beş yılında önemini yitirdiği gözlenmiştir. Bunun nedeni olarak Litvanya bankacılık sektörünün daha sağlıklı ve güçlü hale gelmesi, artan yabancı sermaye girişleriyle birlikte kredi dışı finansman imkanının artması ve yerel parasal şoklara karşı bağımsızlığın artışı olarak gösterilebilir. Çalışmada Litvanya'daki bir kısım bankalar üzerinden banka kredi kanalının işleyişinin parasal şoklara anlamlı tepki verdiği görülmüş olmasına rağmen, toplam kredilerin büyük bölümü anlamlı tepki vermemektedir. Bunun nedeni piyasaya hakim olan bankaların parasal şoklara olan tepkileridir. Parasal şoklar yalnızca yerel bankaları, sermaye ve likidite açısından zayıf bankaları etkilemektedir. Bu nedenle banka kredi kanalı Litvanya ekonomisinde önemsiz görülebilecek ölçüde çok kısıtlı bir etkiye sahiptir. Litvanya Merkez Bankasının para politikaları bazı bankaların kredi arzında etki oluştursa da banka kredi kanalının işleyişi o bankalar çerçevesinde sınırlı kalmaktadır. Toplam krediler üzerinde anlamlı bir etki bulunmamaktadır.

2.1.2. 2006 Yılı Sonrasını Analiz Eden Çalışmalar

Apergis ve Alevizopoulou (2012) yaptıkları çalışmada Avrupa Merkez bankası para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden 2000-2009 arası dönemde reel ekonomiye etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada kullanılan

veriler çeyrek dönemlik verilerdir. Çalışmada Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya ve Hollanda ülkeleri bir grup olarak incelenmiş ve Danimarka ile İngiltere ayrı ele alınmıştır. Çalışmada kredi arzındaki değişimler, kredi talebindeki değişimlerin etkilerinden arındırılmıştır. Böylelikle para politikasının banka kredi kanalı üzerinden ekonomiye etkisinin net bir şekilde görülmesi hedeflenmiştir. Merkez bankası resmi faiz oranları, geçmişe dönük kestirim kuralı ile elde edilmiş faiz beklentileri, Taylor kuralı ile elde edilmiş faiz beklentileri ve geleceğe kestirim kuralı ile elde edilmiş faiz beklentileri olmak üzere dört merkez bankası para politikası göstergesinden hangisi kabul edildiğinde banka kredi kanalının işlediği analiz edilmiştir. Ve hangi durumu daha güçlü bir şekilde işlediği analiz edilmiştir. Analiz sonuçları banka kredi kanalının her durumda gözlendiğini ortaya koymuştur. Fakat para politikası değişikliklerine kredi büyüklüğünün verdiği tepkiler farklılık göstermektedir. Banka kredi kanalının merkez bankası resmi faiz oranları yerine beklenen faiz oranlarının ele alındığı durumlarda daha güçlü bir şekilde işlediği gözlenmiştir. Beklenen faiz oranları içerisinde ise geleceğe dönük kestirim kuralı ile elde edilmiş olan beklenen faiz oranı üzerinden banka kredi kanalının işleyişinin daha güçlü olduğu gözlenmiştir.

Bhatt ve Kishor (2013) yaptıkları çalışmada Hindistan'da banka kredi kanalının işleyişini eyalet seviyesinde incelemişlerdir. Çalışmalarında 1996-2008 arası dönemi yıllık veriler kullanarak incelemişlerdir. Çalışmalarında banka kredi kanalının işleyişi ve parasal şoklara verdiği tepkinin eyaletler arası farklılıkları tespit edilmiştir. Etki mekanizması parasal şoklardan banka kredilerine ve banka kredilerinden reel ekonomiye aktarım şeklinde işletilmiştir. Para politikası şoku olarak eyaletler arası para talebi şoku verisi kullanılmıştır ve yapılan analizde bu şokun banka kredilerini anlamlı bir şekilde etkilediği görülmüştür. İkinci aşamada ise banka kredilerinde ortaya çıkan değişimin Hindistan reel ekonomik aktivitesini etkilediği görülmüştür. Yapılan çalışmada banka kredi kanalının Hindistan'da ve tüm eyaletlerinde etkin ve güçlü bir şekilde çalıştığı bulgusuna ulaşılmıştır. Bunun nedeni olarak Hindistan'da hane halkının ve firmaların tek finansman sağlayıcı olarak bankalara bağımlı olmaları ve bankaların da finansman sağlayıcı olarak mevduatlara bağımlı olmaları gösterilmiştir. Bu nedenle Hindistan ekonomisi

bankacılık sistemine bağımlı bir hale gelmektedir ve bu da banka kredi kanalının etkinliğini güçlendirmektedir.

Mukhtarov, Mikayılov ve Mammadov (2016), yaptıkları çalışmada 2001:Q1-2014:Q3 arası dönemde çeyrek dönemlik veriler ışığında Azerbaycan'da banka kredi kanalının etkinliğini araştırmışlardır. Analizde Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılmıştır. Yapılan etki tepki analizi sonucunda bir para politikası uygulaması şokuna banka kredileri değişkeninin ve GSYİH değişkeninin aynı yönlü tepki verdikleri görülmüştür. Buradan banka kredilerinin Azerbaycan ekonomisi içerisinde faaliyetlerini sürdüren firmalar için büyük önem taşıdığı anlaşılmıştır. Analiz sonucunda banka kredi kanalının Azerbaycan ekonomisinde etkin bir şekilde işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

2.2. Yerli Literatür

Banka kredi kanalının işleyişini inceleyen pek çok yabancı literatürün yanı sıra Türkiye'de banka kredi kanalının işleyişini farklı dönemler altında inceleyen pek çok yerli literatür de bulunmaktadır.

2.2.1. 2006 Yılı ve Öncesini Analiz Edene Çalışmalar

Çavuşoğlu (2002) çalışmasında 1988 yılı ile 1999 yılı arası dönemde 58 mevduat bankasının bilançolarını kullanarak panel veri analizi gerçekleştirmiştir. Analizde GMM tahmincisi metodolojisinden yararlanılmıştır. Çalışmada Türkiye'de banka kredi kanalının etkin çalışmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Büyüklüklerine göre kategorize edilen mevduat bankalarının sağlanan kredi arzının para politikası uygulamalarına verdikleri tepkiler istatistiksel olarak anlamsızdır.

Özçiçek (2006), çalışmasında 1982 yılı ilk çeyreği ile 2005 yılı ilk çeyreği arası dönemde çeyrek veriler ışığında Türkiye'de kredi kanalının etkinliğini incelemiştir. Analizde VAR yöntemi ve VECM yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda ilgili dönemde Türkiye'de banka kredi kanalının çalışmadığı, kredi miktarındaki değişikliklerin arz kaynaklı değil talep kaynaklı olduğu tespit edilmiştir.

Kasapoğlu (2007) yaptığı çalışmada 1990:01-2006:07 dönemini kapsayan verilerle VAR modeli ve etki tepki analizi uygulayarak Türkiye’de parasal aktarım mekanizmalarının çalışmasını ve etkinliğini analiz etmiştir. Yaptığı alışmada Türkiye’de kredi kanalının işlediğine yönelik bir bulguya ulaşamamıştır. Kanalın çalışmamasına sürekli yaşanan büyük miktarlardaki bte açıklarının 90’lı yıllarda i borçlanma ile finanse edilmesinin neden olduğu öne sürülmektedir. İ borçlanmalar nedeniyle faiz oranları yükselmiş, bankalar reel sektöre kredi sağlamaktansa devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapmayı tercih etmiştir. Buna ek olarak 2001 yılında yaşanan bankacılık krizi ile birlikte bankacılık sektörü yeniden yapılanma sürecine girmiştir. Tüm bu nedenlerle kanalın Türkiye’de çalışmadığı düşünülmektedir.

Öztürkler ve ermikli (2007) yaptıkları çalışmada 1990-2006 arası dönemde çeyrek veriler işığında para politikası uygulamalarından banka kredilerindeki değişmeye ve banka kredilerindeki değişmeden reel ekonomiye olmak üzere banka kredi kanalının her iki bağlantısında ayrı ayrı nedensellik analizi uygulayarak Türkiye’de banka kredi kanalının etkinliğini araştırmışlardır. Analiz sonucunda Türkiye’de para politikası uygulamalarından banka kredilerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bankalar arası para piyasası faiz oranlarına uygulanan pozitif yönlü bir birimlik şoka reel kredi arzı negatif yönlü büyüme ile tepki vermiştir ve bu tepkinin tekrar eski seviyesine dönmesi iki çeyrek dönem srmştir. Analizde Türkiye’de bankacılık sektörü reel kredi arzı ile reel sektör sanayi üretimi arasında ise çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Analiz sonucunda reel sektör sanayi üretimindeki değişikliklerden kaynaklı olarak bankacılık sektörü reel kredi arzında bir değişim gerçekleşmesi halinde, para politikası uygulamaları sonucunda bankalar arası para piyasası faiz oranlarında bir değişiklik gerçekleştirerek reel sektör sanayi üretimindeki şoklara banka kredi kanalı aracılığı ile etki edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Erdoğan ve Beşballı (2009) yaptıkları çalışmada 1996:06 - 2006:09 arası dönemde aylık veriler işığında Türkiye’de banka kredi kanalının işleyişini analiz etmişlerdir. Çalışmada VAR yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda Türkiye’de banka kredi kanalının işleyişinin istatistiksel olarak anlamlı olduğuna ulaşılmıştır. Ancak çalışmada bu sonucun doğru kabul edilemeyeceği, ilgili

dönemde Türkiye'deki fiskal baskınlık nedeniyle ve kamu bankalarının Türk bankacılık sistemi içerisindeki ağırlıklı payı nedeniyle Türkiye'de banka kredi kanalının etkin çalışmasının beklenmediği vurgulanmıştır.

2.2.2. 2006 Yılı Sonrasını Analiz Eden Çalışmalar

Butkiewicz ve Özdoğan (2009) yaptıkları çalışmada finansal krizler sonrasında uygulanan reformların Türkiye'de parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişine etkisini incelemişlerdir. Analizleri 1996 yılı 7. ayı ile 2000 yılı 10. ayı arası dönem ve 2001 yılı 4. ayı ile 2007 yılı 6. ayı arası dönem olmak üzere iki alt dönem içerisinde gerçekleştirilmiştir. Birinci alt dönem kriz öncesi dönemi, ikinci alt dönem ise kriz sonrası dönemi analiz etmektedir. Analizde VAR yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarında kriz öncesi dönemde kredi kanalının reel ekonomi üzerinde zayıf bir etkisinin bulunduğu ve yalnızca kısa dönemde işlediği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan kriz sonrası dönemde uygulanan yapısal reformların etkisiyle kredi kanalının etkisinin arttığı gözlenmiştir.

Peker ve Canbazoglu (2011) yaptıkları çalışmada 1990 yılı 1. ayı ile 2008 yılı 11. ayı arasındaki dönemde VAR metodolojisi yardımıyla Türkiye'de banka kredi kanalının işleyişini araştırmışlardır. Analizlerinde öncelikli olarak Türkiye'de banka kredi kanalının etkinliği incelenmiş olup sonrasında ise para arzı ve gecelik faiz oranı olmak üzere iki ayrı para politikası uygulaması aracının banka kredi kanalı üzerine etki gücü incelenmiştir. Analiz sonucunda ilgili dönemde para politikası uygulamaları aracı olarak gecelik faiz oranları seçildiğinde banka kredi kanalının etkin işlemediği sonucuna ulaşılmıştır. Analizde gecelik faiz oranlarında bir artış şeklinde uygulanan para politikası şokuna bankacılık sektöründe banka kredilerinde bir azalış ile değil, menkul kıymetler portföyünde bir azalış ile karşılık verilmiştir. Aynı dönemde reel sektör sanayi üretiminde de banka kredilerinden bağımsız bir dalgalanma gerçekleşmiştir. Analizde para politikası uygulamaları aracı olarak M2 para arzı seçildiğinde ise banka kredi kanalının etkin çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır. Analizde uygulanan para politikası şoku sonrasında bankacılık sektörü kredi arzı ile reel sektör sanayi üretiminde de eş anlı bir daralma gerçekleşmiştir. Çalışma

sonucunda Türkiye’de banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalışabilmesi ve makroekonomik değişkenlere banka kredi kanalı üzerinden etki edilebilmesi için para politikası uygulamaları aracı olarak gecelik faiz oranı yerine M2 para arzının seçilmesinin daha doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Alper, Hülagü ve Keleş (2012) yaptıkları çalışmalarında Türkiye’de krediler üzerinde etkili olan banka likidite pozisyonları üzerinde para politikası uygulamalarının etkisini incelemişlerdir. Çalışmalarında 2002 yılı 4. çeyreği ile 2011 yılı 1. çeyreği arasındaki dönemi kapsayan panel verilerden yararlanmışlardır. Çalışma toplam Türk Lirası cinsinden kredilerin %94.7’lik dilimini sağlayan ve 2011 yılı ilk çeyreğinde toplam varlıkların %95.3’üne sahip olan 13 bankayı kapsamaktadır. Analiz sonucunda bankaların likidite durumlarının kredi arzları üzerinde anlamlı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca bankaların kredi arzı kararlarının yalnızca kendi likidite pozisyonlarına göre değil aynı zamanda bankacılık sistemi toplam likidite durumuna göre de belirledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bankacılık sistemi likiditesi ile banka likiditesi arasındaki anlamlı ilişki, bankacılık sistemi likiditesi arttıkça, bankaların kendi likidite pozisyonları ile kredi arzları arasındaki ilişkinin azalacağını göstermektedir. Öte yandan analiz sonuçlarında faiz oranları ile bankaların likidite pozisyonları arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır. Para politikası uygulamaları sonucu ile bankaların likidite fonları arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamsız çıkması nedeniyle banka kredi kanalının orijinal formunun işlemediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle çalışma sonucunda Türkiye’de banka kredi kanalının işlemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Mutlu Çamoğlu ve Akıncı (2012), yaptıkları çalışmada Türkiye’de banka kredilerinin gelişimini sektörler özelinde incelemişlerdir. Çalışmada 1999:01-2010:09 arası dönem aylık veriler ışığında incelenmiştir. Çalışmada 17 sektöre ait kredi kullanım miktarları ve toplam kredi hacmi arasındaki ilişki Granger nedensellik testi ve Johansen eş bütünleşme analizi yardımıyla incelenmiştir. Analiz sonucunda incelenen sektörler arasında inşaat ve emlak sektörüncel kullanılan krediler ile toplam kredi hacmi arasında çift yönlük nedensellik ilişkisi olduğu gözlenmiştir. Diğer sektörlerde tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğu gözlenmiştir. Toptan perakende satış ve finansal aracılık sektörleri dışındaki

sektörlerde nedensellik ilişkisinin yönünün banka kredilerinden sektörlere doğru olduğu gözlenmiştir. Ancak toptan perakende satış ve finansal aracılık sektörlerinde nedensellik ilişkisinin yönü sektörlerden banka kredilerine doğru olduğu gözlenmiştir. Buradan bu iki sektörün toplam krediler üzerinde belirleyici etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Johansen eş bütünleşme analizi sonucunda ilgili dönemde değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı eş bütünleşme ilişkisi bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Özşuca ve Akbostancı (2012), çalışmalarında 1988-2009 arası dönemde Türkiye’de banka kredi kanalının işleyişini incelemişlerdir. İlgili dönem 2000 ve 2001 krizleri sonrasındaki politika değişikliklerinin banka kredi kanalı üzerindeki etkisinin gözlenebilmesi amacıyla 1988-2001 ve 2002-2009 olmak üzere iki alt döneme ayrılarak incelenmiştir. Çalışmada panel veri analizi GMM tahmincisi yöntemi uygulanarak gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarında kriz öncesi dönemde Türkiye’de banka kredi kanalının işlediği sonucuna ulaşılmıştır. Kriz sonrası dönemde ise banka kredi kanalının etkinliğinin arttığı ve para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden makroekonomik değişkenlere etki gücünün arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Kriz sonrası dönemde bankacılık sektöründe gerçekleşen düzenlemelerin ve artan ekonomik istikrarın bu etkiye neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Taş, Örnek ve Utlu (2012) yaptıkları çalışmada banka kredi kanalının Türkiye’de işleyişini incelemişlerdir. Çalışmanın metodolojisi olarak VAR modelini uygulamışlardır. 1990:Q1-2010:Q4 arası dönemde, çeyrek veriler ile analizlerini yapmışlardır. VAR modeli kurarak etki tepki analizini inceledikleri çalışmalarında, ilgili dönem içerisinde Türkiye’de banka kredi kanalının kısmen çalışmakta olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak modelde hane halkı ve reel sektör arasındaki farklılıkları belirtir veriler bulunmadığından, sonuçları yorumlanması buna göre yapılmalıdır. Çalışmada uygulanan daraltıcı para politikası şokuna kredi kanalının beklentilerle aynı yönde tepki verdiği görülmüştür. Tepki bilanço kalemleri üzerinden banka mevduatlarını ve kredilerini azaltarak banka menkul kıymet stokunda artışa neden olmuştur. Buradan banka kredileri ile menkul kıymet stokunun birbirlerini tam ikame etmediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada yapılan etki tepki analizi

sonuçlarında uygulanan para politikalarına banka kredilerinin ve sanayi üretiminin benzer yönlerde ve yakın gecikmelerde tepki verdiği görülmüştür. Bu sonucun Türkiye’de reel sektör firmalarının banka kredilerine bağımlılığını gösterdiği çalışmada vurgulanmıştır. Uygulanan para politikalarının reel sektör üzerindeki etkilerini açıklamada kredi büyüklüğünün daha etkili olduğu gözlenen çalışmada, banka kredi kanalının para politikası uygulamalarında ön gösterge olarak kullanılabilmesi önerilmiştir. Türkiye’de bankalar dışında finansal aracı kurumların olmaması ve mevduatların banka bilançolarında önemli olması banka kredi kanalının etkin çalışmasına katkı sağladığı düşünülen çalışmada, tam tersi olarak da yüksek düzeyde gerçekleşen iç borçlanmanın, kamu bankalarının sektördeki ağırlığının ve pek çok etkenin bu kanalın etkinliğini azalttığı düşünülmektedir.

Çatik ve Karaçuka (2012) yaptıkları çalışmada Türkiye’de farklı enflasyonist dönemlerde banka kredi kanalının işleyişini incelemişlerdir. Analizleri 1986 yılı 1. ayı ile 2009 yılı 10. ayı arası dönemi kapsamaktadır. Analizlerinde TVAR yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda parasal değişkenlerin bankacılık sektörü toplam kredi hacmi üzerindeki etkisinin çok limitli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analizde Türkiye’de faiz oranı kanalının banka kredi kanalına nispeten daha etkin bir kanal olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Banka kredi kanalının reel ekonomi üzerindeki etkisinin limitli olduğunun tespit edildiği çalışmada, yüksek enflasyon döneminde bu etkinin daha da zayıfladığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak çalışmada banka kredi kanalının tüm dönemlerde limitli bir etkiye sahip olmasına rağmen istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Altunöz (2013) yaptığı çalışmada 1986 yılı 1. ayı ile 2008 yılı 10. ayı arası dönemde aylık veriler ışığında Türkiye’de sorunlu kredilerin toplam krediler içerisindeki oranı ile kredi arzı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışma sonucunda sorunlu krediler ile kredi arzı arasında tek yönlü bir ilişki bulunmuştur. Takipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki oranından kredi arzına doğru tek yönlü ilişkinin tespit edildiği çalışmada, ilgili dönemde Türk bankacılık sisteminde kredi tayinlemesi uygulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye ekonomisinde tasfiye durumundaki kredilerin toplam krediler içerisindeki

payına bağılı olarak farklı dönemlerde kredi tayinlaması uygulanması nedeniyle banka kredi kanalının etkin çalışmadığı sonucuna ulaşılan çalışmada, kredi tayinlamasının ana nedenlerinden biri olan asimetrik bilgi sorununun ortadan kaldırılması halinde banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalışacağı vurgulanmıştır.

Arabacı ve Baştürk (2013) yaptıkları çalışmada 2001:05-2008:05 arası dönemde aylık veriler ışığında Türkiye’de banka kredi kanalının işleyişini incelemişlerdir. İlgili dönem, IMF ile yapılmış olan son iki stand by anlaşmasının yapıldığı dönem olması nedeniyle seçilmiştir. Analizde, para politikası şoklarına banka kredilerinin verdiği tepkinin arz kaynaklı ya da talep kaynaklı olduğunun tespiti amacıyla Yapısal VAR yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda ele edilen bulgularda daraltıcı bir para politikası uygulaması sonucunda kredi faiz oranı ile tahvil faiz oranı arasındaki farkta bir artış gözlenmiştir. Bu artış sonucunda ise toplam kredilerde düşüş gözlenmiştir. Toplam kredilerin azalmasını sanayi tüketim endeksi ve tüketici fiyat endeksi takip etmiştir. Çalışma sonucunda IMF ile yapılmış olan son iki stand by anlaşması döneminde Türkiye’de banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Meral (2015) yaptığı çalışmada Türkiye’de banka büyüklüklerinin ve banka sermayelerinin banka kredi kanalının etkinliği üzerindeki etkisini, 2002 yılı son çeyreği ile 2008 yılı son çeyreği arası dönemde çeyreklik veriler ışığında incelemiştir. Analizde OLS ve Panel OLS Modellerinden yararlanılmıştır. Çalışmada küçük bankaların daraltıcı para politikası uygulandığı dönemlerde vadeli mevduatlarını büyük bankalar kadar kolay arttıramadıklarına yönelik anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Bu sonuçlar Türkiye’de ilgili dönemde banka kredi kanalının işlediğine yönelik destekleyici sonuçlardır. Çalışmada uygulanan panel veri analizinde ayrıca sermayenin banka kredileri üzerine etkileri incelenmiştir. Sermaye oranı düşük bankaların kredi arzında gecelik faiz oranlarındaki değişikliklere daha duyarlı olduklarına yönelik anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Bu sonuçlar da Türkiye’de ilgili dönemde banka kredi kanalının işlediğine yönelik destekleyici sonuçlardır. Fakat varlık büyüklüklerinin banka kredi arzı üzerindeki etkisinin incelendiği panel veri analizinde ise banka kredi kanalının işleyişini destekleyici bulgular elde edilememiştir. Bu alanda elde edilen

sonuçlar Türkiye’de banka kredi kanalının ilemediğine yönelik sonuçlardır. Analizde elde edilen sonuçlar güçlü sonuçlar olmamakla birlikte analiz sonucunda Türkiye’de banka kredi kanalının ileyiine yönelik banka sermaye oranlarının artmasının destekleyici etki sağlayacağı sonucu vurgulanmıştır.

Kara ve zdemir (2016) yaptıkları çalışmada 2003:01 – 2013:10 arası dönemde aylık veriler işığında Türkiye’de para politikası uygulamalarının bireysel krediler üzerine etkisini kamu sermayeli bankalar ve özel sermayeli bankalar olmak üzere iki grup altında incelemişlerdir. Analizde ARDL sınır testi yöntemi ve VAR yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda para politikası uygulamalarının kamu sermayeli bankaların bireysel kredi arzı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Para politikası uygulamalarının özel sermayeli bankaların bireysel kredi arzı üzerine etkileri analiz edildiğinde de benzer şekilde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ilgili dönem koşulları altında politika yapıcılar için para politikası uygulamalarının, bireysel kredi arzı üzerinden makroekonomik hedeflere etki etmek amacıyla etkin bir araç olarak kullanılabilereği sonucuna ulaşılmıştır.

ağlar Irmak ve Uslu (2016) yaptıkları çalışmada Türkiye’de banka kredi kanalının etkinliğini incelemişlerdir. Analizlerini 2002 yılı 1. ayı ile 2014 yılı 12. ayı arası dönemde, aylık veriler işığında, VAR yöntemi kullanarak gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonucunda Türkiye de para politikası uygulamalarının banka kredileri üzerinde etkiye sahip olduğu ve banka kredileri üzerinden kısa dönemde reel ekonomi üzerinde önemli etkiye sahip olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Çalışma sonucunda banka kredi kanalının Türkiye ekonomisinde etkin işleyen bir parasal aktarım mekanizması kanalı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ümit (2016) yaptığı çalışmada 2001 krizi sonrası dönemde Türkiye’de banka kredi kanalının ileyiini incelemiştir. Analiz 2003 yılı 1. ayı ile 2015 yılı 10. ayı arasındaki dönemde aylık veriler işığında VAR yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda para politikası uygulamalarında daraltıcı bir politika şokuna bankacılık sektörü toplam mevduatlarında ve kredilerinde bir

azalış şeklinde, menkul kıymetlerde ilk üç aylık dönemde azalış, devam eden dört aylık dönemde ise artış şeklinde, ilk üç aylık dönemde reel sektör üretiminde azalış şeklinde bir tepki verildiği görülmüştür. Ancak analizde menkul kıymetlerdeki ve reel sektör üretimindeki tepki sürelerinin kısa olması nedeniyle banka kredi kanalının kısmen işlediği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada Türkiye’de ilgili dönemde banka kredi kanalının kısmen işliyor olmasının nedeninin kriz sonrası dönemde bankacılık sektörü dışındaki finans kuruluşlarının da gelişerek farklı finansman kaynaklarının ortaya çıkmış olması olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. EKONOMETRİK ANALİZ

Çalışmada banka kredi kanalının Türkiye’de reel sektör üzerine etkileri, açık enflasyon hedeflemesinin başladığı 2006 yılı Ocak ayından 2017 yılı Şubat ayına kadar olan dönem içinde analiz edilmiştir. Analizde aylık veriler kullanılmıştır. Analizde VAR yöntemi kullanılmıştır.

Türkiye’de banka kredi kanalının etkinliği VAR metodolojisi ile analiz edilirken etki mekanizması para politikası uygulamaları (P.P.U.) sonucunda değişen faiz oranlarından kredi ve mevduatlara, sonrasında banka menkul değerlerine (Bnk. Men. D.), daha sonra sanayi üretim endeksine ve enflasyon oranına (Enf.) şeklinde incelenmiştir.

P.P.U. ⇒ Faiz Oranları ⇒ Mevduatlar ve Krediler ⇒ Bnk.Men.D. ⇒ Üretim ⇒ Enf.

3.1. Veri Seti

Çalışma Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi döneminin geçerli olduğu 2006 yılı 1. ayı ile 2017 yılı 2. ayı arası dönem aylık veriler ışığında analiz edilmiştir. Analizde **Tablo 1**’de görülen Bankalar Arası Gecelik Faiz Oranı Serisi (BGFO), Tüketici Fiyat Endeksi Serisi (TUFE), Sanayi Üretim Endeksi Serisi (SUE), Bankacılık Sektöründe Verilen Toplam Kredileri Serisi (KRE), Bankacılık Sektöründe Toplam Mevduatlar ve Fonlar (A+B) Serisi (MEV), Bankacılık Sektörü Menkul Değerler Serisi (MEN) veri setleri kullanılmıştır.

Tablo 1: *Analizde Kullanılan Veriler*

Verilerin İlk Hali	Kullanılan Veriler
BGFO	LBFGO
TUFE	LTUFE
SUE	D(LSUE_SA)
KRE	D(LRKRE)
MEV	LRMEV
MEN	D(LRMEN)

Bankalar Arası Gecelik Faiz Oranı Serisi (BGFO) gerçekleşen basit faiz oranlarının % ağırlıklı ortalamalarından oluşmaktadır. Aylık veri setidir.

Tüketici Fiyatları Endeksi Serisi (TUFE) TÜİK tarafından cari dönemde ilan edilen resmi aylık fiyat endeksi değerlerinden oluşmaktadır. Serilerin enflasyondan arındırılarak reel değerlerini elde edebilmek amacıyla analize dahil edilmiştir.

Sanayi Üretim Endeksi Serisi (SUE) TÜİK tarafından cari dönemde ilan edilen resmi aylık sanayi üretim endeksi değerlerinden oluşmaktadır. Barındırdığı mevsimsel etkilerin giderilmesi için bu seri TRAMO/SEATS Seasonal Adjustment yöntemiyle mevsimsellikten arındırılmıştır.

Bankacılık Sektöründe Verilen Toplam Kredi Serisi (KRE) ve Bankacılık Sektöründe Toplam Mevduatlar ve Fonlar Serisi (MEV) aylık serilerdir. Bankacılık Sektöründe Verilen Toplam Kredi Serisi (KRE) bankacılık sektörüne verilmiş olan toplam kredilerin aylık gösterimlerinden oluşmaktadır. Bankacılık Sektöründe Toplam Mevduatlar ve Fonlar Serisi (MEV) bankacılık sektöründeki toplam mevduat büyüklüklerinin aylık gösterimlerinden oluşmaktadır. Her iki seri de mevduat bankaları, katılım bankaları ve kalkınma yatırım bankaları verilerini içermektedir.

Bankacılık Sektörü Menkul Değerler Sersisi (MEN) aylık seridir. Bankacılık sektörü toplam menkul değerlerindeki aylık değişimleri belirtir. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kapsamındaki bankaların verilerini de içermektedir. Veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası veri tabanından elde edilmiştir.

Analizde kullanılan tüm serilerin logaritması alınarak seriler logaritmik seri haline getirilmiştir. Serilerin tümü aylık serilerdir. Bankacılık Sektöründe Verilen Toplam Kredi Serisi (KRE), Bankacılık Sektöründe Toplam Mevduatlar ve Fonlar Serisi (MEV) ve Bankacılık Sektörü Menkul Değerler Sersisi (MEN) enflasyondan arındırılarak reel hale getirilmiştir. Sanayi Üretim Endeksi (SUE_SA) serisi mevsimsel etki barındırmaktadır. Sanayi Üretim Endeksi serisinin barındırdığı mevsimsel etkilerin giderilmesi için bu seri TRAMO/SEATS Seasonal Adjustment yöntemiyle mevsimsellikten

arındırılmıştır. SUE, KRE ve MEN serileri fark durağan seri olmaları nedeniyle birinci farkları alınarak seriler durağan hale getirilmiştir.

3.2. Metodoloji

Analize öncelikle birim kök testlerinin açıklaması ile başlanacaktır. Çalışmada serilerin durağanlık durumunun araştırılması için ADF Testinden yararlanılmıştır. Serilerde ortaya çıkabilecek yapısal kırılmalar, serilerin yapısal kırılma ile düzeyde durağan olmaları gerekirken yapısal kırılmayı göz önüne almayan testler ile birim kök analizi yapıldığında seriler fark durağan çıkabilmektedir. Bu nedenle çalışmada yapısal kırılmaları da göz önüne almak üzere Zivot Andrews Testinden yararlanılmıştır. Çalışmada serilerin durağanlık durumlarının araştırılması için ADF Testi ve Zivot Andrews testinden yararlanılmıştır. Daha sonrasında seriler arasındaki ilişkilerin araştırılması ve banka kredi kanalının etkin bir şekilde çalışıp çalışmadığının araştırılması için VAR Modeli metodolojisinden yararlanılmıştır.

3.2.1. ADF Testi

Dickey-Fuller Testi (DF Test), Dickey ve Fuller tarafından 1979 yılında yaptıkları çalışmada kurulmuş bir test türüdür. Yaptıkları çalışmada serilerde birim kök bulunup bulunmadığını geleneksel t istatistiği yardımıyla değil τ istatistiği ile araştırmışlardır (Tarı, 2006: 174). DF testi ile serilerdeki birim kök varlığı üç farklı model yardımıyla test edilmektedir. Hipotez ve modeller şu şekildedir (Dickey ve Fuller, 1979: 427-428),

$$H_0: \gamma \geq 0 (\gamma = \rho - 1) \qquad H_1: \gamma < 0 (\gamma = \rho - 1)$$

$$\Delta Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t, \qquad t=1,2,3,\dots$$

$$\Delta Y_t = \mu + \rho Y_{t-1} + e_t, \qquad t=1,2,3,\dots$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \rho Y_{t-1} + e_t, \qquad t=1,2,3,\dots$$

DF birim kök test sonuçlarına göre H_0 hipotezi kabul edilirse serinin birim köke sahip olduğu, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilirse de serinin birim köke sahip olmadığı anlamına gelmektedir (Gujarati, 2006: 231).

Dickey ve Fuller, 1981 yılında yaptıkları çalışmalarında, serilerde otokorelasyon sorunu olması halinde Geliştirilmiş DF birim kök testinin uygulanması gerektiğini önermişlerdir (Bozkurt, 2007: 98). Dickey ve Fuller tarafından 1981 yılında geliştirilmiş olan ϕ_i testleri sabit (constant), trend (linear trend) ve birim kök (unit root) varlığının eş anlı olarak test edilebilmesine olanak sağlayan F Testleridir. Dickey-Fuller (1981) test denklemlerinin hipotezleri şu şekildedir (Dickey ve Fuller, 1981: 1059);

$$\phi_1: \quad H_0: \gamma = \mu = 0$$

$$\phi_2: \quad H_0: \gamma = \mu = t = 0$$

$$\phi_3: \quad H_0: \gamma = t = 0$$

F testleriyle kuruluş şekilleri aynı olan ϕ_i istatistikleri şu şekilde hesaplanmaktadır (Enders, 1995: 239);

$$\phi_i = \frac{[SSR_{restricted} - SSR_{unrestricted}]/r}{SSR_{unrestricted}/(T - k)}$$

Bu denklemde r kısıt sayısını, T kullanılabilir gözlem sayısını ve k kısıtsız modelin içerdiği parametre sayısını temsil etmektedir.

Analizde kullanılacak olan Augmented Dickey Fuller (ADF) testi buradan temelle elde edilmiştir. DF Testi uygulanırken serilerde otokorelasyon sorununa rastlanması halinde bağımlı değişkenin geçmiş değerleri, bu sorundan kurtulabilmek için modele eklenir ve böylece ADF Testine geçilir. ADF testinde durağanlık tespiti için modelde sabit değişkenin bulunduğu ve hem trend değişkenin hem de sabit değişkenin model içerisinde bulunduğu denklemler şu şekildedir (Enders, 1995: 239);

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + a_2 t + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

Denklemden Δ sembolü önüne geldiği serinin birinci farkının alındığını göstermektedir. ΔY_t birinci farkının alınması sonucunda test edilen seriden elde edilen yeni seriyi ve denklemden t serinin trendini göstermektedir. Seriler arasındaki otokorelasyon sorununun giderilmesi amacıyla eklenmiş olan birinci farkının alınmış seriyi ΔY_{t-i+1} göstermektedir. Serilerin gecikmeli değerlerinin eklenmesiyle DF testi ADF testine dönüşmüştür. ADF test sonuçlarının istatistiksel olarak anlamlı olabilmesi için seriler arasında otokorelasyon sorunu bulunmamalıdır. Denklemden gecikme uzunluğu p ile belirtilmiştir. Gecikme uzunluğunun doğru seçilebilmesi için Sequential modified LR Test (LR), Final Prediction Error (FPE), Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Information Criterion (SC), Hannan-Quinn Information Criterion (HQ) kriterleri kullanılmaktadır. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinde kullanılan tüm kriterler tahminlerinde asimtotik olarak tutarlıdır. Çalışmamızda optimum gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

3.2.2. Zivot Andrews Testi

Perron (1989) yaptığı çalışmada makroekonomik zaman serisi analizlerinin birim köke bağlı olarak karakterize edilemeyeceğini söylemektedir. Serilerde gerçekleşen dalgalanmaların geçici olduğunu belirtmektedir. Kalıcı etkinin makroekonomik şoklardan kaynaklandığını öne sürmektedir. Bu çerçevede yaptığı çalışmasında 1929'da gerçekleşen Büyük Buhranı ve 1973'te gerçekleşen petrol fiyatları şokunu analiz etmiştir. Serilerin her iki şokta da trendde bir kırılma sonucunda trend durağan olduğunu belirtir H_1 alternatif hipotezine karşı serilerin birim kök içerdiğini belirten H_0 temel hipotezini kullanarak durağanlık analizi yapmıştır. Çalışmada, kırılmayı göz ardı eden birim kök testleri sonucunda fark durağan bazı serilerin yapısal bir kırılma ile birlikte trend durağan olduğu sonucuna ulaşmıştır (Perron, 1989: 1363). Zivot ve Andrews, Perron'un varsayımlarını kullanarak Perron tarafından geliştirilen testin kırılmayı dışsal kabul etmeyip içsel kabul eden bir varyasyonunu geliştirmişlerdir (Zivot ve Andrews, 1992: 253).

Kırılmanın içsel olarak belirlendiği Zivot Andrews testinde, serilerin durağanlıkları 3 model yardımıyla incelenmektedir (Zivot ve Andrews, 1992: 253).

$$\text{Model 1: } \Delta y_t = \mu + \alpha y_{t-1} + \beta t + \theta_1 DU_1(\lambda) + \sum_{j=1}^k c_j \Delta y_{t-j} + e_t$$

$$\text{Model 2: } \Delta y_t = \mu + \alpha y_{t-1} + \beta t + \gamma_1 DT_1(\lambda) + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + e_t$$

$$\text{Model 3: } \Delta y_t = \mu + \alpha y_{t-1} + \beta t + \theta_1 DU_1(\lambda) + \gamma_1 DT_1(\lambda) + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + e_t$$

Birinci modelde yalnızca serinin ortalamasında yani sabitinde kırılma görülmektedir. İkinci modelde ise yalnızca serinin trendinde kırılma görülmektedir. Üçüncü modelde ise serinin hem trendinde hem de sabitinde kırılma görülmektedir. Kurulan bu modellerde t dönem sayılarını (1,2,3,...) temsil etmektedir. TB kırılma zamanını göstermektedir. $DT_1(\lambda)$ yapay değişkeni trenddeki kırılmayı ve $DU_1(\lambda)$ yapay değişkeni sabitteki kırılmayı göstermektedir. $t > TB$ olduğu durumlarda $DU_1(\lambda)$ kukla değişkeni bire eşit olmaktadır. Diğer durumlarda sıfıra eşit olmaktadır. Öte yandan $t > TB$ olması halinde $DT_1(\lambda) = t - TB$ değerini almakta, tersi durumda ise 0 değerini almaktadır (Zivot ve Andrews, 1992: 253).

Perron (1989) testinde kullanılan hipotezler aynı zamanda Zivot Andrews (1992) testinin hipotezleri olarak da kullanılmaktadır. Serilerde Zivot Andrews testiyle $1 < TB < t$ zaman noktasında bir birim köke sahip olduğunu ve bir yapısal kırılma bulunduğunu öne süren H_0 temel hipotezine karşı TB zaman noktasında serinin trend durağan olduğunu ve serinin trend fonksiyonunda içsel bir değişme olduğunu öne süren H_1 alternatif hipotezi test edilmektedir (Zivot ve Andrews, 1992: 254).

3.2.3. VAR Modeli

Parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi üzerine yapılan ekonometrik analizlerde genellikle kullanılan analiz modeli Variance Autoregressive Model (VAR)'dir. Çünkü VAR Modeli içsel tepkilerle dışsal etkileri ayırt etme olanağı sağlamaktadır. Ekonomilerde de para politikası uygulayıcılar tarafından gerçekleştirilen içsel tepkiler ile parasal dışsal etkinin ayırt edilmesi gerekliliği önemlidir. (Smets ve Wouters, 1999: 490). Temel

ekonomik değişkenler üzerindeki parasal bir şokun etkilerinin gözlenebilmesi için VAR Modeli kullanılması gereklidir. Bu nedenle çalışmada ekonometrik analiz VAR Modeli kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Para politikası uygulamalarında daraltıcı bir politika uygulanması halinde banka bilançosu, banka kredilerinde bir azalma doğuracak şekilde bu politikadan doğrudan etkilenmektedir. Bu şekilde işleyen banka kredi kanalı sonucunda yatırımlar ve toplam çıktı etkilenmektedir. Başka bir deyişle para politikası uygulamalarının banka kredilerinde gerçekleşen değişiklikler aracılığı ile GSYİH'ye etki etme mekanizması parasal aktarım mekanizması kanallarından banka kredi kanalının çalışma mekanizmasıdır.

Bernanke ve Blinder (1992) tarafından VAR Modeli kullanarak ABD'de banka kredi kanalının çalışıp çalışmadığının incelendiği çalışmada, federal faiz oranı değerinin para politikası uygulamaları için iyi bir gösterge olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada federal faiz oranında gerçekleşen bir değişiklik sonucunda sırasıyla banka mevduatlarında, bankaların menkul kıymetler stoğunda, banka kredi arzında, işsizlik oranında ve fiyatlar genel seviyesinde görülen tepkiler incelenmiştir. Para politikası uygulamalarında gerçekleşen bir daraltıcı para politikası sonucunda öncelikle mevduatlarda bir azalmanın gerçekleştiği, sonrasında ise bankaların kısa vadede buna tepki olarak menkul kıymet stoklarını erittiği ancak uzun vadede bir miktar gecikme ile kredi arzını azalttığı görülmüştür. Bu süreç kredi sözleşmeleri ile açıklanmıştır. Belirli bir vadeyi kapsayan kredi sözleşmeleri nedeniyle kredi arzındaki daralma hızlı bir şekilde gerçekleşmemiştir. Ancak iki yıllık bir süreç içerisinde kredi arzında gerçekleşen daralma miktarı, menkul kıymetlerde gerçekleşen daralma miktarını geçmiştir. Çalışmada buna ek olarak banka kredi arzındaki değişmeler ile reel sektör hareketlerindeki süreç eş zamanlı gerçekleşmektedir. Çalışmadaki bulgular banka kredi kanalının ekonomi üzerindeki etkisinin varlığını desteklemektedir. Ancak menkul kıymetlerde yaşanan daralma miktarının fazlalığı nedeniyle kanalın çalışmasının tam tutarlı gerçekleşmediği yorumu yapılmıştır.

İktisadi değişkenler arasındaki ilişkinin karmaşık ve çok yönlü olması nedeniyle bu ilişkilerin analizinde eş anlı denklemlerin kullanılması gerekmektedir. Bunun yanı sıra bağımlı ve bağımsız değişkenlerin belirlenmesi, bir kısım analizlerdeki iktisadi parametrelerde güç olabilmektedir. Buradaki

seçimler analizlerin tutarlılıklarını büyük ölçüde etkilemektedir. Bu nedenden dolayı bu tür analizler yapılırken eş anlı denklem sistemlerinin kullanılması, bağımlı ve bağımsız değişken tercihinden doğacak sorunların aşılmasını sağlayabilmektedir. Bu amaçla ortaya çıkmış VAR modeli ilk olarak Sims (1980) tarafından ortaya konmuştur. Bu model içerisinde tüm değişkenler içsel olarak yer alır. Hiçbir değişkenin katsayısı, bir modele dayandırılarak sıfır olarak belirlenmemiştir. Başka bir deyişle ekonometrik model oluşturulurken, modelin oluşumuna etki edecek belirli ve katı bir teoriye bağlı kalınmaz. İktisadi teorilerin çeşitli varsayımlarla modelin tanımını bozmasına, modeli kısıtlamasına izin verilmez. Değişkenler arasında bir ön kısıt yoktur. Bu sayede araştırmacıların model oluşturma sürecinde yaşadıkları ön varsayım yapma zorunluluğunun olumsuz etkileri büyük oranda ortadan kalkmış olur. İktisat teorisinde bulunan hipotezlerin test edilmesi, sayısal veriler kullanılarak daha sonra yapılır (Özgen ve Güloğlu, 2004: 96).

VAR modeli, değişkenler arasındaki ilişkinin karşılıklı olarak analiz edilebilmesine olanak sağlar. Bu sayede ekonomik politika uygulamalarının şekillendirilmesine katkı sağlar. Vektör Otoregresif Varyans modelleri birden çok değişken bulunmasına rağmen tek değişken bulunan modellerin özelliklerini içerirler. Son zamanlarda iktisatçıların yaptıkları pek çok uygulamalı analizde VAR modeli sıklıkla tercih edilen bir model olmuştur (Taş, Örnek ve Utlu, 2012: 62).

İki değişkenli bir VAR modeli standart bir şekilde şöyle ifade edilebilir;

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i}y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i}x_{t-i} + v_{1t}$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i}y_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_{2i}x_{t-i} + v_{2t}$$

Denklemden p gecikme uzunluklarını gösterirken v ise ortalaması sıfır olan, gecikmeli değerleriyle kovaryansları sıfır olan, varyansları sabit olan, normal dağılımdaki rastsal hata terimlerini gösterir. VAR modelinde hata terimlerinin gecikmeli değerleriyle ilişkilerinin olmaması varsayımı modele bir kısıt

getirmemektedir. Çünkü otokorelasyon sorunu değişkenlerin gecikme uzunluklarının artırılmasıyla çözülebilmektedir. Hata terimleri arasındaki korelasyon sıfıra eşit değilse, hata terimlerinden birinin değişmesi diğerini de etkileyecektir. Bunun yanı sıra hata terimleri ile modelin sağında bulunan diğer tüm değişkenler arasında bir ilişki yoktur. Modelin sağında yalnızca içsel değişkenlere ait gecikmeli değerlerin bulunması nedeniyle eşanlılık sorunu ortaya çıkmaz. Böylece modelin içerdiği tüm denklemler basit EKK yöntemiyle öngörülelebilmektedir. VAR modeli için optimal gecikme uzunlukları Schwartz, Akaike, Hannan-Quinn ve benzeri kriterlere göre belirlenebilir (Özgen ve Güloğlu, 2004: 97).

VAR modeliyle yapılan analiz sonuçlarında bulunan katsayıların yorumlanabilmeleri güçtür. Bu nedenle sistemdeki bir birimlik şok karşısında denklemdaki tüm değişkenlerin verdiği tepki etki-tepki analizi yardımıyla ölçülerek yorumlanır. Etki-tepki analizi yapılırken oluşturulan modeldeki her bir değişkene ayrı ayrı şoklar verilir ve diğer değişkenlerin bu şok etkilerine verdiği tepkiler ölçülür. Böylece uygulanan ekonomik politikalarda gelecekte bir şok gerçekleşmesi halinde ekonominin bu şoklar karşısında vereceği tepkiler anlaşılmasına çalışılır (Lütkepohl ve Saikkonen, 1997: 128).

Etki-tepki analizi uygulamaları için önemli noktalardan bir tanesi, verilen şokun geçici olmasıdır. Modeldeki değişkenlere uygulanan şokun bir periyotluk dönem sonrasında sona ermesi ve yeniden istikrarlı dengenin sağlanması gerekmektedir. Model yeniden istikrarlı dengeye kavuştuğu zaman serilerdeki değişim son bulacaktır. Ancak eğer model istikrarlı dengeye kavuşmazsa, verilen birincil şoka karşı diğer içsel değişkenlerce verilen tepkilerle büyüyecek olan geri besleme etkisi nedeniyle her defasında bir sonraki periyotta öncekinden daha büyük bir şok meydana gelecektir. Bu da analizin yapılabilmesini engelleyecektir ya da sonuçların yanlış çıkmasına neden olacaktır (Pindyck ve Rubinfeld, 1991: 340).

3.3. Ekonometrik Analiz Sonuçları

Tüm seriler VAR analizine uygun hale getirilmiştir. Analize engel bir kalıntı sorunu bulunmamaktadır. Normallik sorunu göz ardı edilmiştir.

3.3.1. ADF Test Sonuçları

Tablo 2: *ADF Test Sonuçları*

H_0 : Serinin birim kökü vardır				
Dışsal Değişken : Sabitli (C), Sabitli ve Trendli (C+T)				
Seri Adı:	Sabitli		Sabitli ve Trendli	
	Düzye	Birinci Fark	Düzye	Birinci Fark
LBGFO	-1.93	-8.07	-1.86	-8.07
LRMEV	-1.10	-7.90	-4.68	-
LRKRE	-2.14	-9.40	-2.06	-9.62
LRMEN	-0.87	-10.16	-1.25	-10.17
LSUE_SA	-1.29	-5.50	-2.87	-5.48
LTUFE	-0.05	-8.40	-5.08	-
Kritik Değerler (C)	%1: -3.48, %5: -2.88 ve %10: -2.58			
Kritik Değerler (C+T)	%1: -4.03, %5: -3.44 ve %10: -3.15			

Tabo 2'de yer alan ADF test sonuçları incelendiğinde LBGFO, LRKRE, LRMEN ve LSUE_SA serilerinin düzeyde durağan olmadıkları görülmektedir. Bu nedenle seriler birinci farkları alınarak analize dahil edilmişlerdir. LTUFE ve LRMEV serileri için yapılan görsel testlerde serilerin sabitli ve trendli seriler oldukları görülmüştür. Her iki seri de sabitli ve trendli olarak düzeyde durağandır. Bu nedenle bu seriler düzeyde analize dahil edilmişlerdir. Düzeyde durağan olmaları nedeniyle bu iki serinin sabitli ve trendli birinci farkı alınmış ADF test sonuçlarına ihtiyaç duyulmamıştır.

3.3.2. Zivot Andrews Test Sonuçları

Serilerin tümünde birim kök bulunması halinde VAR Modeli ile analiz yapılamamaktadır. Ancak serilerde bir yapısal kırılma durumu söz konusu olabilir bu nedenle serilerde birim kök bulunduğu sonucu elde edilmiş olabilir. Bu nedenle serilerdeki yapısal kırılma olasılığı göz önüne alınarak serilere Zivot Andrews Testi uygulanmıştır. Analiz sonucunda elde edilen t-istatistiği değerlerinin kritik değerlerden mutlak değerce büyük olması halinde serilerde yapısal kırılma bulunduğu anlamına geldiği ve serilerin yapısal kırılma ile durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 3: Zivot Andrews Test Sonuçları

Örneklem: 2006:01-2017:02				
H_0 : Serinin sabitte veya sabitte ve trendde yapısal kırılmalı birim kökü vardır				
Zivot-Andrews Test İstatistiği Kritik Değerleri				
SERİ ADI	C MODELİ		A MODELİ	
	t	Seçilmiş Kırılma Noktası	t	Seçilmiş Kırılma Noktası
LBGFO	-5.74	2010:11	-2.64	2009:01
LRKRE	-3.40	2012:03	-3.25	2015:08
LRMEN	-4.28	2008:10	-4.28	2008:10
LSUE_SA	-3.72	2008:10	-3.70	2010:2
Kritik Değerler (C Modeli): %1: -5.57, %5: -5.08 ve %10: -4.82				
Kritik Değerler (A Modeli): %1: -5.34, %5: -4.93 ve %10: -4.58				

Tablo 3'te yer alan Zivot Andrews Test Sonuçları incelendiğinde LBGFO serisinin sabitli ve trendli C Modeli için 2010 yılı 11. ayında bir yapısal kırılmaya sahip olduğu görülmektedir. LRKRE, LRMEN ve LSUE_SA serilerinde bir yapısal kırılma sorunu tespit edilememiştir. LRMEV ve LTUFE serilerinde ADF analizi sonucunda birim köke rastlanmadığı için bu iki seri Zivot Andrews Testine dahil edilmemiştir. LBGFO serisindeki yapısal kırılma sorunu kukla değişkenler yardımıyla çözülmüştür. Seri durağan hale gelmiştir.

3.3.3. VAR Modeli ve Analiz Sonuçları

Çalışmada VAR analizinden elde edilen sonuçların güvenilirliği araştırılmıştır. VAR modelinin otokorelasyona sahip olup olmadığının araştırılması için LM testine başvurulmuştur. Test sonuçlarına göre ilgili olasılık değerleri 0,05'ten büyük olmasından dolayı modelin otokorelasyona sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (EK-1). Diğer taraftan VAR modelinin durağan bir yapıda olup olmadığının incelenmesi için birim köklere bakılmıştır. Birim çember analizinde VAR Modeli ile yapılmış analiz sonucunda AR karakteristik ters köklerinin birim çember içerisinde kaldığı görülmektedir. Buradan da uygulanan modelin durağan bir süreçte işlediği sonucuna ulaşılmaktadır (EK-2).

VAR modeli için önemli bir diğer analiz ise değişen varyans durumunun araştırılmasıdır. Elde edilen Ki-kare değerinin 1845 ve olasılık değerinin de 0,08 olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bulgulara göre modelin değişen varyansa sahip olmadığını öne süren temel hipotez kabul edilmekte ve modelde

değişen varyans sorununun mevcut olmadığı görülmektedir (EK-3). Güvenilirlik testleri için son olarak normallik testi yapılmıştır. Test sonucunda ki-kare değerinin 951.6 olduğu ve Ortak olasılık değeri (Joint probability) değerinin de 0,00 olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu bulgulara göre hata terimlerinin normal dağılmadığını öne süren temel hipotez reddedilmekte ve serinin normal dağılımlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak VAR modelinde otokorelasyon sorununun mevcut olmayışı, sürecin durağan olması ve değişen varyans sorunun bulunmamasından ötürü normallik varsayımı göz ardı edilmiştir.

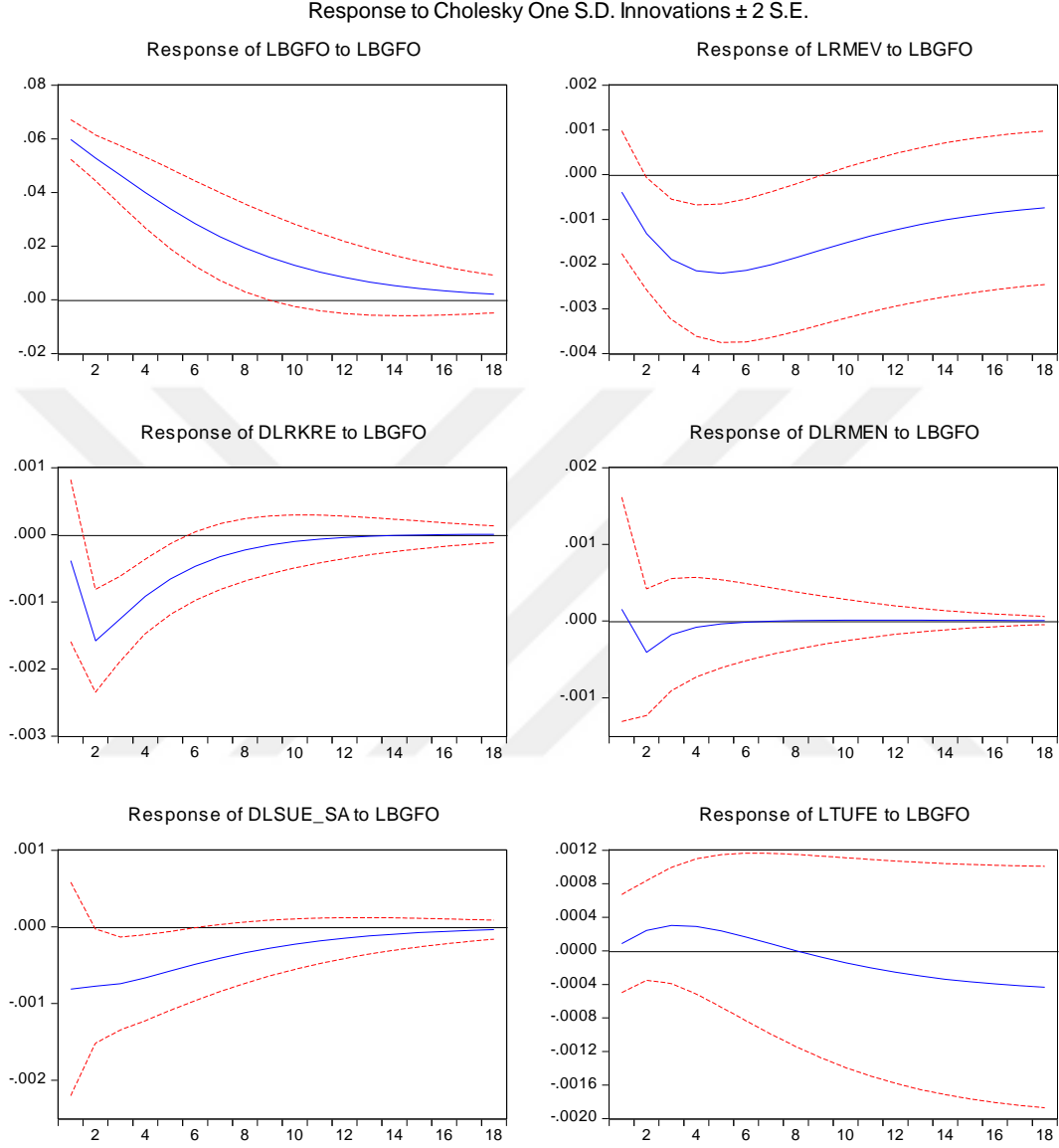
Eklerde yer alan Şekil 3'te görülen birim çember analizinde iki gecikmeli olarak kurulan VAR Modeli ile yapılmış analiz sonucunda AR karakteristik ters köklerinin birim çember içerisinde kaldığı görülmektedir. Buradan da uygulanan modelin durağan bir süreçte işlediği sonucuna ulaşılmaktadır. Yapılan testler sonucunda iki gecikmeli olarak kurulmuş olan VAR Modeli ile gerçekleştirilen analiz sonuçlarının tutarlı ve istikrarlı olduğu görülmektedir.

3.3.4. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Şekil 2'deki etki tepki analizi sonucu incelendiğinde öncelikle merkez bankası tarafından para politikası uygulamalarıyla politika faiz oranına bir standart sapmalı faiz şoku verildiği görülmektedir. Uygulanan daraltıcı para politikası şokunun etkisiyle piyasalarda artan faiz oranlarına Bankacılık Sektöründe Toplam Mevduatlar ve Fonlar (A+B) Serisinin (MEV) yaklaşık 2. aydan 10. aya kadar düşüş şeklinde bir tepki verdiği gözlenmektedir. Bu durumun uygulanan daraltıcı para politikası şokunun neden olduğu likidite sıkışıklığının banka mevduatları üzerinde azalma yönünde bir etkiye neden olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Gözlenen bu durum teorik beklenti ile tutarlıdır.

Şekil 2'deki etki tepki analizinde gözlenen daraltıcı para politikası uygulaması sonucunda bankaların toplam kredi hacimlerinde (KRE) yaklaşık 2. aydan 6. aya kadar azalma gerçekleştiği görülmektedir. Bankacılık sektöründe ortaya çıkan likidite sıkışıklığı nedeniyle mevduatlarda bir daralma ortaya çıkmış ve bunun sonucunda toplam kredi hacminde de daralma gerçekleşmiştir. Gözlenen bu durum teorik beklenti ile tutarlıdır.

Şekil 2'deki etki tepki analizinde uygulanan parasal şoka bankacılık sektörü menkul kıymetler serisinde (MEN) istatistiksel olarak anlamlı bir tepki verilmemiştir.



Şekil 2: Etki Tepki Fonksiyonları Analizi

Şekil 2'deki etki tepki analizinde gözlenen daraltıcı para politikası uygulaması sonucunda Sanayi Üretim Endeksi (SUE) ile temsil edilen toplam çıktı seviyesinde yaklaşık 2. aydan 6. aya kadar bir azalma gözlenmiştir. Bu durum teorik beklentimizle tutarlıdır. Bu nedenle Türkiye'de banka kredi kanalının toplam çıktı düzeyi üzerinde etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Son olarak **Şekil 2**'deki etki tepki analizinde uygulanan parasal şoka TÜFE'nin istatistiksel olarak anlamlı bir etki göstermediği görülmüştür.

Sonuç olarak **Şekil 2**'deki etki tepki analizinde görüldüğü Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesi döneminde para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden makroekonomik değişkenler üzerindeki etki yönünün teorik beklenti ile uyduğu gözlenmektedir. Analiz incelendiğinde Türkiye'de para politikası uygulamalarının açık enflasyon hedeflemesi döneminde banka kredi kanalı üzerinden reel çıktı düzeyi üzerinde etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu, ancak bankacılık sektörü toplam menkul kıymetler seviyesi üzerinde ve TÜFE üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bunun sonucunda Türkiye'de banka kredi kanalının makroekonomik değişkenler üzerinde kısmen etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Toplumsal refahın, sürekli büyümenin ve kalkınmanın sağlanabilmesi için parasal aktarım mekanizması kanalları önemli para politikası araçlarıdır. Bu kanallar kimi zaman tek başlarına kimi zaman birbirlerinin etkilerini güçlendirerek birlikte ekonomiye etki etmektedirler. Bu nedenle bu kanalların işleyiş mekanizmalarının, ekonomilere etki şekillerinin ve etki güçlerinin belirlenmesi büyük önem arz etmektedir.

Yakın tarihte en önemli olgulardan biri ekonomik kalkınmanın sürdürülebilirliğidir. Tüm dünya genelinde, krizle sonuçlanan hızlı bir ekonomik büyüme yerine istikrarlı ve sürekliliği olan, ekonomik krizle sonuçlanmayan, daha yavaş bir ekonomik büyüme ve kalkınma tercih edilmektedir. Bu nedenle de tüm politika yapıcılar bu yönde çalışmaktadırlar. Para politikası uygulamalarını gerçekleştiren otoritelerce parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişinin ve etki gücünün tam anlamıyla bilinmesi, politika yapıcılara doğru zamanda doğru politikayı seçerek istikrarlı ve sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınma sağlama imkanı sunmaktadır. Özellikle 2008 küresel finans krizi ile birlikte bu durum daha büyük önem kazanmıştır. Ülkeler küresel ölçekte yıkıcı sonuçlar doğurabilecek politika hataları yapmaktan kaçınmakta, ellerindeki araçların ve yapacakları politika uygulamalarının ekonomiler üzerinde doğurabilecekleri sonuçları öngörebilmek amacıyla iktisadi analizlerini geliştirmektedirler. Bu sebeple geçmişten bu güne parasal aktarım mekanizması kanalları üzerine literatür önemini korumaktadır ve her geçen gün mevcut kanalların işleyiş mekanizmaları üzerine ve yeni kanalların varlığı üzerine iktisadi çalışmalar sürmektedir.

Para politikası uygulamaları ile politika yapıcılar paranın maliyetini ve ekonomideki aktörlerin geleceğe yönelik beklentilerini etkilemektedirler. Böylece makroekonomik hedeflere ulaşmayı amaçlarlar. Parasal aktarım mekanizması kanalları bu yolda kullanılan temel politika araçlarıdır. Bu kanallar yardımıyla uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki etkileri çeşitlenmekte ve

güçlenmektedir. Parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyiş şekillerinin ve etki gücünün belirlenmesi ile doğru para politikası kararları verilmeye çalışılmaktadır. Para politikalarının ekonomiye etkilerine yönelik literatürde kabul görmüş dört kanal bulunmaktadır. Bunlar geleneksel faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı ve kredi kanalıdır. Bu kanalların varlığı üzerine literatürde bir görüş birliği bulunmakla birlikte, farklı ekonomiler üzerindeki etkinlikleri üzerine büyük görüş ayrılıkları bulunmaktadır.

Küreselleşen dünya düzeni ile birlikte ekonomik sınırlar ortadan kalkmış, ekonomiler arası etkileşim artmış ve küresel ölçekli finans kuruluşları ortaya çıkmış. Bu durum sonucunda para politikası uygulamalarının sonuçlarını öngörmek daha karmaşık bir hale gelmiştir. Sistemdeki her bir ülkenin uyguladığı para politikası uygulamalarının küresel ölçekte etkileri doğabilmektedir. Aynı zamanda karmaşıklaşan ekonomik sistem sonucunda benzer uygulamaların farklı dönemlerde ve ekonomilerde farklı ekonomik sonuçları ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi üzerine ortaya çıkan iktisadi literatürde büyük görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Banka kredi kanalının işleyişi ve ekonomi üzerindeki etkisi üzerine yazılmış ulusal ve uluslar arası literatürde de çok farklı sonuçlar yer almaktadır.

Parasal aktarım mekanizması kanallarından banka kredi kanalının varlığı 1980'li yılların sonlarından itibaren kabul görmüştür ve iktisat literatüründeki önemi her geçen gün küresel ölçekte artmıştır. Yakın tarihli literatürde halen banka kredi kanalının etkinliği üzerine tartışmalar sürmektedir. Ekonomilerde finansman kaynaklarının çeşitliliğinin artması ve finansman sağlama ile ilgili piyasalardaki aksaklıklar, banka kredi kanalının işleyişini etkileyen önemli konulardır.

Asimetrik bilgi finansman sağlayan piyasalarda önemli bir piyasa aksaklığıdır. Asimetrik bilgi sorunu nedeniyle doğan kredi tayinlaması uygulamaları, kredi arzında kesinti ve benzer piyasa aksaklıkları para politikası uygulamalarının banka kredileri üzerinden makroekonomik değişkenlere etki mekanizmasının işlemlerini engellemektedir. Parasal daralma dönemlerinde artan kar oranları nedeniyle bankalar devlet tahvillerine yönelerek kredi arzında

kesintiye gidebilmektedirler. Ya da piyasalardaki asimetrik bilgi sorunu nedeniyle finansman sağlanan aktörlerin güvenilirlikleri hakkında tam bilgiye sahip olmayan bankalar kredi tayinlaması uygulayarak kredi arzında hedeflenenin üzerinde bir kesintiye gidebilmektedirler. Bu da ekonomilerde beklentilerin ötesinde etkiler doğurmakta ve tüm ekonomiye zarar vermektedir. Benzer sorunlar parasal genişleme dönemlerinde de yaşanabilmektedir. Piyasalardaki asimetrik bilgi sorunu nedeniyle parasal genişleme dönemlerinde özellikle uzun vadeli kredi sağlamada bankalar daha az seçici tutum izlemektedirler. Ancak gelecek dönemlerde piyasalarda olası bir olumsuzluk ortaya çıkması ile birlikte geri ödenmeyen krediler nedeniyle bankacılık sektörü büyük sıkıntılar yaşayabilmektedirler. Bankacılık ve finans sektörlerinde ortaya çıkabilecek ekonomik sıkıntıların 2008 küresel finans krizinde olduğu gibi küresel ölçekte etkileri olabilmektedir. Yakın tarihte benzer krizlerin ve piyasa aksaklıklarının önüne geçebilmek amacıyla finans piyasalarındaki en önemli maliyetlerden biri olan bilgi maliyetlerini düşürmeye yönelik ve finans piyasalarında doğabilecek diğer olumsuzlukları önlemeye yönelik düzenlemeler yapılmaktadır. Tüm devletlerce önem verilen küresel ölçekteki bu düzenlemelerin özellikle gelişmekte olan ülkelerde banka kredi kanalının etkinliğini arttırıcı yönde etkileri bulunmaktadır.

Ekonomik aktörlerin finansman sağlamada banka kredilerine alternatif finansman kaynaklarına sahip olmamaları, banka kredi kanalının ekonomilerde etkin bir şekilde işleyebilmesinin diğer bir önemli kaynağıdır. Ekonomik aktörlerin finansman ihtiyaçlarının tamamının ya da büyük bölümünün banka kredileri aracılığı ile sağlanması durumunda para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden makroekonomik değişkenler üzerindeki etki gücü artmaktadır. Ancak ekonomik aktörlerden firmaların hisse senedi arzı, yatırımların taksitli finansmanı ve benzeri alternatif finansman imkanlarına sahip olmaları durumunda ve hane halkının finansman ihtiyaçlarını likiditesi yüksek varlıklarını likite çevirerek gidermeleri durumunda banka kredi kanalının etkinliği azalmaktadır. Finansman sağlamada banka kredilerine bağlı olan en önemli ekonomik aktörler küçük ve orta ölçekli, hisse senedi arzı ve benzeri farklı finansman sağlama kaynaklarına erişim imkanı olmayan firmalardır ile likiditesi

yüksek varlıklara sahip olmayan hane halkıdır. Böyle aktörlerin çoğunlukta olduğu ekonomilerde banka kredi kanalı etkin bir şekilde işlerken, farklı finansman imkanları bulunan büyük ölçekli firmaların piyasanın büyük çoğunluğuna hakim olduğu ekonomilerde banka kredi kanalı etkin bir şekilde işleyememektedir.

Ekonomilerdeki bu piyasa aksaklıkları ve farklı yapısal sorunlar nedeniyle ve çoğunlukta olan ekonomik aktörlerin banka kredilerine bağımlılığındaki farklılıklar nedeniyle banka kredi kanalının işleyişi üzerine literatürde pek çok görüş ayrılığı bulunmaktadır. Farklı ekonomiler için birbirinden farklı dönemlerde ve farklı koşullar altında yapılan analizlerin sonuçları birbirlerinden farklı çıkmaktadır. Para politikası uygulamalarının banka kredi kanalı üzerinden ekonomiye etki mekanizmasının daha iyi ve doğru bir şekilde gözlenebilmesi için yapılan analizlerin yakın dönem koşullarında, değişmeyen politika çerçevesi altında ve benzer koşullara sahip ülkeler baz alınarak gerçekleştirilmeleri gerekmektedir. Aksi halde farklı dönemleri kapsayan analizlerin sonuçlarındaki farklılıklar nedeniyle banka kredi kanalının yakın dönemdeki işleyişi ve etkinliği tam olarak anlaşılabilir ve uygulanan para politikası uygulamaları sonucunda öngörülemeyen sonuçlar gözlenebilir. Bu nedenle çalışmada Türkiye ekonomisinde açık enflasyon hedeflemesi döneminin incelenmesi büyük önem taşımaktadır. Böylelikle farklı politika dönemleri nedeniyle analiz sonuçlarında doğabilecek sapmaların önüne geçilmesi ve yakın döneme ışık tutarak banka kredi kanalının yakın dönemdeki işleyişinin ve etkinliğinin net bir şekilde anlaşılabilmesi hedeflenmiştir. Parasal aktarım mekanizması kanallarının yakın dönemdeki işleyişlerinin ve etkinliklerinin doğru bir şekilde tespiti, politika uygulayıcıların para politikası uygulamalarının makroekonomik değişkenlere yansımalarını öngörebilmeleri açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle Çalışmada kullanılan veriler açık enflasyon hedeflemesinin başladığı 2006 Ocak ayı ile 2017 Şubat ayı arası dönemi kapsamaktadır.

Uygulanan VAR analizi ve etki tepki analizi sonuçları incelendiğinde Türkiye’de banka kredi kanalının açık enflasyon hedeflemesi döneminde kısmen çalıştığı gözlenmiştir. Türkiye ekonomisine uygulanan daraltıcı bir para politikası şokuna banka mevduatlarının, bankacılık sektöründe verilen toplam kredilerin ve

toplam çıktı düzeyinin tepkisi teorik beklentilerle eş yönlü gerçekleşmiştir. Ancak Toplam Menkul Değerler ve Tüketici Fiyat Endeksi üzerindeki etki istatistiksel olarak anlamsızdır.

Literatürde Türkiye’de banka kredi kanalının çalışması üzerine yapılan önceki çalışmalar incelendiğinde farklı dönemlerde farklı iktisadi sonuçlar elde edildiği gözlenmektedir. Banka kredi kanalının Türkiye ekonomisinde bazı dönemlerde etkin çalıştığı sonucuna ulaşılırken, bazı dönemlerde ise kısmen çalıştığı ya da çalışmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Ancak açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı yakın döneme ait literatürde banka kredi kanalının Türkiye ekonomisinde etkinliğine yönelik bir çalışma bulunmamaktadır. Çalışmada açık enflasyon hedeflemesi döneminde banka kredi kanalının etkinliği incelendiğinde Türkiye ekonomisi üzerinde kısmen çalıştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de banka kredi kanalının açık enflasyon hedeflemesi döneminde kısmen ve zayıf çalışmasının temel nedeninin farklı finansman imkanlarına sahip büyük ölçekli firmaların ekonomide büyük paylarının bulunması olduğu düşünülmektedir. Türkiye’de farklı finansman imkanlarına sahip olmayan ve banka kredilerine bağlı olan KOBİ’lerin sayıca çok olmaları ancak ekonomi içerisinde büyük bir paya sahip olmamaları nedeniyle banka kredi kanalının KOBİ’ler üzerinde doğurduğu etkiler ekonominin geneline aynı ölçüde yansımamaktadır. Türkiye ekonomisindeki toplam çıktı düzeyinin büyük bölümüne sahip olan büyük ölçekli firmaların gerek farklı kredi faiz oranları ile finansman sağlama imkanına sahip olmaları, gerek yurt dışı finans piyasalarından finansman sağlama imkanlarına sahip olmaları ve gerekse de hisse senedi arzı ve benzeri öz kaynak kullanımı yoluyla finansman sağlama imkanlarına sahip olmaları nedeniyle para politikası uygulamalarındaki değişimler banka kredi kanalı üzerinden büyük ölçekli firmalarda anlamlı bir etkiye sahip olamamaktadır. Türkiye’de KOBİ’lerin sayıca üstünlüklerine rağmen toplam çıktı seviyesinde eşdeğer bir üstünlüğe sahip olmamaları nedeniyle banka kredi kanalının Türkiye ekonomisindeki etkinliği istatistiksel olarak anlamsız çıkmaktadır.

Türkiye’de banka kredi kanalının kısmen çalışmasının bir diğer nedeninin açık enflasyon hedeflemesinin başlamasından kısa bir dönem sonra başlayan 2008

Küresel Finans Krizi olduğu düşünülmektedir. Söz konusu dönemde Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkelerde küresel çapta artan politika faizleri, reel sektörü alternatif finansman kaynaklarına yönlendirmektedir. Gelişen Türkiye ekonomisinde alternatif finansman kaynağı bulma olanaklarının artması ve faiz oranlarındaki yükseliş nedeniyle banka kredilerine olan yatırımcı talebinde düşüş gerçekleşmesi nedeniyle Türkiye'de banka kredi kanalının işleyişinin kısmen gerçekleştiği düşünülmektedir.

2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye'de banka kredi kanalının işleyişine bir diğer olumsuz etkisinin ise kriz döneminde ortaya çıkan küresel ölçekteki panik ve geleceğe dönük artan olumsuz beklentiler nedeniyle bir dönem için bankacılık sektöründe kredi tayinlaması uygulanması olduğu düşünülmektedir. Söz konusu dönemde geri dönmeyen kredi riskinde artış beklentisi bankaların kredi arzında kesintiye gitmelerine neden olmuştur. Ancak Türkiye ekonomisinin sahip olduğu istikrarlı yapı, 2000 ve 2001 bankacılık krizleri sonrasında yapılan düzenlemeler ve alınan tedbirler, küresel ölçekte ve büyük miktarlarda Türkiye finans piyasalarına aktarılan nakit akımları bu sürecin uzun süreli olmasını engellemiştir. BDDK'nin Mart 2017 tarihli temel göstergeler raporu incelendiğinde de Türkiye'de geri dönmeyen kredi miktarlarının oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu nedenle Türkiye finans piyasalarında asimetrik bilgi sorununun hakim olmadığı düşünülmektedir. Ancak 2008 krizi sonrası dönemde kısa süreli bir belirsizlik ortamı oluşması nedeniyle analiz sonucunda banka kredi kanalının Türkiye ekonomisindeki işleyişine olumsuz etki ettiği düşünülmektedir.

Türkiye'de bankacılık sektöründe sağlanan kredilerin ağırlıklı olarak tüketici kredilerinden, kredi kartlarından ve KOBİ kredilerinden oluşması banka kredi kanalının kısmen çalışmasının bir diğer nedenidir. BDDK tarafından yayınlanan Mart 2017 tarihli temel göstergeler raporuna göre toplam kredilerin %52'lik bölümü ticari ve kurumsal kredilerden, %24'lük bölümü KOBİ kredilerinden ve %24'lük bölümü tüketici kredilerinden ve kredi kartlarından oluşmaktadır. Ticari kredilerin toplam krediler içerisindeki payının düşük olması nedeniyle ve tüketici kredilerinin toplam krediler üzerinde %25'e yakın bir paya sahip olması nedeniyle Türkiye'de banka kredi kanalının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkinliğinin kısmen gerçekleştiği düşünülmektedir.

Politika yapıcıların banka kredi kanalı üzerinden ekonomiye etki edebilmeleri için öncelikle bankaların kredi arzları üzerinde bir etki oluşturabilmeleri gerekmektedir. Sonrasında da bu kredilerin ekonomiye etki edebilmesi gerekmektedir. Hükümetlerin hazine tahvili ihraç ederek iç borçlanmaya gitmeleri, bankaların kredi arzlarını düşürmekte ve bu nedenle kredi kanalının etkin çalışmasını engellemektedir. Bu nedenle hükümetlerce iç borçlanma dengesi iyi belirlenmelidir. Ayrıca faiz oranlarının dış dünyaya nispeten yüksekliği ve ekonomik kırılmalıklar da firmaların banka kredileri yoluyla finansman kararlarını engellemektedir. Yüksek faizler firmaları farklı finansal araçlar ve aracılar ile yatırım kararlarına fon sağlamaya itmektir. Yüksek faiz oranları nedeniyle firmalar öz kaynak kullanımını tercih edebilirler. Çek ve senet ile borçlanmayı tercih edebilirler ya da yatırım kararlarında ve diğer ihtiyaçlarında taksitlendirme yoluyla doğrudan satıcılara borçlanmayı tercih edebilirler. Bu şekilde yüksek faizler nedeniyle banka kredilerinden kaçınılması durumunda banka kredi kanalı etkin çalışmayacaktır. Türkiye’de çok yüksek seviyelerde seyreden faiz oranlarının düşürülmesinin banka kredi kanalının etkin çalışmasını sağlayacağı düşünülmektedir.

Türkiye ekonomisinde toplam üretim miktarı içerisinde KOBİ’lerin paylarının arttırılmasına yönelik uygulamaların banka kredi kanalının Türkiye ekonomisinde etkin bir şekilde çalışabilmesini sağlayacağı düşünülmektedir. Sayıca Türkiye ekonomisindeki firmaların %99’a yakın bir dilimini oluşturan, finansman sağlamada büyük firmalara nispeten banka kredilerine bağımlı olan KOBİ’lerin toplam çıktı içerisindeki paylarının da artmasıyla Türkiye’de para politikası uygulamalarının makroekonomik değerler üzerindeki etkisi banka kredi kanalı üzerinden aktarılabilecektir. Bu nedenle KOBİ’lere yönelik eğitim ve organizasyon destekleriyle pazar paylarının arttırılması sağlanmalıdır.

Türkiye bankacılık sektöründe sağlanan krediler içerisinde tüketici kredilerinin ve kredi kartlarının payının düşürülmesiyle de banka kredi kanalının Türkiye ekonomisinde etkin bir şekilde işleminin sağlanacağı düşünülmektedir. Toplam krediler içerisinde tüketici kredilerinin payının büyüklüğü, bankaları kar oranları daha yüksek olan tüketici kredilerine yönlendirmektedir. Bankaların ticari kredilerdense tüketici kredilerine yönelmeleri nedeniyle ticari kredi talep eden

firmalar için banka kredisi yoluyla finansman sağlama maliyetleri artmakta ve bu da firmaları farklı finansman kaynaklarına yönlendirmektedir. Türkiye’de 2008 küresel finans krizinden bu yana çok yüksek seyreden faiz oranlarıyla beraber tüketici kredilerinin çokluğu bankaların nispeten daha riskli gördükleri ticari kredilere yönelik girişimlerini azaltmaktadır. Bu nedenle tüketici kredilerine ve özellikle de kredi kartlarına yönelik getirilecek tedbir ve kısıtlamalar ile birlikte Türkiye’de banka kredi kanalının etkin bir şekilde işleyeceği düşünülmektedir.



KAYNAKLAR

- Agha, A. I., Ahmed, N., Mubarik, Y. A. ve Shah, H. (2005). SBP-Research Bulletin, 1(1), S. S. 1-23
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), S. S. 488-500
- Alfaro, R., Franken, H., Garcia, C. & Jara, A. (2003). Bank Lending Channel And The Monetary Transmission Mechanism: The Case Of Chile. Central Bank of Chile, Working Papers, N:223, S. S. 1-20
- Alper, K., Hülagü, T. ve Keleş, G. (2012). An Empirical Study on Liquidity and Bank Lending. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Working Paper No:12/4, S. S. 1-18
- Altunöz, U. (2013). Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Ampirik bir Çalışma: Kredi Tayinılması. Akademik Bakış Dergisi, Sayı:37, S. S. 1-20
- Apergis, N. ve Alevizopoulou, E. (2012). The Bank Lending Channel and Monetary Policy Rules: Evidence from European Banks. International Advances in Economic Research, 18, S. S. 1-14
- Arabacı, Ö. ve Baştürk, M. F. (2013). Türkiye’de Banka Kredi Kanalı: 2001-2008 Dönemi. Gaziantep University Journal of Social Sciences, 12(3), S. S. 567-587
- Arestis, P. ve Sawyer, M. C. (2002). Can Monetary Policy Affect the Real Economy?. Levy Economics Institute Working Paper, N:355, S. S. 1-13
- Barran, F., Coudert, V. & Mojon, B. (1996). The Transmission of Monetary Policy in European Countries. CEPII Centre D’Etudes Prospectives Et D’Informations Internationales, Document de Travail N:96(03), S. S. 2-42

- Benkovskis, K. (2008). Is There A Bank Lending Channel Of Monetary Policy In Latvia? Evidence From Bank Level Data. Bank of Latvia, Working Paper, 2008(1), ISBN 9984-676-20-X, S. S. 1-45
- Bernanke, B. S. ve Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspectives, 9(4), S. S. 27-48
- Bernanke, B. S. ve Blinder, A. S. (1988). Credit, Money, and Aggregate Demand. The American Economic Review, 78(2), Papers and Proceedings of the One-Hundredth Annual Meeting of the American Economic Association. (May, 1988), S. S. 435-439.
- Bernanke, B. S. ve Blinder, A. S. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. The American Economic Review, 82(4), S. S. 901-921
- Bhatt, V. ve Kishor, N. K. (2013). Bank Lending Channel In India: Evidence From State-Level Analysis. Empirical Economics, Volume:45, Issue:3, S. S. 1307-1331
- Bozkurt, H. (2007). Zaman Serileri Analizi. Ekin Kitabevi, Bursa
- Brealey, R. A., Myers, S. C. ve Marcus, A. J. (2007). İşletme Finansının Temelleri. Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, 5. Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul
- Buddhari, A. ve Chensavasdjai, V. (2003). Inflation Dynamics And Its Implications For Monetary Policy. BOT Symposium, Monetary Policy Group, August 2003, S. S. 1-41
- Butkiewicz, J. L. ve Özdoğan, Z. (2009). Financial Crisis, Monetary Policy Reform And The Monetary Transmission Mechanism In Turkey. Alfred Lerner College of Business & Economics University of Delaware, Department of Economics, Working Paper Series, Working Paper No:2009-04, S. S. 1-41
- Byrns, R. T. ve Stone, G. W. (2003). Economics. Harper Collins College Publishers, Ch. 14 S. S. 1-22

- Cecchetti, S. G. (1995). Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism. Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, S. S. 83-97
- Cengiz, V. (2008). Keynesyen Ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 22(1), S. S. 115-127
- Cengiz, V. (2009). Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı:33, S. S. 225-247
- Cengiz, V., Duman, M. (2008). Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990-2006). Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 26(2), S. S. 81-104
- Chang, J. (2008). The Credit Channel of Monetary Transmission in a Small Open Economy. International Economic Journal, 22(2), S. S. 215 – 230
- Çağlar İrmak, N. ve Karahan, P. (2016). An Analysis On The Efficiency Of Bank Lending Channel In Turkey. Journal of Business, Economic and Finance, 5(2), S. S. 206-217
- Çatık, A. N. ve Karaçuka, M. (2012). The Bank Lending Channel In Turkey: Has It Changed After The Low-Inflation Regime?. Applied Economics Letters, 19(13), S. S. 1237-1242
- Çavuşoğlu, A. T. (2002). Credit Transmission Mechanism in Turkey: An Empirical Investigation. Economic Research Center, Middle East Technical University, Working Papers in Economics, 02/03, S. S. 1-30
- De Bondt, G. J. (1997). Monetary Transmission in Six Eu-Countries. De Nederlandsche Bank NV Econometric Research and Special Studies Department, Research Memorandum 527/9742, Amsterdam
- De Bondt, G. J. (1998). Credit And Asymmetric Effects Of Monetary Policy In Six EU Countries: An Overview. De Nederlandsche Bank Staff Reports, No:23, April 1998

- De Bondt, G. J. (2004). The Balance Sheet Channel Of Monetary Policy: First Empirical Evidence for the Euro Area Corporate Bond Market. *International Journal of Finance and Economics*, 9, S. S. 219-228
- De Haan, L. (2003). Microdata Evidence On The Bank Lending Channel In The Netherlands. *De Economist*, 151(3), S. S. 293-315
- Dale, S. ve Haldane, A. G. (1993). Interest Rates and the Channels of Monetary Transmission: Some Sectoral Estimates. Bank of England, Historical Publications, Working Paper 1993 (18), S. S. 1-40
- Dickey, D. A., Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74, S. S. 427
- Dickey, D., A., Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, 49(4), S. S. 1057-1071
- Disyatat, P. ve Vongsinsirikul, P. (2003). Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand. *Journal of Asian Economics*, 14(3), S. S. 389-418
- Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series*. United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Erdoğan, S. ve Yıldırım, D. Ç. (2008). Türkiye’de Döviz Kuru Kanalinın İşleyişi: VAR Modeli İle Bir Analiz. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:39, S. S. 95-108
- Erdoğan, S., Beşballı, S. G. (2009). Türkiye’de Banka Kredileri Kanalinın İşleyişi Üzerine Ampirik Bir Analiz. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 11(1), S. S. 28-41
- Erdoğan, S. (2011). *Para Politikası Aktarım Kanalları*. 1. Baskı, Umuttepe Yayın No:52, İşletme Ekonomi Dizisi:20, Umuttepe Yayınları, Belsa Plaza İş Merkezi 5/6 Blok Kat:,1No: 91 İzmit –Kocaeli
- Freidman, F. B. (2000). *Monetary Policy*. National Bureau of Economic Research (NBER) Working Series, N.8057 S. S. 1-31

- Garretsen, H. ve Swank, B. (2003). The Bank Lending Channel In The Netherlands: The Impact Of Monetary Policy On Households And Firms. *De Economist*, 151(1), Kluwer Academic Publishers. Printed in the Netherlands, S. S. 35-51
- Goeltom, M. S. (2008). The Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Indonesia. *Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies*, BIS Papers N:35, S. S. 309-332
- Goh, K. ve Yong, S. (2007). Bank Lending And Monetary Policy: The Effects Of Structural Shift In Interest Rates. *Economics Bulletin*, 5(5), S. S. 1-14
- Gujarati, D. N. (2006). *Temel Ekonometri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık, 4. Baskı, Çevirenler: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, S. S. 718-719
- Gür, E. T. (2003). *Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması (Uzmanlık Yeterlilik Tezi)*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara, 27
- Horrengren, L. (1995). Monetary Policy in Theory and Practice. Article in *Quarterly Review*, Sveriges Riksbank-Riksbanken, Vol: 1995, Issue: 3, S. S. 5-12
- Hubbard, G. R. (1994). Is There a Credit Channel For Monetary Policy?. NBER Working Paper Series, Working Paper No:4977, National Bureau of Economic Research, S. S. 1-45
- Ireland, P. N. (2005). The Monetary Transmission Mechanism. Boston Collage Working Paper in Economics, WP.168, S. S. 1-13
- Işık, S. (2003). Keynes Para Arzının Belirlenmesinde Bir Endojenist Miydi?. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 14(46), S. S. 71-106
- İnan, E. A. (2001). Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye. *Bankacılar Dergisi*, 39, S. S. 3-20
- İnternet Kaynağı, European Central Bank. “Transmission Mechanism Of Monetary Policy”. Son Erişim Tarihi: 19 Nisan 2017.
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

- Jain, L. C. ve Tomic, I. M. (1995). Essential of Monetary and Fiscal Economics. Graceway Publishing Co. :New York, Son Erişim Tarihi:27.07.2017
https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=8Z11LhyOMawC&oi=fn&pg=PR13&dq=Essential+of+Monetary+and+Fiscal+Economics&ots=O72Y2fEfnC&sig=N3F8AslS0RL83uG6S9KJFktjhIo&redir_esc=y#v=onepage&q=Essential%20of%20Monetary%20and%20Fiscal%20Economics&f=false
- Kamin, S., Turner P. ve Van't Dack, J. (1998). The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview. The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies, BIS Policy Papers, No:3, S. S. 4 - 64.
- Kara, O. ve Özdemir, N. A. (2016). Kredi Kanalı İle Aktarım: Bireysel Krediler Üzerine Bir Uygulama. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 31(2), S. S. 29-58
- Karaca, O. (2005). Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi?. Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, 2005(14), S. S. 1-19
- Kasapoğlu, Ö. (2007). Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara
- Kashyap, A. K., Stein, J. C. ve Wilcox, D. W. (1993). Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance. The American Economic Review, 83(1), S. S. 78-98
- Kashyap, A. K. ve Stein, J. C. (1993). Monetary Policy and Bank Lending. National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, Working Paper No:4317, S. S. 1-66
- Kashyap, A. K. ve Stein, J. C. (1995). The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol:42, S. S. 151-195

- Keynes, J. M. (1980). İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi. Minnetoğlu Yayınları, İstanbul, Çeviren:Asım Baltacıgil
- Kuang, O. S. (2008). The Monetary Transmission Mechanism in Malaysia: Current Developments and Issues. Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Market Economies, BIS Papers N:35, S. S. 345-361
- Lipsey, R.G. (1983). An Introduction to Positive Economics. 6th Edition, Weidenfeld and Nicolson, London
- Lopes, F. L. (1998). The Transmission Mechanism of Monetary Policy in a Stabilising Economy: Notes on the Case of Brazil. The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies, BIS Policy Papers, No:3, S. S. 65-73
- Lütkepohl, H., Saikkonen, P. (1997). Impulse Response Analysis in Infinite Order Cointegrated Vector Autoregressive Processes. Journal of Econometrics, 81(1), S. S. 127-157
- Mayer, T. (1975). Kredit und Kapital. A Macroeconomics Reader, Edit: Brian Snowdon, Howard R. Vane, Routledge-Taylor&Francis Group, London and New York, Year:1997, Chapter 8: The Structure of Monetarism, S. S. 180-215
- Meltzer, H. A. (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. Journal of Economic Perspectives, 9(4), S. S. 49-72
- Meral, G. (2015). The Effect of Bank Size and Bank Capital on the Bank Lending Channel for Turkish Banks. American Scientific Research Journal for Engineering, Technology, and Sciences, 12(1), S. S. 1-28
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. Journal of Economic Perspectives, 9(4), S. S. 3-10
- Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy. NBER Working Paper No:5464, Cambridge

- Mishkin, F. S. (2001). The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy. NBER Working Paper No:8617, Cambridge
- Mishkin, F. S. (2004). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 7th Edition, The Addison-Wesley Series in Economics, Pearson
- Modigliani, F. ve Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3), S. S. 261-297
- Modigliani, F. ve Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, 53(3), S.433-443
- Mohanty, M. S. ve Turner, P. (2008). Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies:What is New?. Transmission Mechanisms For Monetary Policy In Emerging Market Economies, BIS Papers, No: 35, S. S. 1-59.
- Mukhtarov, S., Mikayılov, C. ve Mammadov, Z. (2016). Azerbaycan'da Banka Kredi Kanalının İşleyişi: Ampirik Bir Analiz. Akademik Bakış Dergisi, Sayı:56, S. S. 475-488
- Mutlu Çamoğlu, S. ve Akıncı, M. (2012). Türkiye'de Sektörel Banka Kredilerinin Gelişimi: Bir Zaman Serisi Analizi. Yönetim ve Ekonomisi Dergisi, 19(1), Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., Manisa, S. S. 193-210
- Müslümov, A. ve Aras, G. (2004). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. İktisat, İşletme-Finans Dergisi, 19(222), S. S. 55-65
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance, 39(3), Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, S. S. 575-592.
- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, No:13, S. S. 187-221.

- Norrbinn, S. (2000). What Have We Learned From Empirical Tests of the Monetary Transmission Effect?. Sveriges Riskbank, Dokument Riskbank, S.1-40, Son Erişim Tarihi: 27.07.2017
http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_foa/wp_121.pdf
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2007). Para Politikası (8. Basım). Yazıt Yayın Dağıtım, Ankara.
- Örnek, İ. (2009). Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi. Maliye Dergisi, 156, S. S. 104-125
- Özçiçek, Ö. (2006). Türkiye’de 1980 Sonrası Para Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Yeri. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 15(1), S. S. 257-268
- Özgen, F. B., Güloğlu, B. (2004). Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi. METU Studies in Development. 31 Haziran 2004, S. S. 93-114
- Öztürkler, H. ve Çermikli, A. H. (2007). Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri. Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 44(514), S. S. 57-68
- Özşuca, E. A. ve Akbostancı, E. (2012). An Empirical Analysis of the Bank Lending Channel in Turkey. Economic Research Center Working Papers in Economics, 12/05, Middle East Technical University Ankara/TURKEY, S. S. 1-33
- Peker, O. ve Canbazoğlu, B. (2011). Türkiye’de Banka Kredi Kanalının İşleyişi: Ampirik Bir Analiz. Yönetim Ve Ekonomi Dergisi, 18(2), S. S.127-143
- Pindyck, F. R. ve Rubinfeld, D. L. (1991). Econometric Models And Economic Forecasts. Irwin Mcgraw-Hill Company, Fourth Edition
- Perron, P. (1989). The Great Crash, the Oil Price Shock and the Unit Root Hypothesis, Econometrica, 57(6), S. S. 1361-1401
- Poddar, T., Sab, R., Khackhatryan, H. (2006). The Monetary Transmission Mechanism in Jordan. IMF Working Paper, N:48, S. S. 1-26

- Romer, D. (2000). Keynesian Macroeconomics Without the LM Curve. *Journal of Economic Perspectives*, 14(2), S. S. 149-169.
- Sharma, A. (2008). Incomplete Reform or Opportunity: the Role of the Banking Sector in the Credit Transmission Mechanism in India. *Journal of Economic Policy Reform*, 11 (4), S. S. 273 – 288
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), S. S. 1-48
- Smets, F ve Wouters, R. (1999). The Exchange Rate and the Monetary Transmission Mechanism in Germany. *De Economist*, 147(4), S. S. 489-521
- Stiglitz, J. E. ve Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), S. S. 393 - 410
- Stone, G. W. (2005). *Core Economics*. Worth Publishers, New York, S. S. 253-264
- Tarı, R. (2006). *Ekonometri*. Avcı Ofset, 4. Baskı, S. S. 395
- Taş, S., Örnek, İ., Utlı, S. (2012). Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21(1), S. S. 53-74
- Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), S. S. 11-26
- Taylor, J.B. (2000). The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules. *Central Bank of Chile, Workin Papers*, No:87, S. S. 1-31
- TCMB (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
- Ümit, A. Ö. (2016). Türkiye’de Banka Kredi Kanalı'nın İşleyişini 2001 Krizi Sonrasında Yeniden Değerlendirme: Ampirik Analiz. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(1), S. S. 97-123

Zivot, E., Andrews, D. W. K. (1992). Further Evidence on the Great Crash, the Oil Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 10(3), S. S. 253-254



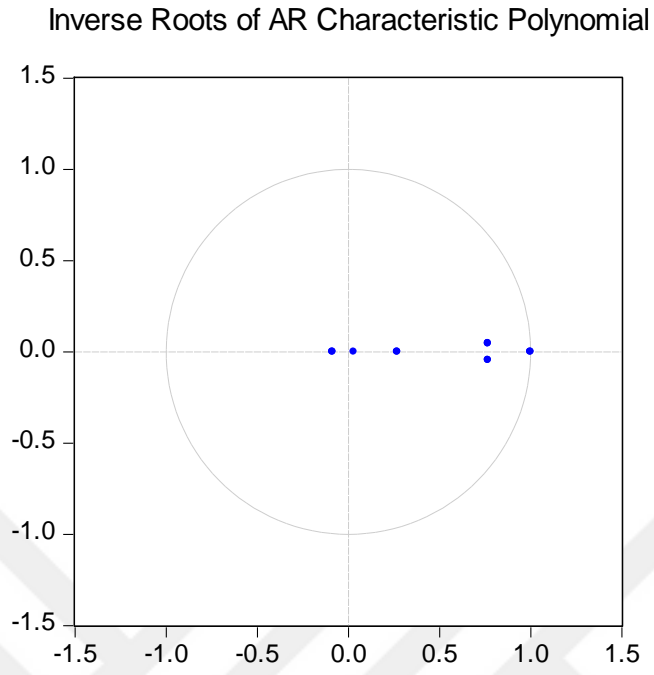
EKLER

EK-1: OTOKORELASYON SONUÇLARI

Tablo 4: *LM Test Sonuçları*

VAR Residual Serial Correlation LM Tests		
H_0 Temel Hipotezi: 1 gecikme uzunluğunda otokorelasyon yoktur		
Örneklem: 2006:01 2017:02		
Gözlem Sayısı: 126		
Lags	LM-Stat	Prob
1	43.77	0.17
2	54.43	0.02
3	46.55	0.11
4	47.77	0.09
5	33.90	0.57
6	44.87	0.15
7	37.64	0.39
8	39.09	0.33

EK-2: BİRİM ÇEMBER SONUÇLARI



Şekil 3: Birim Çember Analizi

EK-3:HETEROSKEDASTICITY TEST SONUÇLARI

Tablo 5: *Heteroskedasticity Test Sonuçları*

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms		
Sample: 2006M01 2017M02		
Included observations: 126		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
1845.770	1764	0.0858



ÖZ GEÇMİŞ			
Adı, Soyadı	Mustafa Uğur Mirasedoğlu		
Doğum Yeri ve Yılı	Samsun, 1987		
Medeni Durumu	Evli		
Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi	İngilizce, Orta Seviye		
Öğrenim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı		Kurum Adı
Lisans	2009	2013	Akdeniz Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü
Yüksek Lisans	2015	-	Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi, S.B.E., İktisat Anabilim Dalı
Çalıştığı Kurum (/lar)		Başlama - Ayrılma Yılı	
1.Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi		2014	2017
2.Namık Kemal Üniversitesi		2017	-
Katıldığı Proje ve Toplantılar	1) Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Fındıklı Uygulamalı Bilimler Yüksek Okulu Öğrencilerinin İlçe Dışı Harcama Sızıntılarının Tespiti (Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi BAP Projesi) 2) 12th International Conference on Knowledge, Economy & Management (ICKEM 2014), Sözlü Bildiri Sunumu 3) International Congress of Management, Economy and Policy 2016 (ICOME P'16), Düzenleme Kurulu Üyesi 4) International Congress of Energy, Economy and Security (ENSCON'17), Düzenleme Kurulu Üyesi 5) International Congress of Islamic Economy, Finance and Ethics (ISEFE'17), Düzenleme Kurulu Üyesi		
Yayınlar	Yıldırım, D.Ç., ve Mirasedoğlu M.U. (2015). Aktarım Mekanizmasının Hisse Senedi Fiyatları Kanalının Etkinliğine İlişkin Bir Analiz. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,16(2), S.105-125		
İletişim (eposta)	ugurmirasedoglu@gmail.com		