

T.C.  
ERZİNCAN BİNALİ YILDIRIM ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**PARA POLİTİKALARININ REEL  
EKONOMİYE AKTARIMI ÇERÇEVESİNDE  
PARASAL AKTARIM  
MEKANİZMALARININ İNCELENMESİ VE  
TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN AMPİRİK  
ÇALIŞMA**

Yüksek Lisans Tezi

Hüseyin Yıldırım ÖZSÖZ

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Zülküf AYRANGÖL

Erzincan 2019

## TEZ BİLDİRİMİ

" Para Politikalarının Reel Ekonomiye Aktarımı Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizmalarının İncelenmesi ve Türkiye Ekonomisi İçin Ampirik Çalışma" isimli "Yüksek Lisans" tezim tarafımda intihal programı ile incelenmiştir. Buna göre tezimde bilimsel etik ihlali ve intihal olarak nitelendirilebilecek herhangi bir durum olmadığını taahhüt ederim.

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir biçimde elde edildiğini; aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi beyan ederim.

Hüseyin Yıldırım ÖZSÖZ

## TEZ KABUL TUTANAĞI

### SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Hüseyin Yıldırım ÖZSÖZ'e ait "Para Politikalarının Reel Ekonomiye Aktarımı Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizmalarının İncelenmesi ve Türkiye Ekonomisi İçin Ampirik Çalışma" adlı çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı İktisat Bilim Dalında **Yüksek Lisans Tezi** olarak kabul edilmiştir.

**Danışman / Jüri :** Dr. Öğretim Üyesi Zülküf AYRANGÖL



**Jüri :** Doç. Dr. Mehmet Hanefi TOPAL



**Jüri :** Dr. Öğretim Üyesi Müge MANGA



**PARA POLİTİKALARININ REEL EKONOMİYE AKTARIMI  
ÇERÇEVESİNDE PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARININ  
İNCELENMESİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN AMPİRİK ÇALIŞMA**

**Hüseyin Yıldırım ÖZSÖZ**

**Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat  
Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ağustos 2019**

**Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Zülküf AYRANGÖL**

**ÖZET**

Parasal aktarım mekanizmaları merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının reel ekonomi üzerindeki etkileri açıklamaktadır. Para politikasında meydana gelen değişikliklerin hasıla, istihdam gibi makroekonomik değişkenler üzerine etkileri aktarım kanalları vasıtaları ile gerçekleşmektedir. Aktarım kanalları faiz kanalı, kredi kanalı, döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı ve beklentiler kanalı olmak üzere beş ana başlıkta incelenmektedir. Çalışmada beklentiler kanalı hariç diğer tüm kanallar ampirik olarak incelenmiştir. Türkiye ekonomisinde parasal gelişmelerin reel ekonomik gelişmeler üzerinde ne gibi sonuçlar doğurduğunu görmeyi hedeflenmektedir. 2006:1-2018:4 dönemi çeyreklik veriler kullanılarak VAR modeli çerçevesinde etki-tepki analizleri yapılmış ve değişkenlerin varyans ayrıştırmaları yapılmıştır. Çalışma sonucunda, Türkiye’de aktarım kanallarının incelenen dönem içerisinde çalıştığı bulgularına rastlanılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Parasal Aktarım Mekanizması, Parasal Aktarım Kanalları, Vektör Otoregresyon, VAR Modeli Türkiye

**THE SOLUTIONS OF SMEs FINANCING PROBLEMS WITH SME  
FINANCING POLICY OF THE EUROPEAN UNION: ERZİNCAN  
APPLICATION**

**Hüseyin Yıldırım ÖZSÖZ**

**Erzincan Binali Yıldırım University, Institute of Social Sciences, Department of  
Economics**

**M. A. Thesis, August 2019**

**Thesis Supervisor: Dr. Öğr. Üyesi Zülküf AYRANGÖL**

**ABSTRACT**

Monetary transaction mechanisms explains the effects of monetary policies that are implemented by central banks on real economy. Changes that occurs on monetary policy have effects on macroeconomics like proceeds and employment via transfer channels. Transfer channels can be examined in five basic titles. These are interest channel, loan channel, exchange rate channel, asset price channel and expectations channel. In our study ever channel is explained except for the expectations channel and reviewed empirically. Analysis of transfer channels, becomes a guide for policymakers, with the results obtained, on the point of producing systematical monetary policies. With this purpose, our study aims to see the outcome of monetary development on economical advances in Turkish economy. Using the quarterly data between 2006:1 and 2018:4, action and reaction analysis have been completed within the scope of VAR model and variance decomposition of variables have been finished. At the end of the study, we have come across the findings about the transfer channels' operation in the studied period in Turkey.

**Keywords:** Monetary Transfer Mechanism, Monetary Transfer Channels, Vector Autoregression, VAR model Turkey

## ÖN SÖZ

Tez yazım süresince; her türlü yardımı, bilgiyi ve desteği benden esirgemeyen değerli hocam Dr. Öğr. Üyesi Zülküf AYRANGÖL, Doç. Dr. Mehmet Hanefi TOPAL, Dr. Öğr. Üyesi Mustafa TEKDERE, Dr. Öğr. Üyesi Müge MANGA ve her zaman manevi desteğiyle yanımda olan aileme teşekkürü bir borç bilirim.

**Hüseyin Yıldırım ÖZSÖZ**

## İÇİNDEKİLER

TEZ BİLDİRİMİ.....	I
TEZ KABUL TUTANAĞI.....	II
ÖZET.....	III
ABSTRACT.....	IV
ÖN SÖZ.....	V
İÇİNDEKİLER.....	VI
KISALTMALAR.....	X
TABLO LİSTESİ.....	XI
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA ARZI VE PARA POLİTİKASINA

GENEL BİR BAKIŞ.....	5
----------------------	---

#### 1.Paranın Tanımı, Fonksiyonları, Para Arzına İlişkin Temel

<b>Kavramlar.....</b>	<b>5</b>
1.1.Paranın Tanımı.....	5
1.1.1. Paranın Fonksiyonları.....	5
1.1.1.2. Paranın Mübadele Aracı Olması .....	6
1.1.1.3. Paranın Hesap Birimi Olması.....	6
1.1.1.4. Paranın Değer Saklama Aracı Olması.....	7
1.1.2. Paranın Özellikleri.....	8
1.1.3. Para Arzı ve Para Arzının Teorik Tanımları.....	9
1.1.3.1. M1 Dar Anlamda Para Arzı.....	10

1.1.3.2. M2 Geniş Anlamda Para Arzı .....	11
1.1.3.3. M3 En Geniş Para Arzı .....	12
1.1.4. TCMB' nin Para Arzı Tanımlamaları .....	12
1.1.5. Parasal Büyüklükler: Rezerv Para, Parasal Taban ve Merkez Bankası Parası.....	13
1.1.5.1. Para Arzının Artış Süreci.....	14
1.1.5.1.1. Mevduat Çoğaltanı.....	15
1.1.5.1.2. Kredi Çoğaltanı.....	16
1.1.5.1.3. Para Çoğaltanı.....	17
1.1.6. Para Arzının Belirleyicileri .....	18
1.2. Para Politikasının İşleyişi Ve Para Politikasına İlişkin Temel Kavramlar.....	21
1.2.1. Para Politikasının Tanımı .....	21
1.2.2. Para Politikasının Amaçları.....	22
1.2.2.1. Fiyat İstikrarının Sağlanması.....	23
1.2.2.2. Tam İstihdamın Sağlanması .....	24
1.2.2.3. Ekonomik Büyüme Hızının Artırılması .....	25
1.2.2.4. Ödemeler Bilançosu Dengesinin Sağlanması.....	26
1.2.2.5. Faiz Oranlarında İstikrarın Sağlanması .....	27
1.2.2.6. Finans Piyasalarında İstikrarın Sağlanması.....	28
1.2.3. Para Politikası Araçları.....	29
1.2.3.1. Para Politikasının Doğrudan Araçları.....	30
1.2.3.2. Para Politikasının Dolaylı Araçları.....	34
1.2.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	35
1.2.3.2.2. Reeskont Oranı.....	37
1.2.3.2.3. Zorunlu Karşılık Oranları.....	39
1.2.4. Para Politikasının Nihai Hedefleri, Ara Hedefler ve..... Operasyonel Hedefler.....	43
1.2.4.1. Para Politikası Stratejileri.....	43
1.2.4.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	45
1.2.4.1.2. Parasal Hedefleme.....	49



1.2.4.1.3. Enflasyon Hedeflemesi.....	54
---------------------------------------	----

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI.....</b>	<b>62</b>
---	-----------

<b>2. Parasal Aktarım Mekanizmasının Tanımı, Genel Çerçevesi.....</b>	<b>62</b>
---	-----------

2.1. Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Temel Kavramlar .....	62
--	----

2.2. Parasal Aktarım Mekanizmalarıyla İlgili Teorik Görüşler.....	64
---	----

2.2.1. Klasik İktisat Teorisinde Aktarım Mekanizması.....	64
---	----

2.2.2. Keynesyen İktisat Teorisinde Aktarım Mekanizması .....	67
---	----

2.2.3. Monetarist Aktarım Mekanizması.....	75
--	----

2.2.4. Yeni Klasik Aktarım Mekanizması.....	82
---	----

2.2.5. Yeni Keynesyen Aktarım Mekanizması.....	85
--	----

2.3. Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları.....	89
---	----

Kaynak: TCMB aylık bülteni 2013 .....	90
---------------------------------------	----

2.3.1. Faiz Oranı Kanalı .....	90
--------------------------------	----

2.3.2. Kredi Kanalı .....	93
---------------------------	----

2.3.3. Döviz Kuru Kanalı .....	96
--------------------------------	----

2.3.4. Varlık Fiyatları Kanalı.....	100
-------------------------------------	-----

2.3.5. Beklentiler Kanalı.....	103
--------------------------------	-----

2.4. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler	106
--	-----

2.4.1. Resmi Müdahaleler.....	107
-------------------------------	-----

2.4.2. Ekonominin Fiyat Mekanizması .....	107
---	-----

2.4.3. Finansal Sistemin Yapısı .....	107
---------------------------------------	-----

2.4.5. Finansal Sözleşmelerin Vade Yapısı.....	108
--	-----

2.4.6. Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu.....	109
---	-----

2.4.7. Sermaye Hareketleri .....	109
----------------------------------	-----

2.4.8. Hanehalkı ve Firmaların Finansal Yapıları .....	109
--	-----

2.5. Parasal Aktarım Mekanizması ve Mali Baskınlık	110
--	-----

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>TÜRKİYE'DE PARASAL AKTARIM.....</b>	<b>114</b>
--	------------

<b>KANALLARININ İŞLEYİŞİ VE AMPİRİK ANALİZİ.....</b>	<b>114</b>
3.1. Literatür Taraması.....	114
3.2. Ekonometrik Analiz.....	120
3.2.1. Ekonometrik Metodoloji .....	121
3.2.2. Veri Seti.....	123
3.2.3. Bulgular .....	125
3.2.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları .....	126
3.2.3.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları .....	127
3.2.3.3. VAR Analizi Sonuçları .....	128
3.2.3.4. Varyans Ayırıştırması Sonuçları .....	138
3.2.3.4.1 Faiz Kanalı Varyans Ayırıştırması .....	138
3.2.3.4.2. Kredi Kanalı Varyans Ayırıştırması.....	142
3.2.3.4.3. Döviz Kuru Kanalı Varyans Ayırıştırması .....	145
3.2.3.4.4. Varlık Fiyatları Kanalı Varyans Ayırıştırması .....	150
<b>SONUÇ.....</b>	<b>156</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>160</b>

## KISALTMALAR

<b>AORFO</b>	: Ağırlıklı Ortalama Repo Faiz Oranı
<b>BİST</b>	: Borsa İstanbul Endeksi
<b>BSKH</b>	: Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi
<b>GSYH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>İHRCT</b>	: İhracat
<b>M2Y</b>	: Para Arzı
<b>MBTMD</b>	: Mevduat Bankaları Toplam Menkul Değerler
<b>RDK</b>	: Reel Döviz Kuru
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	: Tüketici Fiyatları Endeksi
<b>YAT</b>	: Yatırımlar

## TABLO LİSTESİ

Tablo No	Tablo Adı	Sayfa No
Tablo 1	Literatür Taraması	119-120
Tablo 2	Değişkenlerin Açıklanması	124
Tablo 3	Genişletilmiş Dickey-Fueller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları	126
Tablo 4	Parasal Aktarım Kanalı Modelleri İçin ARDL Sınır Testi Sonuçları	128
Tablo 5	Faiz Kanalı VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi	129
Tablo 6	Kredi Kanalı VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi	132
Tablo 7	Döviz Kuru Kanalı VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi	134
Tablo 8	Varlık Fiyatları Kanalı VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi	136
Tablo 9	Para Arzının (M2Y) Varyans Ayrıştırması	138
Tablo 10	Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması	139
Tablo 11	Enflasyonun (TUF) Varyans Ayrıştırması	140
Tablo 12	Yatırımların (YAT) Varyans Ayrıştırması	140
Tablo 13	Ekonomik Büyümenin (GSYH) Varyans Ayrıştırması	141
Tablo 14	Para Arzının (M2Y) Varyans Ayrıştırması	142
Tablo 15	Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması	143
Tablo 16	Bankacılık Sektörü Kredi Hacminin (AORFO) Varyans Ayrıştırması	143
Tablo 17	Yatırımların (YAT) Varyans Ayrıştırması	144
Tablo 18	Ekonomik Büyümenin (GSYH) Varyans Ayrıştırması	145
Tablo 19	Para Arzının (M2Y) Varyans Ayrıştırması	146
Tablo 20	Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması	146
Tablo 21	Enflasyonun (TUF) Varyans Ayrıştırması	147
Tablo 22	Döviz Kurunun (RDK) Varyans Ayrıştırması	148

Tablo 23	İhracatın (IHRCT) Varyans Ayrıştırması	148
Tablo 24	Ekonomik Büyümenin (GSYH) Varyans Ayrıştırması	149
Tablo 25	Para Arzının (M2Y) Varyans Ayrıştırması	150
Tablo 26	Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması	151
Tablo 27	BİST'in (BİST) Varyans Ayrıştırması	152
Tablo 28	Mevduat Bankaları Toplam Menkul Değerler (MBTMD) Varyans Ayrıştırması	153
Tablo 29	Yatırımlar (YAT) Varyans Ayrıştırması	153
Tablo 30	Ekonomik Büyümenin (GSYH) Varyans Ayrıştırması	154

## GİRİŞ

Tarihin ilk çağlarından beri hızla genişleyip büyüyen, dil, köken ve ekonomik durumlarına göre farklılık arz ederek birbirlerinden ayrılan insan toplulukları, zamanla ekonomik aktivite içerisinde alışverişin nasıl yapılacağı, paranın nasıl ve nerelerde kullanılacağı gibi sorunlarla karşılaşmış ve bunları geride bırakmıştır. Bu sorunlar yerini refah, yoksulluk, iktisadi gelişme gibi konulara bırakmıştır. Teknolojinin gelişmesi, insan ilişkilerinin artması gibi sebeplerle her geçen gün hızına yetiilmeyecek derecede büyüyen ve gelişen dünya, ekonomik ve finansal açılardan sürekli bir ilerleme içerisinde girmiştir. Bu nedenle ülkeler, değişen şartlar içerisinde hızla daralan dünya ekonomik pastasından daha fazla pay alabilmek ve buna mukabil refahlarını artırabilmek için birbirleri ile olan rekabetlerini artırmışlardır.

Geçmişe bakıldığında gerek Merkantilist dönemde gerekse daha öncesinde ülkelerin dünya refahını paylaşma konusunda sıklıkla anlaşmazlığa düştükleri hatta zaman zaman birbirlerine savaş ilan ettikleri bile görülmüştür. Osmanlı Devleti'nin 14. Yüzyılda ve 15. Yüzyılda Portekiz, Ceneviz gibi deniz ülkeleri ile mücadele etmesinin temelinde siyasi sorunlar kadar ekonomik çıkar ilişkilerinin de etkili olduğu söylenebilir. Aynı şekilde Avrupa devletlerinin birbirleri ile yaptıkları kömür savaşları ve son olarak sömürgecilik savaşı olarak tarihe geçen Birinci Dünya Savaşı bu konuya örnek olarak gösterilebilir.

Günümüzde ise ülkelerin birbirleri ile olan rekabetleri daha çok ekonomik mücadeleler haline geldiğini söylemek mümkün olabilir. Bu nedenle ülkeler refahlarını artırabilmek adına iktisat politikalarını güçlü kılmak zorundadırlar. İktisat politikasının ne olduğuna ise şu şekilde değinebiliriz.

Ekonomi politikası, devletin birtakım araçları kullanarak belirli amaçları gerçekleştirmeye yönelik çabası olarak tanımlanabilir. İktisat politikasının bir alt dalı olan para politikası ise, merkez bankaları tarafından fiyat istikrarını sağlamak ve

ekonomik gelişmeyi gerçekleştirebilmek için para miktarının değiştirilmesine dayanan uygulamaların bütünüdür (Kadı, 2014:1).

Para politikasını başka bir şekilde tanımlayacak olursak;

Para politikası, paranın miktarını, maliyetini, firmalar ve hane halkının beklentilerini etkileyerek genel ekonomi politikası amaçlarına ulaşmaya yönelik stratejiler bütünü olarak tanımlamak mümkündür (Karaca, 2010:1).

Para politikası ile ulaşılmaya çalışılan belli başlı amaçlar ise; fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, faiz oranlarında, döviz ve finansal piyasalarda istikrar olarak sayılabilir. Günümüzde para politikalarının temel uygulayıcı kurumu olan merkez bankalarıdır ve merkez bankalarının uyguladıkları politikalarda fiyat istikrarı en fazla ön plana çıkan konudur. Merkez bankaları bu amaçlara ulaşmak için birtakım araçlar kullanırlar. Bu araçlarla reel ekonomik gelişmeleri etkilemeye çalışır. Bu etkileşimin hangi vasıtalar yolu ile gerçekleştiğini gösteren mekanizmaya ise para politikasının aktarım mekanizması denir.

Genel olarak iktisatçılar arasında para arzındaki değişimler reel ekonomi üzerinde bazı etkilere neden olduğu konusunda görüş birliği olmasına karşın söz konusu etkilerin ne şekilde ve hangi vasıtalarla ortaya çıktığı konusunda iktisat literatürü içerisinde bir takım görüş ayrılıkları vardır. Bu anlamda ilk olarak ayrımın Klasik, Keynesyen ve Monetarist görüşler olarak ayrıldığını söylemek mümkündür (Varıçlı, 2011:2).

İktisat biliminin kurucularından olan Adam Smith, 1776 yılında yayınlamış olduğu “Milletlerin Zenginliği” adlı eserinde paranın sadece işlem amaçlı talep edildiğini savunmuş, paranın reel değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını söylemiştir. Bu görüşler Klasik İktisat prensibinin temelini oluşturmaktadır (Biçici, 2015:1).

Uzun yıllar iktisat literatüründeki hükümlerini sürdüren Klasik iktisat 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran sonrasında birtakım iktisatçılar tarafından ciddi eleştirilere maruz kalmıştır. Bu dönemde krizin etkileri henüz hissedilmeye devam ederken ünlü iktisatçı John Maynard Keynes 1936 yılında “İstihdam Para ve Faizin

Genel Teorisi” isimli eserini yayımlamıştır. Keynes eserinde klasik teorinin aksine piyasalara maliye politikaları ile müdahale edilmesi gerektiğini savunmuştur (Kati, 2014:2). Keynes para politikasına klasik anlayışın ötesinde bir anlam yüklemiştir. Parayı ekonomide aktif bir öge olarak kabul ederek istihdam ve üretim üzerinde nötr olmayan etkiler doğurduğunu ileri sürmüştür (Kademli, 2007:15).

Keynesyen teorinin ortaya çıkması ile beraber devletin iktisadi alandaki etkisinin artması ve devletin yeni fonksiyonlar üstlenmesi, maliye ve para politikasının birlikte kullanılacağı bir ortam hazırlamıştır (Dileyici, 2001:12).

1970’li yıllarda ortaya çıkan bazı iktisadi sorunlara Keynesyen teorinin cevap verememesi üzerine alternatif yaklaşımlar ortaya atılmıştır. Bu görüşlerin özellikle 1974 yılında yaşanan petrol krizi ardından Keynesyen teoriyi daha fazla eleştirilmesi, maliye politikalarının etkin bir yol olduğu görüşünün de zayıflamasına neden olmuştur. 1976 yılında Nobel ödülü alan Milton Friedman tarafından savunulan Monetarist yaklaşımla birlikte ekonomiye para politikaları ile müdahale edilmesi gerektiği görüşü konuşulmaya başlanmıştır. Monetarist iktisatçılar yapmış oldukları çalışmalar sonucunda ekonomideki parasal artışların sürekliliğinin enflasyona neden olduğunu, bu nedenle ekonomideki para arzı artış hızının ekonomik büyümeyle orantılı olması gerektiğini savunmuşlardır. Ayrıca Monetaristler para arzındaki değişmelerin ekonomiyi kısa dönemde etkilediğini, ancak uzun dönemde parasal artışların sadece fiyat artışlarına neden olduğunu ortaya koymuşlardır (Ergeç, 2007:1).

İktisat bilimi ve genel anlamda diğer bilimler de ampirik kanıtlar ortaya koyarken iki tip modeli kullanmaktadırlar. Bu modellerden ilki yapısal kanıt modeli, ikincisi ise indirgenmiş kanıt modelidir. İlk modelde herhangi bir değişkenin başka bir değişkeni etkileyip etkilemediğine ve bu etkinin hangi yolla olduğunu gösteren veriler incelenerek karar verilmektedir. İkinci modelde ise herhangi bir değişkenin başka bir değişkeni etkileyip etkilemediği, direkt olarak bu iki değişken arasındaki ilişki incelenerek ortaya koyulmaktadır (Karaca, 2010:35).

Bu açıdan bakıldığında Keynesyen iktisatçılar paranın ekonomi üzerindeki etkisini yapısal modeller kullanarak incelemektedirken Milton Friedman



öncülüğündeki Monetarist iktisatçılar paranın ekonomi üzerindeki etkisini indirgenmiş kalıp modelini kullanarak incelemektedirler (Karaca, 2010:37).

Bu bağlamda bu çalışmanın temel amacı özellikle 2000’li yıllardan sonra merkez bankasında yaşanan değişimleri de dikkate alarak Türkiye ekonomisi özelinde aktarım mekanizmalarını incelemek, iktisat teorisinde bu konuya ilişkin hâkim görüşü veya görüşleri incelemek ve sonuç olarak hangi mekanizmaların etkin çalıştığını tespit etmektir. Bu amaçla bu konuya ilişkin literatür taraması yapılarak kullanılan değişkenler belirlenecektir. Daha sonra belirlenen değişkenlere ilişkin veriler derlenerek VAR modeli yöntemi kullanılarak tahminlemeler yapılacaktır.

Çalışmanın birinci kısmında para arzı ve para politikasına ilişkin teorik açıklamalar yapılacaktır. İkinci bölümde ise parasal aktarım mekanizmaları ve aktarım mekanizmalarına ilişkin görüşler ayrıntılı olarak irdelenecek ve bu kanallara ilgili iktisat literatüründe hâkim olan görüşlere yer verilecektir. Üçüncü bölümde ise kurulacak ekonometrik modele ilişkin bilgiler verilecek ve aktarım mekanizmalarını test eden model kurulacaktır. Son bölümde ise sonuç kısmı oluşturulacak, konuya ilişkin önerilerde bulunulacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA ARZI VE PARA POLİTİKASINA

#### GENEL BİR BAKIŞ

##### 1.Paranın Tanımı, Fonksiyonları, Para Arzına İlişkin Temel Kavramlar

###### 1.1.Paranın Tanımı

Para, yaygın bir tanıma göre günlük yaşamda insanların genellikle kabul ettikleri mübadele aracı olarak ifade edilmektedir (Paya, 2013:17).

Burada kullanılan genellikle ifadesi para kapsamında olan unsurların tanımlanmasında farklılık olduğunu ifade etmek için kullanılmıştır. Paranın yukarıdaki tanımına benzere başka tanımlamaları da vardır. Bir başka tanımı ise; para, mal ve hizmet değişiminde kabul edilen herhangi bir şeydir (Parasız, 2007:5).

Paranın başka bir tanımı da şöyle yapılmaktadır: Para günlük hayatta her türlü değişimde kullandığımız, tasarruflarımızı gerçekleştirdiğimiz, borçlarımızı ödeyip alacaklarımızı tahsil ettiğimiz, değer ve fiyat hesaplamalarında yararlandığımız bir araçtır (Akdiş, 2006:3).

Literatürde paranın tanımı yapılırken genelde fiziksel özelliklerinin yanında fonksiyonlarına da önem verilmektedir. Para tarih boyunca değişik şekillere girmiştir. Örneğin deniz kabuğundan kurutulmuş balıklara, buğdaydan baskılı kâğıda, hatta altına kadar birçok şekil almıştır. Bu şekil değişimine rağmen en temel fonksiyonu olan mübadele aracı olma fonksiyonunu her zaman korumuştur. Yapılan tanımlamaların çoğunda da mübadele ya da değişim aracı olma fonksiyonuna gönderme yapılmaktadır.

###### 1.1.1. Paranın Fonksiyonları

Ekonomide para olarak kabul edilen nesnelere genel anlamda üç temel fonksiyonu yerine getirmesi gerekmektedir. Bu üç fonksiyon; paranın mübadele aracı olması, hesap birimi olması ve değer saklama aracı olmasıdır.

### **1.1.1.2. Paranın Mübadele Aracı Olması**

İnsanların belirli bir uzmanlığa yönelmelerinin doğal sonucu olarak ürettikleri ürünlerin miktarca fazlalarını değiştirmeleri yani mübadele etmeleri bir zorunluluktur. Çünkü bireyler kendi ihtiyaçlarının tümünü kendi bilgi, beceri ve yetileriyle karşılayamazlar. Bu nedenle başka bireylerin ürettikleri bir takım mal ve hizmetleri kendi ürettikleri ile değiştirmek zorundadırlar. Bu durum takasa dayalı ekonominin temelini oluşturmaktadır.

Mübadeleye dayalı bir ekonomide en önce mal veya hizmetlerin değişim oranlarının bilinmesi gerekmektedir. Yani herhangi bir mal karşılık diğer maldan kaç birim gerekecektir. Malların değişim oranının tespit edilmesinden sonra, mübadelenin gerçekleşmesi için paranın aracılığına mutlak bir gereklilik olmayabilir. Mallar doğrudan doğruya trampa yöntemi ile de değiştirilebilir (Gülşen, 2009:7).

Paranın mübadele aracı olması herhangi bir mal veya hizmet ile başka bir mal veya hizmetin değişimi sırasında kullanılmasını ifade ettiğinden değişim sırasında harcanan zamanı ortadan kaldırması nedeni ile ekonomik etkinliği de artırmaktadır (Karaca, 2010:6).

### **1.1.1.3. Paranın Hesap Birimi Olması**

Paranın ikinci önemli fonksiyonu hesap birimi olmasıdır. Para bir ekonomide değerlerin ölçüsü olma görevini de yerine getirir. Yani ekonomideki tüm mal ve hizmetlerin değerleri para ile ifade edilir (Gülşen, 2009:7).

İnsanların mallara verdikleri nispi önem olan kıymet, para birimi ile ifade edilir ve fiyat olarak adlandırılır. Malların kıymetlerinin para ile ifade edilmesi bireylere hesap yapma ve mal ve hizmetler arasında tercih yapma konusunda kolaylık sağlar. Paranın değeri de nispi bir kavram olduğu için sürekli ve sabit özelliğini koruyamaz. Paranın değeri genel olarak fiyat düzeyine bağlanmıştır. Fiyatlar genel düzeyinin istikrarlı olması halinde paranın değeri de istikrarını koruyacaktır (Erdaş, 2004:40).

Ortak bir değer ölçüsü olan paranın olmadığı bir takas ekonomisinde her mal ve hizmetin fiyatını birbiri cinsinden ifade etmek gerekecektir. Bu durumda mal ve hizmetlerin sayısı arttıkça bilinmesi gereken fiyat sayısı da artacaktır. Eğer var olan

ekonomide az sayıda mal ve hizmet varsa bu durum bir sorun oluşturmayabilir ancak mal ve hizmet sayısının binler hatta milyonları geçtiği günümüz ekonomisinde bu durum içinden çıkılmaz bir güçlüğü neden olacaktır. Söz gelimi n tane mal ve hizmet olan bir ekonomide kaç adet fiyata ihtiyaç olduğunu gösteren formül şöyledir.

$$\frac{n(n-1)}{2}$$

Bu formülden yola çıkılacak olursa eğer ekonomide 100 adet mal ve hizmet var ise fiyat sayısı 4950, 1000 adet mal ve hizmet olduğunda ise 499500 fiyat oluşacaktır. Yani sonuç olarak hesap birimi olarak paranın kullanılması bilinmesi gereken fiyat sayısını azaltacağı için ekonomik aktiviteyi de büyük ölçüde kolaylaştıracaktır. Paranın hesap birimi olma fonksiyonunun sağladığı fayda, ekonomi karmaşıklaştıkça artmaktadır (Karaca, 2010:7).

#### ***1.1.1.4. Paranın Değer Saklama Aracı Olması***

Paranın bir diğer önemli fonksiyonu servet biriktirme aracı olmasıdır. Herhangi bir değer biriktirme aracı gelirin elde edilmesinden harcanmasına kadar olan süre içerisinde satın alma gücünü korumak amacıyla kullanılır (Şıklar, 2004:7).

Paranın servet biriktirme aracı olma özelliği onu yalnızca mübadele aracı olmaktan çıkartır ve işlevselliğini de artırır. Para dışında makine, bina alacak senedi de bir servet saklama aracı olabilir. Ancak para ile diğer servet saklama araçları arasındaki en ciddi fark likidite farkıdır. Likidite herhangi bir varlığın paraya dönüşebilme hızıdır. Bu açıdan bakıldığında paranın likiditesi tamdır. Paranın haricindeki diğer servet biriktirme araçlarının likiditeleri düşük olabileceğinden bazı araçlar paraya dönüşürken değer kayıpları yaşanabilir. Bu durumda bireylerin servetlerinde eksilme meydana gelecektir. O halde para hariç diğer servet saklama araçları paraya dönüşümündeki zorluk nedeni ile ve değer kayıpları yaşanması nedeniyle riskli olabilir (Erdaş, 2004:41).

Paranın değer saklama aracı olarak ne ölçüde tercih edileceği ise fiyatlar genel düzeyindeki istikrara bağlıdır. Fiyatlar genel düzeyinin sürekli arttığı bir dönemde

paranın satın alma gücünde azalmalar yaşanacağı için paranın değer saklama fonksiyonu aşınmaya uğrayabilir (Karaca, 2010:8).

### **1.1.2. Paranın Özellikleri**

Paranın kendisinden beklenen birtakım fonksiyonları yerine getirebilmesi için sahip olması gereken birtakım özellikler vardır. Paranın sahip olması gereken beş temel özellik bulunmaktadır (Gülşen, 2009:9-10).

➤ **Taşınabilirlik:** Para hem taşınması kolay hem de farklı ödeme mahallerine transferi mümkün olan bir ödeme aracıdır. Paranın bu özelliği kullanım kolaylığı sağlamaktadır. Paranın taşınması zor olsaydı insanlar cüzdanları yerine poşetlerde ya da arabalarda taşımak zorunda kalırlardı. Bu konudaki en iyi örnek İsveç örneğidir. İsveç 1625'te bakır sistemini kabul etmesiyle birlikte Avrupa'nın kalanıyla beraber tek metal sistemi yerine çift metal sistemine geçti. O gün kullanılan Gümüş'ün bir onsunun değeri Bakır'ın bir onsunun değerinin yaklaşık yüz katı büyüklüğünde olması nedeni ile insanlar paraları sırtlarında ya da at arabalarında taşıyorlardı. Tarihin en ağır parası da 1644 yılında İsveç darphanesinde basıldı. Bakır levha halindeki paranın ağırlığı 16 kilogramdan fazlaydı.

➤ **Dayanıklılık:** Para olarak kullanılan ödeme araçları fiziksel olarak dayanıklı olmak zorundadır. Çünkü dayanıksız maddelerden yapılmış ödeme araçları çok sayıda alışveriş için kullanılamaz.

➤ **Bölünebilirlik:** Para küçük ödemelerin yapılabilmesi için bölünebilir olmalıdır. Bu yapılan alışverişlerde büyük kolaylık sağlamaktadır. Örneğin takas ekonomisine dayanan bir sistemde tarafların birinde gemi diğerinde ise değiştirmeye istekli olunan bir araba varsa ve araba bu gemiden daha değerli ise arabanın bir parçasını çıkartıp değişimi yapmak imkânsız olacağından gemi sahibinden ikinci bir mal daha alınmak zorunda kalınacaktır. O halde paranın mümkün olduğunca çok bölünebilir olması gerekmektedir.

➤ Standardizasyon: ödemelerin sağlıklı bir biçimde yürütülebilmesi için ödeme araçlarına standart kazandırmak gerekmektedir. Bu nedenle para olarak kullanılan ödeme araçlarının fiziksel görünüş açısından ayırt edilebilir nitelikte olması gerekmektedir.

➤ Taklit Edilememe: Para olarak kullanılan ödeme araçlarının herkes tarafından tanınabilir nitelikte olması gerekmektedir. Aksi halde sahte ödeme araçları yaygın şekilde ortaya çıkabilir.

### **1.1.3. Para Arzı ve Para Arzının Teorik Tanımları**

Bir ekonomide herhangi bir andaki ödeme araçlarının toplamına para arzı denir. İktisatçılar para arzıyla ilgili çeşitli tanımlar üzerinde dururlar. Bu değişik tanımlamalara göre düzenlenen para arzı istatistikleri, merkez bankası tarafından sürekli biçimde yayımlanmaktadır. Para arzı tanımları tipik olarak dolaşımdaki para miktarı ile bankalarda mevcut farklı mevduat hesaplarının toplamından oluşur. Tanımlamalar arasındaki fark, para arzının hesaplanmasına hangi tür mevduatların katılacağıdır (Seyidoğlu, 2011:575).

Para arzının kapsamı konusunda iktisatçıların görüşleri dört grupta toplanır (Keyder, 2012:233-234).

**Klasiklerin Yaklaşımı;** bu yaklaşım en eski ve en çok kullanılan yaklaşımdır. Bu yaklaşımda paranın sadece değişim aracı olma fonksiyonu üzerinde durulmuştur. Para kapsamına ise ödeme aracı olarak kabul gören değerler sokulmuştur. Yani piyasada alım satım için ödeme yapılabilecek her tür değer paradır. Bu tanımlama en dar para arzı tanımlamasıdır ve para arzı para ve vadesiz mevduatın toplamından meydana gelir.

**Chicago Yaklaşımı;** bu yaklaşıma Monetarist yaklaşım da denir. Milton Friedman'ın başını çektiği bu yaklaşım paranın değişim aracı olma fonksiyonunun yanında değer saklama fonksiyonunu da dikkate almıştır. Bu yaklaşıma göre çek sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerde para arzı tanımına para ve vadesiz mevduatın yanında vadeli mevduat da girmektedir. Chicago tanımlamasında iki önemli husus

dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki para arzı ile milli gelir arasında dar kapsamlı para tanımına oranla daha yüksek bir korelasyon bulunması, ikinci olarak ise dolaşımdaki para ve vadesiz mevduat ile vadeli mevduat arasında büyük ölçüde bir ikame söz konusu olmasıdır. Ancak bazı iktisatçılar vadeli-vadesiz mevduat arasında bir çapraz esneklik veya ikame esnekliği gibi ölçüte başvurulması gerektiğini düşünmektedir.

**Gurley ve Shaw Yaklaşımı;** bu yaklaşım para tanımının, alternatif likit değerler olarak kabul edilebilecek tüm değerleri içermesini savunmaktadır. Böylece para tanımına ödeme araçları ve bunlara yakın yerine geçebileceklerin girmesi söz konusu olur. Bu yaklaşıma göre, alternatif likit değerler arasında önce ikame derecesinin ölçülmesi, bu dereceye göre alternatiflere ağırlık verilmesi ve para stokunun bu değerlerin ağırlıklı toplamı olarak hesaplanması öngörülmüştür.

**Krediyi İçeren Görüş;** bu görüş kredi ile parayı aynı anlamda görmektedir. Bu görüşe göre para stokunu mevduat bankaları ve bunların yanında borç veren diğer bütün kurumların verdiği kredi toplamına eşit saymaktadır. Bu yaklaşıma gerekçe olarak kredi politikasının para politikasının en önemli araçlarından biri olması gösterilmektedir.

#### ***1.1.3.1. M1 Dar Anlamda Para Arzı***

Dar anlamda para arzı yukarıda da kısaca değinildiği gibi işlem amaçlı para arzı olarak ifade edilir. M1 işlem amacıyla kullanılan para türlerini içerir ve bu türler şöyle açıklanmıştır.

Ufaklık(madeni) Para: madeni para dar anlamda para arzının içerisine girer. Birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de para arzının küçük bir kısmını oluşturur. Madeni paralar darphane tarafından basılır.

Kâğıt Para: Dolaşımdaki paranın önemli kısmı kâğıt paradan meydana gelir. Kâğıt para basma yetkisi Merkez Bankasına aittir.

Merkez bankası tarafından basılan kâğıt para ile darphane tarafından basılan madeni paraların toplamına nakit denir.

Vadesiz Mevduat: Dar anlamda paranın üçüncü kısmını ise vadesiz mevduat hesapları oluşturur. Bunlara çek hesapları da denir. Bu mevduat türü bankada tutulan üzerine çek çekilerek kullanılabilen hesaplardır (Seyidoğlu, 2011:576).

M1 para arzı bireylerin yaptıkları harcamalarda hemen kullanabilecekleri mali bir varlıktır. Bu nedenle likiditesi yüksektir. Yani nakde çevrilebilme kabiliyetleri yüksektir. Firmalar ve bireyler parayı nihai harcama hedefleri için talep ederler. Ancak bankaların talep ettikleri parayı bununla karıştırmamak gerekir çünkü bankalar finansal araçlardır onların tuttıkları para harcama kabiliyetlerinin olduğunu ifade etmez. Bu nedenle M1 para arzındaki değişmeler diğer şartlar sabitken ekonomideki harcama eğilimlerini yansıtmaktadır. M1 para arzındaki artışlar piyasada paraya olan ihtiyacın dolayısı ile de harcama eğiliminin arttığı bu nedenle de milli gelirin artacağına göstergesidir. Diğer şartlar sabit kalmak kaydı ile ekonomide M1 para arzındaki artışlar eğer büyüme hızının üzerinde ise enflasyonist gelişmeler beklenebilir (Paya, 2013:28).

#### ***1.1.3.2. M2 Geniş Anlamda Para Arzı***

Geniş anlamda para arzı dar anlamda para arzının yanında vadeli mevduatı da kapsar. Vadeli mevduat hesaplarının kendisi para gibi kullanılamaz ancak önemli bir kayba uğramadan bunları nakde çevirme imkânı olduğundan likiditesi yüksek varlıklardır (Seyidoğlu, 2011:576).

Vadeli mevduat ile vadesiz mevduatın likidite açısından en önemli farklılığı vadeli mevduat nakde dönüştürülürken belirli bir bedel ödenmek durumu söz konusu olabilir. Bu durum vadeli mevduatı daha az likit yapar. Vadeli mevduata ve daha az olan likit varlıklara ise para benzeri denir. Para benzerleri belirli bir gelir kaybı karşısında nakde dönüştürülebilen varlıklardır. İşte ekonomideki M1 para arzı ile yukarıda açıklanan para benzerlerinin toplamı M2 para arzını yani geniş anlamda para arzını oluşturur (Bocutoğlu, 2011:145).



### **1.1.3.3. M3 En Geniş Para Arzı**

En geniş para arzı M2 parasal büyüklüğünü oluşturan büyüklüklerin yanında repoya konu olan büyüklükler ile yatırım fonları gibi mali varlıkların toplamından meydana gelir.

Para arzı tanımına giren varlıkların türleri zaman içinde giderek değişmiştir. Günümüz itibari ile M2 parasal büyüklük tanımlaması ölçüm açısından M1'den daha iyi bir gösterge olduğu kabul edilmektedir. Bunun nedeni ise vadesiz mevduat hesaplarının yaygınlaşması ile M1'in para arzını ölçmede yetersiz kalmasıdır (Seyidoğlu, 2011:577)

Türkiye'de 2000 yılı sonrasında reeskont uygulamasının sona ermesi ile, repo ve fonlara duyulan talep artmış ve bunlar yeni parasal büyüklüklerin tanımlanmasını gerekli hale getirmiştir. Bu ihtiyaçtan sonra para arzı tanımları 2007 yılında şöyle değiştirilmiştir (Biçici, 2015:4)

**M1:** Dolaşımdaki para + Bankalardaki TL vadesiz mevduat + TCMB' deki TL vadesiz mevduat + Bankalardaki yabancı para vadesiz mevduat + TCMB' deki yabancı para vadesiz mevduat

**M2:** M1 + Bankalardaki TL vadeli mevduat + TCMB' deki TL vadeli mevduat + Bankalardaki yabancı para vadeli mevduat + TCMB' deki yabancı para vadeli mevduat

**M3:** M2 + Repo + Para piyasası fonları (B tipi likit fonlar) + Bankalarca ihraç edilen menkul kıymetler.

### **1.1.4. TCMB' nin Para Arzı Tanımlamaları**

Merkez bankası Türkiye için para arzı tanımlamalarını yukarıdakine benzer biçimde yapabilmektedir. Bu tanımlar mali kesimde değişen araç ve tekniklere göre zaman içinde değişiklikler göstermiştir. Merkez bankasının para arzı tanımlamalarını kısaca şöyle açıklamak mümkün olabilir.

M1= Nakit Para + Vadesiz Mevduat

M2= M1 + Vadeli Mevduat

$$M3= M2 + Repo + Para Piyasası Fonları$$

Bu tanımlamalardan daha önce de ifade edildiği gibi M1 para arzı tanımı dar anlamda, M2 para arzı tanımı geniş anlamda, M3 para arzı tanımı ise en geniş anlamda para arzını ifade etmektedir (Özyurt, 2010:122).

### **1.1.5. Parasal Büyüklükler: Rezerv Para, Parasal Taban ve Merkez Bankası Parası**

Merkez bankasının kendisine verilen görevleri yerine getirebilmesi için bir para politikası uygulaması yani piyasadaki para arzı miktarını değiştirmesi gerekir. Bunu yapabilmesi de uygun bir parasal büyüklüğü seçmesine bağlıdır. Bu büyüklüğü kendi bilanço büyüklüğünü ve bileşimini kontrol ederek belirlemektedir.

Parasal taban para arzının artışında ve parasal etkenlerin ölçümünde kullanılan en önemli kavramdır. Baz para veya yüksek güçlü para olarak da adlandırılan parasal taban dolaşımdaki kâğıt para ve madeni paralar ile banka rezervlerinden oluşur. Banka rezervleri ise zorunlu rezervler ve âtil rezervler olarak ikiye ayrılır (Yıldırım, 2013:618).

Türkiye’de parasal taban ve ondan daha geniş bir kavram olan Merkez Bankası Parası, Merkez Bankası’nın çeşitli bilanço kalemlerinden hesaplanmaktadır. Bu hesaplama hem pasif yani yükümlülüklerden hem de aktif yani varlıklardan yapılmaktadır.

Rezerv para; emisyon, TCMB’ nin bankacılık kesimine yükümlülükleri, fon hesapları ve banka dışı kesimin mevduatı toplamından oluşur.

Parasal taban ise, rezerv para ile açık piyasa işlemlerinin sonucu TCMB’nin bankacılık kesimine olan net yükümlülüğünün toplamıdır.

Merkez bankası parası ise; TCMB’nin ekonomideki tüm birimlere TL cinsinden yükümlülüğünü göstermektedir. Para politikası uygulamasının likidite üzerindeki etkisinin sağlıklı incelenebilmesi için izlenmesi gereken büyüklük Merkez Bankası Parasıdır. Rezerv para ve parasal taban bunun alt kalemleridir. Aynı

zamanda merkez bankası parası parasal taban ve merkez bankası nezdindeki kamu mevduatı toplamından meydana gelir (Biçici, 2015:5).

Gelişmiş piyasa ekonomilerinde merkez bankaları parasal büyüklük olarak Parasal tabanı seçmişlerdir. Türkiye ise farklı büyüklükler seçmek zorunda kalmıştır. Türkiye’de 1989 öncesinde menkul kıymetler borsası henüz gelişmediğinden rezerv para parasal büyüklük olarak seçilmiştir. 1989 sonrasında ise İMKB’nin faaliyete geçmesi ile birlikte açık piyasa işlemlerinin yapılabilmesine imkân verilmiş olduğu için Parasal taban ve Merkez Bankası Parası büyüklükleri kullanılmaya başlanmıştır. Ancak 2000 yılından itibaren IMF ile imzalanan stand-by anlaşmaları çerçevesinde belirlenmiş TCMB bilançosu yeniden düzenlenmiştir. Buna bağlı olarak “Para Tabanı” adı ile yeni bir parasal gösterge uygulamaya konulmuştur. Bu bağlamda para tabanı şu şekilde formüle edilmiştir (Özyurt,2010:149).

Pasiften hesaplama (kullanım esası);

Para tabanı = Emisyon + TL Zorunlu Karşılıklar + Serbest Tevdiat

Aktiften hesaplama;

Para tabanı = Net Dış Varlıklar + Net İç Varlıklar

Sonuç olarak emisyonu gerçekleştiren ve zorunlu karşılıkları belirleyen merkez bankasının para arzını belirleyebilmek için kontrol etmesi gereken temel değişken parasal tabandır.

#### ***1.1.5.1. Para Arzının Artış Süreci***

Para arzının oluşumunda Merkez bankası ve mevduat bankaları birlikte rol oynamaktadır. Bu süreçte bankaların en önemli rolü kaydi para yaratmaktır.

Kaydi para vadesiz mevduatın banka sisteminde çek ile dolaştığı bankalar sisteminin dışına çıkmadığı bir ekonomide, banka sisteminin yarattığı sanal bir paradır (Bocutoğlu, 2011:151).

Bankaların kaydi para yaratma sürecinden hareketle, para arzının artış sürecini önce mevduat ve kredi çoğaltanı, sonrada para çoğaltanı çerçevesinde ele alınacaktır.

### **1.1.5.1.1. Mevduat oğaltanı**

Mevduat oğaltanı rezervlerdeki değişmenin vadesiz mevduat miktarını değiştirme derecesidir. Mevduat oğaltanının değerini zorunlu karşılıklar belirler. Zorunlu karşılık ise Merkez bankasının belirlediği bir orandır ve bu oran nispetindeki parayı bankalar krediye açamazlar. Zorunlu karşılıkların değeri ne kadar artar ise mevduat çoğaltanı o kadar kclr. Tam tersi eğer zorunlu karşılıklar ne kadar azalır ise mevduat çoğaltanının değerini o kadar büyür (zyurt, 2010:155).

Mevduat oğaltanını şu şekilde çalışır:

$$\text{Mevduat Değişim Miktarı} = \text{Rezervdeki Değişim/Zorunlu Karşılıklar}$$

Formüle göre, Merkez bankası ikincil piyasalardan açık piyasa işlemi yolu ile hazine bonusu satın aldığında aldığı bononun değerindeki parayı piyasaya sürmüş olur. Böylece piyasadaki para miktarı bono değerinde artar. Bononun sahibi olan kişi satış sonrasında elde ettiği parayı herhangi bir ticari bankaya götürdüğünde ise bankanın rezervlerinde bono değerinde artış yaşanacaktır. Banka bononun sahibine bir mevduat hesabı açacaktır. Banka kendisine getirilen bu mevduat ile başka birey veya kurumlara kredi açmak isteyecektir. Bu mevduatın ne kadarının krediye aılabileceğini ise Merkez bankası kanuni karşılıklarla belirler. Bu kanuni karşılık oranındaki parayı banka rezerv olarak tutar kalanı ise kredi verebilir. Banka kalan mevduatı krediye açtığı zaman bankanın para yaratma işlemi gerekleşiş olacaktır. Çünkü bankanın kredi verdiği kişi veya kurum aldığı parayla harcama eğiliminde bulunacaktır. Bu harcama eğilimi paranın el değiştirmesine neden olacaktır. Kredi alan şahıs yaptığı harcama ile başka bir şahısa para kazandırmış olacağından diğer şahıs kazandığı bu parayı yeniden bankaya yatıracak ve aynı mekanizma yeniden çalışacaktır (Seyidoğlu, 2011:591).

Yukarıda anlatılan işlemin gerekleşişmesi için bazı varsayımlara ihtiyaç vardır. Bu varsayımları sıralanacak olursa;

- 1) Sistemde tek mevduat türü vadesiz mevduattır.
- 2) Mevduata orantılı olarak tutulması gereken tek kanuni karşılık, zorunlu karşılık oranıdır.

- 3) Tüm bankalarda aynı zorunlu karşılık oranları uygulanmaktadır.
- 4) Bankalar âtil rezerv bulundurmamaktadır
- 5) Banka sisteminden dışarıya nakit sızıntısı yoktur
- 6) Ekonomide tek bir mevduat bankası vardır.

Bu varsayımlar konunun anlaşılır kılınabilmesi için yapılmış varsayımlardır. Gerçekçi olmadığı açıktır zira zorunlu karşılık oranları vadeli-vadesiz mevduatlara uygulanan karşılık oranları farklıdır. Ayrıca sistemdeki tek mevduat türü vadesiz mevduat da değildir (Keyder, 2012:295-296).

#### ***1.1.5.1.2. Kredi Çoğaltanı***

Kredi çoğaltanı zorunlu karşılık oranları ile kredilerin toplamına eşittir. Kredi çoğaltanı rezerv para da meydana gelecek artışların ne kadar kredi potansiyeli oluşturacağını göstermektedir.

Yukarıda bahsedilen varsayımların kaldırılması halinde mevduat ve kredi çoğaltanları daha gerçekçi bir hal alabilir. İşte bu varsayımlardan biri olan monopol banka sistemi kaldırılıp yerine çoklu banka sistemi varsayımı getirildiğinde, mevduat kaybı nedeni ile her bir bankanın mevduat kredi rezerv durumu banka sayısına paralel olarak değiştiğinden bankaların nispi karlılığı da değişecektir. Ancak ekonominin tamamından elde edilen rezerv, mevduat artışları toplamı monopol banka için elde edilen toplamdan farklı olmayacaktır. Diğer bir varsayım olan âtil rezerv tutulmaması varsayımı ise, bankaların rezervlerinin bir kısmını ellerinde atıl rezerv olarak tutabilecekleri şeklinde değiştirilmekte, bu atıl rezervi kredi yaratmada kullanmadıkları varsayılmaktadır. Bankaların âtil rezerv bulundurmalarının en önemli nedenleri alışla gelmişin dışında mevduat çekimlerini karşılamak, beklenmedik zararlar için fon oluşturmak, kredi taleplerinin geri ödenmeme olasılığı gibi sebeplerdir. Âtil rezervler bankaların kredi verebilecekleri mevduat miktarını sınırlayıcı bir faktör olduğundan sızıntı olarak nitelendirilir. Bu şekilde sızıntının olmaması varsayımı da ihlal edilmiş olacaktır. Aynı şekilde halkın nakit tutma tercihi de banka rezervlerinin bir kısmını sistemin dışında bırakacağı için bankacılık sisteminde kredi yaratılabilecek daha az mevduat bulunacağından âtil rezervler gibi

nakit tercihi de sızıntı olarak görülebilir. Varsayımlardan önemli olan bir diğer varsayım ise bankacılık sistemindeki tüm mevduatların vadesiz mevduat cinsinden tutulduğu varsayımıydı. Ancak bu varsayım bankacılık sisteminde vadeli mevduatlarında olabileceği şeklinde değiştirilmesi halinde bankacılık sisteminde vadesiz mevduatların bir kısmının vadeli mevduat olabileceği durumunu ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda vadesiz mevduat miktarı azalmış olabileceğinden dar anlamda para arzı miktarı olumsuz etkilenecektir (Keyder, 2012:306).

#### ***1.1.5.1.3. Para Çoğaltanı***

Merkez bankasının piyasaya sürdüğü belirli bir hacimdeki bir paraya bağlı olarak, bankalar sistemi tarafından yaratılacak para hacminin kaç kat fazla olduğunu gösteren katsayıya para arzı çarpanı veya çoğaltanı denir (Seyidoğlu, 2011:590).

Para arzı çoğaltanı, para arzını parasal taban ile büyüklüğü rezerv ve nakit oranlarına bağlı olarak tanımlanan bir çoğaltan katsayısının çarpımı olarak da tanımlanmaktadır. Para stoku dolaşımdaki para ile mevduatların toplamına eşittir. Aynı zamanda parasal taban da banka rezervleri ile halkın elindeki nakit miktardan oluşur.

Para çarpanının büyüklüğü mevduatın büyüklüğü ile doğru orantılıdır. Bir başka ifade ile eğer para, vadeli ve vadesiz mevduat şeklinde banka sisteminde yer alıyorsa ve krediye dönüşebiliyorsa para çarpanının değeri büyük olacaktır. Ancak mevduatlara uygulanan kanuni karşılık oranlarının yüksek olması, paranın kredi olarak banka sisteminde dolaşımını engellediği için kanuni karşılık oranının büyümesi para çarpanının değerini küçültür. Aynı şekilde paranın nakit olarak elde tutulması da paranın banka sistemi içinde dolaşımını engellediği için para çarpanının değerini küçültür (Bocutoğlu, 2011:148).

Parasal tabandaki herhangi bir değişimin para çarpanı vasıtası ile para arzında kendisinden çok daha büyük bir değişmeye neden olması iktisatçıların parasal tabanı yüksek güçlü para olarak nitelendirmelerine neden olmuştur (Ünsal, 2009:518).

Para çarpanı ise şöyle formüle edilir.

$$Para \text{ } \text{çarpanı} = \frac{(1 + c + t)}{(rd + c + trT + e)} \Delta R$$

Burada; c = nakit tercih oranı(C/DD)

t = vadeli mevduatın vadesiz mevduata oranı(TD/DD)

e = atıl rezerv oranı

r<sub>T</sub> = zorunlu karşılık oranı

Bu durumda zorunlu karşılıkların, gerekli rezervlerin ve nakit tutma oranının değeri artarsa para çarpanının değeri azalacaktır. Yani Merkez Bankası zorunlu karşılıkları artırdığı zaman aslında bankaların para çarpanı değerini etkileyerek para arzını değiştirmektedir. Çünkü Merkez Bankası bunu yaparak parasal tabanı etkilemiş olacaktır.

#### 1.1.6. Para Arzının Belirleyicileri

Para arzını etkileyen unsurlar para çoğaltanını ve parasal tabanı etkileyerek para arzını değiştirmektedir. Çalışmanın önceki kısımlarında para çoğaltanı ve parasal taban açıklandığından burada tekrarlanmayacaktır. Ancak bu iki kavramı etkileyecek unsurlar açıklanacaktır. Şimdi parasal tabanı ve para çoğaltanını etkileyen değişkenleri sıralanacak olursa (Özyurt, 2010:171)

- Vadesiz mevduat zorunlu karşılık oranı,
- Vadeli mevduat zorunlu karşılık oranı,
- Halkın nakit tercihi oranı,
- Vadeli mevduat/ vadesiz mevduat oranı,
- Merkez bankasının uyguladığı reeskont oranı,
- Temsili piyasa faizi oranı,
- Âtıl rezerv oranı,
- Mevduat akışında belirsizlik,
- Parasal taban.

Yukarıda sıralanmış olan ilk dört değişken para çoğaltanını etkileyerek para arzını değiştirmektedir. Diğer dört değişken ise âtıl rezervler ve Merkez Bankası

tarafından verilen reeskont kredisi gibi banka karar değişkenleri tarafından etkilenen para arzını etkilemektedir. Bu değişkenlere hareket kazandıracak oyuncular ise merkez bankası, mevduat sahipleri, mevduat bankaları ve kredi alanlardır. Para arzının belirleyicisi olan bu değişkenlerin para arzı üzerindeki etkilerini kısaca açıklanacak olursa;

**Vadesiz Mevduat Zorunlu Karşılık Oranı:** Bankaların ellerinde bulundurdukları mevduatın Merkez Bankasında bulundurulması zorunlu olan kısmına kanuni karşılık veya zorunlu karşılık denir. Bu oran çoğaltan formülünün paydasında yer aldığı için para çarpanı ile ters orantılıdır. Zorunlu karşılık oranı artarsa bankaların Merkez Bankasının kasasında bulundurmak zorunda oldukları para miktarı artacak böylece piyasadaki para doğrudan azalacaktır (Biçici, 2015:8).

**Parasal Taban Etkisi:** Para arzı ile parasal taban arasında doğru yönlü bir ilişki vardır. Açık piyasa işlemleri ile parasal tabandaki bir artış, dolaşımdaki parayı ve vadesiz mevduatı artırarak para arzını artıracaktır (Özyurt, 2010:173).

**Reeskont Oranı:** Nakit rezervleri geçici olarak belirli bir düzeyin altına inen bankalar Merkez Bankasından borç alabilirler. Bankaların bu yolla Merkez Bankasından aldıkları borçlar para arzını artırır. Merkez Bankasının bankalara sağladığı bu kaynağa uyguladığı faiz oranına reeskont faiz oranı denir (Bocutoğlu, 2011:167).

Reeskont oranları doğrudan kredi talebini etkileyen bir araçtır. Çünkü kredilerin maliyetini reeskont faiz oranları doğrudan etkileyebilir. Merkez Bankası kendisine getirilen ticari senetleri tekrar kırarken uyguladığı faiz oranını eğer artırırsa bankalar Merkez Bankasından olan kredi taleplerini azaltacaklardır. Buna bağlı olarak diğer bankaların iskonto oranı yükseleceğinden iskontoya gelen kişi ve kurumların ticari senetleri azalacağından para arzı bu yol ile azalmış olacaktır. Bu durumun tam tersi durumunda ise yani Merkez Bankası reeskont oranını azalttığında ise para arzı artacaktır (Erdaş, 2004:59).

**Halkın Nakit Tercihi:** Halkın nakit tercihi ile para arzı arasında ters orantılı bir ilişki vardır. Eğer bireyler daha fazla nakit para tutmak isterlerse bankalarda



bulunduracakları vadesiz mevduat miktarı azalacaktır. Bu durumda dolaşımdaki para miktarı artar. Para arzı artar. Nakit tercih oranını etkileyen unsurlar ise; gelir düzeyine, enflasyon oranına, vadesiz mevduatlara ödenen faiz oranına, banka paniklerine, yasal olmayan faaliyetlerin hacmidir. Bu unsurlarda azalma olduğunda kişilerin nakit tercih oranı azalır ve para çarpanının değeri büyür. Böylece para arzı artmış olur (Biçici, 2015:7).

**Âtıl Rezerv Oranı:** Serbest rezerv olarak da isimlendirilir. Âtıl rezerv oranı para arzı ile ters yönlü olarak işler. Âtıl rezerv oranı bankaların kredi verebilecekleri para miktarını azaltır. Bu nedenle kaydı paranın oluşturulma sürecini olumsuz etkiler. Bu oran; piyasa faiz oranı, beklenen mevduat çıkışı, borçlanma maliyeti, finansal sistemdeki istikrarsızlık gibi faktörlerden etkilenir. Piyasa faiz oranları yükseldiği durumda elde para tutmanın fırsat maliyeti artar. Bu nedenle serbest rezerv tutmanın maliyeti fazla olacağından faiz oranları yüksek iken serbest rezerv miktarı azalır. Ancak eğer serbest rezerv oranı artırılırsa vadesiz mevduat hacmi bu oran lehine azalacaktır. Böylece para arzı azalacaktır (Biçici, 2015:7).

**Mevduat Akışında Belirsizlik:** Para arzı ile mevduat akışı arasındaki belirsizlik arasında negatif ilişki vardır. Eğer belirsizlik artar ise bankalar kendilerini güvende hissetmek için daha fazla âtıl rezerv bulundurmak isteyeceklerdir. Bu durumda da vadesiz mevduata göre âtıl rezerv miktarı arttığı için bankalar kredi verebileceği mevduat miktarı azalacak ve para arzı azalmış olacaktır (Özyurt, 2010:173).

**Piyasa Faiz Oranı ile Âtıl Rezerv İlişkisi:** Para arzı ile piyasa faiz oranı arasında ters orantılı ilişki vardır. Eğer bu oran yükselirse âtıl rezervlerin fırsat maliyeti artacaktır. Bu durumda bankalar daha az âtıl rezerv bulunduracaklardır. Bankaların daha az âtıl rezerv bulundurması halinde vadesiz mevduat miktarı artacaktır. Vadesiz mevduat miktarının artması ise daha fazla kredi verilebilme imkânı yaratacağından para arzı artacaktır (Özyurt, 2010:174).

**Piyasa Faiz Oranı Kredi Fon Talebi İlişkisi:** Kredi talebi ile piyasa faiz oranı arasında ters orantılı ilişki vardır. Eğer bu oran yükselirse kredilerin maliyeti

artacaktır. Bu durumda kredi kullanan girişimciler ve tüketicilerin kullandıkları kredi miktarı azalacaktır. Sonuçta da para arzı azalacaktır (Özyurt, 2010:175).

**Vadeli/Vadesiz Mevduat Oranı:** Vadeli mevduat talebi ile para arzı arasında ters yönlü ilişki vardır. Vadeli mevduat talebinin artması halinde bankaların vadesiz mevduat miktarı azalırken vadeli mevduat miktarı artacaktır. Bu durumda bankaların kredi verebilecek mevduatı azaldığından para arzı azalacaktır (Özyurt, 2010:175).

**Vadeli Mevduat Zorunlu Karşılık Oranı:** para arzı ile vadeli mevduat karşılık oranı arasında ters orantılı ilişki vardır. Eğer bu oran artar ise kaynakların daha fazlası vadeli mevduata daha azı vadesiz mevduata yöneleceğinden para arzı daralacaktır. Çünkü bankaların vadesiz mevduat miktarı azaldıkça kredi verebilecek mevduatları da azalmış olacağından para arzı daralacaktır (Özyurt, 2010:175).

Sonuç olarak bakıldığında Merkez Bankaları çeşitli enstrümanlar kullanarak para arzını değiştirmekte böylelikle ekonomide fiyat istikrarı, hasıla, istihdam gibi değişkenleri etkilemektedir. Merkez bankasının nihai hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu bilindiğine göre merkez bankası çeşitli parasal büyüklükler üzerinden para arzını etkileyerek bu istikrarı sürdürmeye çalışmaktadır. Yukarıda da kısmen bahsedildiği üzere Merkez Bankası parasal tabanı kontrol etmek istediğinde açık piyasa işlemleri ve reeskont oranını kullanırken, para çarpanını kontrol etmek istediğinde zorunlu karşılıkları kullanarak para arzını etkilemiş olacaktır. Burada açıklanmaya çalışılan çeşitli enstrümanlar ise gerek para çarpanı gerekse parasal taban üzerinde etkili olarak para arzını belirlemeye yönelik uygulamalardır.

## **1.2. Para Politikasının İşleyişi ve Para Politikasına İlişkin Temel Kavramlar**

### **1.2.1. Para Politikasının Tanımı**

Genel olarak para politikası, belirli ekonomik araçları gerçekleştirmek için para arzının Merkez Bankası tarafından kontrol edilmesi suretiyle bilerek ve isteyerek yapılan faaliyetlerin bütünüdür (Tokel, 2011:4).

Ayrıca para politikası ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve istihdam artışı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye

yönelik hamlelerin bütünüdür. Para politikasından sorumlu olan kurum ise Merkez Bankalarıdır (Çağlav, 2014:3).

Başka bir tanımlamaya göre para politikası, Merkez Bankasının ulusal ekonomi politikalarını desteklemek amacı ile faiz oranları ve para arzı üzerindeki müdahalesidir (Paya, 2013:8).

Para politikasının işlevi ise merkez bankasının para politikası araçları vasıtasıyla piyasadaki para miktarını artırması veya azaltmasıdır.

Para politikası genellikle genişletici ya da daraltıcı para politikası olarak ikiye ayrılır. Genişletici para politikası, ekonomideki toplam para arzının; yani ekonomideki para miktarının artırılması ve buna bağlı olarak faizlerin düşerek, tahvil fiyatlarının yükselmesi anlamına gelirken, daraltıcı para politikası ekonomideki toplam para arzının azaltılarak buna bağlı olarak faizlerin yükselmesi ve talep daralmasının sağlanması anlamını taşır. Genişletici para politikası durgunluk dönemlerinde ekonomiyi canlandırmak ve talep artışı sağlamak amacıyla kullanılırken, daraltıcı para politikası, yüksek enflasyonun ekonomiye hâkim olduğu dönemlerde ekonomideki toplam tüketim eğilimin ve toplam talebin azaltılması amacıyla uygulanmaktadır (Öztürk, 2012:9).

Özetle para politikası; her ülkede merkez bankasının çeşitli ekonomik amaçlara ulaşmak için veya bazı makroekonomik sorunları çözebilmek için çeşitli araçları kullanarak uyguladığı politikadır (Akçay, 2009:5).

Yukarıdan da anlaşılacağı gibi para politikasının birbirine yakın birden fazla tanımı bulunmaktadır. Tanımlamaların içinde geçen para politikasının amaç ve araçları aşağıda açıklanacaktır.

### **1.2.2. Para Politikasının Amaçları**

1973 yılında yaşanan Petrol Krizinin ardından 1970'li yılların sonlarına doğru finans piyasalarında yaşanan serbestleşme eğilimleri dünyanın birçok ülkesinde planlı ekonomiden ziyade serbest piyasa ekonomisinin önemini göstermiştir. Bu gelişmeler dünyada etkin ve planlı bir para politikasına geçilmesine neden olarak parasal otoritenin bu çerçevede belirli amaçlar ve bu amaçlara ulaşmak için

kullanılması gereken araçlar belirlemesine neden olmuştur. Bu doğrultuda merkez bankaları, para arzı kavramı üzerinde durarak para politikasını yürüten otorite olarak öne çıkmışlardır (Eğilmez ve Kumcu, 2007:310-312).

Merkez bankaları para arzında değişiklik yaparak faiz oranları, toplumun yatırım, tüketim, tasarruf eğilimleri üzerinde değişiklik yapabileceklerini göstermişlerdir. Örneğin; Merkez Bankasının faiz oranlarını yükseltmesi, faiz geliri kazanmak için elde tutulmak istenen para miktarının artmasına, buna bağlı olarak para talebinin artmasına, yatırımların artmasına ve sonuç olarak da ülkenin büyüme hızının yükselmesine yol açar. Bu örnekten yola çıkarak faiz oranlarının ülkedeki yatırım miktarının ve tasarruf düzeyinin belirlenmesine etkili bir aktör olduğu söylenebilir (Öztürk, 2012:12).

Bazı para politikası amaçları birbirlerini tamamlar nitelikte olmasına rağmen, bazı amaçlar da birbiriyle çelişebilir. Örneğin; döviz kurunun aşırı yükselmesini engellemek için merkez bankasının faiz artırımına gitmesi kısa vadede döviz kurunun aşırı yükselmesini engelleyebilir. Ancak yükselen faiz ile birlikte ülkenin tasarrufları faiz aracılığı ile dış ülkelere transfer olabilir. Bu nedenle merkez bankaları amaçlarını belirlerken mümkün olduğu kadar birbirini tamamlayıcı nitelikte olan amaçlar tercih edilmelidir. Para politikası temelde pek çok amacı bir arada içermesine rağmen en temel hedefleri aşağıda belirtilmiştir (Öztürk, 2012:13).

Bu bağlamda para politikası amaçlarını sıralanacak olursa;

- Tam istihdamın sağlanması,
- Fiyat istikrarının sağlanması,
- Ödemeler bilançosu dengesini sağlanması,
- Ekonomik büyüme hızının artırılması,
- Faiz oranlarında istikrarın sağlanması,
- Finans piyasalarında istikrarın sağlanması,

#### ***1.2.2.1. Fiyat İstikrarının Sağlanması***

Yaşanan ekonomik buhranlar ve Dünya Savaşları neticesinde ülkelerin ekonomik yapılarında meydana gelen tahribatlardan dolayı fiyat istikrarının önem

kazanması söz konusu olmuştur. Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Bugün için gelişmiş ülkelerde, yüzde 1 ile yüzde 3, gelişmekte olan ülkelerde ise yüzde 3 ile 5 arasındaki enflasyon oranları düşük enflasyon oranları olarak kabul edilmektedir (Serdengeçti, 2002:1).

Fiyat istikrarı, bütün iktisadi karar birimlerinin, her türlü iktisadi eylem ve davranışlarını yürütürken ya da planlarken, fiyatlardaki değişimleri temel belirleyici değişken olarak düşünmedikleri durumu ifade eder. Fiyat istikrarının, para politikası amaçları arasında üst sıralara yükselmesi, ekonomide yaşanan enflasyon sorununun meydana getirdiği tahribatlardan kaynaklanmaktadır. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışların, iktisadi anlamda en olumsuz etkisi, belirsizlik ortamına yol açmasıdır. Fiyatlardaki artışlar, bütün iktisadi birimlerin gelecek ile ilgili sağlıklı kararlar almasını zorlaştırır (Sezer, 2013:30).

Fiyatlar genel düzeyindeki değişimlerin sürekli ve belirsiz olduğu dönemde fiyat bir veri olarak iktisadi karar birimlerinin davranışları üzerindeki pozitif etkisini yitirebilir. Yani fiyatların aşırı yüksek olduğu veya hızlı değiştiği dönemlerde tüketiciler ve yatırımcılar karar vermekte zorlanabilirler. Bu durumda fiyatların bilgi verebilme özelliği aşınmış olur. Böyle bir durumda ekonomik aktiviteler gerçekleşmez veya aksamaya uğrar. Bu nedenle de merkez bankası ekonomik aktivitelerin sağlıklı biçimde işleyebilmesi için fiyat istikrarına oldukça fazla önem vermektedir.

#### ***1.2.2.2. Tam İstihdamın Sağlanması***

Para politikasının amaçlarından biri istihdamı artırmak yani işsizliği önlemektir. 1929 Dünya Ekonomik Buhranından sonra meydana gelen iktisadi daralma ve buna bağlı olarak işsizliğin artması, tam istihdamı para politikası amaçlarından biri haline getirmiştir (Şahin, 2011:41).

Para politikası uygulaması açısından tam istihdamın amacı, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, yapısal, mevsimlik ve arazi işsizlik türlerinin giderilmesini ya

da ortadan kaldırılmasını da içermektedir. Ancak, tam istihdamın ölçülmesinde, arızı ve mevsimlik işsizliğin tamamen ortadan kaldırılmasının zorluğu nedeniyle, kabul edilebilir bir minimum işsizlik oranı da tam istihdam sayılmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde ortalama %3 oranında işsizlik oranı normal kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde ise bu oran %5'e kadar çıkmaktadır (Tokel, 2011:5).

Tam istihdamı sağlamaya çalışmak veya yüksek istihdam sağlamak işsizliği azaltmaya yönelik bir para politikası takip etmek anlamına gelir (Göktaş, 2010:29).

Para politikası için tam istihdam amacı söz konusu ise, sorulması gereken şey hedef olarak ulaşılmak istenen tam istihdam düzeyinin ne olması gerektiği sorusudur. Bir ekonomide işsizlik oranının sıfır olması durumunun pek olası bir durum olmadığı varsayıldığında, fiyat istikrarı ile bağdaşabilen tutarlı bir işsizlik oranı ne düzeyde olmalıdır. Bu işsizlik oranının ne olduğu ekonomilerin yapısal özelliklerine göre değişim gösterebilmektedir. Yukarıda da bahsedildiği gibi uygun olarak kabul edilebilecek işsizlik oranı doğal işsizlik veya doğal noksan istihdam oranı olarak da ifade edilebilmektedir (Oktar, 2008:6).

### ***1.2.2.3. Ekonomik Büyüme Hızının Artırılması***

Ekonomik büyüme, bir ülkenin milli gelirinin bir önceki yıla göre artış oranıdır. Reel büyüme oranı ve nominal büyüme oranı olmak üzere iki şekilde ölçülür. Cari fiyatlarla büyüme oranı nominal büyümeyi, belli bir yıl baz alınarak hesaplanan sabit fiyatlarla büyüme ise reel büyümeyi gösterir (Aziziov, 2007:10).

Ekonomide fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi için para arzının ulusal gelirdeki artışa paralel olarak artırılması gerekir. Ancak bazı durumlarda ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesine yönelik hedef bunu engelleyebilir. Zira ekonomik kalkınmanın özellikle gelişmekte olan ülkelerde kaynak yetersizliği nedeniyle enflasyonist yollardan finansmanı, fiyat istikrarını bozucu etkiler meydana getirir. Bunu önlemek için para arzının artırılması ise ekonomiyi daraltır ve küçültür. Bu bakımdan para politikasının, fiyat istikrarı ve kalkınma hedefiyle çelişmeyecek biçimde düzenlenmesi büyük önem taşır (Oktar, 2008:8).

Çalışmanın ilerleyen kısımlarında da kısmen bahsedileceği üzere kurala bağlı para politikası, ekonomik büyümeyi sağlamanın yollarından birisidir. Para politikaları yapılırken belirlenen politikanın ekonomik büyümeyi destekler nitelikte olmasına dikkat edilmelidir. İkinci dünya savaşı sonrasında önem kazanmaya başlayan ekonomik büyüme olgusu, ülkelerin tam istihdam düzeylerini ve kişi başına düşen milli gelirlerini etkilemesi nedeni ile önem taşımaktadır. Büyüme hızının ülkelerin gelişmişlik seviyesinin ölçülmesinde belirleyici olması nedeni ile seçilen politikalar büyüme hızını arttıracak nitelikte ve birbiriyle uyumlu olmalıdır (Önder, 2005:8).

#### ***1.2.2.4. Ödemeler Bilançosu Dengesinin Sağlanması***

Ödemeler bilançosu bir ülkenin ekonomik durumunun tablosu niteliğindedir. Tanım olarak ödemeler bilançosu bir ülkedeki yerleşik kişi işletme veya kurumların yabancı ülkelerle yürüttükleri ekonomik ilişkilerin kayıtlarıdır (Öztürk, 2012:14).

Para politikası uygulaması açısından ödemeler bilançosunun dengeli olmasının amacı, ödemeler bilançosunun iyileştirilmesi olarak anlaşılabilir. Ödemeler bilançosu, genellikle belli bir zaman döneminde (bir yıl) iç ve dış ekonomik birimler arasındaki ödemelerin rakamsal durumunu gösteren bir bilançodur. Bilançonun aktifinde ödeme girdileri, pasifinde ise diğer ülkelere yapılan ödemeler yer alır (Aktaş, 2014:5).

Enflasyon, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, harcama genişletici politikalar, kalkınma hızı, teknolojik değişimler, hammaddeler açısından dışa bağımlılık, zevk ve tercihler; iktisadi dalgalanmalar, döviz spekülasyonu ve mali krizler ödemeler dengesi açıklarının nedenleri arasında gösterilebilir (Seymen ve Bilman, 2013:19).

Para politikasının ödemeler bilançosu dengesini sağlayıp sağlayamayacağı noktası önemli bir konudur. Para politikasının ödemeler bilançosu dengesini sağlayabilmesi için kabul edilen döviz kuru sistemiyle birlikte değerlendirilmesi gerekir. Eğer sabit döviz kuru sisteminde para politikası ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasını destekleyebiliyorsa sorun yoktur. Bu sağlanmadığında, dengeyi sağlamak için esnek döviz kuru sistemi kullanılmaktadır. Esnek döviz kuru

sisteminde yabancı paraların değeri dalgalanmaya bırakılır. Paranın fiyatındaki değışmelerle ödemeler bilançosu dengesi sağlanmaya çalışılır. Ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasının bir diğey yolu da döviz kontrollerine gidilmesidir. Yani hükümetin getirdiğı düzenlemelerle dış ödemeler sınırlı tutulmakta ve bu yolla denge oluşturulmaktadır (Aktaş, 2014:6).

Para politikasının dış dengeyi sağlamak yönünde kullanılması iç istikrarı bozucu etkilere neden olabilir. Nitekim ödemeler bilançosu açık vermesi durumunda, açığı kapatmak amacıyla para stokunun azaltılması üretim hacminin daralmasına ve istihdam düzeyinin düşmesine yol açabilir. Buna karşılık, ödemeler bilançosunun fazla vermesi durumunda, bu kez da para stokunda genişleme yapılması gerekir. Ne var ki, bu da ekonomi üzerinde enflasyonist baskılara yol açarak iç dengeyi bozabilir. Bu bakımdan, dış dengeyi sağlamaya yönelik olarak kullanılacak para politikası, üretim ve istihdam politikalarıyla çatışma halindedir. Böyle bir çatışmanın varlığı, siyasi karar alıcıyı, bir tercihle karşı karşıya bırakır. Ya iç istikrarsızlığın yaşanması pahasına dış denge sağlanacak ya da bunun tersi olacaktır. Ancak genel eğilim çoğunlukla, dış dengenin özveride bulunma yönündedir. Zira, işsizliğin yaratacağı toplumsal baskılar, ülkeleri ağır maliyetlerin altına bırakabilmektedir. Bu nedenle, ödemeler bilançosunda denkliğı sağlamak üzere, uygulanacak para politikası önlemlerinin yerine, dış ticaretin genişlemesini ya da daraltılmasını sağlayacak önlemlerin alınması daha uygun düşebilir (Aziziov, 2007:12-13).

#### ***1.2.2.5. Faiz Oranlarında İstikrarın Sağlanması***

Ekonomik açıdan istikrarı sağlayabilmek için faiz oranlarındaki dalgalanmaları önlemek gerekir. Faiz oranlarındaki istikrarsızlıklar belirsizlik ortamına yol açmakta, bu durumda yatırımcıların gelecekle ilgili sağlıklı karar almalarını engellemektedir. Dolayısıyla para politikası amaçlarından biri de faiz istikrarını sağlamaktır.

Bunun yanında faiz oranları bir ülkeye gelecek yabancı sermayenin de tetikleyicisi konumundadır. Örneğin bir ülkeye yabancı yatırımcılar sadece uzun vadede yatırım yapmak için değil kısa vadede sermaye piyasalarında işlem yapmak amacıyla da gelebilir. Faiz oranlarının istikrarsız olması sermaye piyasalarında işlem yapmak için ülkeye hızlı yabancı sermayenin girmesine ya da ülkedeki yabancı



sermayenin kaçmasına neden olabilir. Bu nedenle merkez bankaları ekonomik aktivitelerin istikrarlı olması için faiz düzeyindeki aşırı dalgalanmalara duyarlı olmalıdırlar (Öztürk, 2012:16).

Ayrıca borçlu-alacaklı ilişkileri, modern ekonomik yaşamın temel olgularından birisidir. Faiz düzeyinde yaşanan büyük değişimler, borçlu-alacaklı ilişkilerini bozmakta, ileriye dönük verimlilik hesaplarının yapılmasını zorlaştırmaktadır. Beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında çok büyük farklar çıktığında, mali araçlar ya çok büyük kârlar elde etmekte ya da büyük zararlara uğramaktadırlar. Bu nedenle merkez bankaları faiz düzeyindeki aşırı iniş ve çıkışlara son derece duyarlıdırlar (Aktaş, 2014:5).

#### ***1.2.2.6. Finans Piyasalarında İstikrarın Sağlanması***

Finansal istikrar, finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerinde olması gereken istikrarı ve bu unsurların şoklara karşı dayanıklılığını ifade etmektedir. Bu alanlardaki istikrar, genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemesini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların verimli bir şekilde dağılımını ve risklerin uygun bir şekilde yönetimini beraberinde getirmektedir (Balmumcu, 2013:21).

Finansal piyasalarda istikrarın sağlanması için Merkez Bankası'na önemli görevler düşmektedir. Bu anlamda üstleneceği en önemli görev, finansal panikleri önlemeye çalışmaktır. Nakit azlığı sorunlarının giderilmesi amacıyla son kredi mercii olma işlevinin gerektiğinde devreye sokulması, finansal paniklerin önlenmesi açısından önemli bir adımdır. Çünkü kendisine yönelik ödeme taleplerini yerine getiremeyen bir banka, domino etkisiyle hızla yayılabilecek bir finansal krizin başlamasına sebep olabilir (Tokel, 2011:6).

Diğer taraftan, uluslararası ticaretin gelişmesi ve sermaye akımlarının serbestleşmesi ile birlikte, bankaların uluslararası düzeydeki faaliyetleri de artmakta ve bankalar tarafından gerçekleştirilen parasal işlemler giderek çeşitlilik kazanmaktadır. Bu nedenle, merkez bankalarının küresel gelişmelerin neden olduğu çeşitliliği dikkate almadan etkin bir para politikası izlemeleri mümkün

görünmemektedir. Dolayısıyla finansal sistemin makro düzeyde değerlendirilmesi, finansal istikrarı bozabilecek unsurların tespiti ve gereken önlemlerin alınması, merkez bankalarının görevleri arasında yer almaktadır. Çünkü etkin işleyen güçlü bir finansal sistem aynı zamanda dışsal şokların atlatılması için gerekli esnekliği de sağlamaktadır (Balmumcu, 2013:21).

Ayrıca bankacılık ve finans kesiminin para politikası aktarım mekanizmasının bir parçası olması ve finansal istikrarsızlığın sürdürülebilir büyüme ve fiyat istikrarı üzerinde olumsuz etkileri olması da finansal istikrarın önemini artırmaktadır.

### **1.2.3. Para Politikası Araçları**

Merkez bankalarının kullandıkları para politikası araçları, ekonomik yapının etkilenmesi dolayısıyla geçmişten günümüze kadar gelen merkez bankacılığının gelişim ve değişimlerinden etkilenerek birtakım farklılıklar oluşturmuştur.

1970'ler öncesi merkez bankacılığında doğrudan para politikasının kullanıldığı görülmektedir. Bunun nedeni ise genel olarak ekonominin kamu müdahalesine maruz kalması ve sermaye hareketlerinin kısıtlanmasıdır. Liberal ekonomi etkisiyle birlikte finansal piyasalar etkin olmaya ve sermaye hareketleri hızlanmaya başlayarak, 1970'lerin sonlarında gelişmiş ülkeler; faiz oranı tahvilleri, kredi kontrolleri gibi doğrudan araçları kullanmaktan vazgeçip dolaylı araçlar kullanmaya başlamışlardır (Yılmaz, 2015:17).

Para politikası amaçlarının gerçekleştirilebilmesi, merkez bankalarının bu konuda yeterli yetkiye ve gerekli para politikası araçlarına sahip olmalarını gerektirmektedir. Bu bağlamda merkez bankaları, parasal taban veya çarpanını etkileyerek para arzını istenilen yönde değiştirebilmek için temel para ve kur politikası araçları olarak; açık piyasa işlemleri, reeskont politikası, yasal karşılık politikası, kantitatif kredi politikası ve zorunlu devir politikası şeklinde para politikası araçlarını kullanmaktadırlar (Sezer, 2013:53).

Para politikası araçları üzerinde bir ayırım yapmamız gerekirse, doğrudan ve dolaylı olmak üzere temelde ikiye ayırabiliriz. Ayırım yaparken kullanmış olduğumuz mantık ise, doğrudan para politikalarında, para politikası otoriteleri tarafından bir

eylem planı belirlenmiştir. Ancak dolaylı para politikalarında ise genel olarak piyasalardaki arz-talep oluşumu göz önünde bulundurulur. Doğrudan para politikaların sonuçları piyasadaki ticari bankalar üzerinde etkiliyken, dolaylı para politikalarının etkileri merkez bankası üzerinde görülmektedir (Önder, 2005:58).

Doğrudan ve dolaylı para politikası araçlarının ayrımını biraz daha açacak olursak (Kılıçoğlu, 2015:16).

➤ Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi- mevduat) belirler veya sınırlandırırken, dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz-talep koşulları etkilenerek yürütülmektedir.

➤ Kredi tavanları biçimindeki dolaysız para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi amaçlarken, dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası faizlerini etkilemeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla, doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa temelli araçlardır.

#### ***1.2.3.1. Para Politikasının Doğrudan Araçları***

Para politikası araçları, para politikası hedeflerine ulaşabilmek amacıyla kullanılan ve merkez bankasının kontrolü altında olan büyüklükler veya değişkenlerdir. Doğrudan para politikası araçları ise ara hedefleri doğrudan kontrol eden araçlardır.

Bazen para politikasının özel araçları olarak da adlandırılabilen dolaysız araçlar belirli mali kuruluşlara yöneltilmiş araçlardır. Özel araçlar seçicidir ve esas olarak söz konusu mali kuruluşun kredi arzına ilişkin faaliyetlerini sınırlamak amacıyla kullanılmaktadır (Karaca, 2010:21).

Yani doğrudan kontrol aslında ticari bankalardaki kredi ve mevduatın fiyatını veya miktarını merkez bankasının doğrudan kontrol edilebilmesidir. Miktar kısıtlamalarına örnek olarak banka kredilerinin veya mevduatlarının artışına (büyüme hızlarına) üst sınırlar koyulması gösterilebilir. Faiz oranı kontrollerine örnek ise, bankanın kredi veya mevduat oranlarına üst sınır konulması gösterilebilir. Dolayısıyla, en çok kullanılan dolaysız para politikası araçları faiz oranları

kontrolleri ve merkez bankası kredilerinin bankalar için tahsis ettiği üst sınırlardır (Önder, 2005:59).

Doğrudan para politikası araçları, merkez bankasının para politikası işleyişlerinden farklı olarak yasal düzenlemeler kanalıyla gerçekleştirilen para politikası araçlarıdır. Doğrudan araçların en çok kullanılan ve en aktif olanları faiz oranı kontrolleri, banka bazlı kredi tavanları ve yönlendirilen kredi çeşitleridir (Yılmaz, 2015:19).

Doğrudan para politikası araçları şunlardır;

**1) Farklılaştırılmış İskonto Oranları:** Merkez bankasının bankaların kendisine getirdiği senetlere, senetlerin mahiyetine göre farklı reeskont oranları uygulamasıdır. Buradaki amaç bazı sektörlerin gelişmesini teşvik etmek veya sınırlamaktır (Koçyiğit, 2009:11).

**2) Kredi Tavanları:** Merkez bankası, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir sınırlama getirebilir. Açılacak kredilere uygulanan sınırlamalar içeriklerine göre farklılıklar gösterebilir. Örneğin teşvik edilmek istenen sektörlerde kredi tavanları yüksek tutularak kredilerin bu sektörlerle yönelmesi sağlanabilir. Kredi tavanı sınırlaması banka bazında da uygulanabilmektedir. Bu tavanlar bankaların sermayesine, mevcut kredilerine, kredi alanlara ve mevduatlarına göre belirlenebilmektedir. Bu tür önlemlerle merkez bankaları, ticari banka fonlarının bazı spekülasyon faaliyet ve alanlara kayışını da önlemeyi amaçlamaktadırlar (Çağlav, 2014:11)

**3) Faiz Oranı Kontrolleri:** Ekonomilerdeki genel para otoritesi olan merkez bankaları, ülkelerindeki bankalar üzerinde oransal olarak zorunluluklar getirebilirler. Bu zorunlu oranlar topladıkları mevduata verecekleri faiz oranı olacağı gibi, bankaların verdikleri kredilerde kullandıracakları faiz oranı da olabilir. Bankaların topladıkları mevduat faiz oranı ile kullandırdıkları kredi

faiz oranı arasında bir fark vardır. Bu faiz oranı arasında oluşan makas farkı bankaların karlılıklarının en büyük göstergesidir. Parayı toplarken ve kullandırırken uygulayacakları faiz oranının merkez bankası tarafından belirlenmesi, ticari bankaların karları üzerinde merkez bankasının doğrudan müdahalesi anlamına gelmektedir. Bu işleyiş temelde serbest piyasa ekonomisinin mantığıyla çok uyummadığı için günümüz merkez bankası para politikası araçları arasında çok uygulanmaz. Ancak herhangi bir ekonomik daralma ya da kriz gibi bir durumda, piyasaların güven kazanması için merkez bankalarının böyle bir uygulamaya gitmesi de şaşırtıcı olmayacaktır (Sezer, 2013:55).

**4) Disponibilite Uygulaması:** Merkez bankası, bankaların taahhütlerinin belirli bir oranı karşılığında, disponibl (hazır ve kullanılabilir para) değerler tutmalarını zorunlu kılabilir. Bu oranın yükselmesi, para çoğaltanını küçültürken para arzını daraltacaktır. Genel olarak istenilen âtil rezervler, belirli bir gün bazında hesaplanan mevduat bazında veya özel bir mevduat hesaplama süresi boyunca ortalama mevduat hacmi bazında hesaplanır. Az gelişmiş ülkelerde, mevduat zorunlu karşılıkları ile birlikte, bu araç faizlere göre çok daha uygun parasal kontrol araçları olarak kabul edilir, çünkü menkul kıymet piyasalarında işlem hacmi düşük türev araç çeşitliliği azdır. Dolayısıyla mevcut araçlar, ticari bankaların likidite fazlalığını temizlemeye etmeye yetmemektedir (Güneş, 1990:25).

**5) İthalat İçin Depozito Zorunluluğu:** Merkez bankaları, ithalatçı kuruluşlarca yapılan toplam ithalat değerinin belirli bir yüzdesini merkez bankasına yatırma zorunluluğu getirebilir. Böylece merkez bankası ithalatı kısıtlama yoluna gidebilir. Bu uygulama ya ithal edilen tüm mallara yönelik olarak gerçekleştirilir ya da ithal edilen bazı mallar hedef alınmaktadır. Tüm mallara yönelik olarak gerçekleştirilen uygulama, toplam talebi kısıtlayarak enflasyonist etkileri ortadan kaldırmaktadır (Çağlav, 2014:12).

**6) Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi:** Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı kurumların portföylerinde hangi tür kıymetlerden ne oranda bulundurabileceklerini belirleyebilir. Böyle bir uygulamayla, finansal kuruluşların ellerinde olan fonlar, ekonomik gelişmeye katkı sağlayacak kuruluşlara iletilmek istenebilir. Düzenlemenin etkin bir durumda gerçekleşebilmesinin şartı o ülke piyasasının yeteri kadar bilgiye erişmesidir (Yılmaz, 2015:22).

**7) Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kontrol:** Para otoriteleri hisse senedi ve tahvillerin peşin alınmaması sonucunda, bazı senetlerin alımında ne kadar peşin ödeme olacağını belirleyebilir. Ayrıca bireysel tasarrufların yönelebileceği bazı faaliyet ve alanları sınırlandırılabilirken, bazılarının da teşvik edilebilir. Bu şekildeki kredi kontrolleri, 1930 yıllarında Amerika Birleşik Devletleri'nde bankaların sahip olduğu borçların senet piyasalarında spekülasyona neden olmasından dolayı senet fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Alınan senetlerin ileride teminat şeklinde gösterilerek yeniden borçlanma yoluna gidilmesi, sonuç olarak para miktarının yükselmesini sağlanması nedeniyle kullanıma girmiştir (Koçyiğit, 2009:12).

**8) Tüketici Kredilerinin Kontrolü:** Para otoritesi konut ve otomobil gibi dayanıklı tüketim mallarının taksitli alımlarında kullanılan tüketici kredilerinde, müşterilerin peşin olarak ödeyecekleri kısmın minimum düzeyi ile bu kredilerin vadelerinin değiştirebilir. Böylece bu kredilere olan talep azaltılarak kaynakların tüketim mallarının üretimi için kullanılması azaltılmış olur. Böylece kaynaklar, kalkınma için daha önemli görülen sektörlere kaydırılabilir (Karaca, 2010:23).

**9) Merkez Bankasının Telkin ve Tavsiyeleri:** Merkez bankası, bazı durumlarda bankaların ve bireylerin davranışlarını değiştirmesi için ikna gücünü kullanabilir. Bu politikaya, merkez

bankasının açık ağız politikası ya da ahlaki korkutma politikası da denmektedir. Özellikle, kriz dönemlerinde, Asya ülkelerinde (Singapur, Malezya) çok sık kullanılmıştır. Bu politikanın yasal bir dayanağı olmamakla beraber, merkez bankası bankaları ülke çıkarları doğrultusunda hareket etmeye ikna edebilir (Önder, 2005:65).

#### **1.2.3.2. Para Politikasının Dolaylı Araçları**

Dolaylı para politikası araçları, merkez bankasının piyasaya bir aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan araçlardır. Dolaylı araçlarda merkez bankasının piyasalar üzerinde doğrudan bir etkisi yoktur. Merkez bankası bu araçları kullanırken piyasadaki diğer aktörler gibidir. Yani piyasa aktörlerinden bir farkı yoktur. Bu araçlar literatürde piyasa bazlı araçlar olarak da tanımlanır. Bu araçlar, piyasada aktörlerinin isteğine bağlı olarak, piyasadaki fiyat üzerinden yapılan işlemler ile bankalara sağlanan likidite üzerinde etki oluşturmaktadırlar. Böylelikle bankaların rezervlerine olan arz ve talep dengeleri üzerindeki bu değişiklik, interbank ve para piyasası faizinin yeniden değişmesini sağlar. Doğrudan araçların kayıt dışı finans sektörünün büyümesini tetiklediği ve mali aracılık kurumlarının hizmetlerinin etkinliğini nispeten azalttığı için dolaylı araçların kullanımı daha aktif hale gelmiştir. Teknolojik gelişmelerin yanında işlem maliyetlerinin azalması da dolaylı araçların etkinliğini artırmıştır (Sezer, 2013:57-58).

Dolaylı araçlar, bazı nedenlerden dolayı doğrudan araçlardan daha etkindir. Bu nedenlerin başında ise dolaylı araçların mali aracılık hizmetlerinin etkin olarak kullanılmasını sağlaması ve kayıt dışı finans sektörünün büyümesini teşvik etmemesi gelmektedir. Ayrıca, teknolojik gelişmelerde yaşanan büyük orandaki ilerlemeler bilgi ve işlem maliyetlerini düşmesine neden olmuş, yaşanan finansal yenilikler (liberalizasyon) de bu araçların kullanımını daha fazla etkin hale getirmiştir. Dolaylı araçlar, para politikasının oluşturulmasında piyasa güçlerine dayandırıldığından dolayı, hem ekonomik sinyallerin en temel kaynağı olan finansal piyasaların gelişimine yardımcı olmaktadır (Önder, 2005:65-67).

Para politikasının dolaylı araçları şunlardır;

- Açık piyasa işlemleri,
- Reeskont oranı,
- Zorunlu(kanuni) karşılıklardır

#### ***1.2.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri***

Açık piyasa işlemleri en geniş anlamıyla merkez bankasının hazineye ait bono ve tahvillerle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetlerin ya birincil piyasada ya da ikincil piyasada alınarak veya satılarak bankacılık sisteminin toplam rezervleri üzerinde etkide bulunarak nihai olarak ülkenin para arzını etkileyebilmesi olarak tanımlanabilir (Aktaş, 2014:7).

Açık piyasa işlemleri merkez bankalarının para piyasasındaki para miktarını ekonominin ihtiyacına göre ayarlamalarına imkân sağlar. Dar anlamda, devlete ait kıymetli kâğıtların merkez bankası tarafından alım satımı; geniş anlamda ise, daha çok iktisadi işletmelerin kredi faaliyetlerini kapsamaktadır. Açık piyasa işlemleri hazineye ait bono ve tahvillerin piyasalarda merkez bankası aracılığı ile alım satım işlemlerini kapsar (Keyder, 2005:73).

Günün her saatinde değişik yöntemlerle kullanılabilir olması ve parasal miktarlarda küçük değişikliklere olanak sağlamasından dolayı, esnek bir para politikası aracıdır. Etkinliğinin temelinde yatan sebep de budur. Ancak açık piyasa işlemlerinin kullanılabilmesi için, gelişmiş bir menkul kıymet ve para piyasası öncelikli koşuldur (Kılıçoğlu, 2015:22).

Merkez bankaları tarafından açık piyasa işlemleri hem savunmaya yönelik (defansif), hem de hücumaya yönelik (ofansif) amaçlarla kullanılır. Parasal tabana etki eden unsurlar, parasal tabanı beklenenden farklı etkilediğinde, merkez bankası bu aracı kullanarak dengeleyici bir etki sağlamayı amaçlar. Bu işlem, parasal tabanı değiştiren etmenlere karşı yalnızca savunma niteliği taşıdığından, bu davranışlara defansif davranış denir. Bunun yanında merkez bankası direk olarak parasal tabanı değiştirmek amacıyla -bir dengesizlik durumu söz konusu değilken- bu işlemi gerçekleştirecek olursa, bu davranışa ofansif davranış denir (Parasız, 2009:299).



Açık piyasa işlemlerinin avantajları; merkez bankasının kontrolünde olması, esnek bir yapıya sahip olması, yapılabilecek olası hataların kısa sürede düzeltilebilir olması ve çok büyük oranda bir bürokrasi gerektirmediği gibi kolayca uygulanabilmesidir. Açık piyasa işlemlerinin en önemli dezavantajı ise, bu işlemlerin ilk etkilerinin dar alanda ortaya çıkması ve bunun tüm ekonomiye yansımalarının vakit alabilmesidir (Aktaş, 2014:8).

Açık piyasa işlemlerinin uygulamada altı farklı çeşidi vardır (Kılıçoğlu, 2015:23-24).

**Doğrudan alım işlemleri (dinamik api);** merkez bankası, piyasada para miktarında bir azalma olacağını öngördüğünde menkul kıymetlerin, belirlenmiş fiyat üzerinden merkez bankasınca açık piyasa işlemi yapmaya yetkilendirilmiş kurumlardan satın alınması işlemidir. Böylece merkez bankası piyasalara para sürmüştür olur. Doğrudan satın alınacak işlemlerde vade sınırı yoktur. Genellikle de çağdaş merkez bankacılığı ilkelerine göre kamunun ihraç ettiği kıymetler birincil piyasadan alınmaz.

**Doğrudan satım işlemleri;** merkez bankası piyasalarda likidite fazlalığı olduğunu düşünüyorsa, menkul kıymetlerin belirlenmiş olan fiyatları üzerinden açık piyasa işlemi yapılmaya yetkilendirilmiş kurumlara satılması işlemidir. Bu satım işlemini merkez bankası yapar. Bu şekilde piyasadaki para miktarını azaltmış olur.

**Repo (geri satım vaadiyle alım,defansif api);** merkez bankası piyasaların geçici süreyle likidite azlığı yaşadığını düşünüyorsa bankacılık sisteminin bu ihtiyacını gidermek amacıyla ileriki bir tarihte tekrar geri satmak şartıyla menkul kıymet satın alır. Böylece menkul kıymetler merkez bankasının kasasına girerken bu kıymetlerin değerinde para piyasaya sürülmüş olur.

**Ters repo (geri alım vaadiyle satım);** piyasalarda geçici bir likit bolluğu yaşanıyorsa merkez bankası bu bolluğu gidermek amacıyla ileriki bir tarihte geriye almak kaydı ile menkul kıymet satması işlemidir.

**Depo alımı ve satımı;** merkez bankası genelde gecelik faiz oranlarının belirli düzeyler arasında olmasını ister. Bu nedenle gecelik faiz oranları üst düzeye

çıkıldığında merkez bankası bankalara belirli teminat karşılığında likidite sağlayarak para piyasasında para miktarını artırarak faiz oranını dengelemeye çalışır. Tam tersi durumda da bankalardan mevduat alarak faiz oranını yükseltmeye çalışır.

**Merkez bankası likidite senedi ihracı;** merkez bankası tarafından piyasadaki fazla likiditenin çekilmesi amacıyla çıkarılan ve vadesi 91 günü geçmeyen ikincil piyasalarda da alınıp satılabilen kıymetlerdir.

Sonuç olarak merkez bankası açık piyasa işlemi aracılığı ile ülkedeki birincil ve ikincil para piyasalarında menkul kıymet alım satımı yapar. Böylece merkez bankası açık piyasa işlemi ile para arzını değiştirerek ekonomideki parasal dengeyi sağlamış olur.

#### **1.2.3.2.2. Reeskont Oranı**

Merkez bankasının, para arzını para tabanı aracılığı ile kontrol etmek için izlediği para politikası araçlarından bir diğeri reeskont oranlarıdır. Reeskont politikası merkez bankasının, ticari bankaların kendisinden borçlanma koşullarını değiştirmesini ifade etmektedir (Ünsal, 2009:543).

Reeskont kredileri, merkez bankasının likiditenin son kaynağı olması fonksiyonundan dolayı likit açığı veren bankaya likit imkânı sağlar. Merkez bankası, bankaların reeskont kredisi taleplerini reeskont faiz oranında yapacağı değişiklikler ile caydırabilir veya teşvik edebilir. Böylece bankaların para ve dolayısıyla kredi imkanlarını genişletebilir veya daraltabilir. Çünkü bankalar ticari kurumlardır ve ellerinde bulundurdukları mevduat miktarı onların kredi imkânı üzerinde etkilidir (Kılıçoğlu, 2015:24).

Merkez bankası, yukarıda da kısmen bahsedildiği gibi ticari bankaların kendisinden borç aldıklarında ödemiş oldukları faiz haddini (reeskont oranını) değiştirmek ve bankaların her an likiditelerini korumalarını sağlayarak para arzı üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankası bu yolla bankaların kredi talepleri üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankası bankaların kredi talepleri üzerinde etkili olmaya çalışarak bankaların açtıkları kredi miktarını ve uygulayacakları faiz oranını yükselteceklerdir. Bu durumda kredi talebi ve bankaların kredi verirken

kullanacakları fon miktarı (para tabanı) azalır. Tam tersi bir uygulamada, yani merkez bankasının reeskont oranını düşük tutması durumunda ise, bankaların merkez bankasına reeskont amacıyla getirecekleri ticari senet sayısı artacaktır. Bu durum bankaların kredi hacminin (para tabanı) artmasıyla sonuçlanacaktır (Ünsal, 2009:582).

Ayrıca merkez bankası, ticari bankalara gereksinim duydukları gücü yüksek parayı senet ya da tahvil karşılığında da sağlayabilmektedir. Bunun için bir reeskont oranı uygulayan merkez bankası, bankaların kendisinden para ya da kredi elde etme arzularını etkilemek için reeskont oranlarını değiştirebilmekte ve parasal taban üzerinde belli bir oranda etkili olabilmektedir (Parasız, 2011:140).

Merkez bankasının piyasalar üzerinde reeskont oranı ile bir etki oluşturabilmesi bazı koşullara bağlıdır. Enflasyon oranının yüksek olduğu bir dönemde, merkez bankası yüksek reeskont oranı ile piyasa üzerinde bir güç oluşturmaya çalıştığında, piyasada fon açığı olanların bankalarla buluşma sürecini olumsuz yönde etkileyebilir. Bu sebeple yüksek enflasyon gibi ortamlarda başlı başına kullanılabilir bir politika aracı değildir. Örneğin, merkez bankası reeskont oranlarını düşürerek bankaların kendisinden borçlanmasını isteyebilir. Bu amaçla piyasaya para sürmeyi düşünebilir. Eğer bu durumu özendirici kılabilirse ticari bankalar merkez bankasının bu hamlesine olumlu tepki verir ve piyasadaki para arzı artar. Ancak unutulmaması gereken diğer bir nokta ise ticari bankalar kendi değer yargılarıyla veya ticari kaygılarıyla karar verebilirler. Bu durumda bankalar finansal anlamda likidite ihtiyacı duyuyorsa ya da herhangi bir ekonomik kriz ve stagflasyon gibi bir durumda ihtiyatlı hareket etmeye çalışıyorlarsa, düşük reeskont oranlarında dahi merkez bankasından borçlanmayabilirler. Reeskont oranları işlemlerinde merkez bankasının kararları önemli olduğu kadar, piyasada işlem yapan ticari bankalarında kararları en az merkez bankası kadar önemlidir. Çünkü merkez bankasının reeskont oranı yükseliş ya da düşüş kararına tepki verecek mekanizmanın karşı tarafında ticari bankalar vardır (Sezer, 2013:62-63).

Günümüzde reeskont oranı politikası şekil değiştirmeye başlamıştır. Likiditenin son mercii işlevini alarak gecelik vadede destek imkânı haline gelmiştir.

Mevduat ve destek imkânları üç biçimde birlikte kullanılmaktadır. Tünel veya koridor yaklaşımında, piyasa faizlerinin üzerindeki bir fonlama imkânı ve piyasa faizlerinin altındaki bir mevduat imkânı ile birlikte kullanılmaktadır. Merkez bankaları da açık piyasa işlemlerini, bu tünelde piyasa faizlerini etkileyerek kullanmaktadır. İkinci yaklaşım olan alt sınır yaklaşımı, piyasa faiz oranları için sadece daha düşük bir alt sınır olan mevduat imkânı vermektedir. Üçüncü yaklaşım olan üst sınır yaklaşımı ise, piyasa faizlerinin üzerinde sadece bir üst limitten fonlama imkânı vermektedir. Piyasa faizleriyle kıyaslandığında cezalandırıcı bir oran uygulanması, bankaların merkez bankası kaynaklarına başvurmasını önlemektedir. Reeskont imkânının piyasa faizlerinin altında olduğu durumlarda banka bazında kota uygulanması oldukça tercih edilen bir durumdur. Fakat bu durumda da bankalar arası para piyasası faiz oranını, toplam rezervleri veya para tabanını kontrol etmek amaçlarıyla kullanılacak açık piyasa işlemleri etkin olmayabilir. Banka bazında kota hesaplamasının kesin tek bir yolu olmasa da her bir kota bankanın sermayesi, toplam varlıkları veya mevduatları gibi objektif kriterlere dayanmalı, bu kriterler şeffaf ve tutarlı bir biçimde açıklanmalı ve hesaplama yöntemi sık sık değiştirilmemeli ve böylece bankaların likidite yönetimi de sekteye uğratılmamış olacaktır (Önder, 2005:84).

#### ***1.2.3.2.3. Zorunlu Karşılık Oranları***

Merkez bankasının para çoğaltma aracılığı ile sahip olduğu temel para politikası araçlarından biri de zorunlu karşılık politikasıdır. Bankalar tarafından kabul edilen mevduatın garanti altına alınması amacıyla uygulanan bir politikadır. Ticari bankalar yasalar gereğince topladıkları mevduatın belirli bir oranını merkez bankası kasasında bulundurmaları zorundadırlar. Bu oran yasal veya zorunlu karşılık olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankası yasal karşılık oranını arttırmak suretiyle para çarpanının değerini ve para arzını azaltma imkânına sahiptir. Ters durumda ise merkez bankası, bu oranı düşürmek suretiyle para çarpanının değerini ve para arzını arttırma imkânına sahip olmaktadır. Dolaylı araçlardan biri olan zorunlu karşılığın en önemli özelliği belirlenen yasal karşılık miktarında mevduatı krediye kapatmasıdır. Bu yolla merkez bankası ticari bankaların verebileceği kredi miktarı üzerinde etkili

olduğundan para arzı ve dolayısı ile de toplam talep üzerinde hayli etkili bir araçtır (Sezer, 2013:64).

Başka bir tanımla, zorunlu karşılık uygulaması, asıl olarak bankalara, mevduat ve mevduat benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranı kadar tutarı merkez bankası nezdinde bloke ve serbest mevduatlarında tutma zorunluluğu getirmektedir. Diğer bir tanımı ise, bazı finansal kuruluşların yükümlülüklerinin belirlenmiş bir oranını merkez bankası nezdinde tutmaya zorlanmalarıdır. Ayrıca, zorunlu karşılıklar ticari bankaların ve merkez bankasının yükümlülükleri arasında doğrudan bağlantı kurmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi yoluyla bankaların ödünç verebilecekleri fonların miktarlarını etkilemeyi amaçlayan ve fazla likiditenin sterilizasyonu için kullanılan bir para politikası aracıdır. Merkez bankası zorunlu karşılık oranını yükselterek, bankaların kredi verme imkânlarını daraltmakta ve merkez bankası nezdinde daha büyük bir miktarda hesap tutmaya zorlamaktadır (Önder, 2005:86).

Türkiye’de başka para politikası araçları da kullanılmasına karşılık yasal karşılık oranı, en çok kullanılan ve en etkin araçlardan biri olmuştur. Hükümetler bu aracı hem para arzını ayarlamak hem de kamu sektörüne fon sağlamak ve sektörel kredi dağılımı etkilemek için kullanılmaktadır. Bununla birlikte mevduatların önemli bir kısmı için genel oranlardan sapmalar olması, bloke olması gereken yasal karşılıkların bazı amaçlarla kullandırılması ve karşılıkların yatırılma süresinin uzun olması gibi faktörler, yasal karşılık politikasının etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır. Merkez bankası yasal karşılık oranını belirleyerek hem mevduatları güvence altına almayı hem de bankaların yarattıkları kaydi para hacmini ve dolayısıyla para arzını etkilemeyi hedeflemektedir. Fakat mevduat sigortası uygulaması durumunda, yasal karşılık politikasının mevduat güvencesi fonksiyonu önemsiz olmaktadır. Dolayısıyla yasal karşılık politikası, enflasyonist süreçte ticari bankaların yeterince likiditeye sahip olmaları halinde, arzulanan ölçüde etkili olmamaktadır (Keyder, 2012:63-65).

Zorunlu karşılık uygulaması farklı amaçlarla kullanılıyor olmasına rağmen genel kabul gören amaçları şunlardır;

- Bankacılık sisteminin riskini azaltmak,
- Para arzını ayarlamak,
- Likidite yönetimini kolaylaştırmak,
- Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarlı olmasını sağlamak,
- Senyoraj geliri elde etmek.

Bu amaçları kısaca açıklanacak olursa; (Önder, 2005:88-91).

**1) Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması:** Bankacılık kesiminin vade ve kredi riskini azaltmak amacıyla, varlıklarının belirli bir oranının risksiz ve likit olarak tutulmasının sağlanması önemlidir. Böylece, bankaların ani ve aşırı mevduat çekilişlerinin bir kısmını kendi kaynakları ile karşılayabilmeleri sağlanmakta, kredi riskleri azaltılmaktadır. Bu şekilde mevduat sahiplerinin korunması ve finansal sisteme olan güvenin artırılması amaçlanmaktadır.

**2) Para arzının ayarlanması:** Zorunlu karşılık oranlarının para arzının kontrol edilmesi amacıyla kullanılması, para arzının para çarpanı ile belirlendiği varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayımına göre, merkez bankasının sunduğu rezerv miktarındaki değişim ile para arzındaki değişim arasında köprü görevini para çarpanının kurduğunu temel almaktadır. Zorunlu karşılık oranı, köprü görevini üstlenen para çarpanı büyüklüğünün belirlenmesindeki en önemli unsurdur. Para çarpanının büyüklüğü ise para stokunun belirlenmesinde en önemli faktördür. Fakat para çoğaltanının doğru olarak tahmin edilebilmesi için çoğaltanın bileşenlerinin zaman içinde istikrar göstermesi (açıklayıcı değişkenler ile arasında istikrarlı bir ilişkinin olması) gerektirmektedir. Böylece para çoğaltanının doğru tahmini için, değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan vadesiz mevduat, dolaşımdaki para, vadeli mevduat ve âtil rezervlere olan talep fonksiyonlarının istikrarlı olmalıdır. Bu şartlar sağlanabilirse, merkez bankaları para arzı üzerinde etkin bir hâkimiyete sahip olabilmektedir.

**3) Likidite yönetimini kolaylaştırmak:** Zorunlu karşılıklar, merkez bankası rezervlerine olan talebin temel belirleyicisi olduğu için; otonom faktörler yoluyla oluşturulan likidite söz konusu karşılıkların ayarlanmasıyla denkleştirilir.

Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimlerle para politikası kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Banka kredileri üzerindeki doğrudan kontrollerin kalkmasıyla, likidite kontrolünde geçici kısıtlamalar olarak yüksek zorunlu karşılık oranları uygulanabilmektedir.

**4) Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarlı olmasına yardımcı olmak:**

Merkez bankasıyla beraber altında kısa vadeli faiz oranı denildiğinde akla ilk gelen gecelik faizlerdir. Zorunlu karşılık oranı değiştiğinde, piyasadaki likidite kontrol edildiği gibi gecelik faiz oranlarında da müdahale yapılmış olur. Merkez bankalarının mevzuatları gereği, ticari bankalardan alınan karşılıkların belirli bir ortalama ile merkez bankasına yatırılması zorunluluğu vardır. Bu kimi uygulamalarda haftalık periyotta iken kimi uygulamalarda ise aylık olarak hesaplanır. Diğer yandan bankaların elindeki mevduatının ortalama karşılığının zorunlu karşılık olarak merkez bankasının bulundurmasının, gecelik faiz oranlarının istikrarına ve böylelikle kamuoyunun güvenini yükseltmeye faydası büyüktür.

**5) Senyoraj geliri elde etmek:**

Paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değeri arasındaki farka senyoraj geliri denir. Bankalar, merkez bankası nezdinde bulundurdukları mevduat zorunlu karşılık miktarınca, faiz geliri elde ederler. Elde ettikleri faizin oransal olarak düşüşü ya da bu faiz gelirinin tamamen ortadan kaldırılması durumunda bankaların kredi kullanırken kaynak bulma maliyetleri daha da artacaktır. Çünkü bankalar müşterilerine ait mevduatı kullandıramadıkları gibi blokede tutmalarının karşılığı olan faizden de mahrum kalmaktadırlar. Ancak, zorunlu karşılıklar için merkez bankasınca maliyet faizi ödenmiyorsa, zorunlu karşılık uygulaması, bankacılık kesiminin ve mevduat sahiplerinin vergilendirilmesi, bankacılık kesiminin kaynak maliyetinin artırılması anlamına gelmektedir. Merkez bankaları, uyguladıkları para politikası çerçevesinde, söz konusu karşılıklara faiz vermemek ya da piyasa faizlerinin altında faiz vermek suretiyle bir gelir elde etmektedirler. Böylece zorunlu karşılıkların para politikasının bir enstrümanı olmanın yanında gelir yaratan bir fonksiyonu da ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede zorunlu karşılıklar bankacılık sistemine uygulanan bir vergi olarak yorumlanabilmektedir.

Ancak, zorunlu karşılıklar için merkez bankasınca maliyet faizi ödenmiyorsa, zorunlu karşılık uygulaması, bankacılık kesiminin ve mevduat sahiplerinin vergilendirilmesi, bankacılık kesiminin kaynak maliyetinin artırılması anlamına gelmektedir. Diğer yandan, günümüzde, finansal piyasaların gelişmesi, sermaye hareketlerinin kolaylaşması ve finansal araçların çeşitlenmesi; zorunlu karşılığa tabi olmayan mevduata alternatif araçların ve yerli bankalara rakip yabancı bankalarla yerli diğer kuruluşların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu nedenle, zorunlu karşılık uygulaması, mevduat alternatifi olan diğer yatırım araçlarına kayışı teşvik etmekte, yerli bankaları, yabancı bankalar karşısında dezavantajlı konuma getirmektedir. Bu nedenle, son yıllardaki genel eğilim, zorunlu karşılık oranlarının azaltılması, zorunlu karşılıkların ortalama olarak tutturulmaları ve zorunlu karşılıklara faiz ödenmesidir (Sezer, 2013:67).

#### **1.2.4. Para Politikasının Nihai Hedefleri, Ara Hedefler ve**

##### **Operasyonel Hedefler**

Para politikasının uygulayıcısı durumunda olan merkez bankası, para politikasını uygularken, nihai hedeflere ulaşmak için, kendisine ara hedefler ve operasyonel (faaliyet) hedefler belirlemekte ve para politikası araçları ile bu hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır. Reel büyüme, istihdam, gelir dağılımı, ödemeler dengesi veya fiyat istikrarı gibi makro ekonomik değişkenler merkez bankasının ulaşmaya çalıştığı nihai hedefleri arasında yer almaktadır. Tüm nihai hedeflerin aynı anda gerçekleştirilmesi son derece zordur. Günümüz merkez bankacılığında genel kabul gören nihai hedef, fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır. Fiyat istikrarını gerçekleştirmeyi hedefleyen bir para otoritesinin ilk görevi, enflasyonu kontrol altına almaktır. Merkez bankası belli ara değişkenler aracılığıyla bu amacına ulaşmaya çalışmaktadır (Şahin, 2011:45).

##### **1.2.4.1. Para Politikası Stratejileri**

1970'li ve 1990'lı yıllar arasında bütün dünyada yaşanan yüksek enflasyonun hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli bir sorun haline gelmesi enflasyon ile mücadele için yeni çözüm yolları aranmasına neden olmuştur. Bu



dönemde iktisatçılar fiyat istikrarının yanında düşük enflasyonunda para politikasını temel amacı olması gerektiği konusunda görüş birliğine varmışlardır. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının birincil hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olması nedeniyle, para politikası için nominal bir çıpanın (referans alınan makro iktisadi büyüklük) seçilmesini bu dönemde zorunlu hale getirmiştir. Alternatif olarak geliştiren para politikası rejimleri; döviz kuru hedeflemesi stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Merkez bankaları bu stratejileri kullanılarak kademeli bir para politikası uygulamasına geçmişlerdir. Bu şekilde ilk olarak ana hedef belirlenirken, para politikası stratejileri ile bu hedefi belirleyen değişkenler, (ara hedefler) kontrol altında tutulmak istenmektedir. Ara hedefler hem parasal otoritenin politika kararlarına rehberlik edebilmekte ve hem de politika hareketlerinin halk ile olan iletişimini kolaylaştırabilmektedir (Öztürk, 2012:27).

Merkez Bankası para politikası araçlarını kullanarak, tespit ettiği hedeflere ulaşmaya çalışır. Bazı görüşlere göre, paranın politik bir araç olabilmesi için reel ekonomik değişkenleri etkilemesi gerekmektedir. Diğer bir görüşe göre ise, para politikası doğrudan reel ekonomik değişkenleri etkilemeyebilir, ancak, para miktarı vasıtasıyla faiz oranı ve kredi miktarı değiştirilerek reel ekonomik değişkenler dolaylı yoldan etkilenebilir (Birinci, 1998:26).

Para politikasında takip edilen iki temel yaklaşım vardır;

- 1) Para politikası yapıcılarının takdirine bağlı olan aktif politikalar,
- 2) Belirli bir büyüklüğü para politikası hedefi olarak belirleyerek para politikası yapıcılarının uymakla yükümlü olduğu kural olarak kabul edilen politikalar.

Birinci politika türü literatür de basiret yaklaşımı olarak adlandırılırken ikinci politika türü ise kural yaklaşımı olarak da adlandırılmaktadır.

Aktif para politikaları, 1950-1970'li yıllarda sıkça uygulanmıştır. Bu yaklaşımda, para politikasını yapan kurum veya yöneticiler, ekonomik durumu değerlendirirler ve bu değerlendirmeye göre para miktarı, faiz veya kredi hacmi gibi

büyükükleri ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda ayarlamaya çalışırlar. 1970'li yıllardan sonra dünyada kendini daha fazla hissettiren yüksek enflasyon sorunu nedeni ile aktif para politikası uygulamalarından kısmen uzaklaşılmış ve kural politikalara yönelme eğilimi artmıştır (Ceylan.2010:5).

#### **1.2.4.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi**

Döviz kuru hedeflemesi uzun yıllar kullanılmış olan para politikası stratejisidir. Döviz kuru hedeflemesi ulusal paranın düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına bağlanması veya değerinin sabitlenmesidir. Diğer tanıma göre ise döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin, ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü para politikası stratejisidir. Bu stratejiyi uygulamaya çalışan ülkeler, ülke seçiminde genellikle, dış ticaretinin en yoğun olduğu ülkeyi tercih etmektedirler (Demir, 2009:28).

Döviz kuru hedeflemesi, farklı uygulamaları bünyesinde barındırır. Bu uygulamalar temelde yarı esnek sabit döviz kuru uygulaması ve katı döviz kuru uygulaması olmak üzere ikiye ayrılır. Katı döviz kuru uygulaması ülke parası olarak dolar kullanılırken, para kurulu uygulamasında ülke parası dolara eşitlenmektedir. Burada ülke parasını enflasyon oranı düşük olan bir ülke parasına bağlamaktaki ana amaç ise ticarete konu olan mallarda, sabit kur nedeniyle fiyat istikrarını sağlamak ve bunun sonucu olarak da kısa süre içerisinde enflasyonu düşürebilmektir (Poyraz ve Didin, 2008:97).

Yarı esnek sabit kur hedeflemesi, ülke parasının bir para sepetine bağlanması veya bir bant etrafında dalgalanması şeklinde bir uygulamadır. Döviz kurunun hedeflenmesi, ülkenin yeterli döviz rezervi olması önkoşulu altında işleyebilen, gelişmelerin günlük olarak izlenmesine olanak veren, fiyatlar düzeyi ile döviz kuru arasında yakın ilişki olduğu açık ekonomilerde kolay anlaşılabilir bir değişken olduğundan dolayı sağlam bir taahhüt sağlayan ve basitlik/açıklık avantajı olan bir hedeflemedir (Ceylan, 2010:8).

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi ayrıca para kurulu ve tam dolarizasyon olmak üzere iki şekilde uygulanabilir. Para kurulu sisteminde para basımı, %100 döviz karşılığında gerçekleşir. Para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde, para basma yetkisi elinde bulunan merkez bankası veya ilgili otorite, yabancı para ile ulusal para arasındaki değişimi sabit bir orana bağlar. Bu sistemi uygulayan ülkelerde, parasal tabanın büyüklüğü çapa ülkesinin para politikasına aşırı duyarlı olur. Bu sistemde parasal otoritenin, para politikası üzerinde insiyatif kullanması, ulusal para cinsinden ifade edilen varlıkları alıp satması, açık piyasa işlemlerini yönetmesi ve ulusal bankalara ya da hükümete ödünç vermesi söz konusu değildir. Dolayısıyla, döviz piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin parasal etkilerini giderme olanağı ortadan kalkabilir. Tam dolarizasyon uygulamasında, ulusal para yabancı para ile ikame edilir. Dolarizasyon süreci ile birlikte ulusal para cinsinden yapılan sözleşmeler dolar cinsinden ifade edilmeye başlanır (Gürsoy, 2013:61).

Yumuşak döviz kuru hedeflemesi ise ayarlanabilir kur rejimini ifade etmektedir. Yani yumuşak döviz kuru hedeflemesinde, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla, ulusal paranın değeri güçlü bir paraya bağlanır. Bu sistemde, zaman yabancı bir ülke parasına bağlanan ulusal paranın değeri, belirli bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılabilir (Erdoğan, 2005:35).

Döviz kuru hedeflemesi lehine olan ilk argüman, döviz kurunun insanlar tarafından en kolay şekilde anlaşılabilir nominal çapa oluşturmasıdır. Başka bir ifadeyle döviz kuru, hükümetin konuyla alakalı planları hakkında kamuoyuna daha net bilgiler vermektedir. Bu nedenle, döviz kuru hedeflendiği zaman enflasyon beklentileri azalabilir, enflasyon oranı zamanla baz alınan ülkenin enflasyon oranına yaklaşacaktır. İkinci olarak, kronik enflasyon ülkelerinde görülen yüksek oranlı dolarizasyon nedeniyle yurtiçi para stokunun ulusal para birimi cinsinden olan kısmında meydana gelen azalma toplam para stokunu fazla etkilemeyeceğinden, parasal hedefleme, enflasyon oranı üzerinde yeterli derecede etkili olmayacaktır. Bu nedenle, döviz kurunun ara hedef olarak seçilmesi daha uygun politika olabilir (Ceylan, 2010:9).

Bunların dışında döviz kuru hedeflemesinin diğer avantajları şunlardır (Özyurt, 2012:271).

➤ Döviz kuru hedeflemesinin nominal çıpası, enflasyon oranını uluslararası ticarete konu mallar için sabitler ve böylece enflasyonun kontrol altında tutulmasına katkıda bulunur.

➤ Bir döviz kuru hedefi, para politikasının yönetiminde zaman tutarsızlığı probleminden kaçınmak için otomatik bir kural ortaya koyar.

➤ Halk tarafından anlaşılmasının kolay olması, genellikle faiz oranı artışı operasyon hedefindeki değişikliklere çabuk tepki vermesi ve ekonomi üzerinde geniş bir etkiye sahip olmasıdır. Sabit bir döviz kuru rejimi aynı zamanda ekonomik ve politik entegrasyona da katkıda bulunabilmektedir.

➤ Döviz kuru hedeflemesi, gelişen piyasa ekonomilerinde enflasyon oranının hızlı biçimde düşürülmesinde etkin bir araçtır. Örneğin 1994'te Meksika'da devalüasyondan önce %100'ün üzerindeki enflasyon, döviz kuru hedeflemesi nedeniyle %10'un altına düşmüştür.

➤ Döviz kuru hedeflemesi, sanayileşmiş ülkelerde enflasyonun kontrol edilmesinde başarılı biçimde kullanılmıştır. Örneğin Fransa ve İngiltere kendi ulusal paralarının değerini Alman Markına bağlayarak düşük enflasyon hedefine kolayca ulaşmışlardır. Nitekim 1987'de Fransa'da %3 olan enflasyon bu uygulama sonucunda Almanya'nın enflasyon oranı olan %2'ye düşmüştür. Aynı şekilde 1990 yılında İngiltere'de %10 olan enflasyon oranı 1992'de %2'ye gerilemiştir.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin esas üstünlüğü, para politikasını yapan ilgili kurum tarafından daha iyi kontrol edilebilir olması, belirlenen hedefe ulaşıp ulaşılmadığının daha iyi gözlemlenebilir olmasıdır. Ayrıca özel sektörün daha kolay anlaması da bu stratejinin üstünlükleri arasında sayılabilir. Döviz kuru hedefleme stratejisi merkez bankasına para politikasının tam kontrol edilebilme imkânını da tanıır. Yani diğer hedefleme stratejilerinden olan parasal hedefleme paranın dolaşım hızı ve para talebi gibi Merkez bankasının doğrudan kontrolünde olmayan nedenlere bağlı olduğu için para politikasını yapan kurum tarafından tam olarak kontrol edilememektedir (Gürsoy, 2013:62).

Döviz kuru hedeflemesi sisteminin dezavantajları ise şöyle sıralanabilir (Duygulu, 2004:48).

➤ Döviz kuru hedeflemesi stratejisinde ülke parası başka bir ülkenin parasına bağlandığı için bu strateji bağımsız para politikası uygulamalarını kısıtlayabilir. Milli parayı başka bir ülkenin parasına bağlayan ülke parasal genişleme stratejisi uygulayacağı zaman çıpa kabul ettiği ülkenin parasal genişleme oranındaki değişiklikleri dikkate almak zorunda kalabilir.

➤ Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülkelerde ekonomi iç ve dış şoklara karşı para politikası ile tepki verebilme imkanını kaybedebilir. Örneğin herhangi bir iç şok karşısında merkez bankası para arzı artırarak faizleri düşüremeyecek ve toplam talepteki daralmaya müdahale edemeyecektir. Çünkü faizlerin düşmesi ülkede faiz kazancı elde etmeye çalışan yatırımcıları faizin daha yüksek olduğu yerlere yönlendirecektir. Böylece toplam talepteki daralma daha da artacaktır.

➤ Döviz kuru hedeflemesi sistemi uygulanan ülkelerde başlangıçta hasıla düzeyinde kendisini gösteren artışlar uzun süreli ve kalıcı olmaz. Önceki dönemde kronik enflasyon yaşamış olan ülkelerde döviz kuruna dayanan fiyat istikrarı programlarının neden olduğu hâsıla düzeyinde ki artışlar ve iktisadi genişlemeler uzun süreli olmayabilir.

➤ Çıpa olarak kabul edilen düşük enflasyona sahip ülkenin yaşadığı şoklar döviz uru hedeflemesini uygulayan ülke ekonomisine de yansır. Bu durum ülke ekonomisindeki kırılganlığın artmasına neden olur.

➤ Döviz kuru hedeflemesini uygulayan ülkelerde enflasyonda bir miktar düşüş yaşanmış olsa bile döviz kurunda yaşanabilecek spekülâtif bir hareket fiyatlar genel düzeyinde dengesizliğe neden olabilir. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının sürekli yaşadığı güven sorunu böyle bir durumda ulusal paranın değer kaybetmesi ile sonuçlanabilir. Ulusal paranın değer kaybetmesi enflasyon oranlarını artırabilir. Beklenen enflasyon oranlarının artması faiz oranlarının artmasına neden olur. Bu da firmaların nakit akışlarına zarar verebileceği için bilançolar da bozulmalara neden olur.

➤ Bu stratejinin uygulandığı ülkelerde döviz kurunun öngörülebilir olması sermayenin ülkeye girişinde bir miktar artış olsa bile gelişmemiş veya az gelişmiş ülke ekonomilerinin banka bilançolarında bozulmalara neden olabilir. Çünkü finansal sistemi yeterince gelişmeyen az gelişmiş ülkelerde bankacılık sisteminin denetimi zayıf olabilir ve mevduatların bir kısmı hükümet garantisinde olabilir. Bu durum da ahlaki tehlikeye neden olarak ekonomiyi etkiler.

➤ Döviz kurlarındaki günlük değişimler para politikasının yönüne ilişkin bilgi taşıyabilir. Ancak bu sistemin uygulanması döviz kurunun bilgi taşıma özelliğini kısmen de olsa ortadan kaldıracak için piyasa açısından sinyal kaybına neden olabilir.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisini kullanmış olan ülkelere de bakıldığında spekülative atakların kaynağı olmasından dolayı merkez bankasının para arzını kontrol etme yeteneğinin kaybolmasına dolayısı ile bağımsız bir para politikasının yapılamamasına neden olmaktadır. Buna en güzel örnek olarak Almanya gösterilebilir. Nitekim Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasında çapa ülke olan Almanya da faiz oranlarında yaşanan yükselme, para birimlerini Almanya para birimi olan Marka bağlayan ülkelerin de faiz oranlarında yükselmesine neden olmuştur. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan en temel sorunlardan birisi olan spekülative ataklar karşısındaki kırılganlık finansal krizlere neden olabilmektedir. Şili, Meksika, Türkiye ve bir takım Doğu Asya ülkelerinde yaşanan döviz krizleri bu duruma örnek olarak gösterilebilir.

Sonuç olarak yukarıdaki eleştiriler ışığında döviz kuru hedeflemesi stratejisi özellikle gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması doğrultusunda kullanılacak uygun bir strateji olmayabilir.

#### ***1.2.4.1.2. Parasal Hedefleme***

Parasal hedefleme rejiminde merkez bankası parasal büyüklüklerin arzını hedeflemektedir. Merkez bankası bu çerçevede daha önceden bir parasal büyüklük belirler ve belirlenen büyüklük daha önceden karar verilmiş yörüngede büyütülür. Parasal hedefleme yaklaşımının temelinde ise fiyatlar genel düzeyindeki istikrarsızlığı parasal büyümenin nedeni olarak gören Miktar Teorisi yer almaktadır.

Bu yaklaşımı geçerliliği ise ekonomide talep edilen para miktarının ve paranın dolaşım hızının sabit olmasına bağlıdır. Parasal hedefleme veya para çıpası olarak tanımlanan bu hedefleme yöntemi 1970’li yıllarda kendisine uygulama alanı bulabilmiştir. Döviz çıpası rejimi olarak kabul edilebilecek Bretton Woods sisteminin çökmesi ve devamında gelen petrol krizleri ile birlikte para politikasında belirsizlikler ortaya çıkmıştır (Paya, 2013:199).

Bu sistemin teorik temelleri Milton Friedmanın “Sabit Oranlı Parasal Büyüme Modeli” ne dayanmaktadır. Monetarist iktisatçılara göre enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur. Bu nedenle Klasik İktisadın Miktar Teorisi çerçevesinde fiyat düzeyinin para arzından etkilendiğini, para talebinin istikrarlı, paranın dolaşım hızının ise ön görülebilir olması halinde parasal hedefleme stratejisi yoluyla nominal hasıla ve enflasyon kontrol edilebilir. Parasal hedefleme sistemi her ülkede aynı sonuçları göstermemiştir. Örneğin Almanya ve İsviçre’de uzun yıllar başarılı sonuçlar göstermesine rağmen ABD ve İngiltere’de aynı sonuçlara ulaşılamamıştır (Göklemmez, 2011:44).

Parasal hedefleme stratejisi para politikasını uygularken parasal büyüklükleri dikkate alır. İktisadi birimlerdeki enflasyon beklentisini ortadan kaldırmak amacı ile parasal büyüklüklerle ilgili koyulan hedefleri duyurur. Böylece bir miktarda olsa hesap verilebilirliğe sahip bir uygulamadır. Bu stratejide hedef olarak hangi parasal büyüklüğün seçileceği ise iktisatçılar arasında tartışma konusu olmuştur. Bu stratejiyi ilk kez ortaya koyan Monetarist iktisatçılar M1 yani dar kapsamlı parasal büyüklüğün hedef olarak koyulmasını benimsemiş olsalar bile uygulamada geniş anlamda parasal büyüklüğün hedef olarak koyulduğu gözlemlenmektedir. Örneğin Almanya Merkez Bankası Bundesbank başlangıçta M1 parasal büyüklüğü kullanırken daha sonra bu parasal büyüklüğün ekonomik dalgalanmalar karşısında güçlü bir parasal büyüklük olmaması ve ortaya çıkabilecek sorunların kamuoyuna açıklanamaması gibi nedenlerle 1988 yılından itibaren daha geniş bir parasal büyüklük olan M3 para arzını hedeflemeye başlamıştır (Erarslan, 2003:69).

Para politikası otoriteleri para politikasını yaparken amaçlar ve araçlar arasındaki uyuma dikkat etmeye çalışırlar. Amaçlar ve araç arasındaki bağlantının

zayıf olması aynı zamanda araçların amaç üzerindeki etkisinin birtakım gecikmelere uğraması, para politikası otoritelerini ara hedeflere yani politika araçları ile daha yakından ilgili olan bir hedefe yönlendirmiştir. Bu açıdan bakıldığında parasal hedefleme stratejisi ara hedeflere ve kurala dayandığından dolayı para politikası amaçları ve araçları arasındaki belirsizliği azaltmaya yönelik olarak uygun bir stratejidir. Merkez bankasının önceden belirlediği amacına ulaşmak için seçtiği ara hedefe değişkeninin hedeflenen politikanın dışına çıkması durumunda temel amaç değişkeninde de sapmalar meydana gelebilecektir. Bu nedenle merkez bankası için ara hedefler para politikasında kullanılan araçların amaçlar üzerinde etki yapıp yapmadığını test etmek açısından da önemlidir. Bu yüzden ara hedef uygulaması olan parasal hedefleme stratejisi, para politikası araçlarının amaçlar üzerinde etkili olup olmadığının iktisadi karar birimleri tarafından da görülmesi bakımından önemlidir. Uygulanan politikanın anlaşılabilir olması iktisadi karar birimlerinin beklentileri üzerinde etki yaratacağından, politikanın başarısı açısından önemlidir (Duygulu, 2004:29).

Parasal büyüklüklerin çapa olarak kullanılabilmesi için hedeflenen parasal büyüklüğün ön görülebilir ve sabit olması gerekir. Ayrıca iktisadi karar birimlerinin beklentilerini etkileyebilmek için parasal hedefleme yapılırken döviz kurları esnek olmalı ve merkez bankası hedeflediği parasal büyüklüğe odaklanarak piyasaya güven vermelidir. Parasal hedefleme yapılırken dikkat edilmesi gereken başka bir husus ise ekonomideki mali baskınlığın yani kamu borçluluğunun fazla olmamasıdır. Çünkü mali baskınlık merkez bankasının hedeflediği büyüklüklere ulaşmasını engelleyebilir ve ekonomi üzerindeki etkisini artırabilir. Parasal hedefleme stratejisinin başarılı olmasında etkili olan başka bir husus ise para talebinin faize olan duyarlılığıdır. Eğer para talebinin faize olan duyarlılığı yani elastikiyeti yüksek ise para politikası faiz üzerinde etkili olabilir. Ekonomideki faiz düzeyi para politikasına duyarlı olduğunda iktisadi karar birimlerinin beklentileri de bu durumdan etkilenmiş olur. Merkez bankasının hedeflediği stratejide başarılı olmasında parasal büyüklüğü mümkün olabildiğince sürdürmesi ve politika uygulamasını yerine göre esnetebilmesi



gerekmektedir. Bu durumda merkez bankasının ve uygulanan para politikasının piyasa tarafından güvenilirliği artacaktır (Gürsoy, 2013:65-66)

Parasal hedefleme stratejisinin avantaj ve dezavantajlarından bahsedilecek olursa; (Duygulu, 2004:30-44).

➤ Parasal hedefleme stratejisinin en önemli avantajlarından birisi merkez bankası açısından esnekliği olan bir stratejidir. Yani merkez bankası ekonomide yaşanan herhangi bir iç şok karşısında yaşanan bu şoka karşı farklı politikalar geliştirebilme imkânına sahiptir.

➤ Parasal hedefleme stratejisinin bir diğer avantajı ise merkez bankası bu stratejiyi uygularken izlemiş olduğu politikanın sonuçlarını hemen görebilir.

➤ Parasal hedefleme stratejisinde parasal büyüklüklere ait veriler çok kısa süreli gecikmelerle de olsa açıklanmak durumunda olduğu için iktisadi karar birimleri para politikasında yaşanabilecek değişimleri tahmin etmekte zorlanmazlar. Bu nedenle bu stratejinin şeffaf olduğu söylenebilir.

➤ Parasal büyüklüğün hedef olarak belirlenmesinin başka bir avantajı ise, merkez bankasının bağımsız para politikası yürütmesine yardımcı olur. Bu şekilde merkez bankası ekonomik durumdaki değişme ve gelişmeleri göz önüne alarak para politikası yürüttüğü için reel ekonomik daralmalar da kısmen daha azalır ve ekonominin öngörülebilirliği artmış olur.

➤ Parasal hedefleme stratejisinde merkez bankası döviz kurunun ne olacağına ilişkin herhangi bir taahhütte bulunmaz. Bu nedenle para arzı bu stratejide egzojen yani model açısından veri olan model dışında belirlenen değişkendir. Merkez bankası bu stratejide para arzının egzojen olmasından dolayı döviz kuru hedeflemesinin tersine para arzı üzerindeki kontrolünü kaybetmeyecektir. Bu nedenle bu stratejide merkez bankası ekonomik koşulların gerektirdiği şekilde para politikası üretebilme şansına sahip olmaktadır.

Parasal hedefleme stratejisinin dezavantajları ise şunlardır (Akbaş, 2007:93-94).

➤ Parasal hedefleme sisteminin en temel dezavantajı ise son zamanlarda artan finansal gelişmelerle birlikte paranın ölçümü ile alakalı karşılaşılan zorluklardır. Kredi kartlarında yaşanan artışlar, ATM makineleri, yatırım fonu gibi finansal araçların ortaya çıkması para talebinin ne kadar olacağı konusundaki tahminleri zorlaştırmıştır. Bu durum da para arzının tanımlanmasını zorlaştırmış ve para arzının enflasyon üzerindeki etkisinin boyutunun belirlenmesini güçleştirmiştir.

➤ Parasal hedefleme stratejisinin başka bir dezavantajından bahsedilecek olursa literatürde bu stratejinin dayandığı temel teori olan miktar teorisi konusunda görüş birliği oluşmamıştır. Dünyadaki ekonomik gelişmişlik ve küreselleşmenin artması ile beraber finansal sistemler gelişmiştir. Finansal sistemlerin gelişmesi paranın dolaşım hızını ve para talebini artırmıştır. Bu nedenle bu varsayımın temel yaklaşımlarının öne sürdüğü hipotezlerden bazıları geçerliliğini yitirmiştir. Yani enflasyon ile parasal genişleme arasında var olduğu kabul edilen ilişki kısmen ortadan kalkmıştır.

➤ Yüksek enflasyon sorununu sürekli yaşayan ülkelerde parasal büyümenin ne kadar olacağını tahmin etmek zorlaşır. Çünkü yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde paranın dolaşım hızı sabit bir seyir izleyemez. Bu durum da yüksek enflasyon yaşayan ülkelerin parasal hedefleme stratejisini kullanamamalarına neden olur.

➤ Parasal hedefleme stratejisinde karşılaşılabilecek sorunlardan bir diğeri ise kısa dönemde para arzı ile ilgili net bilgilere ulaşamamasıdır. Bu durumda merkez bankası para arzı hedefine ulaşmak için gerekli olan rezerv miktarını tahmin etmekte zorlanır.

Parasal hedefleme stratejisinin başarısız olmasının sebepleri üzerinde kısaca durulacak olursa; bunların başında hedeflenen parasal büyüklükle hedef değişkeni arasındaki ilişkinin zayıflaması ve hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilen kısmen azalması hedeflerden sapmalara neden olmuştur. Bunun örneğini ise Amerika, Kanada ve İngiltere gibi ülkelerde görmek mümkün olabilir. İkinci olarak ise geçmişte ekonomisi yüksek enflasyona maruz kalmış ülkelerde hedeflenen parasal büyüklük ile hedef değişkeni arasındaki ilişkinin

zayıflığı daha belirgindir. Bu nedenle paranın dolaşım hızı tahmin edilemeyeceği için bu ülkelerde parasal hedeflemeden istenilen sonuç elde edilememiştir. Ayrıca yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde dolarizasyon süreci yaşanır. Dolarizasyon yaşayan ülkelerde de para politikaları gücünü kaybedebilir (Güneş, 2008:71).

Sonuç olarak parasal hedefleme stratejisi, yukarıda da kısmen bahsedilen eleştirilerden dolayı özellikle gelişmekte olan ülkeler için fiyat istikrarını sağlamaya yönelik elverişli bir strateji olmadığı sonucuna ulaşılabilir. Bu nedenle oluşturulabilecek strateji, merkez bankasının bağımsızlığının korunduğu şeffaflık ve öngörülebilirlik ilkelerinin geçerli olduğu bir strateji olmalıdır. Gelişmekte olan ülkeler için son derece önemli olan mali sistemin zayıflıklarının giderilmesi bu stratejinin başarısını artırabilecektir.

#### ***1.2.4.1.3. Enflasyon Hedeflemesi***

Fiyat istikrarı bir ekonomide iktisadi karar birimlerinin beklentilerini ve alacakları kararları etkilemeyecek derecede bir fiyat düzeyini ifade etmektedir. Bu düzey gelişmiş ekonomilerde %1-3 arasında bir orana tekabül etmektedir. Yani bir ekonomide fiyatlar genel düzeyindeki artış %1 ile %3 aralığında olduğunda o ekonomide fiyat istikrarının sağlandığını söyleyebiliriz. Ancak geçmişten günümüze birçok ülke bu fiyat düzeylerini yakalamak bir yana ekonomilerine ağır hasarlar veren iki hatta üç haneli enflasyon rakamları ile karşı karşıya kalmışlardır. Fiyatlar genel düzeyindeki bu artışlar ekonomi politikası yapanları yüksek enflasyonla mücadele etmek konusunda azimli hale getirmiştir. Nitekim yukarıda da anlatıldığı üzere para politikası stratejileri genellikle ülkedeki fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olmuştur.

Sabit döviz kuru rejimi veya parasal hedefleme uygulamasına giden ülkeler 1990'lı yıllarda ülkelerinde fiyat istikrarsızlığının önüne geçemeyince ekonomilerini bu ağır hastalıktan kurtarmak için yeni çareler aramışlardır. 1990'lı yıllarda derin ekonomik kriz yaşayan Doğu Asya ve Latin Amerika ülkeleri parasal hedeflemenin başarısızlığının en ciddi örneğiyle karşımıza çıkmaktadır. Krizi derinden yaşayan bu ülkeler fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alternatif çözümlerine gitmişlerdir. Çok sayıda ülkede uygulanmış ve başarı elde edilmiş olan enflasyon hedeflemesi

gelişmekte olan ülkeler için de alternatif bir para politikası stratejisi haline gelmiştir (Güneş, 2008:72).

Enflasyon hedeflemesini var eden fikir aslında uygulanmaya başlanan tarihten daha eskidir. 1930'lu yıllarda belirlenen bir fiyat seviyesi hedefi ile İsveç para politikası uygulanırken taslağının çizildiği söylenebilir. Ancak şuanki haliyle uygulayan ilk ülke 1990'da Yeni Zelanda olurken, 1991 de Kanada ve İsrail 1992 de ise İngiltere uygulamaya başlamıştır (Akbaş, 2007:106).

Genel olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini tanımlayacak olursak; merkez bankasının orta vadeli rakamsal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığı doğrultusunda para politikası uygulaması ve bu politikaları şeffaflık ilkesi gereğince kamuoyu ile paylaşması olarak tanımlanabilir (Acet, 2008:73).

Başka bir deyişle enflasyon hedeflemesi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması olarak tanımlanabilir (Paya, 2013:193).

Daha basit bir tanım yapılacak olursa, enflasyon hedeflemesi merkez bankasının belirli bir dönem için hedeflemiş olduğu enflasyon oranının kamuoyuna açıklanmasını ifade etmektedir. Yani enflasyon hedeflemesi merkez bankasının düşük enflasyon oranı için taahhütte bulunmasıdır (Özyurt, 2015:262).

Enflasyon hedeflemesi, istihdam ve hâsıladan daha çok enflasyonu amaç edinmiş bir para politikası stratejisidir. Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi aracılığı ile para politikasını şu şekilde yürütmektedir. Öncelikle merkez bankası para politikasının yürütülmesi için bir çıpa olarak enflasyon hedefini belirler. Daha sonra da parasal büyüklükler, faiz oranları, döviz kuru, beklenen enflasyon oranı, varlık fiyatları ve hammadde fiyatları gibi değişkenleri kullanarak gelecekteki enflasyon oranlarının tahminini yaparlar. Ardından para politikasını hazırlar ve kontrolünü yapar. Böylelikle gerçek enflasyon oranı tahmin edilen enflasyon oranına yaklaşır. Sonra da para politikasının performansını yeniden gözden geçirir ve sonraki dönem

için para politikası kontrollerini ve yorumunu yapar. Bu yorum metodu gerçek enflasyon oranının uzun dönemde enflasyon oranına yakınsamasına neden olacak ve fiyat istikrarı için bir temel ortaya çıkaracaktır (Akbaş, 2007:107).

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebilmesi için çok sayıda ön koşul gerekmele birlikte bu ön koşulları dört başlık altında toplamak mümkün olabilir (Arslaner, 2009:92).

➤ Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için ilk olarak merkez bankasına ilgili yasalar aracılığıyla fiili olarak araç bağımsızlığının verilmesi gerekir. Merkez bankaları almış oldukları kararlar neticesinde üretim, istihdam ve fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkabilecek muhtemel dalgalanmalardan dolayı politik müdahale ve baskılardan uzak olması gerekmektedir.

➤ İkinci olarak merkez bankaların piyasalara müdahale konusundaki yeteneğinin artırılmasına yönelik olarak teknik altyapıya kavuşturulması gerekir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi bankanın ekonomik ve finansal verilere, tahmin yapabilme kapasitesine, aktarım mekanizmasına ilişkin yeterli bilgiye ulaşması ile doğrudan ilgilidir.

➤ Üçüncü olarak ise sağlam bir ekonomik yapının oluşturulması bu stratejinin başarısını etkileyecektir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi sisteminin uygulanabilmesi için ekonomideki döviz kuru hassaslığının az olması, dolarizasyonun yüksek olmaması ve kamu maliyesinde disiplinin sağlanmış olması gerekmektedir. Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi sisteminin başarısını bankacılık kesiminin gücü ve sermaye piyasasının gelişmişliği de etkileyecektir.

➤ Enflasyon hedefine geçilmeden önce ekonomideki enflasyon oranı makul bir seviyede olmalıdır. Genel olarak kabul edilen oran ise enflasyon oranının %10-15'in altında olması gerektiğidir. Lakin Şili, İsrail, Peru gibi ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde enflasyon oranları %15-45 arasında değişebilmekteydi. Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği 2002 yılı başında ise yıl sonu için beklenen enflasyon oranı %48,3 düzeyinde olduğu görülmüştür.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel bileşenlerini ise aşağıdaki şekilde açıklanabilir.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon oranı için orta vadeli sayısal hedefler kamuoyu ile paylaşılır.
- Para politikasının birincil amacı fiyat istikrarını sağlamaktır ve bu hususta kurumsal bir taahhüt vardır.
- Para politikası araçlarının belirlenmesinde sadece döviz kuru ve parasal taban ile ilgili bilgiler değil, çok sayıda değişkene ait bilgiler içeren bir stratejidir.
- Merkez bankası önceden koyulan enflasyon hedefinin tutturulamaması halinde hesap verecek konuma getirilir.
- Hedeflemenin uygulanması sürecinde sürekli bilgi akışı içeren bir süreç izlenir.

Yapılan bu açıklamalardan sonra vurgulanması gereken başka bir nokta ise; enflasyon hedeflemesi sürecinde para politikasının döviz kurunu etkilemek amacı ile kullanılmaması gerektiğidir. Eğer merkez bankası belirli bir kur hedefi koyar ise bu durum enflasyon hedefi ile çelişebilir. Enflasyon hedeflemesi sisteminde kur serbest piyasa koşulları tarafından belirlenmelidir. Yukarıda da bahsedildiği gibi para politikasının birinci hedefi fiyat istikrarını sağlamak olmalıdır. Hükümet veya merkez bankası ileriye dönük bir döviz kuru garantisi vermemelidir. Ayrıca para politikasına ilişkin kararlar geleceğe yönelik olmalıdır. Yani düşmesi beklenen enflasyon hedefine uygun oluşturulmalıdır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı için merkez bankasına olan güven çok önemlidir. Bu güven ise enflasyon hedefinin sürekli olarak tutturulması ile sağlanabilir (Keyder, 2012:524-527).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bazı avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Bu sistemin avantajlarından bahsedilecek olursa; (Güneş, 2008:75-79).

➤ Enflasyon hedeflemesi sisteminde para politikası bağımsız bir şekilde uygulanabilir ve para politikasının esnekliği mevcuttur. Bu durum parasal hedeflemeye benzer şekilde ülkedeki ekonomik durumu göz önüne alarak yaşanabilecek şoklara cevap verebilme kabiliyetini ifade etmektedir. Ayrıca bu stratejide merkez bankası fiyat istikrarını sağlamak için enflasyonu etkileyebilecek tüm bilgileri kullanabilir.

➤ Bu stratejinin ikinci avantajı ise nominal çıpa olarak enflasyon beklentilerine yön verebilmesidir. Enflasyon hedeflemesinde belirli bir enflasyon oranının hedef olarak ilan edilmesi nominal bir çıpa sağlamaktadır. Bu ise para politikasının daha şeffaf olması anlamına gelmektedir. Hedeflenen enflasyon oranının açık bir şekilde kamuoyu ile paylaşılması para politikasının kamuoyu tarafından anlaşılmasını kolaylaştıracağı gibi enflasyonla ilgili belirsizliği de azaltacaktır. Bu durum ülkedeki ekonomik istikrarın sağlanmasına yardımcı olması açısından çok önemlidir.

➤ Enflasyon hedeflemesi stratejisinin üçüncü avantajı ise ekonomideki zaman tutarsızlığı sorununun ortadan kalkmasına yardımcı olur. Zaman tutarsızlığının en temel sebeplerinden birisi merkez bankasının genişleyen para politikasını genellikle siyasi baskılar nedeni ile sürdürmek zorunda kalmasıdır. Bu sistemde merkez bankasının uzun dönemde ne yapabileceği ve neleri yapamayacağı belli olduğundan fiyat istikrarı konusuna yoğunlaşabilir. Yani bu sistemde merkez bankası hasılayı artırmaya çalışma veya işsizliği azaltma gibi konularla doğrudan ilgilenmediğinden fiyat istikrarı konusuna yoğunlaşabilir.

➤ Enflasyon hedeflemesi stratejisinin üzerinde durulması gereken başka bir avantajı ise şeffaflık ve hesap verilebilirliğin artmasıdır. Merkez bankasının belirlediği enflasyon hedefine ulaşabilmesi kamuoyu ile kurduğu sağlıklı iletişimle doğrudan ilgilidir. Ayrıca merkez bankası ve hükümetin fiyat istikrarı konusundaki kararlılıkları ve kamuoyuna belirlenen stratejinin birlikte açıklanması enflasyonu düşürme konusundaki iradenin güçlü olduğu imajını oluşturacaktır. Bununla birlikte merkez bankası enflasyonla ilgili performansın nasıl olduğunu geçmiş ve gelecek

dönem raporları ile kamuoyunun karşısına çıkması hesap verilebilirlik açısından önemlidir.

➤ Diğer bir avantaj ise geniş veri seti değişkenine önem verilmesidir. Merkez bankası enflasyonun gelecek dönemde ne düzeyde olabileceği ile ilgili tahmin yapabilmek için belirli bilgi setini kullanarak tahminler yapmaktadır. Bu bağlamda merkez bankası elindeki veri setini, kullandığı değişkenleri ve tahmin modellerini ne kadar geliştirirse doğru sonuçlara ulaşması da o nispette kolay olabilecektir. Paranın dolaşım hızının tahmin edilememesinden kaynaklanan bazı sorunlar enflasyon hedeflemesi ile aşılabilmektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesinin başarısı parasal büyüklük ile enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarlı olmasına bağlı değildir. Bu nedenle merkez bankası enflasyonun nedeni ile ilgili olarak sadece parasal büyüklükler üzerinde durmaz. Buna ek olarak enflasyona neden olabilecek tüm değişkenler üzerinde durmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi sisteminin uygulamasında karşılaşılan birtakım güçlükler ve bu sisteme yöneltilen bazı eleştiriler vardır. Bu eleştirileri ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin dezavantajlarını ise şu şekilde açıklanabilir (Eroğlu, 2007:13-14).

➤ Enflasyon hedeflemesi uygulaması merkez bankası esaslı bir uygulama olduğundan tavizsiz uygulanması gereken bir stratejidir.

➤ Enflasyon hedefinin ilan edilmesi ve bu hedefin gerçekleşmesi arasında bir takım kontrol boşlukları bulunabileceğinden para politikasının kamu tarafından takibi zorlaşabilir. Merkez bankasının dışında gerçekleşmesi muhtemel olan şoklar da kamuoyunun merkez bankasına olan güvenini sarsabilir.

➤ Diğer para politikası stratejileri ile kıyaslandığında enflasyon hedeflemesi stratejisi ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir. Merkez bankasının sadece enflasyon hedefine yönelik katı uygulaması herhangi bir şokla karşılaşıldığında para politikasının esneklik kazanmasına engel olabilecektir. Dolayısı ile de ekonomik büyüme bu durumdan olumsuz etkilenebilecektir.



➤ Enflasyon hedeflemesi sistemini benimseyen ülkelerde mali disiplin yeterince sağlanmamış olabilir. Bu durumda mali baskınlık önlenemeyebilir. Uzun dönemde oluşabilecek yüksek düzeylerdeki mali baskınlık enflasyon hedeflemesinin başarısını ciddi düzeyde etkileyebilecektir.

➤ Enflasyon hedefinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için nominal döviz kurunun dalgalı olması gerektiğini daha önce vurgulamıştık. Bu açıdan bakıldığında enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde kur dalgalanmaları kaçınılmaz olacaktır. Bu durum ulusal paranın değerinde ani düşüşlere neden olarak ülkenin dış ticaret dengesinde ciddi bozulmalara neden olabilecektir.

➤ Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonominin reel yanı bakımından ne tür etkilerinin olacağıın tam olarak bilinmemesi de bu sistemin eleştirilen başka bir yönü olmuştur.

➤ Bu sistemin önemli olan başka bir dezavantajı ise hedeflemenin istenilen hedefe ulaşması konusunda gecikmeli sinyaller vermesidir. Diğer para politikası stratejileri olan döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinden farklı olarak, enflasyon hedeflemesi sisteminde para politikasının etkileri uzun gecikmelerle kendisini gösterir. Bu nedenle enflasyon hedefi kamuoyuna ve piyasalara para politikasının durumu ile ilgili hızlı sinyaller gönderemeyebilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi üzerine genel bir değerlendirme yapılacak olursa; bu strateji merkez bankalarının bağımsızlığını artırmış, para politikasının şeffaflık ve hesap verilebilirliğini artırmıştır. Bu hedefleme enflasyon beklentilerinin aşağı çekilmesine yardımcı olmuş ve iktisadi karar birimlerinin enflasyonla ilgili beklentilerini olumlu yönde etkileyerek ekonomide yaşanabilecek muhtemel şokların etkisini de kısmen azaltmıştır. Bu strateji ile birlikte merkez bankaları fiyat istikrarına daha iyi odaklandıkları için merkez bankalarına olan güven de artmıştır (Güneş, 2008:83-84).

Türkiye ekonomisinde güvenilir bir para politikası rejiminin nasıl olması gerektiği ile ilgili yapılan çalışmalarda para politikasının bileşenlerine ilişkin on iki

göstergeden hareketle para politikalarının karşılaştırılmalı kılavuzu oluşturulmuştur. Bu kılavuza göre güvenilir bir para politikası stratejisinde bulunması gereken özellikler; merkez bankasının bağımsız olması, kurala dayalı para politikası, şeffaflık ve hesap verilebilirlik, maliye politikasının disipline edilmesi şeklinde ortaya konulmuştur. Bahsedilen göstergelerin döviz kuru hedeflemesi sisteminde %46,8'inin, parasal hedefleme stratejisinde %37,3'ünün, enflasyon hedeflemesi sisteminde ise %90,8'inin bulunduğu gözlemlenmiştir. Sonuç olarak da enflasyon hedeflemesi sisteminin diğer hedefleme sistemlerinden daha başarılı ve güvenilir olduğu ortaya konulmuştur (Erdoğan, 2005:48-51).

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

#### 2. Parasal Aktarım Mekanizmasının Tanımı, Genel Çerçevesi,

##### 2.1. Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Temel Kavramlar

Reel ekonomi ile finansal piyasalar arasında herhangi bir ilişkinin var olup olmadığı sorusu uzun zamandır iktisat bilimcilerin üzerinde tartışmış olduğu bir sorudur. İktisat literatüründe zaman içinde çeşitli görüşler gelişmiş olsa da bu konu hakkındaki görüş farklılıkları temelde ikiye ayrılmaktadır. Bu farklı görüşlerin bir tarafını oluşturan iktisatçılar ekonomide finansal kesimin reel kesim üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını savunmaktadırlar. Klasik iktisat geleneğine bağlı olan bu iktisatçılar parasal artışların reel milli hâsıla, istihdam gibi reel ekonomik büyüklükler üzerinde etkili olmadığını söylemektedirler. Bu konudaki görüşlerini ise Klasik Diktomi ilkesiyle açıklamaktadırlar. Finansal piyasaların reel ekonomi üzerindeki etkilerini dikkate almayan bu görüş temellerini David Hume'nin atmış olduğu Miktar Teorisine dayandırmaktadır. Miktar teorisi en genel anlatımıyla bir ekonomide ekonomi tam istihdamda olduğundan ve paranın dolaşım hızının sabit olduğu görüşünden hareketle para arzındaki artışların sadece fiyatlar genel seviyesinde artışa neden olduğunu reel üretimi ve hâsılayı değiştirmedini açıklayan görüştür. Bu şekilde en genel haliyle açılanan paranın miktar teorisine göre para hem uzun hem de kısa dönem de reel değişkenler üzerinde etkili değildir. Sonuç olarak da finansal değişkenler sadece bir örtü(peçe) görevi yapabilir.

Paranın miktar teorisine dayanan geleneksel anlamdaki aktarım mekanizması David Ricardo'nun da katkıları ile zamanla değişim göstererek para ve fiyatlar genel düzeyi arasındaki doğrudan ilişki yerine faiz oranı ve harcama seviyesini de içine alabilecek bir dolaylı aktarım mekanizması geliştirildi. Dolaylı aktarım

mekanizmasına göre para arzındaki değişmeler önce faiz oranını değiştirmekte ardından faiz oranı aracılığı ile fiyatları etkileyerek harcama düzeyini etkilemektedir. Yani dolaylı aktarım mekanizmasında aktarımı sağlayan değişken faiz oranıdır. Dolaylı aktarım mekanizmasına daha sonra katkıda bulunarak gelişmesini sağlayan iktisatçı ise Knut Wicksell'dir. Dolaylı parasal aktarım mekanizmasının kısa dönemdeki etkilerinin finansal ve reel değişkenler üzerinde nasıl olacağı sorusunu faiz-doğal faiz ayırımından hareketle açıklamaya çalışmıştır. Kısa dönemde para arzında meydana gelen değişmelerin reel sektör üzerine olan etkilerini faiz oranındaki değişmelere bağlamıştır. Faiz oranının parasal faktörler tarafından yani sermaye arzı ve talebi tarafından belirlendiğini söylemiştir. Wicksell'den sonra İrving Fisher, John Maynard Keynes gibi iktisatçılar da dolaylı aktarım mekanizması üzerinde durmuşlardır. Bu iktisatçılar dolaylı aktarım mekanizmasına katkıda bulunan teorik gelişmelerde finansal aracılığın yanı sıra, finansal sistemin kredi ve para yaratma süreci üzerinde de durmuşlardır (Bicil, 2009:5).

Aktarım mekanizmalarının literatürdeki kısa geçmişiyle ilgili bilgiler verdikten sonra aktarım mekanizmalarını tanımlanacak olursa;

Parasal aktarım kanalları para politikasının reel ekonomiyi nasıl etkilediğini açıklayan kanallardır. En genel ifade ile parasal aktarım kanalları, para politikasına ilişkin kararların reel ekonomiyi hangi kanallar üzerinden ne kadarlık bir gecikme ile ve ne ölçüde etkilediğini ifade etmektedir (Cengiz, 2009:226).

Aktarım mekanizması başka bir ifade ile para arzı ve kısa vadeli faiz oranı gibi para politikası araçlarında meydana gelen bir değişimin toplam hâsıla, istihdam seviyesi gibi reel ekonomik değişkenleri nasıl etkilediğini gösteren mekanizmadır (Çiçek, 2005:83).

Aktarım mekanizması iki aşamalı bir süreçten meydana gelmektedir. Sürecin ilk aşamasını para politikası araçlarında meydana gelen değişmelerin faiz oranı, hisse senetlerinin fiyatları ve döviz kuru gibi finansal piyasalara aktarımı oluştururken sürecin ikinci aşamasını ise finansal şartlardaki bu değişmenin üretim düzeyi ve fiyatlar genel düzeyini nasıl değiştirdiği oluşturmaktadır. Merkez bankalarının aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığını bilmeleri yapılan politikaların reel üretim ve

enflasyon düzeyini nasıl değiştirilmesi gerektiği sorusu açısından önemlidir (Kasapoğlu, 2007:4).

Para politikası ile reel ve finansal ekonomi beş farklı kanal ile birbirine bağlanmaktadır. Bu kanallar; geleneksel faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalıdır. Çalışmanın ana temasını oluşturan bu kanalların nasıl çalıştığı ilerleyen kısımlarda ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

## **2.2. Parasal Aktarım Mekanizmalarıyla İlgili Teorik Görüşler**

İktisat literatüründe para politikasının makro ekonomik değişkenler üzerinde etkileri olduğuna ilişkin görüş birliği olsa bile bu etkilerin hangi kanallar üzerinden gerçekleştiği ile ilgili görüş birliği bulunmamaktadır. Literatürdeki ayrım temelde Klasik, Keynesyen ve Monetarist olarak üçe ayrılmış olsa da aktarım mekanizmaları açısından birbirinden kısmen farklı beş temel görüş incelenecektir. Bunlar Klasik İktisat, Keynesyen İktisat, Monetarist İktisat, Yeni Klasik İktisat ve Yeni Keynesyen İktisattır. Bu başlık altında sayılan beş farklı iktisat prensibinin para politikasının reel ekonomiye aktarımı konusunda ve politikaların etkinliği konusundaki görüşlerine yer verilecektir.

### **2.2.1. Klasik İktisat Teorisinde Aktarım Mekanizması**

1930'lu yıllara kadar iktisat literatürüne hâkim olan Klasik İktisat, kendisini "Paranın Miktar Teorisi ve Say Kanunu" olmak üzere iki temel teoriye dayandırmaktadır.

Temellerini David Hume'nin atmış olduğu değişim denklemi referans alınarak oluşturulan Miktar Teorisi en basit anlatımıyla, paranın dolaşım hızı ve milli hasıla miktarı sabitken paranın miktarı ile satın alma gücü arasındaki ters yönlü ilişkiyi açıklamaktadır.

Miktar teorisi iktisadi düşünce tarihinde 16. Yüzyıl ortalarındaki Salamanca Okulunun İspanyol Orta çağ yazarlarına kadar gidebilen en eski teorilerden birisidir. Bu teori 16. Yüzyıl Avrupa'sında Copernicus'un Prusya parlamentosuna yazdığı para arzı ile fiyat düzeyi arasındaki ilişkiyi gösteren mektubunda sunulmuştur. 1522

yılında güçlü bir paranın prensipleri konusunda görüşleri alınan Copernicus, Prusya kralının isteği üzerine gözlemlerini 4 yıl sonra kaleme almıştır. En temel ifadesi ise “para bollaştıkça değer kaybeder” şeklinde olmuştur. Para hareketleri ile fiyat değişimleri arasındaki ilişkiyi açıklayan diğer bir isim Jean Bodin'dir. Bodin o dönemde Fransa'da fiyat artışlarının nedenlerini kıymetli maden bolluğuna, kıtlıklara, prenslerin zevk tutkunu olmalarına ve madeni paraların ayarlarının bozulması gibi sebeplere bağlamıştır. O dönemde Fransa'da altının büyük ölçüde artırıldığında fiyatlarında büyük ölçüde artacağını ileri sürüştür. Miktar teorisini bugünkü matematiksel biçimi ile açıklayan Amerikalı iktisatçı ise Irving Fisher olmuştur. Miktar teorisi iktisat literatüründeki eski teorilerden birisi olmasına rağmen hala seçkin bir yere sahiptir (Çiçek, 2005:88-89).

Miktar teorisini açıklayan değişim denklemini yazacak olursak;

$$M.V = P.Y$$

M: para arzındaki artışları

V: paranın dolaşım hızını

P: fiyatlar genel düzeyini

Y: milli hâsılayı ifade etmektedir.

Bu denklemde kısa vadede paranın dolaşım hızı ve milli hâsıla sabit kabul edildiği için parasal artışlar aynı oranda fiyat artışları ile karşılaşır (Çiçek, 2011:88). Eşitliğin sağ tarafı fiyatlar genel düzeyi ve çıktı miktarından oluştuğu için nominal milli hasılayı ifade etmektedir. Yani satılan malların parasal değerini ifade eder. Paranın dolaşım hızı ise ekonominin kurumsal faktörlerine yani maaş ve ödeme aralıklarına, para ve çek kullanma gibi alışkanlıklara bağlanmıştır. Klasikler paranın dolaşım hızını kurumsal nedenlerden dolayı, milli hâsılayı ise ücret ve fiyatların tam esnek olduğunu kabul ettiklerinden tam istihdamın devam edeceğini düşündükleri için sabit kabul etmişlerdir. Yani kısa vadede ekonomi tam istihdamda olduğu için para arzındaki değişmelere üretimin hemen yanıt vermesinin mümkün olmaz. Bu nedenle çıktı miktarı ve dolaşım hızı sabit kabul edilmiştir. Bu da para arzındaki bir

değişmenin doğrudan fiyatlar genel düzeyini etkileyebileceği anlamına gelmektedir (Cambazoğlu, 2010:8).

Daha önce de kısmen bahsedildiği gibi parasal aktarım mekanizması para arzındaki değişimin ekonomik aktiviteyi etkileme sınırlarını belirler. Klasik iktisat anlamında aktarım mekanizması da para arzının fiyatlar genel düzeyini nasıl etkilediğini açıklamak amacıyla kullanılmaktadır. Klasik iktisat teorisine göre, para arzındaki değişimin miktar teorisi nedeniyle fiyatlar genel düzeyini doğrudan etkilemesi, harcama seviyesini de değiştirir. Bu durumda para arzı ile gayri safi yurtiçi hâsıla arasında harcama düzeyi üzerinden güçlü ve aynı yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Bu ilişki de klasiklerin doğrudan aktarım mekanizmasını savunduğunun kanıtıdır (Cambazoğlu, 2010:8).

Klasik iktisatçılar, paranın işlem amacıyla talep edildiğini ve işlem amacıyla para talebinin de gelirin bir fonksiyonu olduğunu düşünmektedirler. Yani klasiklere göre para talebi ile faiz arasında bir bağ yoktur. Para arzının miktarını da devlet belirlediği için bağımsızdır ve para talebinde de olduğu gibi faiz elastikiyeti sıfırdır. Para talebinin ve para arzının faize duyarlı olmaması nedeniyle LM eğrisi yatay eksene dik bir eğri halini alır. Bu durumda para arzında meydana gelen bir artış LM eğrisini sağa kaydırmış olacağından milli gelir ve faiz düzeyinde değişim yaşanmış olur. Ancak gelir düzeyinde yaşanan bu pozitif değişim karşısında toplam talep artar. Toplam talebin artması ekonomi tam istihdamda olduğundan toplam arz ile karşılanamayacağı için ekonomide bir miktar talep fazlası oluşur. Toplam talep toplam arzdan fazla olduğundan fiyatlar genel seviyesi artar. Fiyatlar genel seviyesinin artması hükümetin veya merkez bankasının para arzını azaltmasına neden olur. Para arzının azalması ise LM eğrisini sola kaydırır. LM eğrisi sola kaydıldığında başlangıçtaki konumuna döner. Eski konumuna döndüğünde ise reel gelir düzeyinde herhangi bir değişim olmamasına rağmen fiyatlar genel düzeyi eski halinden daha yüksek bir konumda olacaktır. Bu durumda Klasik İktisat Teorisinde para arzındaki değişmelerin reel ekonomi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını yani paranın yansız olduğunu göstermektedir (Kademli, 2007:7).

Klasik iktisatçıların paranın yansız olduğu görüşünü savunurken teorilerini bazı varsayımlara dayandırmışlardır. Bu varsayımların başında ise ücret ve fiyatların tam esnek olduğu, ekonominin daima tam istihdamda olduğu varsayımı vardır. Ancak Klasiklerin bu varsayımı daha sonraki yıllarda Keynes'in çalışmaları ile çürütülmüştür. Klasiklerin bu konudaki başka bir varsayımı ise para arzındaki değişmelerin gelir dağılımını ve serveti etkilemediğini söylemeleridir. Ancak bilinmelidir ki parasal artışların neden olduğu fiyat artışları paranın reel değeri yani satın alma gücünde ciddi değişikliklere neden olduğu için borç verenler ve alanlar arasındaki dengeyi de bozmaktadır. Bu süreçte yani enflasyonist süreçte toplam servet borçlulardan alacaklılara doğru hareket eder. Ayrıca toplumdaki alacaklı kimselerin paralarının bir kısmını borçlulara verdikleri için harcama düzeylerinde de değişiklikler yaşanacaktır. Borç veren kimselerin harcama düzeylerinde azalmalar yaşanırken borç alanların harcama düzeyleri aynı nispette artış gösteremeyecektir (Kademli, 2007:8).

Sonuç olarak para politikaları klasik modelde kısa dönemde fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olsa da reel değişkenler üzerine etkili olmadığı görülmektedir. Yani Klasik teoriye göre, para politikası uygulamaları uzun dönemde mal ve hizmet fiyatlarını, reel ücret oranlarını, reel faiz oranlarını, istihdamı ve geliri etkilememektedir.

### **2.2.2. Keynesyen İktisat Teorisinde Aktarım Mekanizması**

1929 yılında yaşanan büyük ekonomik buhran sonrasında Klasik İktisat Teorisinin varsayımlarının piyasalarda yaşanan gelişmeleri açıklayamaması o güne kadar geçerliliğini sürdüren bu anlayışın sorgulanmasına hata eleştirilmesine neden olmuştur. Klasiklerin üzerinde ısrarla durduğu görünmez el yani fiyat mekanizmasının piyasaları sürekli dengede tutacağı görüşü ve ekonominin daima kendiliğinden tam istihdam seviyesinde olacağı görüşü krizin etkisi arttıkça ve süresi uzadıkça daha fazla eleştirilmeye başlanmıştır. Bu dönemde ekonomi ile ilgili görüşlerini "İstihdam, Para ve Faizin Genel Teorisi" isimli kitabında açıklayan John Maynard Keynes, kitabında klasik görüşleri temelinden sarsacak savunmalarda bulunmaktadır. Klasik görüşün uzun dönem, tam istihdam, görünmez el, gibi



varsayımlarına karşı çıkan Keynes kriz sonrası dönemde dünyada makro ekonomik görüşlerin temellerini oluşturacak açıklamalarda bulunmuştur. Bu çerçevede Keynesyen iktisadın temel görüşleriyle birlikte aktarım mekanizmalarına ilişkin görüşlerine kısaca değinilecektir.

Keynesyen iktisatçılar ekonomide kısa dönemli ilişkileri esas almaktadırlar. Keynesyenlere göre ekonomiye herhangi bir devlet müdahalesi yapılmadığı zaman ekonomi eksik istihdam seviyesinde kalabilir. Dolayısı ile devlet piyasalara müdahale etmelidir. Ayrıca tüm piyasalarda aksak rekabet koşulları geçerlidir. Klasik görüşün aksine ücret ve fiyatlar özellikle aşağı yönlü katıdır. Ekonomi eksik istihdam düzeyinde iken para politikası etkindir. Yani para yanlıdır. Ancak ekonomi tam istihdam düzeyine geldiğinde Klasik Diktatomi ilkesi geçerlidir. Keynes'e göre para işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsü ile talep edilir. İşlem ve ihtiyat güdüsü ile para talebi gelire bağlı olarak değişirken spekülatif amaçlı para talebi faizle ilişkilidir. Yani Klasiklerin aksine Keynes para talebi ile faiz arasında ilişki olduğunu düşünmektedir. Keynes iktisadi karar birimlerinin beklentilerinin istikrarlı olduğunu düşünmektedir. Yani bireyler ve firmalar gelecekle ilgili beklenti oluştururken ekonominin genel gidişatında büyük değişmelerin olmayacağını varsaymaktadırlar (Bocutoğlu, 2013:62-66).

Keynes para arzının belirlenmesi ile ilgili görüşlerini “para arzının egzojenliği” kavramıyla açıklamaktadır. Para arzının egzojenliği ile ifade edilmeye çalışılan şey para arzının merkez bankası tarafından piyasadaki gelişmelerden bağımsız olarak belirlenebilmesi anlamına gelmektedir. Yani para arzı para otoritesinin kontrolünde bulunmakta, nedensellik ilişkisi de para arzından fiyatlara doğru kendisini göstermektedir. Keynes, “The Tract on Monetary Reform” isimli makalesinde miktar teorisinin Cambridge yaklaşımını benimsemiş ve para arzının egzojen olduğunu kabul etmiştir. Burada para talebi gelir düzeyi ile ilişkilendirilmekte, para arzı ise tamamen para otoriteleri tarafından belirlenmektedir. Fakat Keynes'in daha sonra yapmış olduğu çalışmalarda paranın endojen yani içsel olduğunu kabul etmesi Keynes'in endojenist mi yoksa egzojenist mi olduğu konusunda kafa karışıklıklarına neden olmuştur (Işık, 2003:71-73). Bu tartışmalara rağmen Keynes, para arzından

çok para talebine daha fazla önem vermiş ve yukarıda da bahsedildiği gibi paranın işlem ve ihtiyat güdüsünün yanında spekülasyon güdüsü ile de talep edildiğini öne sürmüştür. Gelire değil faize bağlı olan spekülasyon güdüsü ile para talebi diğer modellerden en önemli farkını oluşturmaktadır (Cengiz, 2008:116). Burada iktisadi karar birimleri herhangi bir faiz getirisi olmayan aynı zamanda risk içermeyen para talebi ile risk içeren ve faiz getirisi sağlayan yatırım arasında bir seçim yapma durumundadırlar. Dolayısıyla spekülatif amaçlı para talebinde para ödeme aracından çok yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir.

Keynesyen iktisatçılar, para politikası değişmelerinin reel ekonomiye aktarımını ekonominin işleyişini gösteren ve tüketicilerle firmaların davranışlarını açıklayan yapısal modellerle açıklamaya çalışmaktadır. Yapısal kanıt modellerinde bir değişkenin başka bir değişken üzerindeki etkisi, buna neden olan kanalları anlatan modeller üzerinden açıklanmaktadır (Kasapoğlu, 2007:5).

Keynesyen iktisatçılara göre aktarım mekanizması faiz kanalı üzerinden işlemektedir. Yani para politikasında yaşanan değişmeler faiz oranlarını değiştirmekte ardından da yatırımları değiştirerek toplam talep düzeyini ve milli geliri etkilemektedir. Keynesyen aktarım mekanizması faiz üzerinden işlediğinden dolayı bu mekanizmaya dolaylı aktarım mekanizması da denir (Cengiz, 2008:116).

Keynes'e göre para politikasının etkin olması iki temel koşula bağlıdır. Bunlardan birincisi para talebinin faiz esnekliği iken ikincisi yatırımların faiz esnekliğidir.

Keynesyen yaklaşımda para ve diğer finansal varlıklar arasında bir ikame ilişkisi olduğu düşünülmektedir. Yani bireyler Keynes'e göre servetlerini ya para olarak ya da diğer finansal aktifler (özellikle tahvil) olarak tutarlar. Para arzında bir artış yaşandığında bireylerin daha önce servetleri içerisinde kurmuş oldukları portföy dengesi bozulur. Bireyler para arzı arttığında finansal aktif taleplerini artırırlar. Bu durumda faiz oranları düşer. Faiz oranlarının düşmesi faize duyarlı olan yatırım harcamalarını artmasına neden olur. Yatırımların artması da istihdam ve hâsıla seviyesini pozitif yönde etkileyecektir. Fakat bireyler faiz oranlarının düşebileceği en düşük düzeye düştüğünü ve artık yükseleceği ile ilgili beklentilere sahipler ise para

arzında meydana gelen artışlar harcama düzeyi, hâsıla ve istihdama yansımayaacaktır (Paya, 2013:304). Keynes'e göre likidite tuzağının olması durumunda yani para talebinin belirli bir faiz oranında sonsuzlaşması halinde para talebinin faiz esnekliği sonsuz olur. Bunun yanında yatırımların faiz esnekliğinin sıfır olması durumunda aktarım mekanizması işlemez ve para politikası reel etkiler doğurmaz (Utlü, 2010:8). Yani Keynesyen iktisatçılara göre iktisadi karar birimleri faiz oranının düşebileceği en alt düzeye indiğini ve bu seviyenin altına inmeyeceğini düşündüklerinden mevcut finansal varlıklarının tamamını para şeklinde tutacaklardır. Bu durumda spekülasyon güdüsü ile para talebi sonsuz olacaktır. Ekonomi böyle bir duruma geldiğinde para arzı artırılarak faiz oranları düşürülemeyeceğinden para politikası etkisiz olacaktır. Para politikasının likidite tuzağı durumu olarak ifade edilen bu durumda etkisiz olması para politikasının reel ekonomik değişkenler olan hâsıla, istihdam düzeyi gibi değişkenlere etki etmemesi anlamına gelmektedir.

Keynes'in parasal aktarım sürecini belirleyen ikinci unsur ise yatırımların faiz esnekliğidir. Keynes'e göre yatırım harcamaları, yatırımların marjinal etkinliğine bağlı olarak değişir. Yatırımın marjinal etkinliği ise bir yatırım projesinin, bu projenin ömrü içerisinde beklenen net getirilerinin bu günkü değerini, projenin bugünkü maliyetine eşitleyen orandır. Eğer yatırımın marjinal etkinliği piyasa faiz oranından büyükse yatırım projesi karlıdır ve hayata geçirilebilir. Para politikaları ile yatırımın marjinal etkinliği arasındaki ilişki ise para arzındaki değişimin sonucu olarak faiz oranlarında meydana gelen değişimle açıklanmaktadır. Para arzında meydana gelen bir artış sonucunda faiz oranları bu durumdan ters yönlü olarak etkilenir ve faizler düşer. Faiz oranlarının düşmesiyle önceki yıllarda cazip olmayan bazı yatırım projeleri karlı hale gelir. Bu durumda da yatırım harcamaları artar. Toplam talebin bileşenlerinden birisi olan yatırım harcamalarının artması milli gelir düzeyini ve istihdamı yükseltir. Keynesyen aktarım mekanizmasının etkileşim zincirini şu şekildedir.

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Burada; M para arzını, i faiz oranını, I yatırım harcamalarını ve Y milli gelir düzeyini göstermektedir. Keynesyen aktarım mekanizmasında yukarıdan da

anlaşılacağı üzere para politikası reel ekonomiyi dolaylı yoldan etkilemektedir. Bu aktarım mekanizmasının başarılı olması için para talebinin faiz esnekliğinin düşük, yatırımların faiz esnekliğinin de yüksek olması gerekir. Ancak Keynesyen analizlerde yatırımların faize duyarlılığının düşük olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle Keynes aktarım kanallarının bir kısmını önemsiz bulur ve para politikasının gücünün maliye politikasına göre düşük olduğunu düşünmektedir. Keynes'e göre maliye politikaları ekonomik aktiviteleri etkileme bakımından daha etkindir (Variçli, 2011:11).

Keynesyen faiz kanalıyla ilgili yapılan çalışmalarda vurgulanmak istenen temel nokta, para otoritelerinin yani merkez bankası veya hükümetin kısa vadeli faiz oranları yoluyla sermaye maliyeti ve tüketim harcamalarını etkilemeye çalışmalarıdır. Yani kısa vadeli faiz oranları değiştiğinde, sermayenin maliyeti de değişmiş olacaktır. Bu durumda sermaye/hasıla oranı değişeceğinden yatırım projelerinden beklenen getiriler de değişmiş olacaktır. Aynı şekilde kısa vadeli faiz oranları değiştiğinde iktisadi karar birimlerinin tüketim harcamalarında da değişimler yaşanabilir. Bireyler faizlerdeki bu değişime göre cari dönem tüketimleri ile gelecekteki tüketimleri arasında seçim yaparlar. Bireyler yüksek faiz döneminde bugün tüketmek yerine tasarruf etmeyi ve gelecekte tüketmeyi tercih edebilirler. Bu nedenle faiz oranlarının yükselmesi bireylerin bugünkü tüketimlerini gelecek dönem tüketimleri ile ikame etmesine neden olur. Keynesyen analizde faiz değişmelerinin büyüklüğü para ve diğer likit aktifler arasındaki ikame esnekliğiyle alakalıdır. Para ve diğer finansal aktifler arasında ikame esnekliği düşük olduğunda para piyasasının dengesinin sağlanması için gerekli olan faiz oranı değişmeleri önemli büyüklüktedir. Bu durumda da para politikasının reel ekonomiye etkileri aynı derecede büyük olur. (Aklan ve Nargeleçkenler, 2008:112).

Keynesyen iktisatçılar faiz oranlarındaki değişimin yatırımlar aracılığı ile milli gelir ve istihdamı nasıl etkilediğini IS-LM analizleri ile açıklamaya çalışmışlardır. IS-LM analizinde para arzında meydana gelen artış, Likidite Tercihi Teorisi çerçevesinde faiz oranlarında düşüşe neden olmaktadır. Faiz oranları ekonomide bireylerin ve firmaların borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Bu

nedenle para politikası otoriteleri kısa dönemde sermaye maliyetini değiştirerek stok yatırımları, konut yatırımları, dayanaklı tüketim mallarına yapılan harcamalar üzerinde etkili olmuş olurlar. Bu bağlamda para arzı artışları faiz oranlarında düşmeye neden olarak ekonomik aktivitelerin artmasına neden olurken, faiz oranlarındaki düşüş tam tersi bir etkiye neden olabilecektir. Bu nedenle iktisat politikası yapan kimseler bu teoriye göre para arzı aracılığı ile ekonomideki hâsıla ve istihdam düzeyini etkileme şansına sahiptirler (Özcan, 2010:7-8).

Keynesyen görüşte parasal aktarım mekanizması ve bu görüşe dayanan faiz aktarım kanalı çeşitli açılardan eleştirilere uğramıştır. Yapılan bu eleştirileri üç noktada toplamak mümkündür (Cengiz, 2008:118).

1) Keynesyen yaklaşımda yatırım yapabilme olanağı tahvil ve para ile sınırlandırılmaktadır. Kredi piyahasındaki işlemler dikkate alınmamaktadır.

2) Finansal aracı kurumlar aktarım sürecinde göz ardı edilmektedir. Bankalar bu süreçte sadece kısa vadeli tasarrufları uzun vadeli yatırımlara dönüştürme işini yapmaktadır.

3) Faiz olarak sadece tek bir faizden yani tahvil faizinden bahsedilmektedir. Faizin vadesinin ne olduğu açıklanmamaktadır. Merkez bankası her ne kadar kısa vadeli faizleri kontrol edebilse de firmaların yatırım kanalları büyük ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlı olarak gerçekleşmektedir.

Keynesyen yaklaşımın bazı alanlarda dar kalan bu varsayımları daha sonraki süreçte James Tobin tarafından ortaya atılan Portföy Dengesi Yaklaşımıyla beraber farklı bir açılım kazanmıştır.

Portföy Dengesi Yaklaşımına göre, iktisadi karar birimlerinin amacı birbirinden farklı varlıklardan oluşan bir portföy kurarak riskten kaçınmaktır. Kuracakları bu portföyün içerisinde para, finansal varlıklar ve maddi varlıklar bulunmaktadır. Portföy oluşturacak kimsenin temel amacı minimum risk ile

maksimum kar elde etmektir. Bu durumda para otoriteleri tarafından para arzında meydana getirilecek bir artış, finansal piyasalar üzerinde etki doğuracaktır. Çünkü para arzının artması durumunda bireyler ellerine geçecek fazla parayı tüketim yapmak, faiz getirisi elde etmek için finansal varlık alımında kullanmak ve nakit olarak tutmak isteyeceklerdir (Paya, 2013:309-310). Bu şekilde para arzının artması bir taraftan finansal varlıkların talebinde artışa neden olurken diğer taraftan faiz oranlarında düşüşe neden olacaktır. Faiz oranlarının bollaşan para arzı nedeniyle düşmesi ve finansal varlıkların değerinin yükselmesi ile firmalar yeni tahviller ihraç ederek tahvil ihracından elde ettikleri fonları yatırıma dönüştüreceklerdir. Yatırımların artması da toplam talebin artmasına ve milli gelir artışına neden olacaktır. Bu durum da kısa dönemde yatırım malları üretimini artıracak uzun dönem de ise tüketimin artmasına neden olacaktır (Keyder, 2012:447-449).

Ayrıca Portföy Dengesi Yaklaşımında, finansal aktifler arasında ikame esnekliğinin Keynesyen analizdeki görüşün aksine tam olmadığı varsayımı kullanılmıştır. Bu yaklaşımda para politikası uygulamalarının toplam talep üzerindeki etkisinin tek aktif getirisi olan faiz oranı üzerinden açıklamanın yetersiz olacağı görüşü savunulmaktadır. Buna göre toplam talep üzerinde çeşitli aktif getirilerinin değişimleri etkili olmaktadır. Portföy düzenlemesi şeklinde ele alındığında aktarım mekanizması servetin belirli finansal aktifler arasında dağılımı halini almaktadır. Yani para arzı değiştiğinde bireylerin önceden kurmuş oldukları portföy dengesi bozulduğundan iktisadi karar birimleri reel ve finansal aktiflerini yeniden ayarlamaya çalışırlar. Bu yaklaşıma göre herhangi bir aktifin arzında meydana gelen değişme aktifin getirisini ve diğer aktifler arasındaki risk primini etkileyecektir. Aktifler arasında tam ikamenin olmadığını varsayan bu yaklaşıma göre herhangi bir aktife olan talep, çok sayıda faiz oranının fonksiyonudur (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008:113).

Portföy Dengesi Yaklaşımı aktarım mekanizmasının yapısıyla alakalı olarak belirgin bir Keynesyen-Monetarist görüş ayrılığı oluşturmuştur. Nominal para arzındaki değişimin dışsal kabul edildiği her iki yaklaşımda da aktarım mekanizması para talebinin para arzına uyarlanması şeklinde karşılaşılmaktadır.

Ancak Keynesyen yaklaşımda para arzı fazlası önce kısa vadeli finansal aktiflerin alınıp satıldığı piyasalara yönelmektedir. Bu yaklaşımda faiz oranlarındaki değişimin direkt etkisi aktiflerin fiyat ve getirileri üzerinde görülür. Bu nedenle toplam talep üzerine olan etki dolaylı bir etki olur. Fakat Monetarist yaklaşımda para arzındaki değişimler daha sonra da açıklanacağı üzere doğrudan mal ve hizmet piyasalarına yansımaktadır (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008:113).

Sonuç olarak Keynesyen iktisatçılar tarafından kullanılan yapısal kanıt modelleri şüphesiz ekonominin çalışma düzenini açıklamak bakımından oldukça yararlıdır. Ancak bu modellerin ekonominin çalışma düzeni hakkında bilgi vermesi, bu modellerin para ve maliye politikalarının ekonomiyi etkileyen kanallarının hepsini içermesine bağlıdır. Kurulan modellerde aktarım kanallarının doğru olarak tanımlanamaması, paranın ekonomi üzerindeki etkisinin belirlenmesinde önemli yanılgılara neden olabilir (Utlu, 2010:9).

Bu bilgiler çerçevesinde Keynesyen iktisadın ön gördüğü faiz aktarım kanalında para politikasının ekonomiyi etkilemesi IS-LM analizinde ifade edildiği şekliyle olduğu görülmektedir. Para ve tahvilden meydana gelen iki finansal varlığın olduğu IS-LM modelinde para politikası reel ekonomik değişkenleri para arzında ve faiz oranlarında meydana gelen değişimler üzerinden dolaylı yoldan etkilemektedir. Para politikası tahvil talebinde dolayısıyla da faiz oranlarında değişmelere yol açarak faiz oranlarına duyarlı yatırım harcamalarının değişmesine ve üretimin artmasına neden olmaktadır. Bu aktarım mekanizmasında bankalara özel bir rol verilmemekte ve tasarrufları yatırımlara dönüştüren bankalara pasif konumda kalmaktadır (Cengiz ve Duman, 2008:82). Ayrıca Keynesyen görüşün toplam talepteki değişmelerin büyük kısmını reel faiz oranlarında değişiklikler içermeyen para politikası uygulamalarıyla açıklaması, para politikalarının aktarımında finansal faktörleri dışlamaktadır. Bu nedenle daha sonraki yıllarda yapılan bazı çalışmalar parasal aktarım mekanizmalarında finansal faktörleri de kapsayacak şekilde genişletilmiştir (Özcan, 2010:9).

### 2.2.3. Monetarist Aktarım Mekanizması

1940'lı yılların sonlarından itibaren Dünya ülkeleri İkinci Dünya Savaşının neden olabileceği ekonomik durgunluğun önüne geçmek amacı ile Keynes İktisadının ön gördüğü şekilde toplam talep yetersizliğine bağlı olarak oluşabilecek iktisadi durgunluğu aşabilmek için genişletici maliye ve para politikalarına önem vermişlerdir. Hükümetler, “Kolay Para Politikası” olarak da isimlendirilen bu politikaları uygulamalarının en temel nedeni savaş sonrasında ülkelerin hızla yükselen borçluluk seviyelerini düşürmek ve para politikası aracılığıyla faizleri düşürerek ekonomiyeye canlılık kazandırmaktır (Savaş, 2007:870). Ancak bu uygulamalar ekonomide yüksek enflasyon sorununun baş göstermesine neden olmuş ve sonraki yıllarda bu iktisat politikaları yüksek enflasyona neden olduğu gerekçesi ile ciddi eleştirilere maruz kalmıştır.

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizinin getirmiş olduğu yüksek enflasyonla birlikte yüksek işsizlik seviyesi Keynes'in varsayımlarını temelinden sarsacak bir hadise olarak dünyanın karşısına çıkmıştır. Başta Avrupa olmak üzere Amerika, Kanada, Japonya gibi ülkelerde ekonomik sıkıntılar baş göstermiş, petrol fiyatlarındaki ani yükselmenin neden olduğu arz azalışı mal ve hizmetlerin maliyetleri üzerinden fiyatlara yansiyarak ekonomideki fiyatlar genel düzeyinin ateşini yükselmiştir. Keynes'in en temel varsayımlarından birisi olan işsizlikle enflasyon arasındaki değiş tokuş bir nevi son bulmuş, işsizlikle birlikte enflasyon dünyanın gündemine oturmuştur.

Enflasyonun dünya gündemine oturması ile birlikte ele alınan makro ekonomik sorunların da içeriği değişmeye başlamıştır. Bu yıllarda ekonomik sorunların başında toplam talep yetersizliğine bağlı olarak gelişen düşük büyüme oranları değil yüksek enflasyon sorunu olmuştur. Dünya da ekonomik sorunların şekil değiştirmesi buna uygulanacak reçeteler olan iktisat politikalarının da değişmesine neden olmuştur. Önceki dönemde kendini hegemon teori olarak kanıtlayan Keynes iktisadi gücünü kaybetmeye başlamış, yerini enflasyon sorununu temele alan teorilere bırakmıştır (Adıgüzel, 2012:15).



1960'lı yılların sonlarında para üzerine yapılmış çalışmaların en önemlilerinden biri olarak nitelendirilebilecek çalışma Karl Brunner tarafından ortaya koyulmuştur. Brunner bu çalışmada parasal değişkenlerin, hâsıla, fiyat düzeyi, istihdam üzerinde etkili olan en önemli değişkenler olduğunu ileri sürmüş ve parasal değişkenlerin reel değişkenler üzerindeki etkisini ölçmek için para stokundaki değişmelerin göz önüne alınması gerektiğini öne sürmüştür. Ayrıca Brunner bu çalışmada “parasalcılık” ifadesini ilk defa kullanan kişi olarak karşımıza çıkmaktadır. Fakat parasalcılık günümüzdeki karşılığı ile Milton Friedman tarafından geliştirilen bir disiplin olarak literatüre geçmiştir (Aktan, 2008:158).

Monetarizm büyük oranda Milton Friedman tarafından geliştirilmiştir. Monetarizmin temel ilkeleri ise Friedman'ın yazmış olduğu “Paranın Miktar Kuramı Üzerine Çalışmalar” isimli kitapta açıklanmıştır. Friedman'ın enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğu yönündeki görüşü sonraki yıllarda da bu görüşün takipçileri tarafından savunulmuştur. Friedman'a göre enflasyon ile işsizlik arasında uzun dönemde bir değiş tokuş olmamasının nedeni de enflasyonun parasal bir olgu olmasından kaynaklanmaktadır. Yani uzun dönem Philips Eğrisi, doğal işsizlik oranından çıkan bir eğridir. Dolayısıyla fiyatlar genel düzeyindeki artışlar işsizlik oranına bağlı olarak değil, para miktarındaki değişmelere ve beklenen enflasyondaki değişmelere bağlı olarak değişmektedir (Aktar, 2010:23).

Monetarist iktisatçılar 1970'li yıllardan başlamak üzere daha sonraki yıllarda da kendilerine hem akademik hem de siyasi çevreden birçok takipçi bulabilmiştir. Monetarist iktisatçıların görüşlerini yaymak konusundaki en önemli şansları ise bu dönemde birçok ülkede uygulanan iktisat politikaları monetarist politikaların yönlendirmesi neticesinde olmuştur. Bu durum paracı iktisatçıların Keynes iktisadi görüşlerinin ardından popüler görüş haline almasına neden olmuştur. Monetarist iktisatçılara göre para arzında meydana gelen beklenmedik değişmelere, ekonomik istikrarsızlığın en temel nedenlerinden birisidir. Yani enflasyon para arzındaki artışların nominal gelirlerde neden olduğu artışların bir sonucudur. İşsizlik ise enflasyonun bir sonucu olarak karşımıza çıkan bir durumdur (Bocutoğlu,2013:180-182).

Paracı iktisatçılar Klasik görüş temeline yakın iktisatçılar olsa da bazı görüşleri itibariyle Klasik temelden ayrıldıkları görülmektedir. Bunların başında ise para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini sadece faiz oranı-yatırım harcamaları etkileşimi ile açıklamanın yeterli olmayacağı görüşü gelmektedir. Paracı iktisatçılara göre para politikası toplam talebi birden fazla kanal yoluyla etkilemektedir. Ayrıca parasalcı iktisatçılara göre nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki vardır. Borçlanma ve yatırım kararlarında asıl olarak reel faiz oranlarının belirleyici olduğunu, bu sebeple nominal faiz oranlarının reel faiz oranları için doğru bir gösterge olamayacağı görüşünü savunmuşlardır (Kasapoğlu, 2007:5). Monetaristler para arzının toplam harcamalar üzerindeki etkisini belirli bir etkileşim kanalı oluşturarak belirlememektedir. Paranın ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisini, milli hâsıladaki değişmelerin para arzındaki değişmelerle ilişkili olup olmadığını araştırarak ortaya koymaya çalışmaktadırlar. Söz konusu monetarist bakış açısı şu şekilde gösterilebilir (Özdemir, 2015:83).

Para Arzı → ? (Ekonomi) → Milli Hâsıla

Bu denklemde soru işareti ile gösterilen kısım paracı iktisatçıların araştırdıkları kısım yani bir nevi kara kutularıdır. Çalışmanın birinci kısmında da kısmen bahsedildiği gibi Monetarist iktisatçılar, iki değişken arasındaki ilişkiyi ele alarak bir değişkenin diğeri üzerindeki etkisini inceleyen indirgenmiş form kanıt modellerini kullanmaktadırlar. Bu bağlamda yukarıdaki denklemde parasal artışların milli hâsılda meydana getireceği etkiler incelenebilmekte iken milli hâsılda meydana gelen değişmelerin parasal artışlara neden olup olmayacağı sorusu ihmal edilmektedir. Yani parasal artışlar ile hâsıla artışları arasındaki yüksek korelasyonun yanıltıcı sonuçlar verebileceği düşünülmektedir. Paracı iktisatçılar açısından indirgenmiş kanıt modellerinin en temel avantajı, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini açıklarken herhangi bir kısıtlamanın getirilmemesidir. Parasalcılara göre, para arzının milli geliri etkilemesi farklı yollarla olmaktadır ve sürekli olarak değişmektedir (Topçu, 2008:7).

Paracı yaklaşımda, para politikası orta vadeli ele alınmaktadır. Paracı iktisatçılar, para politikalarının kısa vadeli sonuçlarının çeşitli belirsizlikler içerdiğini

ileri sürmektedirler. Paracılara göre; para politikasının belirsizlikler içermesinin nedeni para politikalarının iktisadi birimlerin davranışlarını dolaylı bir şekilde etkileyebilmesidir. Bu nedenle, iktisadi karar birimlerinin beklentileri çoğunlukla öngörülemez. Para politikalarının etkilerinde meydana gelen gecikmeler nedeniyle çoğu zaman konjonktürün neden olduğu sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Buna karşılık Paracı iktisatçılar, orta vadede, para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkilerin oldukça istikrarlı olduğunu düşünmektedirler (Paya, 2013:328).

Monetarist iktisatçılara göre ekonomi tam istihdamda olduğundan para arzındaki değişmelerin uzun dönemde ekonominin reel kesiminde bir değişmeye neden olmayacağını, yalnızca fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkili olacağını düşündüklerinden parasal aktarım mekanizması açısından Klasik temele daha yakın bir görüşür (Erdemir, 2006:32).

Milton Friedman bireylerin herhangi bir malı talep ederken göz önünde bulundukları faktörlerin para talebi için de geçerli olduğu görüşündedir. Friedman ABD ile ilgili yaptığı çalışmalarında, nominal para arzının esasen merkez bankası tarafından belirlendiği, reel para arzının ise iktisadi ajanlar tarafından belirlendiğini ifade etmektedir. Buna göre iktisadi ajanlar sabit bir reel gelir düzeylerinde belirli bir reel ankes tutmayı istemektedirler. Bu durum aynı zamanda iktisadi karar birimlerinin harcama düzeyleri hakkında da bilgi vermekte ve böylece mal arzı veri iken fiyat düzeyini belirlemiş olmaktadır. Dolayısıyla reel para miktarı tanımından, nominal para miktarı veri iken iktisadi karar birimlerinin reel para miktarını belirledikleri sonucu ortaya çıkmaktadır. O halde reel para miktarı para talebi teorisi ile açıklanmaktadır (Cengiz, 2008:120).

Friedman'a göre bireyler para talep ederken üç noktayı göz önünde bulundururlar. Bunların başında paranın bireylere sağladığı faydadır. Yani bireyler parayı ondan fayda elde etmek amacı ile talep ederler. Burada Friedman paranın ekonomide her an el değiştiren bir mal gibi tüketilerek fayda üretilen özelliğini vurgulamıştır. İkincisi ise bireylerin ellerinde tuttuğu para miktarı gelir seviyeleri ile alakalıdır. Yani gelir seviyesi arttıkça bireylerin para talebi de artar. Son olarak da bireylerin ellerinde tuttukları her birim paranın alternatif bir maliyeti vardır.

Friedman parayı elde tutmanın maliyetini ise iki şekilde açıklamaktadır. Birincisi bireyler parayı elde tutmak yerine ödünç verirlerse bunun getirisi olan reel faizden faydalanabilirler. Bu durumda elde tutulan her birim para vazgeçilen bir miktar faiz getirisi demektir. İkinci olarak da ülkedeki enflasyonist süreçlerin para üzerindeki aşınma etkisidir. Yani eğer ülkede enflasyonist bir süreç yaşıyorsa bireyler parayı elde tuttukları her an ellerindeki para aşınacaktır. Bahsedilen bu maliyetlerdeki artış yani reel faiz oranları ve enflasyon oranında meydana gelen artışlar para talebini azaltacaktır.

Monetarist yaklaşıma göre para servet saklamanın bir yoludur. Bu nedenle para talebi de servet ve servet unsuru olarak nitelendirilebilecek enstrümanlar tarafından da belirlenebilmektedir. Friedman'ın Modern Miktar Teorisi, para talebinin sürekli gelirin bir fonksiyonu olarak nitelendirir. Sürekli gelir ise, "geçmişten bu güne varlık birikimi oluşturarak belirli bir doğrultuda meydana gelmiş gelir akımını ifade etmektedir" (Kadı, 2014:28).

Yukarıda bahsedilen Friedman'ın para talebi fonksiyonu ise şu şekilde yazılabilir.

$$M_d/P = f(W, r, p_e, u)$$

Denklemden bahsedilen  $M_d$  nominal para talebini,  $p$  fiyatlar genel seviyesini,  $W$  sürekli geliri,  $r$  finansal varlıkları(hisse senedi, tahvil vs),  $u$  ise kişisel zevk ve tercihleri ifade etmektedir. Denklemin sol tarafı reel para talebini ifade ederken sağ tarafı ise para talebini etkileyen unsurları ifade etmektedir. Bu denkleme göre kişilerin servetinin artması, diğer varlıkların beklenen getiri oranının azalması ve beklenen enflasyonun düşmesi halinde reel para talebi artacaktır. Buna karşılık diğer finansal varlıkların getiri oranındaki artış, servetteki azalış ve beklenen enflasyon düzeyindeki artış para talebini azaltacaktır. Friedman'ın bu analize alternatif varlıkların fiyatlarındaki değişmeyi dahil etmesi ekonominin düzeninde değişik faiz oranlarının da önemini ortaya çıkarmıştır (Mishkin, 2000:182).

Monetarist iktisatçılar tahvil, bono, hisse senedi dayanlı tüketim mallarını içeren varlık portföyü içerisine parayı da dahil etmişlerdir. Monetaristlere göre bu

varlıkların bireye sağladığı marjinal gelirler eşitleninceye kadar birey tasarruflarını bu varlıklar arasında dağıtır. Bu durum Keynesyen teorinin sadece para ve tahvilin birbirini ikame edebilecek tasarruf aracı olduğu görüşünü reddederek para ile malların da birbirini ikame edebilecek tasarruf aracı olabileceği görüşünü ortaya atmaktadır. Aslında bu görüş Klasik İktisat ile Monetarist iktisadı birbirine yakınlaştıran bir görüştür de denebilir. Çünkü bu durum para arzı ve nominal GSYİH yani harcamalar arasında güçlü ve doğru yönlü bir ilişki olduğunu ve Monetaristlerin doğrudan aktarım mekanizmasına inandığının da bir kanıtıdır. Yani Monetaristlere göre para arzında meydana gelen değişimler faiz oranını etkilemese bile mal ve hizmetleri finansal varlıklara yapılan harcamaları etkilediği için ekonomiyi doğrudan etkilediğini savunmaktadırlar (Cambazoğlu, 2010:14-15).

Monetaristlerin para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri konusundaki görüşlerinden bir diğeri ise para arzındaki değişmelerin ekonomideki etki büyüklüğünün ölçülmesi ve etkinin oluşma süresindeki gecikmelerle ilgilidir. Monetarist iktisatçılara göre para politikası yapıcılarının politikanın dozunu belirlemeleri için yapılan politikanın etkilerinin ne kadar sürede ortaya çıkacağını ve bu etkilerin ne tür şiddette ortaya çıkacağını bilmeleri gerekmektedir. Bu bilgi politika yapıcılara uygulanan politikanın etkileri konusunda kamuoyuna güven verme ve beklentileri doğru yönlendirme kabiliyeti de verecektir (Telatar, 2002:112).

M.Friedman'a göre, bir ekonomide istikrarsızlık oluşturan faktörler meydana geldiğinde bu faktörlerin etkilerinin ne olacağı konusunda tam bir bilgi yoktur. Bu nedenle Friedman, para politikasının etkilerinin ölçüsü ve zamanı ile alakalı olarak uzun ve değişken bir gecikme olduğu savunarak aktif para politikalarının varlığına itiraz etmektedir (Göklemmez, 2011:11-12).

Para politikasının etki gecikmeleri 3 şekilde ele alınabilir;

1- Para politikası değişikliğine gidilmesi gereken zaman ile politikanın değiştirilmesi gerektiği fikrinin fark edildiği zaman arasındaki süre (Teşhis gecikmesi)

2- Politika değişikliğinin gerekli olduğunun bilinmesi ile ilgili politikanın uygulanmaya başladığı zaman arasındaki süre (Eylem gecikmesi)

3- Politika değişikliğinin uygulanmaya başlanması ile etkilerinin görülmeye başladığı zaman arasındaki süre (Etki gecikmesi)

Bu gecikmelerden birinci ve ikinci gecikme iç gecikme olarak adlandırılır. Üçüncü olan gecikmeye ise dış gecikme adı verilir (Parasız, 2007:310).

Friedman yaptığı araştırmalarda para arzında meydana gelen değişmelerin 6 ile 9 ay arasında bir sürede nominal GSYİH üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir. Para arzı değişmelerinin kısa dönemde reel GSYİH'nın ve uzun dönemde (12-18 ay sonra) fiyatlar genel düzeyinin etkilendiğini belirtmiştir. Ayrıca iki yıl sonra ise fiyatlar genel düzeyindeki değişmelerin hat safhaya ulaşacağını tespit etmiştir. Para arzındaki değişmelerin tüm ekonomiye yansımalarının ise 3 ile 10 yıl arasında gerçekleştiğini ifade etmiştir (Cambazoğlu, 2010:15).

Yukarıda da kısmen bahsedildiği üzere Monetarist iktisatçılar aktarım mekanizmasında doğrudan aktarım görüşünü temsil eden ekollerden birisidir. Yani merkez bankası para arzını artırdığında bankalara yatırılan mevduat miktarında da artış izlenir. Bankalara yatırılan mevduat miktarlarının artış göstermesi bankaların ellerinde tutukları bu paraları daha uygun oranlarla piyasaya fon olarak sürmelerine neden olur. Yani bankaların kullandırmış oldukları tüketici ve üretici kredileri de artar. Bu durum toplam talebin dolayısı ile de milli gelirin artmasına neden olur. Buradan anlaşılacağı üzere Monetaristler Keynesyen iktisatçılardan farklı olarak parasal aktivitelerin reel ekonomik aktiviteleri dolaylı yollardan değil doğrudan etkilediğini savunurlar. Ayrıca Monetaristlere göre finansal aktifler ile reel aktifler arasında yakın ikame ilişkisi olduğundan dolayı para arzında meydana gelen değişmeler sadece faizler üzerinden değil, kredi hacmindeki değişmeler ve varlık fiyatları üzerinden de ekonomiyi etkiler (Katı, 2014:30).

Bu durum denklem ile açıklanacak olursa;

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow (I \text{ ve/veya } C \uparrow) \rightarrow AD \uparrow \rightarrow Y \uparrow \text{ ve/veya } P \uparrow$$

Burada; M para arzını, i faiz oranını, I yatırımı, C tüketimi, AD toplam talebi, Y geliri, P ise fiyatlar genel seviyesini ifade etmektedir. Bu denkleme göre; para arzında meydana gelen bir artış paranın getirisinde azalmalara neden olduğu için,

iktisadi karar birimlerinin parayı elde tutma arzusu artacaktır. Elde tutulmak istenen bu fazla para Monetarist görüş gereği paranın ikamesi olan diğer aktifler yani tahvil, hisse senedi, dayanıklı tüketim malzemeleri ile değiştirilecektir. Bu durum da yatırım ve tüketim mallarına olan talebi artıracığı için denklemden AD ile simgelenen toplam talep miktarında artışlar yaşanacaktır. Sonuçta toplam talep ve finansal varlıkların miktarlarındaki artış milli gelir seviyesini pozitif yönde etkileyecek ve milli gelir artacaktır. Başka bir ifade ile paranın dolaşım hızının sabit kabul edildiği durumda para arzında meydana gelen artışlar kısa dönemde hem fiyatlar genel seviyesini hem de milli hâsılanın artmasına neden olabilir. Bu duruma likidite etkisi de denebilir. Talebin artması sonucunda meydana gelen fiyatlardaki artış girişimcilerin kar beklentisini artıracığından firmaların yatırımlarında da artış gözlemlenebilir. Para arzı artışı sonucu oluşan düşük faiz oranlarının ve enflasyonla oluşan kar beklentilerinin üretim üzerindeki dolaylı ise finansal etki olarak adlandırılır. Bireylerin eline geçen arzu edilenden fazla miktardaki ankesler bireylerin harcamalarını etkileyeceğinden nominal gelir düzeyi de değişecektir. Parasal değişmelerin nominal gelir üzerindeki bu etkisi ise gelir etkisi olarak isimlendirilir (Yay; 2001:8).

Sonuç olarak Keynesyen yaklaşımda faiz kanalı ile işleyen aktarım mekanizmaları, Monetarist yaklaşımda para stoku ve para talebine bağlı olarak işlemektedir. Yani para arzındaki değişmeye bağlı olarak hem mal piyasasında hem de varlık piyasasında talep değişmekte buda dolaylı olarak toplam talebe milli gelire ve fiyatlar genel seviyesine yansımaktadır.

#### **2.2.4. Yeni Klasik Aktarım Mekanizması**

Yeni Klasik Makro İktisat Teorisi, esasen köklerini paracı teorilere dayandırıyor olsa da 1970'li yıllardan sonra paracı teorilerden ayrılmaya başlamış ve farklı bir teori olarak literatürdeki yerini almıştır. Yeni Klasik İktisat aslında tıpkı Monetarist iktisatçılar gibi Keynesyen İktisadın aktif para politikalarını eleştirerek yola çıkmasına rağmen politika etkinsizliği, rasyonel beklentiler gibi yeni kavramlarla başlı başına bir teori olarak kendisini ortaya koyan bir iktisat ekolü haline gelmiştir. 1970'li yıllara kadar Paracı Teorinin bir takipçisi olan Yeni

Klasikler bu yıllardan sonra kendilerine yeni kavramlarla farklı bir yol çizdiler ve bu yeni ekol bir müddet sonra kendi içerisinde de yeni klasik ve yeni klasik reel konjonktür teorisyenleri olarak ikiye ayrıldılar. Çalışmanın temelinde aktarım mekanizmaları olduğundan konjonktür teorileri çalışmada açıklanmayacaktır. Ancak Yeni Klasik Teorinin temel varsayımlarını ve aktarım mekanizmasının temel hipotezini oluşturan “Rasyonel Beklentiler Hipotezi” üzerinde durularak konu açıklanmaya çalışılacaktır.

Rasyonel Beklentiler Hipotezi 1960’lı yıllarda John Muth tarafından yapılan çalışma ile ileri sürülen bir hipotezdir. Varsayımlarını mikro temelli iktisadi karar birimlerinin davranışları üzerinden gerçekleştiren bu teori, bireylerin davranışlarını tutarlı olarak yönlendirdiklerini dolayısı ile de herhangi bir tercihte bulunulduğunda bu durumun sonuçlarının bireye zarar vermesi halinde bireyin bunu tekrarlamayacağı yani hata yapmakta ısrarcı olmayacağı görüşüne dayanmaktadır. Bu hipoteze göre bireyler tahmin yaparken tahmin yürütecekleri şeyle ilgili tam bilgiye sahiptirler. Bu nedenle fayda maksimizasyonuna uygun olarak ilgili değişkenin değerinin gelecekte ne olacağını tahmin etmekte zorlanmazlar. Örneğin bireyler enflasyonla ilgili bir tahminde bulunacaklarsa para arzının ne kadar olduğu ve artışın ne sonuçlar doğuracağı ile ilgili tüm bilgileri ellerinde bulundurabilirler. Bu nedenle yapılan herhangi bir politika iktisadi karar birimlerini yanıltmayacağı için politikanın etkisi de nispeten zayıf olacaktır (Bocutoğlu, 2013:231).

Yeni Klasik iktisadın en temel görüşü rasyonel hareket eden bireylerin davranışlarının ekonomiye yön vermesidir. Yeni Klasik iktisatçılara göre piyasalarda ücretlerin ve fiyatların tam esnek olması nedeniyle arz-talep eşitliği sürekli olarak sağlanmaktadır. Ayrıca rasyonel beklentiye sahip bireyler piyasaları optimize eden davranışlara sahiptirler (Savaş, 2007:239).

Yeni Klasik iktisadi görüşe göre firma sahipleri eksik bilgiye sahip olduklarından dolayı para politikasında meydana gelen beklenmedik değişimlerde firmalar üretimlerini optimize edemeyebilirler. Ancak sonraki dönemde denge hızlı bir şekilde sağlanacaktır. Bu nedenle paranın yansızlığını savunmakta ve aktif iktisat politikalarına ihtiyaç duyulmadığı görüşünü savunmaktadırlar (Adıgüzel, 2012:20).



Eksik bilgi modellerine vurgu yapan iktisatçılardan birisi olan Phelpse; işçi kesiminin değişen politikalar karşısında yanılığın içerisinde olabileceğini savunmuş, enflasyonda meydana gelecek olan beklenmeyen artışların emek arzlarında ve ücretlerde artışlara neden olabileceğini bu durumun da ekonomide milli hasılanın kısa dönemde artış göstermesi ile sonuçlanabileceğini savunmuştur. Fiyatların sürpriz bir şekilde artması ile beraber nominal ücretlerde meydana gelen artışların sanki reel ücretlerde artış yaşanmış gibi algılayan işçiler emek arzlarını artırarak daha fazla çalışmak istemekte böylece istihdam ve üretim artabilmektedir. Ancak işçiler bir süre sonra nominal ücretlerde meydana gelen bu artışların reel ücretlerde meydana gelen bir artış olmadığını farkına vardıklarında emek arzlarını kısırlar ve üretim düşerek eski haline geri döner. Yani enflasyon ile işsizlik arasındaki değiş tokuş ilişkisi uzun süreli değil kısa süreli olarak gerçekleşir (Cengiz, 2006:127).

Yeni Klasik İktisatçıların para politikalarına bir başka bakış açısı ise iktisadi beklentilerin oluşturulma biçimi ile ilgilidir. Yeni Klasik Görüşü benimseyen iktisatçılara göre ekonomide ücret ve fiyatların tam esnek olduğu bir durumda para politikasının beklenen ve beklenmeyen olmak üzere iki tip sonuç ortaya çıkarabilecektir. Bu durumda önemli olan iktisadi aktörler ile politika yapıcılarının bilgi edinme noktasında birbirlerinden farklı olan kapasiteleri politikaların beklenilmeyen sonuçları nasıl göstereceği ile ilgilidir. Para politikası yapıcılarının bilgi edinme noktasında iktisadi aktörlere göre daha avantajlı durumda olmaları uygulanacak politikaların sürpriz etkiler yaratarak reel çıktı seviyesini ve istihdam düzeyini etkilemeleri mümkün olabilecektir. Bu durumda politika etkinsizliği önermesi tartışma konusu olabilecektir (Göklemez, 2011:14).

Yeni Klasik Aktarım Mekanizmasının nasıl çalıştığını bir örnekle açıklanacak olursa; Merkez Bankasının işsizlik oranların yüksek olduğunu düşünerek iktisadi karar birimlerinin beklemediği bir şekilde para piyasasından tahvil alımı yaparak para arzını artırdığı varsayalım. Bu durumda piyasada para arzı arttığı için ilk etapta toplam talep ve hasıla artacaktır. Ancak iktisadi karar birimleri merkez bankasının yaptığı bu hamleyi tahmin edebiliyorsa genişletici para politikası etkili olmaz. Çünkü

bireyler ve firmalar artışların reel artışlar olmadığını fark eder ve arzları artırmazlar. Bu durumda üretim ve istihdam artmaz (Kadı, 2014:34).

Yeni Klasik iktisatçılar iktisat politikasının başarısını büyük oranda iktisadi karar birimlerinin yanılgıları ile ilişkilendirirler. Ancak Yeni Klasikler karar birimlerinin sistematik bir şekilde hata yapmayacaklarını varsaydıklarından, iktisat politikalarının başarı şansı oldukça az olduğu görüşündedirler. İktisadi karar birimleri politikanın olası etkilerini fark edip tepki gösterdikleri için politikalar ilk etapta hasıla ve istihdam seviyelerine etki etmiş gibi görünse de söz konusu etki uzun süreli olmayacaktır (Paya, 2013:404-405).

Sonuç olarak Yeni Klasik İktisatçılar para politikasında meydana gelen değişimlerin iktisadi karar birimleri tarafından tahmin edilebileceğini bu nedenle reel ekonomi üzerinde ciddi etkiler doğurmayacağını sadece kısa süreli üretim ve istihdam artışlarına neden olacağını bu artışlarında uzun süreli artışlar olmayacağını düşünmektedirler. Bu nedenle Yeni Klasikler para politikalarının etkili olmadığını ileri sürmektedirler.

#### **2.2.5. Yeni Keynesyen Aktarım Mekanizması**

Keynesyen Makro iktisadının önermelerinin tartışılmaya başlandığı işsizlik ve enflasyonun birlikte yaşandığı 1970'li yıllarda Keynesyen İktisada birtakım eleştiriler olmuştur. Bu eleştirilerin bir kısmı Keynesyen geleneğe bağlı iktisatçılardan gelirken bir kısmı da Klasik geleneğe bağlı iktisatçılardan gelmiştir. Keynesyen İktisadın temel görüşleri ile Klasik İktisadın görüşlerini bir araya getirerek oluşturulan teorilere karşı J. Hicks ve P.A. Samuelson tarafından geliştirilen Yeni Keynesyen İktisat literatürdeki yerini almıştır. Hicks ve Samuelson'un ortaya attığı görüşe göre Yeni Klasiklerin genel dengenin fiyat değişikliği ile sağlanacağı ifade eden görüşü ile Keynes'in genel dengeyi çoğaltan mekanizması ile anlatan görüşlerini bir araya getirerek yeni bir sentez oluşturmaya çalışmışlardır (Togay,1994:48).

Yeni Keynesyen iktisatçıların aktarım mekanizmalarına yaklaşımları Yeni Klasik ve Monetarist İktisatçıların politika etkinsizliği önermelerinin aksine ücret ve

fiyatların esnek değil yapışkan olduğu bu nedenle para politikası vasıtası ile yapılan müdahalelerin reel sonuçlar doğurabileceği üstelik uzun dönemde Philips Eğrisi ilişkisinin geçersiz olmasına rağmen kısa dönemde bu ilişkinin kurulabileceği temeline dayanmaktadır.

Yeni Keynesyen iktisatçılara göre, Keynesyen İktisatın yeterince açıklamadığı ücret ve fiyat yapışkanlığı ile menü maliyetler, bazı mikro temelli kavramlar yardımı ile açıklamak daha doğru olabilir. Bu nedenle Yeni Keynesyenlerin ücret ve fiyat ataleti, çakışan ücret sözleşmeleri, etkin ücret kuramı gibi kavramlar üzerinde durarak aktif para politikalarının reel ekonomi üzerindeki etkilerinin daha doğru açıklanabilecektir (Göklemmez, 2011:15).

Yeni Keynesyenlere göre para, Klasik İktisat ve bu geleneğe bağlı görüşlerin aksine yanlıdır. Bu görüşün temelinde yatan teorik kaynak ise yapışkan fiyat ve ücretlerdir. Gerek ücret gerekse mal piyasasındaki katılıklar piyasaların eksik rekabet koşulu içerisinde çalıştığını gösterdiğinden bireylerin rasyonel davranmalarını ve rasyonel karar almalarını etkileyecektir. Ücret katılıklarının sebebi; işçiler ile firma sahipleri arasında yapılan ücret sözleşmeleri, işçi sendikalarının piyasa üzerindeki etkileri ve ileriye dönük yapılan uzun soluklu anlaşmalar ile açıklanmaktadır. Yeni Keynesyen İktisatçılar yapışkan ücret ve fiyatların reel ekonomiyi nasıl etkilediği sorusuna ise kurdukları iki model ile cevap vermeye çalışmışlardır. Bu modellerden ilki etkin ücret modelidir. Etkin ücret modeline göre işveren çalıştırdığı işçinin performansını ölçerek daha yüksek veya daha düşük ücretler vermek istediğinde diğer işçilerinde mevcut ücret koşullarında değişikliğe gitmesi gerekebileceğinden ücreti artan işçinin üretimi artacağından firma kârıda artabilecektir. Fakat ücretler Yeni Klasiklerin söylediği kısa dönem doğal oran seviyesinde değil bunun üzerinde bir seviyede gerçekleşecektir. Yeni Keynesyen İktisatçıların ikinci modeli ise içerdekiler-dışardakiler modelidir. Bu modele göre işçi grupları üç sınıfa ayrılmaktadır. Birinci gurubu oluşturanlar çalışanlar yani içerdeki işçilerdir. İkinci gurubu işe yeni başlayanlar, üçüncü grubu ise çalışmayanlar yani dışardakiler oluşturmaktadır. Bu modele göre işe yeni başlayan acemiler iş ile ilgili bir takım eğitim ve kazanımları almamış olması ve ayrılması halinde işverene kıdem tazminatı

gibi herhangi bir yükü olmayacaktır. Bu durum firmanın işçi çıkarma politikasına gitmesi halinde içerdekiler yerine acemilerden başlamasına neden olacaktır. İçerdekiler yani işçiler acemiler üzerinde birtakım baskılar oluşturarak üretkenliğin azalmasına neden olabilecek ve işverenden daha fazla ücret talep edebileceklerdir. Yani doğal ücret seviyesi kısa dönemde gerçekleşmeyecek olup bir süre ücretler ön görülen seviyenin üzerinde gerçekleşebilecektir. Ücretlerdeki bu farklılıklar firmaların maliyetlerine ve doğal olarak da üretilen mal maliyetine yansıtacağından fiyatlarda yeterince esnek olamayacaktır (Adıgüzel, 2012:24).

Fiyat yapışkanlığının en önemli nedenlerinden birisinin ise koordinasyon yetersizliği ve menü maliyetler olduğu ileri sürülmektedir. Firmaların piyasadaki fiyat değişimlerine hemen ayak uydurabildikleri varsayımı altında para arzında meydana gelen herhangi bir değişikliğin üretim ve istihdam seviyesine herhangi bir yansımaları olmayacaktır. Çünkü klasik görüş gereği fiyatlar piyasaya arz edilen para miktarı ile aynı oranda artış gösterecektir. Ancak diğer firmalar henüz piyasadaki fiyat artışına aynı şekilde fiyat artırarak tepki vermediği durumda fiyatlarını yükselten firma müşteri kaybı yaşayacağından bütün firmaların aynı anda fiyat artışı yapması gerekecektir. Ancak ekonomide bir sektörde bulunan firma sayısının çok fazla olması ve yukarıda bahsedilen firmalar arası koordinasyon eksikliğinden dolayı ekonomideki fiyat artışlarının ayarlanabilmesi için belirli bir süre gerekmektedir. Yani iktisadi karar birimlerinin fiyatların yapışkan olacağı yönündeki beklentileri bu durumun en temel sebeplerinden birisidir (Yıldırım, 2013:282).

Menü maliyetleri olarak bahsedilen şey ise firmaların mevcutta kullandığı fiyat listeleri ve katalogların güncellenmesi durumudur. Tüketicilerin mevcut fiyat değişimlerinden haberdar olması ve taleplerini belirlemeleri için mal ve hizmetlerin kataloglarının değişmesi gerekmektedir. Bu durumda mevcut katalogların değişmesi firmaya yeni bir maliyet olacağından firma fiyatları sürekli değil belirli aralıklarla ayarlamak isteyecektir. Firmanın katlanacağı bu maliyetin yanı sıra müşterilerin değişen katalogları kabullenmesi de zor olacağından firma fiyat değiştirmeye çok hevesli olmayacaktır. Bu durum Keynesyen iktisatçıların bahsetmiş olduğu yapışkan fiyat hipotezinin en önemli nedenlerinden birisini oluşturmaktadır (Cengiz, 2007:61).

Yeni Keynesyen İktisadın para politikası hususundaki diğer bir görüşü ise para arzının içselliği ile ilgilidir. Çalışmanın önceki kısımlarında da belirtildiği gibi Keynesyen İktisadın para arzının içselliği konusundaki görüşleri kısaca para arzının firmaların, hane halkının ve bankaların ekonomik aktivite içerisinde gereksinimlere bağlı olarak belirlendiği fikrine dayanmaktadır. Yeni Keynesyen İktisat da bu geleneğe bağlı kalarak para arzının içsel olduğu görüşünü benimsemektedir. Para arzının içsel olması ise parasal sektörün reel sektörden bağımsız olarak algılanamayacağı dolayısı ile de para arzının para talebinden farklı olarak algılanamayacağı anlamına gelmektedir. Yeni Keynesyen İktisadın para talebine ve özellikle de kredi parasına önem vermelerinin nedeni ise, paranın kullanımı üzerinde değil paranın ekonomik sistem içerisine girişi ile ilgilenmelerinden kaynaklanmaktadır. Yeni Keynesyen İktisatta Yeni Klasiklerin aksine para ekonomiyeye mübadele süreci ile değil, üretim süreci ile entegre olmaktadır (Kademli, 2007:18).

Yeni Keynesyen İktisatçıların para arzının dışsallığını nasıl açıkladığını örnek yardımı ile ifade ettiğimizde şunları söylenebilir. Geleneksel para arzı teorilerinde bankalar Merkez Bankaları tarafından portföy yöneticisi olarak algılanırlar. Yani Merkez Bankasının yaptığı açık piyasa işlemlerine uygun olarak bankaların sahip oldukları varlıkları etkileyebilirler. Örneğin bankaların verdikleri kredi miktarlarını veya ellerinde tuttukları devlet tahvili miktarını etkileyebilirler. Böylece Merkez Bankaları para arzını dışsal olarak kontrol edebilmiş olur. Fakat Yeni Keynesyen İktisat bu görüşün aksine bankaları piyasada kredi satan firmalar olarak değerlendirir. Bu nedenle de fon piyasasında bankaların ihtiyacı olan para miktarı Merkez Bankasının dışındaki piyasa faktörlerinden de karşılanabilir. Bu kaynaklar ise bankalar arası fon piyasası, mevduat sertifikaları, repo anlaşmaları gibi kaynaklardır (Kademli, 2007:19).

Sonuç olarak Yeni Keynesyen İktisadın parasal aktarım sürecindeki görüşlerini özetlenecek olursa; bu görüşün en belirgin özelliği olan piyasaların sürekli dengelenmediği varsayımı ve bu duruma neden olan ücret ve fiyat katılıkları nedeni ile kısa dönemde para politikaları reel ekonomi üzerinde etkili iken uzun dönemde

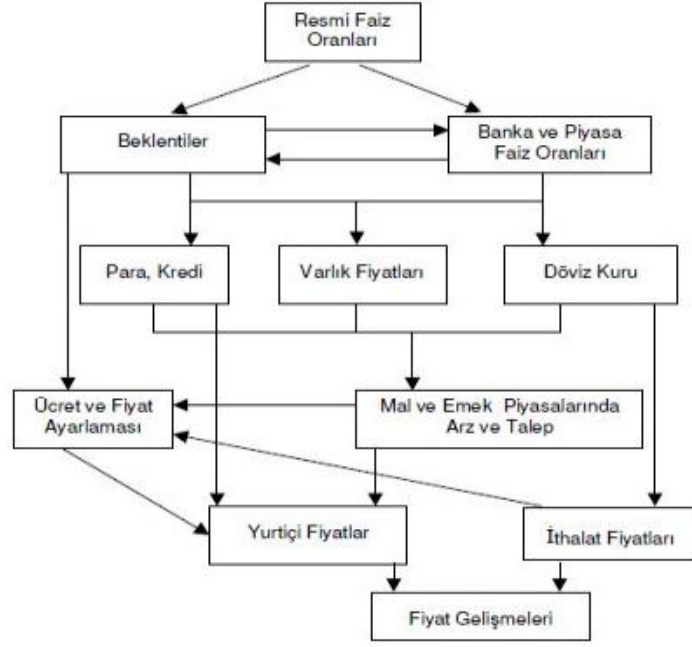
etkili değildir. Parasal ücretler ve fiyatlar bahsedilen yapışkanlık nedeni ile toplam talepte meydana gelen artışlar karşısında hemen ayarlanamamaktadır (Bocutoğlu, 2013:330). Yani toplam talepte meydana gelen değişimin üretim ve istihdamda değişikliğe neden olması fiyatların katı olmasına bağlıdır. Beklenen iktisat politikaları Klasik temelli görüşlerin aksine hasıla düzeyinde değişikliğe neden olabilir (Kadı, 2014:37).

### **2.3. Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları**

Parasal aktarım mekanizmaları literatürde farklı şekillerde açıklanmaya çalışılmış olsa da gerek kafa karışıklığına neden olmamak gerekse de konuyla ilgili öz bilgiyi vermek adına aktarım kanalı beş başlık üzerinden incelenecektir. Bunlar; Geleneksel Faiz Oranı Kanalı, Kredi Kanalı, Döviz Kuru Kanalı, Varlık Fiyatları Kanalı ve Beklentiler Kanalı şeklinde olacaktır. Bu kanallar ile ilgili sınırlandırma TCMB'nin 2013 yılında yayınlamış olduğu parasal aktarım mekanizması adlı bültenine göre yapılacaktır. Çalışmanın ampirik kısmında incelenecek olan değişkenler ve Türkiye ekonomisinin de hali hazırda içinde bulunduğu yüksek döviz kuru yüksek faiz oranları şartları dikkate alınarak bu iki kanalın nasıl çalıştığı incelenecektir. Ayrıca literatüre farklılık getirmesi bakımından mali baskınlık kavramı, çalışmanın içerisine genel hatları ile bu kısımda alınacak ve aktarım mekanizmaları ile ilişkisi araştırılacaktır. Konunun iktisat yazınındaki yerine temas edilerek çalışmanın ekonometrik analiz kısmında da açıklanacaktır. Böylelikle ekonomide maliye ve para politikalarının uyumunun nedenli önem arz ettiği de açıklanmaya çalışılacaktır.

Aşağıdaki şekilde parasal aktarım mekanizması en temel hali ile gösterilmiştir. İlgili şekilde belirtilen aktarım kanalları ve çalışma biçimleri detaylı olarak çalışmanın bu kısmında açıklanacaktır.

## Şekil 1. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi



Kaynak: TCMB aylık bülteni 2013

### 2.3.1. Faiz Oranı Kanalı

Faiz oranı kanalı; literatürde en geleneksel aktarım kanalı olarak bilinen parasal aktarım kanalıdır. Temelleri Keynes tarafından Genel Teoride atılmış olan aktarım kanalı IS-LM modeline dayanır (Arabacı ve Baştürk, 2010:17). Bu kanal, borç paranın marjinal maliyetini değiştirerek ekonomik birimlerin nakit akımını ve tüketim tercihlerini etkilemekte, üreticilerin ise yatırım, tasarruf ve toplam talebini etkilemektedir. Reel faiz oranlarında düşme sermayenin maliyetini düşürerek yatırım harcamalarını arttırmakta, bu da toplam talebin artmasına yol açarak çıktıların yükselmesine neden olmaktadır (Örnek, 2009:106). Yani parasal otoritelerin para arzı üzerinde yapmış olduğu değişikliklerin faiz oranları üzerinden tüketim ve yatırımı etkileyerek toplam talebi dolayısı ile de hâsıla ve istihdam düzeyini etkilemesi olarak da özetlenebilir.

Reel para arzındaki bir değişimin çıktı üzerindeki etkisini şematik olarak gösterecek olursak şu şekilde yazılabilir.

$$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Bu denklemde sırasıyla açıklanacak olursa M para arzını, r reel faiz oranını, I yatırım düzeyini, Y reel çıktıyı ifade etmektedir. Bu denkleme göre para arzında meydana gelen bir artış reel faiz oranının düşmesine neden olmaktadır. Reel faiz oranlarında meydana gelen düşüş borçlanma maliyetlerini azaltacağından yatırım harcamalarında artış meydana gelecektir. Yatırım harcamalarının artması ise çıktı düzeyini artıracaktır. Bahsettiğimiz bu durumun gerçekleşmesi için yani geleneksel faiz oranı kanalının çalışması için dört önemli varsayım gerçekleşiyor olmalıdır. Bu varsayımlar ise şöyledir.

- 1- Merkez bankasının para arzı üzerinde kontrol gücü olmalıdır.
- 2- Merkez bankası nominal faiz oranlarının yanında reel faiz oranlarını da etkileyebiliyor olmalıdır. Yani Merkez bankası nominal faizleri değiştirdiğinde fiyatlar aynı oranda tepki vermemelidir.
- 3- Kısa dönem reel faiz oranlarını değiştiren politikalar aynı zamanda bireylerin firmaların karar verirken kullandığı uzun dönem reel faiz oranlarını da etkilemelidir.
- 4- Harcama seviyesinin para politikası sonucu değişen faiz oranına olan tepkisi çıktı düzeyini de etkileyecek ölçüde olmalıdır (Özcan, 2010:22).

Faiz kanalı işleyebilmesi büyük ölçüde ekonomide fiyat yapışkanlığının olmasına bağlıdır. Ekonomide fiyat yapışkanlığının olması ise, para politikasının yanlı olmasına yol açmakta ve parasal aktarım mekanizmasının işleyişini güçlendirmektedir. Yapılan çalışmalar firmaların fiyat ayarlamaları ile ilgili kararlarının büyük ölçüde fiyatlar genel düzeyindeki artışa bağlı olduğunu göstermektedir. Yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde fiyatlar hızlı bir şekilde değiştiğinden parasal aktarım mekanizmasının işleyişi zayıflatmaktadır (Büyükakın vd, 2009:104).

Keynesyen görüşün fikirlerine dayanan bu model iki aktifli modeldir ve bir aktifli para iken diğer aktifli ise tahvildir. Keynes'in faiz oranı üzerinden kurduğu aktarım mekanizması parasal değişimlerin ilk önce faiz oranını daha sonra reel



değişkenleri ve milli hâsılayı etkilemesi nedeni ile dolaylı aktarım olarak adlandırılır (Cengiz, 2008:116).

Keynes'in dolaylı aktarım mekanizmasının ilk aşamasını likidite tercihi teorisi oluşturur. Likidite tercihi teorisine göre, iktisadi karar birimleri üç temel güdü ile para tutar. Bunlardan işlem ve ihtiyat güdüsü ile para talebi gelir düzeyi ile ilgili iken spekülasyon amacıyla yapılan para talebi faiz düzeyine bağlı olarak değişir. Bu teoriye göre yukarıda da bahsedildiği üzere bireyler ellerinde sadece para ve tahvil olmak üzere iki tip varlık bulundurmaktadır. Likidite tercihi sabitken para arzında meydana gelen bir artış bireylerin ellerinde fazla para bulunması neden olacağından bireyler bu fazla para ile tahvil alımı yoluna gidecektir. Tahvile olan talebin artması ile tahvilin fiyatını artırırken faizleri düşürecektir. Faizlerin düşmesi ise iktisadi karar birimlerini yatırım ve harcama yapmaya yönlendirecektir (Karaca, 2010:41).

Faizlerin yükselmesi durumunda ise, sadece bireylerin değil firmalarında yatırım ve tasarruf kararları değişebilir. Yüksek faiz döneminde firmalar için yatırım yapmak cazip olmaz. Bu nedenle firmaların karlılıkları da azalır. Firmaların yatırım harcamalarının azalması üretim ve istihdam seviyesinde düşümlere neden olur. Bunun yanı sıra yüksek faiz dönemlerinde bireyler ve firmaların beklentilerini de olumsuz olarak yönlendirdiklerinden parasal olarak likit kalmayı tercih edebilirler. Bu durumda spekülatif amaçlı para talebinin artmasına neden olabilir. Spekülatif amaçlı para talebindeki artış iktisadi karar birimlerinin finansal varlıklara olan talebinde artışlara neden olabilir. Finansal varlıklara olan talebin artması ise ülke milli parasının değer kazanmasına ve ithalatın artmasına neden olur. Yerli paranın değer kazanmasının ise iki tür etkisi vardır. Bunlardan ilki ithal malların değerindeki düşüme paralel olarak artan ithalat, ikincisi ise ekonominin dış rekabeti kaybetmesi nedeni ile oluşan üretim ve istihdam kayıplarıdır (Taş, 2006:34).

Geleneksel faiz oranı kanalının geçerliliği üzerinde başta Monetarist iktisatçılar olmak üzere birçok iktisadi düşünce görüş bildirmiştir. Eleştirilerin temelinde ise gelecekteki ekonomik aktivitenin belirlenmesinde faiz oranlarından daha çok varlık fiyatlarının etkili olacağı görüşü yatmaktadır. İktisatçılar para arzında meydana gelen değişmelere ekonominin vereceği tepkilerin büyüklüğünün ve kompozisyonunun

durumdan duruma değişebileceğini ve bunun da faiz oranı kanalı ile açıklamanın yetersiz olabileceğini savunmuşlardır. Daha sonraki yıllarda faiz oranı kanalını eleştiren birtakım iktisatçılar kredi kanalı üzerinde yoğunlaşmışlardır.

### **2.3.2. Kredi Kanalı**

Kredi aktarım kanalı literatürde beş farklı aktarım kanalı ile açıklanabilmektedir. Bu kanallar ise; Banka Kredi Kanalı, Bilanço Kanalı, Nakit Akım Kanalı, Beklenmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı ve Hane Halkı Likidite Etkisi Kanalı şeklindedir. İktisat yazınında yer alan bu ayırım konunun daha iyi anlaşılmasını sağlamak amacı ile yapılmış olsa bile çalışmada kredi kanalı başlığı altında birçok çalışmada da olduğu gibi banka kredi kanalı üzerinde durulacak ve açıklanmaya çalışılacaktır.

Banka kredi kanalı geleneksel faiz oranı kanalının bankacılık krizleri, finansal kırınlıklar, borçların geri ödenmesinde yaşanan birtakım sorunları ve parasal değişmelerin reel ekonomiye nasıl yansıdığını açıklamakta yetersiz kalması nedeni ile ortaya atılmıştır. Kredi kanalı görüşü Keynesyen modelin öne sürdüğü para ve tahvilden oluşan iki aktifli görüşün yanı sıra kredileri de analize dâhil ederek üç aktifli model oluşturmaya çalışmaktadır. Bu nedenle parasal değişimlerin reel ekonomiye yansımalarının açıklanması noktasında tamamlayıcı rol üstlenmektedir (Özyurt, 2015:345).

Banka kredi kanalının işleyişini analiz etmek ve geleneksel Keynesyen aktarım kanalından farklı yönlerini vurgulayabilmek için IS-LM modellerini kullanmaktadır. Klasik IS-LM modellerine üçüncü finansal aktif yani banka kredisi eklenerek oluşturulan analizde aktarım mekanizması daha anlaşılır hale getirilmeye çalışılmıştır. Bu modelde borç verenler ile borç alanlar tahvil ve kredi arasındaki seçimlerini bu iki enstrümanın faiz oranına bakarak karar verecekleri varsayılmıştır (Çakmaklı, 2005:43).

Banka kredi kanalı görüşüne göre banka bilançolarının aktif tarafında yer alan banka kredileri ile menkul kıymetlerin birbirini tam ikame ettiği varsayılmakta, bankalar da menkul kıymet bulundurma veya kredi verme arasında bir seçim

yapmaktadırlar. Para politikasında meydana gelen değişmeler sonrasında bankaların kredi arzında değişmeler yapmaları banka kredilerinin parasal aktarım mekanizmasında bağımsız bir rol oynamasına neden olmaktadır (Taş ve diğerleri, 2012:59).

Genişletici para politikası sonucunda bankaların rezervleri ve mevduatları artacağından piyasaya verebilecekleri kredi miktarında da artış meydana gelecektir. Kredi miktarındaki bu artış firmaların daha uygun finansman maliyeti ile kredi bulmasına neden olacağından yatırımların artmasına neden olur. Artan yatırım harcamaları da toplam talep düzeyini değiştirerek milli hâsılanın artmasına neden olacaktır. Genişletici para politikası ayrıca firmanın piyasa değerinde artışa, borç riskinde azalışa da neden olabileceğinden firmaların piyasa güvenilirliğinin de artmasına yol açabilecektir. Ayrıca para politikasında meydana gelen değişmeler firmaların finansman maliyetlerinde düşüşe neden olacağı için firmaların uzun vadeli varlıklarının değerinde yükselmelere neden olabilecek ve yatırım yapmaları kolaylaşabilecektir. Kredi kanalı sadece büyük firmaları değil sadece banka kredilerine bağlı yatırım yapabilen küçük ve orta ölçekli firmaların yatırımları üzerinde etkili olacaktır (TCMB Parasal Aktarım Mekanizması Bülteni, 2013:6).

Banka kredi kanalında vurgulanması gereken başka bir nokta ise para politikasında meydana gelen değişmenin neden olduğu finansman maliyetlerindeki değişmelerin firmaların büyüklüklerine göre farklılık göstermesidir. Daraltıcı para politikası sonucu bankalar kredi arzlarını daraltırlar. Özellikle banka kredisi dışında dış kaynak bulmakta zorlanan firmaların artan kredi oranları nedeni ile finansman maliyetleri yükselecektir. Bu durumda firmalar bazı yatırım projelerini askıya alacaklardır. Bu durumda firmaların yatırımları doğrudan banka kredilerine bağlı olmuş olacağından banka kredilerindeki azalma doğrudan yatırım harcamaları üzerinde etkili olacaktır.

Banka kredi kanalının etkili olarak çalışabilmesi için 3 koşulun geçerliliği önemlidir (İnan, 2001:4).

- *Firmaların banka kredisine bağlı olması koşulu*: Bu koşulun geçerli olabilmesi için banka kredisi ve menkul kıymetlerin birbirini tam ikame etmemesi

gerekir. Yani firmalar kredi arzında meydana gelen azalmayı menkul kıymetlerini ihraç ederek telafi edememelidirler. Yani firmalar finansman noktasında bankalara bağımlı olmalıdırlar.

- *Merkez bankasının bankaların kredi arzını etkileyebilmesi koşulu:* Bu koşulun geçerli olabilmesi için para politikasında meydana gelen bir değişme neticesinde bankaların ihtiyaç duydukları likiditeyi kredi arzını kısmak yerine menkul kıymetlerini satarak sağlamamaları gerekir. Yani Merkez bankasının yaptığı daraltıcı para politikasına bankalar uymalıdır. Aksi halde bu kanal işlemeyecektir. Ancak eğer bankalar merkez bankasının yaptığı müdahalelere dış kaynaktan finansman bulma yoluna giderek cevap verirse bankanın likidite pozisyonu değişmeyeceğinden kredi aktarım mekanizması çalışmayacaktır.

- *Fiyat yapışkanlığı koşulu:* Fiyat yapışkanlığı para politikasının etkili olmasını sağlayan yegâne koşuldur. Banka kredi kanalının çalışabilmesi için fiyat yapışkanlığının geçerli olması gerekmektedir. Fiyat değişmelerinin hızlı ayarlanması halinde bankaların ve firmaların bilançolarındaki reel büyüklükler değişmeden kalacağından banka kredi kanalı etkisiz olacaktır.

Banka kredi kanalı ekonomideki parasal koşulların değişmesi halinde sadece bankaların borçlanma durumlarını incelediğinden dolayı literatürde dar anlamda bu kanala kredi kanalı da denmektedir. Banka kredi kanalının işleyebilmesinin altında yatan önemli koşullardan bir başkası da firmalar için banka kredisi ve menkul kıymetlerin tam ikame olmaması varsayımdır. Yani firmalar banka kredisi kullanmadığı durumda menkul kıymet ihraç ederek finansman sağlamamaları gerekir. İkinci olarak ise para otoritesinin uygulamış olduğu politikaların bankaların kredi arzını doğrudan etkileyebiliyor olması gerekmektedir. İlk koşulun gerçekleşmesi literatürde daha çok asimetrik bilgi kavramı ile açıklanmaktadır. İkinci varsayımın gerçekleşmesi için ise bankaların mevduat dışı kaynak sağlama olanağının kısıtlı olması gerekmektedir. Örneğin merkez bankasının munzam karşılıklar yolu ile müdahalede bulunması durumunda bankanın mevduat dışı kaynakları etkilenmeyeceğinden bankaların mevduat dışı fon bulma kapasitesi yükseldikçe kredi kanalının işleyişi de zorlaşacaktır. Ayrıca para politikasında

meydana gelecek değişme sonrasında oluşacak yeni durumda bankaların rezervlerindeki değişmeyi kredileri kırsarak değil menkul kıymetleri satarak tepki vermeleri gerekliliğidir. Banka dışı finansal aracılarn varlığı ve piyasa içerisindeki büyüklüğü de bu kanalın işleyişini etkileyen önemli hususlardan birisidir (Gür, 2003:28).

Banka kredi kanalının işleyişini kısaca formüle edersek Şu Şekilde yazabiliriz

Para Arzı ↓ → Banka Mevduatları ↓ → Banka Kredileri ↓ → Toplam Talep ↓  
→ Milli Hasıla ↓

Yukarıdaki formülasyondan yola çıkarak kredi kanalını açıklanacak olursa merkez bankasının daraltıcı para politikası uygulaması sonucunda bankaların rezervleri veya mevduatları düşer. Eğer bankalar rezervlerindeki bu düşüşleri dış finansman veya menkul kıymet ihracı ile karşılayamıyorlarsa kullandıkları kredi miktarlarında azalmalar oluşacaktır. Banka kredilerindeki azalmalar banka kredisine bağlı yatırım yapan firmaların üretim ve yatırım harcamalarında azalmalara neden olacak ve ekonomik aktivite daralacak milli gelir azalacaktır. Bu durumun aksine hem geleneksel faiz oranı kanalında hem de banka kredi kanalında kısa dönemde yapılan genişletici para politikaları, faiz oranlarında düşmeye neden olarak toplam talep ve hasıla düzeyinde artışa neden olur. Ancak banka kredi kanalının geleneksel faiz oranı kanalında farklı olan yanı ise finansal aracılarn kredilere ilişkin davranışlarını incelemesidir. Bankaların gerek firma gerekse bireylere sunduğu kredi hizmeti ilgili iktisadi birimlerin davranışları, harcama ve yatırım planlarını etkiler. Bu nedenle banka kredisine bağımlı bu kesimin kendisini bankadan farklı bir yolla fonlama imkânı olmayacağından bankaların kredi kullandırımı toplam harcama düzeyi üzerinden milli gelir üzerinde önemli etkilere neden olacaktır.

### **2.3.3. Döviz Kuru Kanalı**

1970’li yıllardan sonra birçok ülke tarafından benimsenmeye başlanan esnek döviz kuru rejimi ve ekonomik serbestleşme ile birlikte giderek artan uluslararası entegrasyon para politikalarının döviz kuru üzerinden ihracat üzerine olan etkisi iktisat bilimcileri tarafından daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Ekonominin dışa

açıklık derecesinin artması ile beraber daha fazla önemli hale gelen döviz kuru kanalı, üzerinde daha fazla çalışılan bir konu olmuştur (Kasapoğlu, 2007:17).

1980'li yıllarda ülkelerin yaşadığı dış ticaret açığı ve ödemeler dengesi sorunlarını inceleyen iktisat bilimciler, ilgili ekonomilerde Marshall-Lerner Koşulunun geçerli olabileceğine dair tespitlerde bulunmuşlardır. Bu koşula göre, eğer dış ticarete konu olan malların arz esneklikleri sonsuz kabul edilirse herhangi bir ülkenin dış ticaret ortağından ithalat talebi ile ilgili ülkenin yerli ülkeye olan ithalat talebi reel döviz kuru esnekliği birden büyük ise yerli paranın reel anlamda değer kaybetmesi dış ticaret dengesini pozitif yönde, esneklik birden küçükse negatif yönde etkileyecektir. Bu bağlamda iktisatçılar döviz kurunun fiyat geçişkenliği kavramı üzerinde daha fazla yoğunlaşmasına neden olmuş ve döviz aktarım mekanizması üzerinde daha fazla çalışılma ihtiyacı duyulan kavram haline gelmiştir (Özdemir, 2012:73).

Döviz aktarım mekanizmasının tanımını yapılacak olursa, para politikasında meydana gelen değişmelerin döviz kurları üzerinde etki yaparak ülke ihracatını, milli geliri ve istihdam seviyesinde neden olduğu değişmelerdir (Örnek, 2009:107).

Uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleştiği ve sermaye hareketlerinin faiz esnekliğinin yüksek olduğu bir ekonomide uygulanan para politikası faiz oranlarını değiştirerek döviz kuru üzerinde güçlü etkiler meydana getirmektedir. Faiz oranlarındaki değişmeler uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini ve böylece ulusal paranın değerini etkileyerek döviz kurunu değiştirmektedir. Döviz kurunda meydana gelen bu tür hareketlere bağlı olarak uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarında ve böylece dış ticaret hacminde değişmeler ortaya çıkmaktadır (Cengiz, 2009:233).

Para politikasında meydana gelen bir değişiklik, döviz kuru üzerinden hem hâsıla düzeyini hem de ithalat fiyatlarını etkilemektedir. Ekonomide daraltıcı yönde bir para politikası uygulandığı varsayılırsa faiz oranlarında artış meydana gelecektir. Faiz oranlarında artışın meydana gelmesi ise ülkeye girecek olan döviz miktarında artışa neden olarak ülke milli parasının değer kazanmasına neden olabilecektir. Ülke

milli parasının değer kazanması ise net ihracatın azalmasına neden olacak bu da milli hâsılanın azalmasına neden olabilecektir (Erdoğan ve Yıldırım, 2008:96).

Döviz kuru kanalını şematik olarak gösterilecek olursa aşağıdaki şekilde yazılabilir.

Para Arzı  $\uparrow$   $\rightarrow$  Faiz Oranı  $\downarrow$   $\rightarrow$  Döviz Kuru  $\uparrow$   $\rightarrow$  İhracat  $\uparrow$   $\rightarrow$  Milli Gelir  $\uparrow$

Yukarıdaki şemadan da anlaşılacağı üzere döviz kuru kanalının çalışması faiz üzerinden gerçekleşmektedir. Para politikasında meydana gelen değişimler neticesinde faiz ve döviz kurunda meydana gelen değişimler ekonominin hem finansal hem de reel kesimi üzerinde etkili olduğundan ülkeye girecek yabancı yatırımcı ve ülkedeki tüketim kararları üzerinde doğrudan etkili olabileceğinden üretim ve hâsıla seviyesini de etkileyebilmektedir (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012:57).

Döviz kurunun hâsıla ve toplam talebi gelir ve servet üzerinden de etkilemektedir. Gelir ve servet etkisi daha çok borçlanmanın önemli ölçüde yabancı para ile yapıldığı gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir. Örneğin, genişlemeci bir para politikası ulusal para karşısında yabancı paraların değer kazanmasına yol açtığı için firmaların borç yükünde bir artışla sonuçlanmaktadır. Buna karşılık firmanın ulusal para ile ölçülen varlıklarının değerinde herhangi bir değişim olmamaktadır. Bu şekilde firmanın net değerinin azalması edilen kredi miktarında ve dolayısıyla firmanın yatırımında azalmaya yol açmaktadır. Ayrıca, net borçlu pozisyonunda bulunan ülkelerde yabancı para cinsinden yapılan faiz ve kâr payı ödemeleri gelirin azalmasına neden olmakta ve böylece gelir etkisi sonucu toplam talep negatif yönde etkilenmektedir (Cengiz, 2009:234).

Döviz kurlarında meydana gelen değişimlerin reel ekonomiye yansımalarını incelerken döviz kurunun nominal mi yoksa reel döviz kuru mu olduğu önemli bir sorudur. Kısa dönemde Keynesyen varsayımın iddia ettiği üzere ücret ve fiyatların yapışkan olması nedeni ile nominal döviz kurunda meydana gelen artışlar reel döviz kurunda da artacaktır (Nominal Döviz Kuru/Fiyatlar Genel Düzeyi = Reel Döviz Kuru). Döviz kuru üzerine yapılan ampirik çalışmaların reel döviz kurunda meydana

gelen değişmelerin reel ihracat ve ithalat seviyesini etkilediği yönde güçlü bulgular ortaya koymuştur. Fiyatlar ve ücretlerde izlenen fiyat katılıkları varsayımı altında kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen düşmelerin ise reel döviz kurunu düşürücü etki yapabileceği tespit edilmiştir (zdemir, 2012:75).

Döviz kurundaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki başka bir etkisi ise firmaların bilançoları üzerinden gerçekteşmektedir. Kısa vadeli açık pozisyon taşıyan firmalar döviz kurunda meydana gelen dalgalanmalardan çok yüksek düzeyde etkilenebilir. Yani özellikle kısa vadeli ve döviz cinsinden borçlanmış olan firmaların temel üretim ve pazarlama alanları yerli paranın hâkim olduğu pazarlar üzerinden gerçekteşmekteyse firmaların bilanço girdileri de yerli para üzerinden olacaktır. Ancak firmaların kısa vadeli borçlarının döviz cinsinden olması halinde kurdaki dalgalanmalar firmanın bilançolarında çok ciddi sarsıntılara neden olacaktır.

Firmaların açık pozisyona bağlı olarak artan borç yükleri yükümlülüklerini yerine getirmelerine engel olacak ve mali yapıları bozulabilecektir. Yerli para cinsinden borç yükü artan firmalar üretim ve yatırımları azaltacak bu da ülke ekonomisinde klmelere neden olacaktır. Döviz kurunun ekonomiye olan etkileri sadece üretim ayağından değil fiyatlar üzerinden de gerçekteşmektedir. Döviz kurundaki değişmeler daha çok talep esnekliği yüksek olan sektörler üzerinde etkilidir. Bu sektörlerin başında ise ihracatçı sektörler gelmektedir. Döviz kurunda meydana gelen değişmelerin ithalat fiyatlarına yansıma süreci ise yurt içinde meydana gelen fiyat değişmelerinin kurda meydana gelen değişmelere olan duyarlılığını ortaya koyup, para politikasının ve enflasyon hedeflemesinin doğru tahmin edilmesi açısından önemlidir. Döviz kurunda meydana gelen değişmelerin fiyatlara yansıma hızının belirlenmesi ithalata dayalı üretim yapan ekonomilerin büyümesi ve enflasyonun tahmin edilmesi açısından son derece önemli bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır. Ülkemizin de içerisinde bulunduğu yükselen ekonomilerde döviz kurundan fiyatlara olan geçişkenlik gelişmiş ülkelere nazaran daha yüksektir. Bu durumun en temel sebebi ise üretim sürecinde ithal ara mallara olan bağlılıktır. İthal girdiler ile yerli girdiler arasındaki ikame ilişkisinin zayıf olması da bu durumu güçlendirmektedir. Ayrıca nominal döviz kurundaki değişmelerin fiyatlara yansıması



ülkedeki fiyat istikrarının da zedelenmesine sebep olarak ekonomik dengelerin bozulmasına neden olabilir (Özdemir, 2012:79).

#### **2.3.4. Varlık Fiyatları Kanalı**

Para politikasındaki değişmelerin reel ekonomiyi ne şekilde etkilediği sorusunu açıklamaya çalışan bir diğer kanal ise varlık fiyatları kanalıdır. Varlık fiyatları kanalı teorik temellerini Modigliani'nin Yařam Boyu Gelir Hipotezi'nden almaktadır. Bu hipoteze göre bireylerin tüketim seviyelerini, reel servetleri, finansal servetleri ve beşerî sermayeden oluşan yaşam boyu kaynaklar belirlemektedir. Para arzında meydana gelen değişmeler de ekonomide finansal ve reel servet düzeyini etkileyebileceğinden toplam harcama düzeyi değişebilir. Bu nedenle kişilerin yaşam boyu ellerinde tuttıkları servet değişebileceğinden varlık fiyatları aktarım mekanizmasının içerisinde değerlendirilmesi gereği dūřünölmüřtür (Işkın, 2017:32).

Varlık fiyatları kanalı, değişik türde ekonomik varlıkların nispi fiyatları üzerinde durmaktadır. Para politikasındaki değişmeler finansal ve reel varlıkların nispi fiyatlarını değiştirmek suretiyle toplam harcama ve üretime seviyesini değiştirmektedir (Cengiz, 2009:231).

Konunun daha doğru anlaşılması için ilk olarak varlık fiyatları kanalını yani para politikasında meydana gelen değişmelerin hisse senetleri vasıtası ile bireylerin tüketim ve tasarruf kararlarını nasıl etkilediği açıklanacaktır. İkinci olarak ise ilgili aktarım kanalını para politikasındaki değişmelerin Tobin Q'su yolu ile firmaların üretim ve yatırım kararlarını nasıl değiştirdiğini açıklamanın daha anlaşılır olacağı dūřünölmektedir.

Yukarıda da kısmen bahsedildiği gibi hane halkının servetinde meydana gelen değişmelerin ekonomiye birtakım etkileri olabilir. Bilindiđi gibi bono ve tahvil gibi yatırım araçları ile faiz oranları ve varlık fiyatları arasında ters yönlü ilişki vardır. Para arzında meydana gelebilecek bir daralmanın bono ve tahvil gibi varlıkların faizlerinin artmasına neden olabilecektir. Bu durumda bu varlıkların ikincil piyasalardaki fiyatlarının da dūřmesine neden olabilecektir. Varlık fiyatlarında meydana gelen bu dūřüş bireylerin servet düzeylerinin dūřmesine neden olacak,

tüketim ve tasarruflarını da etkileyebilecektir. Ayrıca hane halkının tahvil ve bono gibi yatırım araçlarının yanında hisse senedi gibi varlıkları da bulundurması halinde para politikasındaki değişmelere bağlı olarak hisse senetlerinin fiyatlarında meydana gelen düşmeler de kişilerin harcama seviyelerini etkileyeceğinden toplam talebi dolayısı ile de milli hâsılayı etkileyen bir unsur olabilecektir (Şahin, 2011:5).

Varlık fiyatlarında meydana gelen değişmelerin bir başka etkisi ise bireylerin borçlanma seviyeleri üzerinedir. Varlık fiyatlarındaki düşme bireylerin borçlanma seviyelerinde düşüslere neden olabilecek bu durumda harcama seviyesini etkileyebilecektir (Kasapoğlu, 2007:18).

Hisse senetlerinde meydana gelen değişmelerin reel ekonomiyi etkileme yollarından bir diğeri ise Tobin'in Q Teorisidir. Amerikalı iktisatçı James Tobin 1969 yılında geliştirilen teoriye göre, hisse senetlerinde meydana gelen değişmeler firmaların piyasa değerini etkiler. Firmaların piyasa değerindeki değişmeler ise firmaların yatırım yapma kapasitesini dolayısı ile de üretim seviyesini etkiler (Ojaghlou, 2014:18).

Tobin'in Q teorisi şu şekilde formülize edilmiştir.

$$Q = \text{Firmaların Piyasa Değeri} / \text{Sermayenin Yenilenme Maliyeti}$$

Bu formüle göre firmaların piyasa değerinin artması durumunda q değeri artacaktır. Q değerinin yüksek olması ise firmanın piyasa değerinin sermaye yenilenme maliyetinden yüksek olması anlamına gelir. Bu durumda firmanın yeni makine ve teçhizat elde etmesinin maliyeti firmanın piyasa değerine kıyasla daha ucuzdur. Firmalar piyasaya sürdükleri hisse senetleri karşılığında satın aldıkları üretim malzemelerine göre daha yüksek bir fiyat elde edebilirler. Bu durumda firmalar piyasaya daha az hisse senedi sürerek daha çok yatırım malı satın alabilirler. Firmaların daha fazla yatırım malı satın alabilmesi üretimi artırmalarına neden olabilir. Ancak bu durumun aksine q değerinin düşük olması halinde ise firmanın piyasa değeri sermayesini yenileme maliyetine göre daha düşük olacağından firmalar yeni yatırım malı satın almaktan kaçınırlar. Bu durumda da üretim ve hâsıla azalır.

Tobin'in q teorisi çerçevesinde para arzında meydana gelen değişmeler ise milli gelir arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekilde açıklanabilir.

$$M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow Pe\uparrow \rightarrow c\downarrow \rightarrow q\uparrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

Burada; M para arzını, Pe hisse senetleri fiyatını, q Tobin q değerini, I yatırım harcamalarını, c finansman maliyetini, Y ise milli geliri ifade etmektedir. Buna göre genişletici para politikası uygulanması durumunda faiz oranları düşecek hisse senedi ve tahviller daha cazip hale gelecektir. Hisse senetlerine olan talebin artması durumunda hisse senetlerinin fiyatları yükselecek q değeri artacaktır. Q değerinin artması ise firmaların yatırımlarının finansman maliyetini düşürecek, yatırım harcamaları ve milli gelir artacaktır (Alkan, 2014:36-37).

Tobin'in q teorisi ile hisse senetleri fiyatları ve firmaların yatırım harcamaları arasındaki ilişki 1929 büyük bunalım döneminde yatırım harcamalarının çok düşük düzeyde gerçekleşmesini de açıklamaktadır. Büyük bunalım döneminde 1933 yılında hisse senetlerinin yaklaşık değeri 1929 başlarındakine göre 1/10 oranında düşüş gösterdiği izlenmiştir. Hisse senetlerinin fiyatlarındaki büyük düşüş q değerinin ciddi derecede düşmesine neden olmuştur. Hisse senedi fiyatları ile yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen bilim adamları q teorisinin neden çok önemli olduğunu ise 3 madde ile açıklamışlardır.

1- Emeklilik sisteminin giderek özelleştirilmesinden dolayı hisse senedi şeklinde tutulan tasarruf miktarı giderek artmaktadır. Bu durumda da q değeri yükselmektedir. Q değerinin yükselmesi ise yatırım ve hâsılayı artıracaktır.

2- Q teorisinin önemin artmasının başka bir nedeni ise devlet bütçelerinin giderek fazla veren bir politikaya geçmesidir. Bu durumda yani bütçe fazlası verildiğinde kamu borçlanma miktarı azalacağından faizler düşecek ve hisse senetlerinin değeri artacak böylece q değeri artacaktır.

3- Gelişmekte olan ülkelerde bireylerin tasarruflarının sermaye piyasalarında değerlendirmeleri için teşvik edilmesi de q değerinin artmasına neden olacaktır.

Sonuçta para politikasında meydana gelen değişmeler, firmaların ve bireylerin gerek hisse senetleri gerekse tahvil ve bono gibi finansal aktiflere olan taleplerinin artmasına bir taraftan bireylerin servetlerini olumlu yönde etkileyeceğinden tüketimi dolayısı ile toplam talebi artıracak diğer yandan  $q$  değerinin artmasını sağlayarak yatırımın ve milli gelirin artmasına neden olabilecektir.

### **2.3.5. Beklentiler Kanalı**

Beklentiler kanalı, iktisadi karar birimlerinin faiz oranı ve enflasyon gibi makro ekonomik büyüklüklerin gelecekte alacağı değere ilişkin beklentileri sonucu oluşturdukları iktisadi eylemler üzerinden çalışan parasal aktarım kanalıdır.

İktisadi karar birimlerinin, gelecekteki olaylar ve koşullar hakkında tam bir öngörülerinin bulunmadığı ve belirsizliğin olduğu bir ortamda geleceğe yönelik çeşitli kararlar almak zorunda kalmaları, beklenti oluşturmalarını gerekli kılmaktadır. Beklentiler büyük ölçüde iktisadi büyüklüklerle ilgili geçmiş deneyimlere, karar alma sürecinde edinilen bilgilere, ekonominin yapısına ve beklenen potansiyel değişmelere dayanılarak oluşturulmaktadır. Para politikası ile ilgili karar alma ve uygulama sürecinde dikkate alınması gereken en önemli unsurlardan birisi de iktisadi karar birimlerinin beklentileridir (Cengiz, 2009:237).

Merkez bankasının uygulayacağı politikalarının iktisadi karar birimlerinin beklentilerini etkilemesi, politika yapıcılarının güvenilir ve şeffaf oluşu beklentiler kanalının doğru çalışmasını sağlayacak unsurlardandır. Beklentiler kanalının literatürde bağımsız bir kanal olarak kendisini göstermesinin en önemli sebebi ise Merkez Bankasının duyurduğu para politikasına olan güvenin artması halinde iktisadi karar birimlerinin harcama ve tasarruf seviyelerini bu doğrultuda değiştirerek reel ekonomiyi etkileyebilmeleridir (Özyurt, 2015:351).

Beklentiler kanalının en temel dayanağı ise özel sektörün para politikasının gelecekte ne olacağı ve ekonomik değişkenlerin nasıl bir seyir izleyeceğine ilişkin beklentilerin yönlendirilmesidir (Varıçlı, 2011:38). İktisadi karar birimlerinin oluşturdukları beklentilere ilişkin üç tür yaklaşım söz konusudur. Bu yaklaşımlar ise

sırası ile durağan beklentiler, uyarılmış beklentiler ve rasyonel beklentilerdir (Eğilmez ve Kumcu, 2013:208-220).

1- Durağan Beklentiler: İktisadi karar birimlerinin bir önceki dönemde yaşanan ekonomik hadiseleri baz alarak bir sonraki dönemle ilgili beklenti oluşturmalarıdır.

2- Uyarılmış Beklentiler: bir değişkenin gelecekte alacağı değer geçmişte almış olduğu değere göre şekillendiğini ifade eden yaklaşımdır.

3- Rasyonel Beklentiler: İktisadi karar birimlerinin ekonomideki gelişim ve değişimlerle ilgili tam bilgiye sahip olduklarını ifade eden yaklaşımdır.

Beklentiler kanalı kendisini en çok hisse senetleri fiyatları üzerinde hissettirdiği görülmüştür. Beklentilerin olumlu olduğu dönemde hisse senetlerinin değerlerinin arttığı böylece firmaların piyasa derinde artış olduğu izlenmiştir. Firmaların piyasa değerinde meydana gelen artışın ise üretim ve istihdamı artırarak milli hâsılanın artmasına neden olduğu izlenmiştir (Yalçın, 2018:37). Nitekim Bakan ve Akçacı (2015), 2007:1-2013:12 dönemi verilerini kullanarak parasal aktarım mekanizmalarından beklentiler kanalının Türkiye ekonomisi için geçerliliğini Toda-Yamamoto nedensellik analizi ile test ettikleri çalışmalarında reel kesim güven endeksi ile sanayi üretim endeksi arasında çift yönlü ilişki olduğu, rezerv para değişkeninden reel kesim güven endeksine doğru ise tek yönlü ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bu durumda para arzında meydana gelen artışın likiditenin artmasına neden olması ile reel kesimin sanayi ve üretim seviyesini artırması beklentilerin para politikalarından etkilenebildiğini göstermektedir.

Beklentiler kanalının çalışması için gerekli olan ön koşulların en önemlilerinden birisi iktisadi karar birimlerinin para politikasına duydukları güvendir. Bunu merkez bankasının ikna gücü olarak da açıklamak mümkün olabilir. Merkez bankasının piyasaya güven vermesi ise bağımsız hareket edebilmesi ile ilgilidir. Bunun yanında kurala dayalı politikalar, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerine uyum, disiplinize edilmiş maliye politikaları da para politikasına olan güveni artırıcı nitelikteki unsurlardır. Bu unsurları taşıyan para politikası yönetimi beklentileri olumlu yönde artırıcı etkiler uyandırabilir (Bakan ve Akçacı, 2015:71).

Merkez bankası, fiyat istikrarını ekonomide bir güven duygusu yaratıp ekonomik birimlere gelecekte gerçekleşebilecek enflasyon hakkında fikir verebildiği sürece ekonomide oluşabilecek gelişmeler üzerinde etkili olabilecektir. Merkez bankasının şeffaflık ilkesi doğrultusunda gelecekte uygulayacağı politikaları açıklamasının piyasalar üzerinde hedeflediği etkiyi yaratabilmesi için, iktisadi karar birimlerinin uygulanacak olan politikaların başarıya ulaşacağına inanması gerekmektedir. Yani merkez bankasının yaptığı açıklamalara bağlı kalacağı yönünde güven tesis etmesi büyük önem taşımaktadır. Güvenilir ve şeffaf merkez bankaları ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilme yetisine de sahip olmaktadır. Bu bağlamda, geleceğe ilişkin faiz oranı beklentileri, orta ve uzun vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde de etkilidir. Başka bir ifadeyle; uzun vadeli faiz oranları, gelecek döneme ait kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin piyasa beklentilerine bağlıdır (TCMB, 2013:6).

Beklentiler kanalının etkin çalışmasında en önemli etkenlerden biri olan tahmin edilebilirlik kavramına en yakın örnek Japonya merkez bankasının 2001 yılından 2006 yılına kadar uyguladığı politika gösterilebilir. Bu dönemde Japonya’da görülen deflasyona son veren “niceliksel gevşeme politikası” enflasyon pozitif seviyelerde kalıncaya kadar merkez bankasının sıfır faiz uygulayacağını duyurmasıdır. Bu politika ile merkez bankası iktisadi karar birimlerinin enflasyon beklentilerini sabitlemiş ve uzun dönem faiz oranlarının da istikrar kazanmasına neden olmuştur. Beklentiler kavramının Japonya örneğine ek olarak çeşitli ülke deneyimleri bakımından incelenmesi konunun anlaşılması bakımından daha olumlu olacaktır. Bu konuda verilebilecek en iyi örnekler; Çek Cumhuriyeti, Kolombiya, Meksika ve Güney Afrika’nın da içinde bulunduğu birçok ülkede özel kesimin enflasyon beklentileri ile merkez bankasının enflasyon göstergeleri arasındaki uyumun artması fiyat istikrarına katkı yapmıştır. Ayrıca finansal piyasaların merkez bankasının yapmış olduğu politika duyurularına vermiş olduğu güçlü tepkiler de bu duruma örnek gösterilebilir. Nitekim Taylan’da 2008 yılında yaşanan parasal daralmaya emlak ve tahvil piyasaları ilgili daralmanın başlangıç safhasında tepki vermiştir. Mortgage faiz oranlarının beklenen faiz oranlarına uyarlanması ile birlikte finansman

maliyetleri para politikası sıkılaştırılması başlamadan önce yükselme göstermiştir (Varıçlı, 2011:40-41).

#### **2.4. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler**

Parasal aktarım mekanizması kanalları, farklı değişkenleri farklı hızlarda ve seviyede etkilerler. Bu nedenle, para politikalarının reel ekonomi üzerindeki etkileri araştırılırken, aktarım kanallarının etkilerinin tüm ekonomilerde aynı olup olmadığı veya ekonomilerin hangi özelliklerinin aktarım mekanizması kanallarının çalışmasını etkilediği soruları önem kazanır.

Parasal aktarım mekanizmasını etkileyen faktörleri temelde iki ana grupta toplamak mümkündür. Bunlardan birincisi; kısa dönem faiz oranları, kanuni karşılıklar ve rezerv para büyüklüğü gibi merkez bankasının doğrudan etki edebildiği araçlar ile kredi ve mevduat faizleri, döviz kurları ve finansal varlık fiyatları gibi mali sektör dışındaki sektörlerin de durumunu etkileyebilen değişkenlerdir. Bu değişkenler aracılığı ile oluşan parasal aktarım, asıl olarak finansal sistemin yapısı tarafından belirlenmektedir. İkincisi ise hane halkı ve firmaların finansman durumları ve harcama kararlarıdır. Hane halkı ve firmaların likidite seviyeleri piyasada oluşacak olan fiyatın toplam talebe olan etkisini belirleyici niteliktedir (Özyurt, 2015:353).

Yukarıda bahsedilen bu iki faktör 1990'lı yıllarda yaşanan finansal serbestleşme ve devletin ekonomi içerisindeki rolünün azalması sürecinden ciddi derecede etkilenmiştir. Finansal sistemlerin işleyişinde devletin rolünün azalması banka kredi kanalının etkisinin azalmasına, yükselen ekonomilerinin sermaye piyasalarının derinleşmesi ile de döviz kuru ve varlık fiyatları kanallarının etkisinin artmasına neden olmuştur (Kasapoğlu, 2007:31).

Parasal aktarım mekanizmasını etkileyen faktörler bu çerçevede literatürde 7 kategoride incelenmektedir. Bunlar; resmi müdahaleler, ekonominin fiyat mekanizması, finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerin vadesi, finansal koşullar, bankacılık sisteminin finansal durumu ve sermaye hareketleridir.

#### **2.4.1. Resmi Müdahaleler**

Hükümetlerin finansal piyasalara çeşitli yöntemlerle doğrudan müdahalelerde bulunabilir. Faiz oranlarını kontrol ederek ya da finansal piyasa fiyatlarına limitler getirerek, banka kredilerine limitler koyarak ve seçilmiş bölgelere kredi imkânları sağlayarak bu müdahaleler gerçekleştirilebilir. Finansal serbestleşme süreci ile hükümetlerin krediler üzerindeki doğrudan kontrollerin önemi nispeten azalmış, para politikasını yönlendirmede açık piyasa işlemleri gibi dolaylı araçlardaki uygulamalar ağırlık kazanmıştır. Dolayısıyla, 1980'li yıllardaki kredi tavanları ve karşılık oranları değişikliklerinin etkin olduğu para politikası uygulama alanları, 1990'lı yıllarda yerini ağırlıklı olarak açık piyasa işlemlerine bırakmıştır (Kasapoğlu, 2007:33).

#### **2.4.2. Ekonominin Fiyat Mekanizması**

Fiyatların esnek olduğu ekonomide para arzında meydana gelen bir artış, nominal cinsten bütün parasal büyüklükler üzerinde etki oluşturacaktır. Buna ek olarak varlık fiyatlarında, döviz kurlarında, mal ve faktörlerin fiyatlarında da değişimlere neden olabilecektir (Özyurt, 2015:353). Fiyatların belirlenmesinde bazı durumlarda tavan ve taban fiyat uygulamaları nedeni ile devlet, bazı durumlarda da tekel durumunda olan özel sektör firmaları tarafından belirlendiği için fiyat katılıkları ortaya çıkabilir. Fiyat katılıklarının ortaya çıkması ise farklı aktarım kanallarının reel ekonomi üzerindeki etkisini ve bu etkinin hızını ve değiştirebilmektedir (Yalçın, 2018:40).

#### **2.4.3. Finansal Sistemin Yapısı**

Çalışmanın önceki kısımlarında da kısmen anlatıldığı üzere parasal aktarım sürecindeki en önemli olgulardan bir tanesi de merkez bankalarının doğrudan etkilediği kısa vadeli faiz oranlarıdır. Parasal aktarım sürecinde etkili olan kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlere fon arz eden ve fon talep edenlerin gösterdiği duyarlılık derecesi de üzerinde durulması gereken bir durumdur. Finansal sistemin yapısı ise bu duyarlılık derecesini doğrudan etkilemektedir (Yalçın, 2018:41).

Para piyasası faiz oranlarındaki değişimlere kredi ve mevduat faiz oranlarının hızlı ve güçlü tepki vermesi, aktarım sürecini çabuklaştırarak para politikasının reel



ekonomiye etki düzeyini arttırır. Kredi ve mevduat faiz oranlarının duyarlılık seviyesini ise bankacılık sektöründeki rekabet derecesi etkilemektedir. Bankacılık sektöründe çok sayıda banka olması ve rekabetçi bir ortamda bulunmaları, fonlama maliyetlerindeki değişmelerin kredi ve mevduat oranlarını daha hızlı etkilemesini sağlar. Aksine piyasada az sayıda banka olması, bankacılık sektöründe rekabeti azaltacağı için bireyler ve firmalar aleyhine bir fiyatlamanın oluşmasına sebep olabilir. Bu durum, kredi ve mevduat faiz oranlarının para piyasası faiz oranı değişmelerine duyarlılığının yavaş olmasına sebep olur (Kasapoğlu, 2007:34).

Finansal sistemin yapısı aktarım kanalının etkilediğini de belirler. Finansal sistemin tekel gücüne sahip birkaç bankadan oluşması faiz oranı kanalının zayıf çalışmasına, finansal varlık çeşitliliğinin az olması ise varlık fiyatları kanalının çalışmamasına sebep olacaktır. Ayrıca ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin olduğu gelişmemiş finansal piyasalarda kredi kanalı etkindir. Ayrıca, finansal olarak gelişmemiş ekonomilerde uluslararası ticaret ve sermaye hareketleri genellikle devlet kontrolünde olduğundan döviz kuru kanalı da etkin değildir. Ancak, finansal sistem geliştikçe, derinleştikçe ve çeşitlendikçe varlık fiyatları, faiz oranı ve döviz kuru kanalları daha etkin çalışacaktır (Kasapoğlu, 2007:34).

#### **2.4.5. Finansal Sözleşmelerin Vade Yapısı**

Para politikasında meydana gelen değişmeler fon talep edenlerin nakit akışlarına, dolayısıyla harcama seviyelerine olan etkisi, finansal sözleşmelerin vadesi ile doğrudan ilişkilidir. Finansal sözleşme vadelerinin kısa olması, kredi ve mevduatların daha sıklıkla yenilenmesine sebep olur. Para politikası değişimlerinin piyasa faiz oranlarını etkilemesiyle, yenilenen krediler ve mevduatlar yeni faiz oranlarından verilir. Dolayısıyla, finansal sözleşme vadelerinin kısa olması, para politikasının etkilerinin daha çabuk ortaya çıkmasına sebep olur. Para politikası faiz oranlarındaki değişimlerin etki düzeyini belirleyen diğer bir faktör ise kredi ve mevduat faiz oranlarının vadesinden önce değiştirilebilir olmalarıdır. Sözleşme faiz oranlarının vadesinden önce değiştirilebilir olması, kredi borçluları ve mevduat sahiplerinin faiz oranları değişmelerinden doğrudan etkilenmesine ve para politikası

değişmelerinin etkisinin daha kısa sürede ortaya çıkmasına neden olabilir (Özcan, 2010:46).

#### **2.4.6. Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu**

Bankacılık sisteminin finansal durumu banka kredileri arzını ve maliyetini belirleyen önemli bir faktördür. Bankaların risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankaların kredi faiz oranlarını yükselterek ve kredi şartlarını güçleştirerek kredi arzlarını kısımlarına neden olabilir. Dolayısıyla, para politikası sıkılaştırıldığı dönemlerde, bankaların finansal durumu ne kadar zayıfsa, kredi arzı da o derece azalacaktır. Bankanın sermaye yeterlilik oranının yüksek olduğu durumlarda, varlık fiyatlarında düşüşler yaşanması durumunda bile sermaye yeterliliği sağlanabilecek, bu durum sermaye yeterlilik oranını sağlama endişeleriyle kredi arzında kısıntıya sebebiyet vermeyecektir (Gür, 2003:44).

#### **2.4.7. Sermaye Hareketleri**

Sermaye kontrollerinin olmadığı bir ekonomide para politikasının etkinliği, ülkede uygulanan döviz kuru rejimiyle yerli ve yabancı finansal varlıklar arasındaki ikame derecesine göre belirlenmektedir. Yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame derecesi ne kadar fazla ise para politikası uygulamalarının tetikleyeceği faiz oranı değişikliklerine döviz kurunun vereceği karşılık ve döviz kuru kanalının etkisi de o kadar büyük olacaktır (TCMB, 2013:8).

Sabit kur rejiminde ise, yerli ve yabancı varlıkların tam ikame olduğu durumlarda, para politikası değişiklikleri sermaye hareketleri ile dengelenir ve parasal koşullar değişmez. Yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame oranının düşük olduğu durumlarda, para otoritesi yurtiçi faiz oranlarını yabancı faiz oranlarından bağımsız olarak değiştirebilir (Kasapoğlu, 2007:36).

#### **2.4.8. Hanehalkı ve Firmaların Finansal Yapıları**

Hanehalkı ile firmaların borçlanma ve harcama davranışları, parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde ve etki düzeyinde farklılıklara neden olabilmektedir. Örneğin finansal piyasaların gelişmediği ekonomilerde, hanehalkları ve firmalar

tasarruflarını menkul kıymetlerde değerlendirmemekte ve bu nedenle varlık fiyatları kanalı işlememektedir (TCMB, 2013:8).

Finansal aracılığın gelişmemiş olduğu, hanehalkları ve firmaların, yatırım ve harcamalarını genellikle iç kaynaklarla finanse ettiği ekonomilerde, para politikasının toplam talep üzerindeki etkisi daha azdır. Ekonomiler geliştikçe finansal araçlar yoluyla sağlanan kaynakların artması, daha büyük oranda yatırım ve tüketim harcamalarının banka kredileriyle finanse edilmesine ve toplam talebin para politikası değişimlerine duyarlılığının artmasına sebep olur. Aynı şekilde, finansal piyasaların gelişmediği ekonomilerde, hanehalkları ve firmaların tasarrufları genellikle bankacılık sisteminde toplanır, menkul kıymetlere yatırım oranı oldukça düşüktür. Bu ekonomilerde, para politikasının varlık fiyatları yoluyla etkileri oldukça zayıftır (Özcan, 2010:47).

Firmaların içinde buldukları sektörlerin yapısı da bu firmaların yatırım ve harcamalarının para politikasından etkilenme düzeyinde belirleyicidir. Örneğin; finansman ihtiyacının çok yüksek olması ve bankalar dışında finansman kaynağının olmaması, inşaat sektörünün faiz oranlarına oldukça duyarlı olmasına yol açar. Aynı sebeple, sabit sermaye yatırımı ya da çalışma sermayesine gereksinimi yüksek olan sektörler de banka kredilerine bağımlıdır ve banka faiz oranları değişmelerine fazla duyarlıdır (Kasapoğlu, 2007:37).

## **2.5. Parasal Aktarım Mekanizması ve Mali Baskınlık**

Mali baskınlık maliye politikaları bakımından kamu kesiminin fon talebinin ekonominin tamamı üzerindeki yoğunluk derecesi anlamına gelmektedir. Kamu kesiminin ekonomi üzerindeki yoğunluğu olarak da adlandırılabilen mali baskınlık; iç borçluluk nedeni ile faizlerin yükselmesi, özel sektör yatırımlarının dışlanması, dış borç talebinin artması, ekonomi üzerindeki enflasyonist baskıların artması ve sonuç olarak para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkilerinin azalması gibi sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilir (Barışık, 2010:429).

Geleneksel aktarım mekanizmasına göre merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek toplam talep koşullarını ve dolayısıyla enflasyonu etkilemeyi

amaçlamaktadır. Ancak kamu açıkları ve borç stokundan dolayı para politikasının etkisi azalabilir. Bu nedenle aktarım mekanizması çalışmamakta, kısa vadeli faiz oranları enflasyon üzerinde etkili olamamaktadır. Hatta tam aksine enflasyonu artırıcı bir etki bile oluşabilir. Enflasyondaki bir artış nedeniyle para otoritesi faiz artırımına gider. Faiz artışı tasarrufu cazip hale getirecektir. Enflasyona neden olan talep artışının ortadan kalkması ile enflasyon eski düzeyine dönecektir. Kamu kesiminin borç yükü yüksek ise faiz artışı borçlanma maliyetini artıracak ve borçlanmayı zorlaştıracaktır. Ekonomi yönetimine para basarak borç ödeme kapasitesi yaratma ve oluşacak enflasyon ile borçlanma maliyeti ve borç düzeyinin geriletilmesi dışında seçenek kalmayabilir. Bu durumda faiz artışı umulanın tersine daha yüksek enflasyona neden olabilir (Sezgin, 2015:83).

Para politikasının etkisiz kalmasının yani mali baskınlığın nedeni mali disiplinin bulunmamasıdır. Mali disiplin bulunmayan bir ekonomide borç stoku artacaktır. Yüksek borç stoku ve devam eden kamu açıklarının varlığında borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler artacağından borçlanma maliyeti de yükselecektir. Görüldüğü üzere mali baskınlık açısından en önemli etken mali disiplindir. Mali disiplin yokluğu mali baskınlığa neden olurken mali disiplinin mevcudiyeti mali baskınlığın ortadan kalkmasında belirleyicidir. Mali disiplin müdahaleci devlet anlayışının sonucu olarak taşınamaz hale gelen borç stoklarının sürdürülebilir hale getirilmesi için yapılacakların ifade edildiği bir çerçevedir. Bu çerçevenin içinde pek çok şey vardır. Kamusal hizmet performansının iyileştirilmesinden kamu sektörü verimliliğinin artırılmasına, harcamaların azaltılıp gelirlerin artırılarak faiz dışı fazla yaratılmasına, faiz dışı fazlanın borçlanmanın sürdürülebilirliğini sağlamasına kadar çeşitli kavramları barındırır. Faiz dışı fazla yüksek borç stokuna sahip, borçlanma maliyeti yüksek, borçların çevrilebilirliğine ilişkin kuşkuvarın kuvvetli olduğu gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak başvurulan bir göstergedir (Karakurt ve Akdemir, 2010:246-247).

Kamu kesiminin ekonomi üzerindeki yoğunluğunu ifade eden mali baskınlığın belirlenmesi için birden fazla ölçüt kullanılabilir. Bu ölçütlerden en yaygın olanı ise kamu borç stoku/GSYİH, cari açık/GSYİH ve bütçe açığı/GSYİH

değişkenleridir. Genişletici maliye politikasının bir sonucu olarak ortaya çıkan bütçe açıklarının GSYİH'ye oranı en kabul gören mali baskınlık ölçütüdür. Ekonominin dış dünya ile yaptığı ekonomik aktiviteleri yansıtan ödemeler dengesi ana kalemlerinden cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranı kullanılan bir başka ölçüttür. Genişletici maliye politikası sonucunda açık bütçe uygulaması ve artan harcamaların ihracat ve ithalata etkisi nedeniyle cari açıklar verilmesi devletin borçlanma talebinin artmasına neden olacaktır. Kamu bütçe açıklarını kapatmak için kullanacağı borçları yurt içi ve yurt dışı piyasadan temin ederken borçlanma miktarı artacaktır. Artan kamu borcunun mali baskınlık etkisi kamu borç stokunun GSYİH'ye oranı şeklinde bir ölçüt ile değerlendirilebilmektedir. Maliye politikasının para politikasına etkisi açısından yapılan bir ölçüt de iç borç stokunun M2 para arzına oranıdır (Barışık, 2010:431).

1989 yılında başlayan finansal liberalleşme eğilimleriyle birlikte döviz kurlarında, faiz oranlarında, yabancı sermayede ve buna bağlı olarak bankacılık sektörü aktivitelerinde hareketliliğe neden olmuştur. Kamunun borçlanma gereksiniminin gerek ekonomide toplam talebi etkilemesi açısından gerekse bankacılık sektörünün mevduat, öz kaynak temini ile birlikte kredi verebilme yeteneğini ve karlılığını etkilemesi açısından bankacılık sektörüne etkisi kaçınılmazdır. Kamu borçlanma isteğinin artması, diğer bir ifadeyle ekonomide mali baskınlığın artması borçlanma faiz oranlarında bir yükseliş meydana getirirken bankacılık sektörünü bu faiz oranlarından yararlanmaya yöneltmektedir. Artan faizle birlikte gerek yatırım talebinin azalması gerekse banka kaynaklarının kamu finansmanına gitmesi bankacılık sektörünün piyasayı fonlama yetisini zayıflatmaktadır. Kamu harcamalarının kamu gelirlerinden fazla artması, diğer bir tanımla bütçe fazlasında azalış veya bütçe açığında artış şeklindeki bütçe dengesinde bozulmanın cari dengeyi negatif etkilemesi beklenmektedir. Artan harcamaların yeni borçlanma ile finansmanı faiz oranları üzerinde artış yönünde baskı oluşturmakta faize duyarlı özel yatırımların maliyetini artırmaktadır. Mali baskınlığa yol açan kamu borçlanmasındaki artış risk algılaması nedeniyle dövize endeksli borçlanma talebini artıracaktır. Bu ulusal paranın değer kaybına neden olmaktadır. Bu durum

reel faiz oranlarını artırırken döviz kurunu da yükseltecektir. Artan borçlanma maliyetleri devletin borçlanma yükünü artırırken borcun sürdürülebilirliği tehlikesini ortaya çıkaracaktır. Kamu borcunun yüksek ve devlet borçlanma senetlerinin reel kazancının ekonominin büyüme oranını geçmesi durumunda, uygulanan para arzını daraltıcı sıkı para politikası enflasyonu yükseltecektir. Bir taraftan enflasyondaki artış diğer taraftan da para politikasının etkisizliği parasal aktarım mekanizmalarının yapısında bozulmalara yol açabilecek ve merkez bankalarının fiyat istikrarı başarısı üzerinde ciddi etkiler doğurabilecektir. Bir para politikası aracı olarak faizin de yüksek kamu borçları nedeni ile kontrolden çıkması ekonomideki en önemli kanallardan birinin etkisiz hale gelmesine neden olabilecektir. Kamu borçlarının en önemli etkilerinden birisi olan dışlama etkisi banka kredileri üzerinde reel piyasaya yansiyabilecek ve ortaya çok yüksek oranlarda fonlama maliyetleri çıkabilecektir. Sonuç olarak mali baskınlık para politikasının başarısı ve ekonomik istikrarın sağlanması bakımından, maliye politikası ve para politikasının uyumlu bir şekilde uygulanması bakımından ciddi önem verilmesi gereken bir olgudur

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE PARASAL AKTARIM

#### KANALLARININ İŞLEYİŞİ VE AMPİRİK ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili önce literatür taraması yapılacak ardından aktarım kanallarına ilişkin değişkenler belirlenerek model ve veri seti oluşturulacaktır. Modelin belirlenmesi ve değişkenlerle ilgili verilerin toplanması sürecinde konu ile ilgili daha önce yapılmış olan çalışmalar incelenecektir. Çalışmada kullanacak olan temel ekonometrik model ise VAR (Varyans Otoregresif Model) modelidir. Bu modelin çalışmada tercih edilme sebebi ise ekonomideki farklı değişkenler arasındaki etkileşimi görebilmek ve bu değişkenlerin gelecekte alacakları değerler ile ilgili tahminde bulunabilmektir. Bu analiz yönteminin asıl amacı ilgili parametrelerin tahminlerini belirlemek değil, değişkenler arasında olan karşılıklı etkiyi açıklamaktır.

#### 3.1. Literatür Taraması

Bernanke ve Blinder (1992) tarafından banka kredi kanalının önemini incelemek amacıyla VAR yöntemi ile ABD ekonomisi üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu çalışma literatürde öncü olma niteliği taşımaktadır. Para politikası uygulamalarının banka bilançoları üzerindeki etkilerini test etmişlerdir. 1959-1978 dönemini kapsayan bu çalışmada federal faiz oranının para politikasının iyi bir göstergesi olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışmada federal faiz oranındaki değişimler karşısında, banka mevduatı, banka menkul kıymet stoku, banka kredileri, işsizlik oranı ve fiyatların tepkilerinin neler olduğu incelenmiştir. Uygulanan daraltıcı para politikası sonucu, bankaların, menkul kıymet yatırımlarını kısa vadede kredilerden daha hızlı azalttıkları görülmüştür. Elde edilen sonuçlara göre kredi kanalının işlediği, ancak başlangıçta menkul kıymetlerdeki daralmanın kredilerden fazla olması nedeniyle işlerliğin kısmi olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Ahn (1994), Kore ve Singapur için 1980-1993 dönemi için eş bütünleşme analizi yapmış ve yapılan analiz sonucunda Kore'de para arzında meydana gelen

değişimin faiz oranı üzerinde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak bu durumun döviz kuru üzerinde etkisi olmadığı görülmektedir. Singapur'da para arzında meydana gelen değişimin hem faiz oranında hem de döviz kurunda etkisi olduğu tespit edilmiştir. Parasal aktarım mekanizması döviz kuru kanalının Singapur'da etkili olduğu, para arzında meydana gelen değişmelerin faiz oranı ve döviz kurları üzerinden hâsıla ve fiyatlar genel düzeyini değiştirdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Peersman ve Smets (2001), 1980–1998 dönemleri arasındaki verileri kullanarak Avrupa Birliği ülkelerinde parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini VAR analizi ile test etmişlerdir. Çalışmada para politikasında beklenmeyen bir şokun ABD ekonomisi üzerindeki etkisini incelenmişlerdir. Araştırma sonucunda nominal ve reel faiz oranlarında bir geçici artış döviz kurunun artışına, çıktıda ise düşüşe neden olmuştur. Fiyatlar genel seviyesinde çok fazla değişim olmamış ancak yatırım hacminde meydana gelen bir düşüş, çıktı ve istihdam hacminin düşmesine neden olmuştur.

Yue ve Zhou (2007), çalışmalarında Granger nedensellik testini kullanarak Çin'de parasal aktarım mekanizması geleneksel faiz oranı kanalı üzerine araştırma yapmışlardır. Yapılan araştırma sonuçlarına göre yatırım harcamaları ve piyasa faiz oranları arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığı gibi tüketim harcamaları ve piyasa faiz oranları arasında da bir nedensellik ilişkisi olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu durumun sebebinin ise faizlerin liberalizasyonu, varlığa dayalı menkul kıymetleşme ve hane halkı tüketim tercihleri olduğu görülmüştür. Çin hane halkının tüketim kararlarında değişmelere neden olan iktisadi değişmelerin aktarım mekanizmasına engel olan bir unsur olduğu ortaya çıkmıştır.

Gündüz (2001), VAR modeli yardımı ile Türkiye'de banka kredi kanalının varlığını incelemiştir. 1986:01-1998:12 dönemi aylık verileri kullanılarak tahminlenen modelde krediler ile hasıla arasında ilişki olduğu fakat bu ilişkinin sınırlı olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonucunda sıkı para politikasının para arzında azalmaya ardından da nominal gelirden azalmaya neden olması şeklinde ifade edilen para görüşü ile faiz kanalının uyum içerisinde olduğu tespit edilmiştir.



Dülger ve Cin (2002), 1986:01–1999:12 dönemi Johansen eşbütünlük yöntemiyle Türkiye ekonomisini inceledikleri çalışmalarında elde ettikleri sonuçlara göre parasal aktarım mekanizmasının literatürün de iddia ettiği yönde kur ile nominal para arzı, nominal faiz oranı, nominal fiyatlar ve nihayet hasıla arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğunu ortaya koyarken, çalışmadan elde edilen diğer bulgular ise döviz kuru ile para arzının pozitif, faiz oranının ise negatif bir ilişki içerisinde olduğu göstermektedir.

Çiçek (2005), VAR modeli yardımı ile 1995:01-2003:02 dönemi verilerini kullanarak parasal aktarım mekanizmasının geçerliliğini incelemiştir. Çalışmada yatırım harcamalarının parasal değişimlere duyarlı olduğunu ve parasal şok karşısında yatırımların değişmesinin faiz kanalı ile tutarlı olduğu tespit edilmiştir.

Demiralp (2007), Türkiye ekonomisinde temel fon kaynağının ne olduğu ve bankaların borç verme kanalının işleyip işlemediğini test etmiştir. Bu amaçla 2001:05-2007:08 dönemi aylık verilerini kullanarak VAR yöntemi ile tahmin edilen modelde parasal çarpan ve borç verme kanallarının ilgili dönemde çalıştığı tespit edilmiştir.

Yıldırım ve Erdoğan (2008), 1995:1-2006:12 dönemi aylık verilerini ile VAR modelini kullanarak Türkiye’de döviz kuru aktarım mekanizmasını incelemiştir. Edinilen bulgulara göre çalışma dönemi içerisinde Türkiye’de döviz aktarım kanalının işlediğini, özellikle açık ekonomilerde para politikasında meydana gelen değişikliklerin döviz kuru kanalı ile ham hasıla hem de fiyatlar genel düzeyini etkilediğini tespit etmişlerdir.

Aklan ve Nargeleçekenler (2008), Türkiye ekonomisinde 1998:1-2001:4 dönemi aylık verilerini kullanarak banka kredi kanalının geçerli olup olmadığını araştırmıştır. Çalışma Genelleştirilmiş Momentler yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve yapılan analiz sonucunda Türkiye ekonomisinde ilgili dönemde uygulanan para politikaları ile banka kredileri arasında zayıf ilişkiler olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu durumun bankaların likidite derecelerine göre değiştiği göz önüne alındığından zayıfta olsa banka kredi kanalının işlediği sonucuna varılmıştır.

Cengiz ve Duman (2008), banka kredi kanalının etkinliğini 1990:01-2006:9 dönemi aylık verileri kullanılarak VAR yöntemi ile tahmin edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre Türkiye ekonomisi açısından banka kredi kanalının geçerli olması için gerekli şartların önemli ölçüde geçerli olduğu ve banka kredi kanalının para politikası aktarımında önemli olduğu tespit edilmiştir.

Arabacı ve Baştürk (2009), 2001:05-2008:5 dönemi aylık verileri kullanarak faiz oranı kanalı etkiliğini VAR modeli ile incelemiştir. İnceleme sonucunda faiz oranı kanalının etkinliğinin ilgili dönemde tek bir örneklem olarak değerlendirmenin doğru olmadığını 2004 dönemi öncesi ve sonrasında yapısal farklılıkların söz konusu olduğu ortaya çıkmıştır. 2004 yılı sonrasında faiz oranı kanalı 2004 yılı öncesine göre daha etkin çalıştığı tespit edilmiş olup bu etkinliğin sebebinin ise mali baskınlığın azalmış olması olarak tespit edilmiştir.

Erdoğan ve Beşballı (2009), Türkiye’de banka kredi kanalının işleyişini analiz etmiş ve 1996:06-2006:09 üç aylık verilerin VAR yöntemi ile tahmin edildiği analizde Türkiye’de kredi kanalının kısmen işlediği sonucuna varılmıştır.

Büyükakın ve diğerleri (2009), Granger nedensellik testi ve Toda-Yamamoto yöntemini kullanarak parasal aktarım mekanizması faiz oranı kanalını incelemiştir. 1990:01-2007:09 dönemine ait aylık verilerin kullanıldığı çalışmada faiz oranında meydana gelen değişikliğin fiyat düzeyi ve hasıla üzerinde etkileri olduğu ayrıca yatırım harcamalarının hasılayı etkilediği tespit edilmiştir.

Örnek (2009), para politikasında meydana gelen şokların reel ekonomi ve fiyatlar genel düzeyi üzerinde meydana getirdiği etkiler araştırılmıştır. 1990:01-2006:04 dönemi çeyreklik verileri kullanılarak VAR yöntemi ile tahmin edilen modelde ilgili dönemde Türkiye’de geleneksel faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanalının çalıştığı, hisse senedi fiyatı ve banka kredi kanalında ise anlamlı sonuçlar ortaya çıkmadığı tespit edilmiştir.

Peker ve Cambazoğlu (2011), 1990:1-2008:11 dönemi aylık verilerini kullanarak VAR modeli yardımıyla Türkiye’de banka kredi kanalı mekanizmasını incelemiştir. Yapılan inceleme sonucunda para arzı değişkeninin gecelik faiz

oranı değişkenine göre daha etkin bir para politikası aracı olduğu tespit edilmiştir. İncelenen dönem içerisinde Türkiye’de banka kredi kanalının etkin olarak çalıştığı görülmüştür.

Özgür (2011), Türkiye ekonomisinde Post Keynesçi iktisat akımı doğrultusunda bankacılık sektörünün özel sektöre verdiği kredilerin para arzı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan inceleme sonucu 1987:01-2009:12 dönemi verileri kullanılarak eş bütünleşme ve vektör hata düzeltme modelleri ile tahmin edilmiştir. Elde edilen bulgular sonucunda para arzının banka kredileri tarafından işsel olarak büyüdüğü tespit edilmiştir.

Nesanır (2011), Türkiye’de 1986:01-2010:04 dönemi çeyreklik verileri kullanılarak banka kredileri ile para arzı arasındaki ilişki araştırılmıştır. İlgili araştırmada VAR yöntemi kullanılmış olup elde edilen sonuçlara göre banka kredilerinden para arzına doğru nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Yani banka kredileri arttıkça para arzının da arttığı doğrulanmıştır.

Taş ve diğerleri (2012), banka kredi kanalının geçerliliği VAR yöntemi ile 1990:01-2010:04 dönemi verileri kullanılarak test edilmiştir. Yapılan analiz sonucu etki tepki fonksiyonlarına dayalı sonuçlara yer verilmiştir. Elde edilen bulgulara göre Türkiye’de kredi kanalı kısmen işlemektedir.

Cambazoğlu ve Kayaalp (2012), Türkiye’de parasal aktarım mekanizması döviz kuru kanalının toplam çıktı ve fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisini araştırmıştır. 2003:01-2010:08 dönemi aylık verileri kullanılarak VAR yöntemi ile tahmin edilen modelde döviz kuru kanalının Türkiye’de etkin olarak çalıştığı tespit edilmiştir.

Akbaş ve diğerleri (2013), Türkiye’de 2005:01-2013:07 dönemi aylık verilerini kullanarak parasal aktarım mekanizmasının işleyip VAR yöntemi ile işlemediği araştırılmıştır. Araştırmada faiz ve döviz şoklarının sanayi üretimi üzerindeki etkisi incelenmiş ve kısa dönemde parasal aktarım mekanizmasının işlediği, faiz ve döviz kuru şoklarının sanayi üretimi üzerinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Tablo:1 Parasal Aktarım Kanalları Ampirik Literatür Özeti**

Yazar	Ülke	Dönem	Yöntem	Sonuç
Bernanke & Blinder (1992)	ABD	1959 1978	VAR	Kredi ve faiz aktarım kanalı çalışmaktadır
Ahn (1994)	Kore- Singapur	1980 1993	Eş bütünleşme	Döviz aktarım kanalı çalışmaktadır.
Peersman & Smets (2001)	ABD	1980 1998	VAR	Faiz kanalı etkin olarak çalışmaktadır.
Yue & Zhou (2007)	Çin	1995 2005	VAR	Faiz kanalı çalışmamaktadır.
Gündüz (2001)	Türkiye	1986 1992	VAR	Kredi kanalı zayıf çalışmaktadır.
Dülger & Cin (2002)	Türkiye	1989 1999	Eş bütünleşme	Faiz kanalı çalışmaktadır. Döviz kuru ile para arzı arasında ise pozitif ilişki vardır.
Çiçek (2005)	Türkiye	1995 2003	VAR	Faiz kanalı etkin olarak çalışmaktadır.
Demiralp (2007)	Türkiye	2001 2007	VAR	Kredi kanalı çalışmaktadır.
Yıldırım & Erdoğan (2008)	Türkiye	1995 2006	VAR	Döviz aktarım kanalı etkin olarak çalışmaktadır.
Aklan & Nargeleçekenler (2008)	Türkiye	1998 2001	GMM	Kredi kanalı zayıf çalışmaktadır.
Cengiz & Duman (2008)	Türkiye	1990 2006	VAR	Banka kredi kanalı etkin olarak çalışmaktadır.
Arabacı & Baştürk (2009)	Türkiye	2001 2008	VAR	Faiz oranı kanalı 2004 sonrası daha etkin çalışmaktadır.
Erdoğan & Beşballı (2009)	Türkiye	1996 2006	VAR	Kredi kanalı kısmen işlemektedir.
Büyükakın ve diğ. (2009)	Türkiye	1990 2007	Granger Nedensellik	Faiz aktarım kanalı etkin olarak çalışmaktadır.
Örnek (2009)	Türkiye	1990 2006	VAR	Faiz ve döviz kuru kanalı çalışmakta, hisse senedi ve banka kredi kanalı çalışmamaktadır.
Peker & Cambazoğlu (2011)	Türkiye	1990 2008	VAR	Banka kredi kanalı etkin çalışmaktadır.
Özgür (2011)	Türkiye	1987 2009	Eş bütünleşme ve VECM	Para arzı ve banka kredileri arasında ilişki mevcuttur.

Nesanır (2011)	Türkiye	1986 2010	VAR	Banka kredilerinden para arzına tek yönlü nedensellik vardır.
Taş ve diğ. (2012)	Türkiye	1990 2010	VAR	Kredi kanalı zayıf çalışmaktadır.
Cambazoğlu & Kayaalp (2012)	Türkiye	2003 2010	VAR	Döviz kuru kanalı etkin olarak çalışmaktadır.
Akbaş ve diğ. (2013)	Türkiye	2005 2013	VAR	Faiz ve döviz kuru kanalı çalışmaktadır.

Literatür incelendiğinde Türkiye’de parasal aktarım kanalları ile ilgili çalışmaların genellikle 2010 ve öncesi dönemine ait olduğu ve ekonometrik analizlerde sıklıkla VAR tahmin yönteminin tercih edildiği görülmektedir. Bazı çalışmalarda 1996-2006 döneminde kredi kanalının etkin çalışmadığı görülmüştür. Bu durumun nedeni araştırıldığında ise ilgili dönemde ekonomik kriz yaşandığı ve bankacılık sektöründe bir takım yapısal dönüşümler olduğu düşünülmektedir. Aynı zamanda faiz kanalı ile ilgili yapılan bazı çalışmalarda kanalın 2004 yılı sonrasında daha etkin çalıştığı tespit edilmiş olması da önceki dönemde yaşanan ekonomik dalgalanmaların aktarım kanalları üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Literatür incelendiğinde aktarım kanallarını bütün olarak inceleyen Örnek (2009) dışında pek çalışmanın olmadığı da görülmektedir. Bu çalışmada çeyreklik veriler de kullanılarak beklentiler kanalı dışındaki tüm parasal kanallarının yakın dönemde çalışıp çalışmadığı ele alınacaktır. Ampirik analizlerde daha önceki çalışmalarda da sıklıkla tercih edilen geleneksel ve güvenilir bir yöntem olmasından ötürü VAR tahmininin kullanımı tercih edilmiştir.

### 3.2. Ekonometrik Analiz

Bu çalışmada 2006-2018 dönemine ait üç aylık veriler kullanılmıştır. Değişkenlere ait seriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir. Yaptığımız çalışmada çalışmanın başlangıç yılı olarak 2006 yılının seçilme nedeni Türkiye’de 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında yaşanan yapısal dönüşümlerin ekonomi üzerindeki etkilerini araştırmak aynı zamanda bu dönemde yaşanan bir takım yapısal değişimlerin ekonomi üzerindeki etkilerine değinmektir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun kurulması, bankacılık kanununda yaşanan değişiklikler ve devamında gelen merkez

bankasının enflasyon hedeflemesi değişikliği çalışmamıza milat yıl olarak 2006 yılının seçilmesinde neden olan faktörlerdendir. Aynı zamanda 2006 yılının başlangıç yılı olarak alınmasının bir diğer nedeni ise merkez bankasının yayımlamış olduğu birtakım verilerin baz yıllarında yapılan değişiklikler ve sağlıklı veri edinmenin zorluklarıdır.

Bu bölümde parasal aktarım mekanizmaların çalışıp çalışmadığını test etmek amacı ile ekonometrik modeller kurulacak ve ilgili değişkenler arasındaki ilişkiler incelenecektir. Ekonometrik modeller test edilirken VAR (Vektör Otoregresif Model) yardımı ile tahminlemeler yapılacaktır. VAR modelinin nasıl çalıştığı ise aşağıda detaylı şekilde açıklanacaktır.

### **3.2.1. Ekonometrik Metodoloji**

Bu çalışmanın amacı, parasal aktarım kanallarının 2006:Q1-2018:Q4 döneminde Türkiye ekonomisinde çalışıp çalışmadığını incelemektir. Çalışmada üç aşamalı analiz süreci izlenmiştir. Analizin ilk aşamasında serilerin durağanlığı incelenmiştir. Zaman serileri analizden serilerin durağanlık düzeylerinin bilinmesi oldukça önemlidir. Çünkü durağan olmayan serilerle zaman serileri analizi yapılması sahte ilişki gibi tutarsız sonuçlara yol açabilmektedir. Ayrıca hangi eşbütünleşme veya nedensellik testlerinin uygulanacağı kararı verilirken de serilerin eşbütünleşme düzeyinin bilinmesi gerekmektedir. Bu çalışmada uygulanan eşbütünleşme testi serilerin farklı düzeyde durağan olmasına izin verirken VAR tahminleri ise serilerin durağan olmasını gerektirmektedir. Serilerin durağanlığını incelemek amacıyla ekonometri literatüründe geliştirilmiş pek çok test bulunmaktadır. Birim kök testleri literatürde ilk olarak Dickey (1979) ve Fuller (1981) tarafından yapılan çalışmalarda kullanılmıştır. Bu çalışmada serilerin durağanlık düzeyleri, bu testlere dayanan, en eski ve en çok kullanılan testlerden biri olan genişletilmiş Dickey-Fueller (ADF) birim kök testi ile incelenmiştir. Bu testler zaman serilerinin otoregresif süreçlerle ifade edilip edilmeyeceğini açıklamaktadır. Test gecikmelere oldukça duyarlı bir test olup testin boş hipotezi seri birim köklüdür şeklindedir. Hipotez sınaması için hesaplanan test istatistiğinin McKinnon tarafından tablolaştırılan kritik değerler ile

karşılaştırması yapılmaktadır. Eğer test istatistiği farklı istatistiksel anlamlılık düzeylerindeki kritik değerlerden daha büyükse birim kök boş hipotezi ret edilir.

Analizin ikinci aşamasında parasal aktarım kanalları modelinde yer alan makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli ilişki incelenmiştir. Eş bütünleşme testleri, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin tespit edilmesinde kullanılır. Çoğunlukla kullanılan testler ise; Johansen, Engle-Granger gibi geleneksel eş bütünleşme testleridir. Ancak bu testler serilerin aynı düzeyde [I(1) düzeyinde] durağan olmaları gerekmektedir. Bu çalışmada değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi ile incelenmiştir. ARDL sınır testinin tercih edilme nedeni ise yukarıda da ifade edildiği üzere serilerin farklı düzeyde durağan olmasıdır. ARDL sınır testi geleneksel eş bütünleşme testlerinden farklı olarak modele dahil edilen değişkenlerin gecikme uzunluklarının farklı olmasına izin vermektedir. Ayrıca tek bir ARDL testi ile birden çok parametreye ilişkin tahmin yapılabilmektedir. Eş bütünleşme tahminlerinin tutarlı olabilmesi için hata terimlerinin normal dağılması, otokorelasyonsuz ve sabit varyanslı olması test edilmelidir. Dolayısıyla tanısallık testleri ile varsayımların geçerliliğinin sınanması gerekmektedir (Akel ve Gazel, 2014:30).

ARDL tahmin yönteminin diğer geleneksel eşbütünleşme testlerine göre bazı üstün yönleri vardır. Öncelikli olarak daha önce ifade edildiği üzere geleneksel eşbütünleşme testlerinde farklı olarak seriler I(0) ya da I(1) gibi farklı düzeylerinde durağan olabilirler (ancak seriler I(2) olmamalıdır). Modele dâhil edilen değişkenlerin gecikme uzunlukları farklı (heterojen) olmasına izin verilir. Tek bir ARDL eşitliğiyle çok sayıda parametre tahmini yapılabilir. İndirgenmiş denklemler yardımıyla kısa ve uzun dönem katsayıları tahmin edilir (Bölükbaş vd. 2018: 78).

Analizin üçüncü aşamasında ise VAR tahmin yöntemi ile dört parasal aktarım kanalının (faiz, kredi, döviz kuru ve varlık fiyatları) çalışıp çalışmadığı incelenmiştir. Bu kapsamda her bir parasal aktarım kanalı için etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması yapılmıştır.

Etki-tepki fonksiyonları, rassal hata terimlerinden birindeki bir standart hatalık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini yansıtır.

Bir makro ekonomik büyüklüğün üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğu varyans ayrıştırması ile etkili bulunan bu değişkenin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı ise, etki-tepki fonksiyonları ile belirlenir (Özgen ve Güloğlu, 2004: 97). VAR analizinde sıkça kullanılmasının nedeni ise incelenen değişkenler arasındaki dinamik etkileşimi belirlemede yardımcı olmasıdır.

Varyans araştırması bağımlı değişkenin kendi şokundan kaynaklanan hareketlerin diğer değişkenlerin şoklarına oranını göstermektedir. Bir başka deyişle varyans araştırması değişkendeki değişimin yüzde kaçının kendi yüzde kaçının ise diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Eğer varyansındaki değişimin %100'e yakın bir değeri tek başına açıklıyorsa bu değişken dışsal olarak değerlendirilebilir. Bu anlamda varyans araştırması değişkenlerin içsel mi yoksa dışsal mı olup olmadığının belirlenmesinde kullanılan bir yöntemdir (Tarı,2008:453). VAR modelleri makroekonomik değişkenlerin aralarındaki ilişkilerinin incelenmesinde ve tesadüfi şokların değişkenler üzerindeki dinamik etkilerinin analizlerinde kullanılmaktadır (Öztürk ve Sezen, 2018:510).

Bir değişkende meydana gelen değişmelerin büyük bölümü kendisindeki şoklardan kaynaklanıyorsa, bu değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini gösterir. Varyans ayrıştırması değişkenlere arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi verir (Barışık ve Kesikoğlu, 2014:70).

### **3.2.2. Veri Seti**

Çalışmada kullanılacak olan değişkenler ve ilgili veri seti aşağıdaki gibi sıralanmıştır. Yazımda kolaylık sağlanması bakımından çalışmanın ilerleyen bölümlerinde değişkenlerle ilgili yorum veya açıklama yapılacağı zaman kısaltmaları kullanılacaktır.



**Tablo 2: Değişkenlerin Açıklanması**

Kısaltma	Açıklama	Kaynak ve Dönem
M2	Para Arzı	TCMB, 2006:1-2018:4
BİST	Borsa İstanbul Endeksi	TCMB, 2006:1-2018:4
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla	TCMB, 2006:1-2018:4
YAT	Yatırımlar	TCMB, 2006:1-2018:4
RDK	Reel Efektif Döviz Kuru	TCMB, 2006:1-2018:4
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi	TCMB, 2006:1-2018:4
AORFO	Bankalar Arası Ağırlıklı Ortalama Repo Faizi	TCMB, 2006:1-2018:4
IHRCT	İhracat	TCMB,2006:1-2018:4
MBTMD	Mevduat Bankaları Toplam Menkul Değerler	TCMB,2006:1-2018:4
BSKH	Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi	TCMB,2006:1-2018:4

Analizde serilerin mevsimsellikten arındırılmış ve doğal logaritmaları alınmış halleri kullanılmıştır. Değişkenlere ait veriler TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) alınmıştır. Değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri ve 2006Q1-2018Q4 dönemi frekans dağılımlarını gösteren grafikleri sırası ile Ek-1 ve Ek-2'de verilmiştir.

- Faiz Kanalı ile ilgili kullanılacak değişkenler ve açıklamaları ise şu şekildedir.

Faiz oranı kanalında kullanılacak olan değişkenler; para arzı faiz oranları, tüketici fiyatları endeksi, yatırım harcamaları ve gayri safi yurtiçi hasıladır. İlgili kanaldaki değişkenlerin sıralanışı ise;  $M2 \rightarrow AORFO \rightarrow TÜFE \rightarrow YAT \rightarrow GSYH$  şeklindedir. Faiz kanalının işleyişinde para politikasında meydana gelen bir değişimin ilk olarak faiz oranlarında bir etki oluşturması, ardından yatırım harcamaları ve gayri safi yurtiçi hasıla değişkeni üzerinden tüm ekonomiyi etkilemesi beklenmektedir.

- Döviz kuru kanalı ile ilgili olarak kullanılacak değişkenler ve açıklamaları ise aşağıdaki gibidir.

Döviz kuru kanalında kullanılacak değişkenler ise para arzı, reel döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, net ihracat ve gayri safi yurtiçi hâsıladır. Modeldeki değişkenlerin sıralaması ise  $M2 \rightarrow AORFO \rightarrow TÜFE \rightarrow RDK \rightarrow IHRCT \rightarrow GSYH$  şeklindedir. Döviz kuru kanalının işleyişinde ise para arzında meydana gelen bir

değişme ilk olarak faiz oranlarını etkileyecektir. Dışa açık ve dalgalı kur rejiminin uygulandığı bir ekonomide faiz oranlarında meydana gelen bu değişiklik ülkeye dışarıdan sermaye girişlerini teşvik edecek ve ülkedeki döviz miktarının artışına bağlı olarak milli paranın değerinde değişmelere neden olabilecektir. Bu durumun ülke ihracatını ve milli hâsılasını da etkilemiş olacaktır.

- Banka kredi kanalı ile ilgili kullanılacak değişkenler ise şöyledir.

Banka kredi kanalının işleyişini test edebilmek için modelde diğer modellerde de olduğu gibi para arzı, faiz oranları, tüketici fiyat endeksi, banka kredileri, yatırımlar ve GSYİH değişkenleri kullanılacaktır. Modeldeki değişkenlerin sıralaması ise  $M2 \rightarrow AORFO \rightarrow TÜFE \rightarrow BSKH \rightarrow YAT \rightarrow GSYH$  şeklindedir. Krediler kanalının literatürde nasıl işlediğine ilişkin çalışmalar incelendiğinde iki ana mekanizma üzerinden işlediği tespit edilmiştir. Bunlardan birisi banka kredi kanalı iken diğeri bilanço kanalıdır. Çalışmamızda yalnızca banka kredi kanalı test edilecektir. Bunun nedeni ise bilanço kanalını test etmek için kullanılan verilerin ulaşılması oldukça zor veriler olmasıdır.

- Son olarak çalışmamızda test edilecek olan aktarım mekanizması kanalı ise varlık fiyatları kanalıdır. Varlık fiyatları kanalının değişkenleri ise şöyledir.

Para arzı, faiz oranları, BIST endeksi, yatırım harcamaları ve GSYİH değişkenidir. Modeldeki değişkenlerin sıralaması ise  $M2 \rightarrow AORFO \rightarrow TÜFE \rightarrow BIST \rightarrow MBTMD \rightarrow YAT \rightarrow GSYH$  şeklindedir. Varlık fiyatları kanalı para arzında meydana gelen değişmelerin hisse senetleri fiyatları yolu ile yatırım harcamaları ve milli gelir üzerindeki etkilerini test etmektedir.

### **3.2.3. Bulgular**

Çalışmanın bu kısmında üç aşamalı olarak gerçekleştirilen ekonometrik analizlerin bulguları sunulmaktadır.

### 3.2.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Ekonometrik analizlerin ilk aşamasında serilerin durağanlık düzeyleri birim kök analizleri ile incelenmiştir. Genişletilmiş Dickey-Fueller (ADF) birim kök testi ile gerçekleştirilen birim kök analizinin sonuçları Tablo 3'de görülmektedir. Tablonun ikinci sütununda yer alan değerler gecikme uzunlukları (Lag) olup birim kök modelleri için uygun gecikme uzunluğu sayısı Akaike bilgi kriteri (AIC) ile belirlenmiştir. Tablonun üçüncü sütununda yer alan C veya CT ifadeleri birim kök modellerinden hangisinin seriler için geçerli olduğunu ifade etmekte olup bu ifadeler sırasıyla sabit terimli ve sabit ile trend terimli birim kök modelini belirtmektedir. Trend parametresinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu birim kök modelleri için yalnızca sabit terimli birim kök model tahmini yapılmıştır.

**Tablo 3. Genişletilmiş Dickey-Fueller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişken	Lag	Model	Kritik Değerler			Düzye	Birinci Fark	Karar
			%1	%5	%10	İstatistik	İstatistik	
Reel Faiz Oranı (AORFO)	1	C	-3.56	-2.92	- 2.59	-1.385	-4.850***	I (1)
Borsa İstanbul (BIST)	3	CT	-4.16	-3.50	- 3.18	-4.073**	-	I (0)
Kredi Hacmi (BSKH)	1	C	-3.56	-2.92	- 2.59	-1.308	-4.865***	I (1)
Milli Gelir (GSYH)	0	C	-3.56	-2.92	- 2.59	1.871	-7.347***	I (1)
İhracat (IHRCT)	1	C	-3.56	-2.92	- 2.59	1.400	-10.64***	I (1)
Para Arzı (M2)	0	CT	-4.16	-3.50	- 3.18	-4.156***	-	I (0)
Menkul Değerler (MBTMD)	3	CT	-4.16	-3.50	- 3.18	-2.335	-5.309***	I (1)
Reel Döviz Kuru (RDK)	0	CT	-4.16	-3.50	- 3.18	-2.777	-4.147**	I (1)
Enflasyon (TUFE)	4	CT	-4.16	-3.50	- 3.18	2.640	-4.696***	I (1)
Yatırımlar (YAT)	1	CT	-4.16	-3.50	- 3.18	3.095	-5.544***	I (1)

**Açıklama:** \*\*\* ve \*\* sırasıyla  $p < 0.001$  ve  $p < 0.05$  düzeyinde sıfır hipotezinin ret edildiğini ifade etmektedir. Uygun gecikme uzunlukları maksimum 5 gecikme altında Akaike bilgi kriteri (AIC) ile belirlenmiştir. C, birim kök modelinde trendin anlamsız olduğunu ve modelin sabitli model olduğunu, CT ise sabit ve trendli modeli ifade etmektedir.

ADF birim kök testinin sonuçları incelendiğinde hesaplanan test istatistiklerinin yalnızca iki seri için (M2 ve BIST) McKinnon kritik değerlerinden daha büyük olduğu dolayısıyla iki seri için birim kök iddiasındaki boş hipotezin ret edilemediği diğer sekiz seri için ise birim kök boş hipotezinin ret edilemediği

görülmektedir. İlgili sekiz serinin birinci farkı alınarak tekrar birim kök testi uygulandığı durumda birim kök boş hipotezinin ret edildiği görülmektedir. Bu sonuçlara göre analizlerde kullanılacak olan iki serinin seviyesinde durağan [I(0)] diğer sekiz serinin ise birinci farkı alındığında durağan [I(1)] olduğu ifade edilebilir. Dolayısıyla bu sonuçlara göre analizlerin ikinci aşamasında seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi incelenirken farklı seviyelerde durağanlığa imkân tanıyan ARDL sınır testinin kullanılması gerekmektedir. Analizin üçüncü aşamasında gerçekleştirilecek olan VAR analizleri yapılırken de sekiz serinin birinci farkları alınarak modellerin oluşturulması gerekmektedir.

### **3.2.3.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları**

Analizin ikinci aşamasında parasal aktarım kanallarındaki makroekonomik değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkileri incelemek amacıyla ARDL sınır testi uygulanmıştır. Dört farklı parasal aktarım modeli için gerçekleştirilen ARDL sınır testi sonuçları Tablo 4’de görülmektedir.

Tahmin edilen ARDL modellerinde her bir değişken için uygun gecikme uzunlukları Akaike bilgi kriteri ile belirlenmiştir. Tabloda Model kısmının altındaki parantezli ifadeler değişkenlerin uygun gecikme uzunluklarını vermektedir. Tablonun alt kısımlarında yer alan tanısız istatistikler ise kurulan ARDL modelleri için temel varsayımların geçerli olup olmadığına ilişkin bulguları göstermektedir. ARDL tahminlerinin güvenilir olabilmesi için modellerde normal dağılmama, oto korelasyon, değişen varyans ve tahmin edilen model parametrelerinin istikrarsızlığı problemleri olmamalıdır. Testlerin sonuçları incelendiğinde en azından %5 istatistiksel anlamlılık düzeyinde tüm modellerde temel varsayımların geçerli olduğu ifade edilebilir. Değişkenler arasında uzun dönemli ilişki (eşbütünleşme) olup olmadığı F-istatistiği ile sınanmaktadır. Eşbütünleşme yokluğu iddiasındaki boş hipotezin ret edilebilmesi için F-istatistiğinin en azından %10 anlamlılık düzeyinde I(1) kritik değerlerinin üzerinde olması gerekmektedir. Sonuçlara göre tüm modellerde %1 anlamlılık düzeyinde hesaplanan F-istatistiği kritik değerlerden daha büyüktür. Dolayısıyla bu sonuç parasal aktarım modellerinde yer alan

makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu şeklinde değerlendirilebilir.

**Tablo 4. Parasal Aktarım Kanalı Modelleri İçin ARDL Sınır Testi Sonuçları**

Faiz Kanalı						Döviz Kuru Kanalı					
Model			F-test			Model			F-test		
(4, 2, 4, 2, 0)			25.786***			(1, 4, 2, 5, 0)			5.210***		
Kritik Değerler						Kritik Değerler					
I(0)			I(1)			I(0)			I(1)		
%1	%5	%10	%1	%5	%10	%1	%5	%10	%1	%5	%10
3.29	2.56	2.20	4.37	3.49	3.09	3.29	2.56	2.20	4.37	3.49	3.09
Tanısal Testler						Tanısal Testler					
Normallik (JB)			2.933 (0.230)			Normallik (JB)			0.954 (0.620)		
Oto korelasyon ( $\chi^2$ )			0.434 (0.804)			Oto korelasyon ( $\chi^2$ )			2.733 (0.254)		
Değişen Varyans ( $\chi^2$ )			9.421 (0.865)			Değişen Varyans ( $\chi^2$ )			17.57 (0.349)		
Cusum & Cusum-kare			İstikrarlı			Cusum & Cusum-kare			İstikrarlı		
Banka Kredileri Kanalı						Varlık Fiyatı Kanalı					
Model			F-test			Model			F-test		
(4, 0, 4, 2, 1, 0)			15.305***			(1, 5, 4, 4, 5, 4)			11.096***		
Kritik Değerler						Kritik Değerler					
I(0)			I(1)			I(0)			I(1)		
%1	%5	%10	%1	%5	%10	%1	%5	%10	%1	%5	%10
3.06	2.39	2.08	4.25	3.38	3.00	3.06	2.39	2.08	4.25	3.38	3.00
Tanısal Testler						Tanısal Testler					
Normallik (JB)			5.610 (0.060)			Normallik (JB)			0.685 (0.709)		
Oto korelasyon ( $\chi^2$ )			2.761 (0.251)			Oto korelasyon ( $\chi^2$ )			3.030 (0.081)		
Değişen Varyans ( $\chi^2$ )			6.553 (0.980)			Değişen Varyans ( $\chi^2$ )			25.81 (0.583)		
Cusum & Cusum-kare			İstikrarlı			Cusum & Cusum-kare			İstikrarlı		

**Açıklama:** \*\*\* %1 düzeyinde eşbütünlük yokluğu iddiasındaki sıfır hipotezinin ret edildiğini ifade etmektedir. Değişkenler uygun gecikme uzunlukları AIC bilgi kriteri ile belirlenmiştir. Tanısal testlerde parantez (...) içerisindeki değerler ilgili istatistiklerin olasılık değerleridir. Model parametrelerinin istikrarlılığı için bkz. Ek'deki CUSUM ve CUSUM-kare grafikleri.

### 3.2.3.3. VAR Analizi Sonuçları

Analizin üçüncü ve son aşamasında parasal aktarım kanallarının çalışıp çalışmadığını incelemek amacıyla VAR analizleri yapılmıştır. Araştırmada VAR analizleri iki aşamada gerçekleştirilmiştir. Öncelikle kurulan her bir parasal aktarım modeli için uygun gecikme uzunlukları bilgi kriterleri yardımıyla belirlenmiştir. Daha sonra her bir parasal aktarım kanalındaki temel aktarım değişkeninin verdiği etkiye diğer makroekonomik değişkenlerin nasıl tepki verdiğini etki-tepki

analizleriyle, aktarım kanallarındaki her bir değişkenin değişimlerinin hangi diğer makroekonomik değişkenler tarafından ne ölçüde açıklandığını ortaya koyabilmek için de değişkenlerin varyans ayrıştırması yapılmıştır. Bu kısımda VAR etki-tepki ve varyans ayrıştırması sonuçları sunulmuştur.

### 3.2.3.3.1. Faiz Kanalı Etki-Tepki Sonuçları

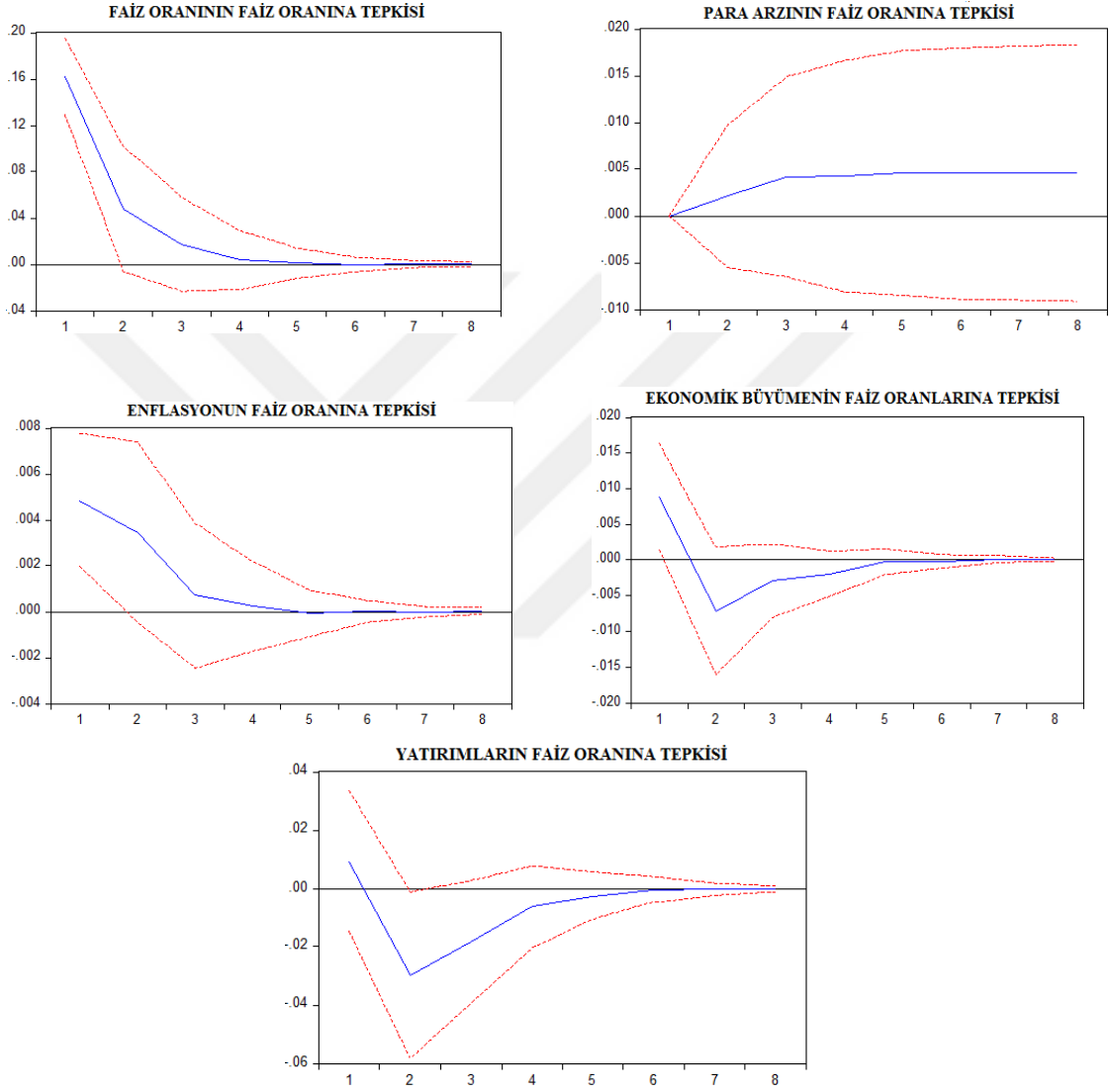
Serilerin durağan formlarıyla kurulan faiz kanalı VAR modelinde değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmeye başlanılmasından önce model için uygun gecikme seviyesinin belirlenmesi gerekmektedir. Tablo 5, alternatif bilgi kriterlerinin faiz kanalı VAR modeli için işaret ettiği uygun gecikme sayılarını göstermektedir. Tablo'dan da görüleceği üzere tüm bilgi kriterleri VAR modeli için uygun gecikme sayısının 1 olduğuna işaret etmektedir.

**Tablo 5. Faiz Kanalı VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	287.7852	NA	2.40e-12	-12.56823	-12.36749	-12.49340
1	447.9935	<b>277.6945*</b>	<b>5.93e-15*</b>	<b>-18.57749*</b>	<b>-17.37305*</b>	<b>-18.12849*</b>
2	461.6843	20.68830	1.02e-14	-18.07486	-15.86672	-17.25169
3	477.0704	19.83095	1.75e-14	-17.64757	-14.43573	-16.45023
4	500.4358	24.92307	2.37e-14	-17.57492	-13.35938	-16.00341
5	543.9004	36.70341	1.59e-14	-18.39557	-13.17632	-16.44989

Şekillerde kullanılan sekiz dönem çeyreklik veriler ile çalışıldığından iki yılı ifade etmektedir. Grafiklerde bulunan mavi renkli çizgi ise aşağı doğru devam ettiği durumda tepkinin (şokun) azalan yönlü yukarı doğru devam ettiğinde ise artan yönlü olduğu anlaşılabilir. Sıfır çizgisinin altındaki seyir değişkenler arasında negatif etkileşim, üzerindeki seyir ise pozitif etkileşimi belirtmektedir. Grafiklerde bulunan kırmızı renkli çizgiler güven aralıklarını temsil etmektedir. Mavi çizginin arada kalması ise tepkinin istatistikî açıdan anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

## Grafik 1. Faiz Oranındaki Değişimlere Makroekonomik Göstergelerin Tepkisi



Grafik 1 faiz kanalı için oluşturulan VAR modelinin etki-tepki bulgularını göstermektedir. Diğer makroekonomik değişkenlerin faiz oranındaki değişimlere verdiği tepkiler incelendiğinde;

- ✓ Faiz oranının hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, faiz oranının kendisi bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepkinin 4

dönem boyunca azalarak devam ettiği ve 4. dönemin ardından durağanlaşarak ortadan kaldığı görülmektedir.

- ✓ Faiz oranının hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, para arzının bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepki 3 dönem boyunca artarak devam etmekte ve 3. dönemin ardından sabit bir oranda devamlı sürmektedir.
- ✓ Faiz oranının hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, enflasyonun bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepkinin 4 dönem boyunca azalarak devam ettiği ve 4. dönemin ardından durağanlaşarak ortadan kaldığı görülmektedir.
- ✓ Faiz oranının hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, yatırımların bu etkiye başlangıçta sıfır tepki verdiği ancak 1. dönemin ardından negatif tepki verdiği görülmektedir. Bu negatif tepkinin şiddeti 2. dönemin sonuna kadar artmakta, 2. dönemden sonra negatif tepki şiddeti azalmakta ve 4. dönemden sonra durağanlaşarak ortadan kalkmaktadır.
- ✓ Faiz oranının hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, ekonomik büyümenin bu etkiye verdiği tepki yatırımlardakine benzer biçimde başlangıçta sıfıra yakın ancak pozitif olduğu, 1. dönemin ardından negatif tepkiye dönüştüğü görülmektedir. Bu negatif tepkinin şiddeti 2. dönemin sonuna kadar artmakta, 2. dönemden sonra negatif tepki şiddeti azalmakta ve 4. dönemden sonra durağanlaşarak ortadan kalkmaktadır.

#### **3.2.3.3.2. Kredi Kanalı Etki-Tepki Sonuçları**

Serilerin durağan formlarıyla kurulan kredi kanalı VAR modelinde değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmeye başlanılmasından önce model için uygun gecikme seviyesinin belirlenmesi gerekmektedir. Tablo 6, alternatif bilgi kriterlerinin kredi kanalı VAR modeli için işaret ettiği uygun gecikme sayılarını göstermektedir. Tablo'dan da görüleceği üzere tüm bilgi kriterleri VAR modeli için uygun gecikme sayısının 1 olduğuna işaret etmektedir



**Tablo 6. Kredi Kanalı VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

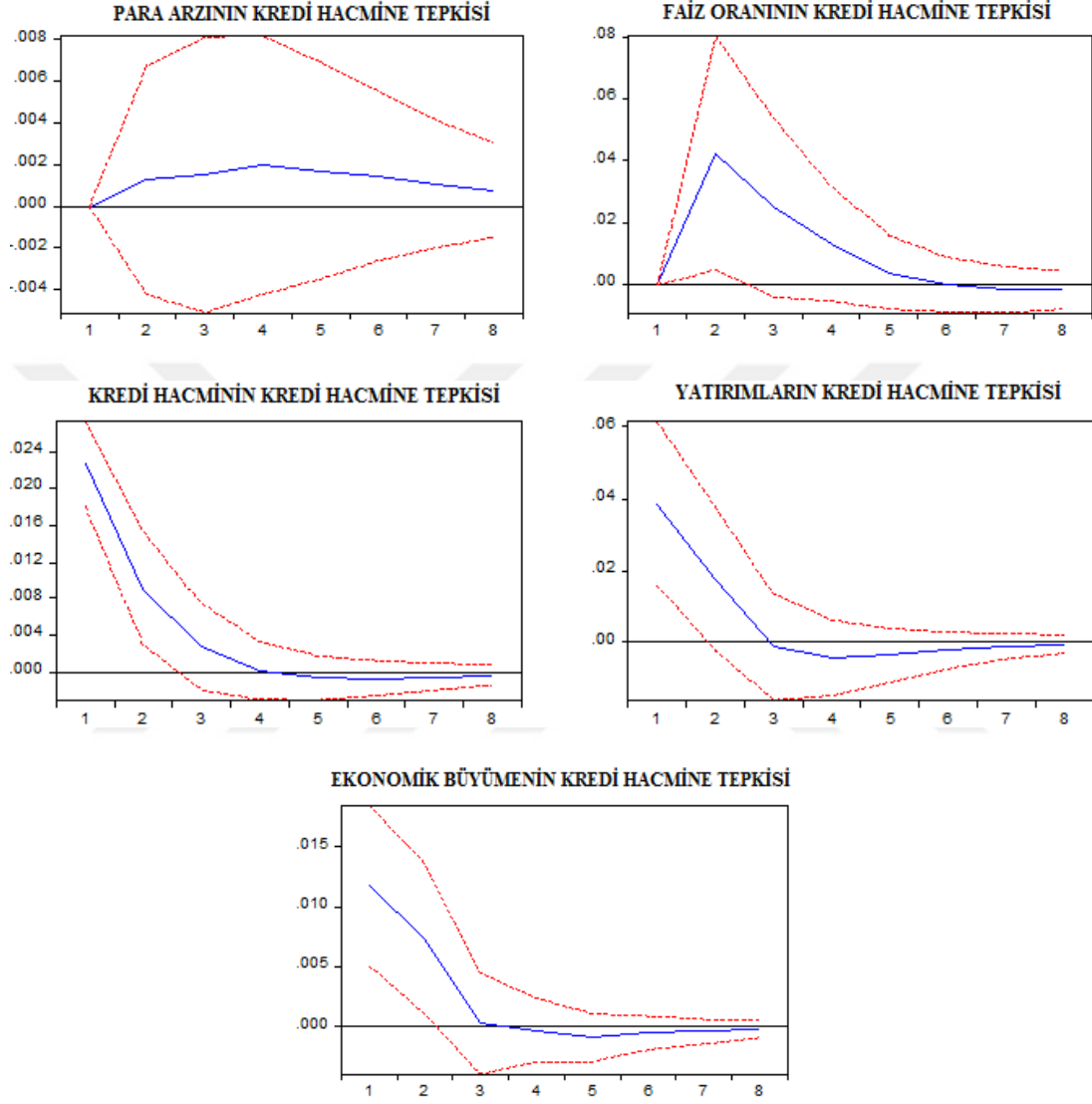
İçsel Değişkenler: M2Y AORFO BSKH YAT GSYH (*Durağan değerleri*)  
Dışsal Değişkenler: C @TREND  
Dönem: 2006Q1 2018Q4  
Gözlem: 45

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	381.1090	NA	4.73e-14	-16.49373	<b>-16.09225*</b>	-16.34406
1	422.1682	<b>69.34451*</b>	<b>2.34e-14*</b>	<b>-17.20748*</b>	-15.80229	<b>-16.68364*</b>
2	444.2713	32.41785	2.81e-14	-17.07872	-14.66984	-16.18072
3	463.5731	24.01998	4.13e-14	-16.82547	-13.41288	-15.55329
4	481.1647	17.98260	7.45e-14	-16.49621	-12.07992	-14.84986
5	506.3371	20.13788	1.19e-13	-16.50387	-11.08388	-14.48335

Grafik 2 kredi kanalı için oluşturulan VAR modelinin etki-tepki bulgularını göstermektedir. Diğer makroekonomik değişkenlerin kredi hacmindeki değişimlere verdiği tepkiler incelendiğinde;

- ✓ Kredi hacmi hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, faiz oranının bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepkinin 2 dönem boyunca artarak devam ettiği ve 6. dönemin ardından tepkinin negatif olduğu görülmektedir.
- ✓ Kredi hacmi hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, para arzının bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepki 4 dönem boyunca artarak devam etmekte ve 4. dönemin ardından sabit bir oranda devamlı sürmektedir.
- ✓ Kredi hacmi hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, kredi hacminin bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepkinin 4 dönem boyunca azalarak devam ettiği ve 4. dönemin ardından tepkinin negatif olduğu ve 8. Dönemde ise ortadan kalktığı görülmektedir.
- ✓ Kredi hacmi hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, yatırımların bu etkiye pozitif yönde 3 dönem azalan tepki verdiği 3. dönemin ardından negatif tepki verdiği görülmektedir. Bu negatif tepkinin şiddeti azalarak 8. Dönemde ortadan kalkmaktadır.
- ✓ Kredi hacmi hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, ekonomik büyümenin bu etkiye pozitif yönde 3 dönem azalan tepki verdiği 3. dönemin ardından negatif tepki verdiği görülmektedir. Bu negatif tepkinin şiddeti azalarak 8. Dönemde ortadan kalkmaktadır.

**Grafik 2. Bankacılık Sektörü Kredi Hacmindeki Değişimlere Makroekonomik Göstergelerin Tepkisi**



### 3.2.3.3.3. Kredi Kanalı Etki-Tepki Sonuçları

Serilerin durağan formlarıyla kurulan döviz kuru kanalı VAR modelinde değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmeye başlanılmasından önce model için uygun gecikme seviyesinin belirlenmesi gerekmektedir. Tablo 7, alternatif bilgi kriterlerinin döviz kuru kanalı VAR modeli için işaret ettiği uygun gecikme sayılarını göstermektedir. Tablo'dan da görüleceği üzere tüm bilgi kriterleri VAR modeli için

uygun gecikme sayısının 1 olduğuna işaret etmektedir. Grafiklerde ise döviz kuru kanalına modelde bulunan diğer değişkenlerin tepkisi incelenecektir.

**Tablo 7. Döviz Kuru Kanalı VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

İçsel Değişkenler: M2YSA AORFO TUF E RDK IHRCT GSYH (*düzyer değeryeri*)  
Dışsal Değişkenler: C @TREND  
Dönem: 2006Q1 2018Q4  
Gözlem: 45

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	481.9496	NA	3.42e-17	-20.88665	-19044875	-19.07705
1	527.7263	<b>75.27737*</b>	<b>2.27e-17*</b>	-21.32117	<b>-19.39402*</b>	<b>-20.60273*</b>
2	559.4533	43.71278	3.04e-17	-21.13126	-17.75882	-19.87405
3	583.4918	26.70943	6.80e-17	-20.59964	-15.78187	-18.80362
4	639.3780	47.19279	5.00e-17	-21.48347	-15.22037	-19.14865
5	715.0652	43.73039	2.74e-17	<b>-23.24734*</b>	-15.53892	-20.37372

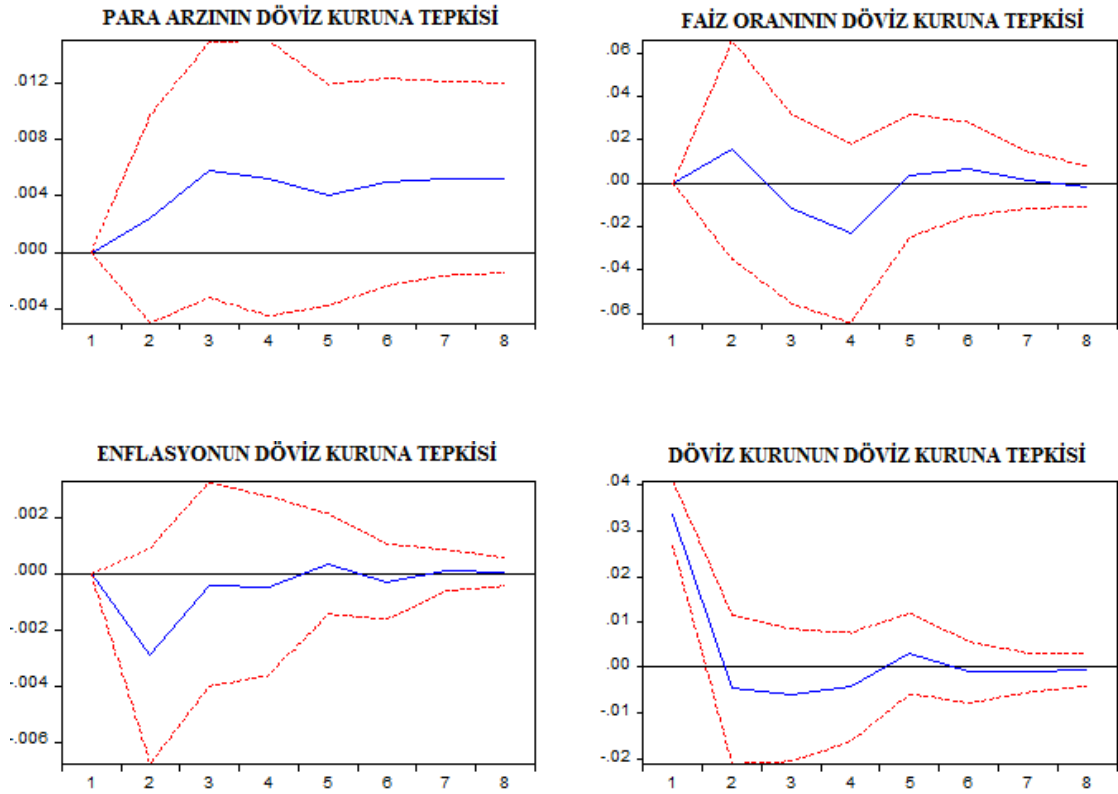
Grafik 3 döviz kuru kanalı için oluşturulan VAR modelinin etki-tepki bulgularını göstermektedir. Diğer makroekonomik değişkenlerin döviz kurundaki değişimlere verdiği tepkiler incelendiğinde;

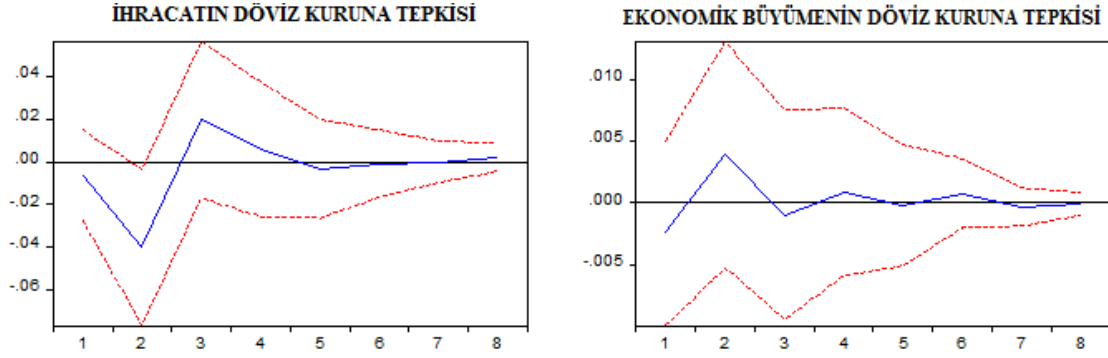
- ✓ Döviz kuru hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, faiz oranı bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepkinin 2 dönem boyunca artarak devam ettiği ve 3. dönemden 5. döneme kadar tepkinin negatif seyir izlediği ve 8. dönemden sonra ortadan kaldığı görülmektedir.
- ✓ Döviz kuru hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, para arzının bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepki 5 dönem boyunca artarak devam etmekte ve 5. dönemin ardından sabit bir oranda devamlı sürmektedir.
- ✓ Döviz kuru hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, enflasyonun bu etkiye negatif tepki verdiği görülmektedir. Bu negatif tepkinin 4 dönem boyunca devam ettiği ve 7. dönemin ardından durağanlaşarak ortadan kaldığı görülmektedir.
- ✓ Döviz kuru hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, döviz kurunun bu etkiye yaklaşık 2 dönem azalan oranda pozitif tepki verdiği ancak 2. dönemin ardından negatif tepki verdiği görülmektedir. Bu negatif tepkinin şiddeti 5.

dönemin sonuna kadar devam etmekte, 5. dönemden sonra tepkinin şiddeti azalmakta ve zamanla ortadan kalkmaktadır.

- ✓ Döviz kuru hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, ekonomik büyümenin bu etkiye yaklaşık 3 dönem pozitif tepki vermekte iken 3. dönemden sonra tepkinin şiddeti azalmış ve 8. dönemden itibaren ortadan kalkmıştır.
- ✓ Döviz kuru hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, ihracatın bu etkiye negatif tepki verdiği görülmektedir. Bu negatif tepkinin yaklaşık 3 dönem boyunca devam ettiği ve 3. dönemin ardından pozitif tepkiler verdiği ve 6. dönemden durağanlaşarak ortadan kaldığı görülmektedir.

**Grafik 3. Döviz Kurundaki Değişimlere Makroekonomik Göstergelerin Tepkisi**





#### 3.2.3.3.4. Varlık Fiyatları Kanalı Etki-Tepki Sonuçları

Serilerin durağan formlarıyla kurulan varlık fiyatları kanalı VAR modelinde değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmeye başlanılmasından önce model için uygun gecikme seviyesinin belirlenmesi gerekmektedir. Tablo 8, alternatif bilgi kriterlerinin varlık fiyatları kanalı VAR modeli için işaret ettiği uygun gecikme sayılarını göstermektedir. Tablo'dan da görüleceği üzere tüm bilgi kriterleri VAR modeli için uygun gecikme sayısının 5 olduğuna işaret etmektedir. Grafiklerde ise varlık fiyatları kanalına modelde bulunan diğer değişkenlerin tepkisi incelenecektir.

**Tablo 8. Varlık Fiyatları Kanalının VAR Modelinde Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	392.9945	NA	1.78e-15	-16.93309	<b>-16.45131*</b>	-16.75349
1	452.6559	98.10985	6.37e-16	-17.98471	-16.05760	-17.26630
2	484.4563	43.81378	8.53e-16	-17.79806	-14.42562	-16.54085
3	526.6332	46.86323	8.51e-16	-18.07259	-13.25482	-16.27657
4	568.9162	35.70569	1.15e-15	-18.35183	-12.08874	-16.01701
5	686.8100	<b>68.11638*</b>	<b>9.63e-17*</b>	<b>-21.99155*</b>	-14.28313	<b>-19.11793*</b>

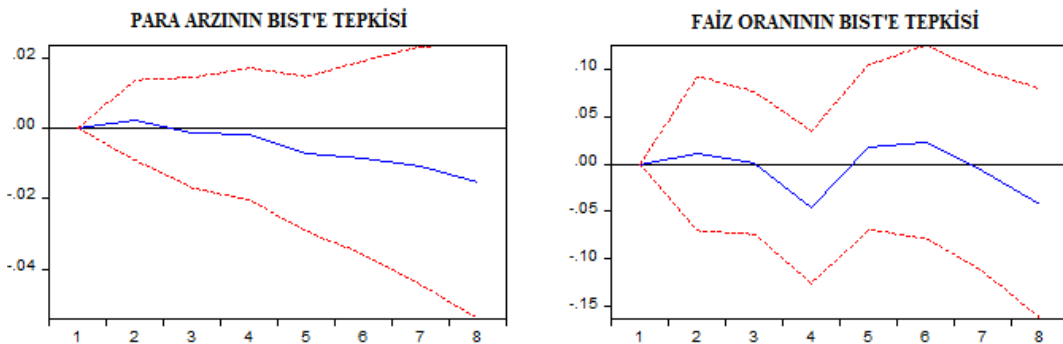
Grafik 4 varlık fiyatları kanalı için oluşturulan VAR modelinin etki-tepki bulgularını göstermektedir. Diğer makroekonomik değişkenlerin BIST'deki değişimlere verdiği tepkiler incelendiğinde;

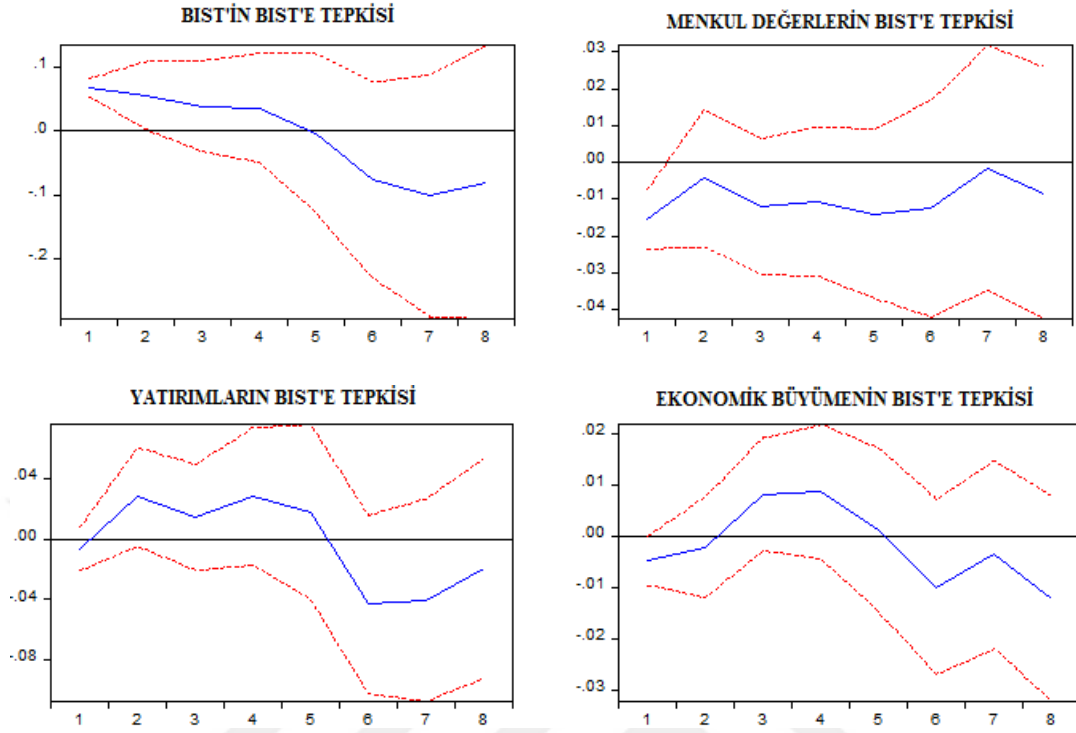
- ✓ BIST hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, faiz oranının bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepkinin 3 dönem boyunca

azalarak devam ettiği ve 3. dönemden 5. döneme kadar tepkinin negatif olduğu 5. dönemden sonra ise 7. döneme kadar pozitif tepkiler verdiği 7. dönemden sonra ise sabit oranda negatif tepkinin devam ettiği görülmektedir.

- ✓ BIST hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, para arzının bu etkiye yaklaşık 3 dönem tepki vermediği 3. Dönemden sonra ise tepkinin negatif olarak devam ettiği görülmektedir.
- ✓ BIST hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, bist'in kendisinin bu etkiye pozitif tepki verdiği görülmektedir. Bu pozitif tepkinin 5 dönem boyunca azalarak devam ettiği ve 5. dönemin ardından negatif tepki verdiği 7. dönemden itibaren ise negatif tepkinin sabit oranda devam ettiği görülmektedir.
- ✓ BIST hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, menkul değerlerin bu etkiye 7 dönem negatif tepki verdiği 7. Dönemden itibaren ise negatif tepkinin sabit oranda devam ettiği görülmektedir.
- ✓ BIST hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, yatırımların bu etkiye yaklaşık 5 dönem pozitif tepki verdiği 5. dönemden sonra ise tepkinin negatif olarak devam ettiği 7. dönemden itibaren ise negatif tepkinin sabit oranda devam ettiği görülmektedir.
- ✓ BIST hata terimine 1 birimlik rassal şok verildiğinde, ekonomik büyümenin bu etkiye pozitif yönde 5 dönem tepki verdiği 5. dönemin ardından negatif tepki verdiği görülmektedir. Bu negatif tepkinin 7. Dönemden itibaren sabit oranda devam ettiği görülmektedir.

#### Grafik 4. BIST'deki Değişimlere Makroekonomik Göstergelerin Tepkisi





### 3.2.3.4. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

#### 3.2.3.4.1 Faiz Kanalı Varyans Ayrıştırması

Etki-tepki analizlerinden sonra bir makroekonomik değişkende yaşanan etkinin ne kadarlık düzeyin kendisinden ne kadarlık düzeyin ise diğer makroekonomik değişkenlerden kaynaklandığını yüzdelik olarak ortaya koyan varyans ayrıştırması analizlerinden yararlanılabilmektedir. Öncelikle faiz kanalı için kurulan VAR modelinde değişkenlerin varyans ayrıştırması sonuçları verilmiştir.

**Tablo 9. Para Arzının (M2) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	YAT	GSYH
1	0.023013	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.030245	96.16289	0.347986	0.717221	0.049597	2.722304
3	0.034383	95.51748	1.263404	0.948203	0.061030	2.209886
4	0.036920	94.69323	1.722018	1.271772	0.054269	2.258713
5	0.038483	94.34759	2.054338	1.419641	0.049973	2.128461
6	0.039451	94.10138	2.218407	1.533111	0.047767	2.099338
7	0.040055	93.97863	2.323276	1.591370	0.046523	2.060199
8	0.040434	93.89752	2.381127	1.630664	0.045833	2.044853

Tablo 9, faiz kanalı VAR modelinde yer alan para arzı (M2) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde para arzındaki değişimlerin %100'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, enflasyon, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin para arzındaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde para arzındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı, büyüme ve yatırımların açıklama düzeyi azalırken faiz oranı ve enflasyonun para arzındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde para arzındaki değişimlerin yaklaşık %94'lük kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %6'lık kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%2,38) ve ekonomik büyüme (%2,04) olduğu görülmektedir.

**Tablo 10. Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	YAT	GSYH
1	0.167905	4.700830	95.29917	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.178948	6.083798	91.21353	2.429392	0.269910	0.003366
3	0.181183	6.548928	89.91291	2.822452	0.442249	0.273461
4	0.181503	6.664765	89.64773	2.918631	0.496368	0.272504
5	0.181579	6.710015	89.57851	2.923761	0.504343	0.283375
6	0.181601	6.727829	89.55683	2.925384	0.505312	0.284647
7	0.181612	6.738973	89.54579	2.925212	0.505297	0.284733
8	0.181620	6.745465	89.53886	2.925265	0.505260	0.285151

Tablo 10, faiz kanalı VAR modelinde yer alan faiz oranı (AORFO) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde faiz oranındaki değişimlerin %95,29'u kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %4,70'i para arzı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, enflasyon, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin para arzındaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde faiz oranındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı ve enflasyonun faiz oranındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde faiz oranındaki değişimlerin yaklaşık %89'lük kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %11'lik kısım



içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%6,74) ve enflasyon (%2,92) olduğu görülmektedir.

**Tablo 11. Enflasyonun (TUFÉ) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFÉ	YAT	GSYH
1	0.011825	16.59083	16.64134	66.76783	0.000000	0.000000
2	0.013164	16.81943	20.43785	57.55046	1.120076	4.072192
3	0.013307	16.90708	20.30511	57.21959	1.546246	4.021980
4	0.013338	16.95392	20.24270	56.97936	1.605350	4.218668
5	0.013342	16.96394	20.23184	56.95406	1.614136	4.236017
6	0.013344	16.97432	20.22723	56.94100	1.614112	4.243338
7	0.013345	16.97875	20.22518	56.93538	1.613962	4.246734
8	0.013345	16.98300	20.22424	56.93208	1.613875	4.246807

Tablo 11, faiz kanalı VAR modelinde yer alan enflasyon (TUFÉ) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde enflasyondaki değişimlerin %66,76'sı kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %16,59'u para arzı tarafından, %16,64'ü faiz oranı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin enflasyondaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde enflasyondaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, diğer değişkenlerin açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine enflasyondaki değişimlerin yaklaşık %56'lık kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %44'lük kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%16,98), faiz oranı (%20,22), milli gelir (%4,24) ve yatırımlar (%1,61) olduğu görülmektedir.

**Tablo 12. Yatırımların (YAT) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFÉ	YAT	GSYH
1	0.086454	2.899457	1.433028	10.15702	85.51050	0.000000
2	0.096168	5.615300	11.07216	10.38707	71.06187	1.863598
3	0.099671	7.564946	13.92925	10.37335	66.15424	1.978214
4	0.100641	8.369436	14.18451	10.55331	64.92693	1.965815
5	0.100994	8.787790	14.20411	10.54132	64.48954	1.977251
6	0.101135	8.987231	14.18080	10.53856	64.31500	1.978412
7	0.101210	9.107622	14.16822	10.52840	64.22013	1.975632
8	0.101254	9.177678	14.15910	10.52306	64.16394	1.976220

Tablo 12, faiz kanalı VAR modelinde yer alan yatırımlar (YAT) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde yatırımlardaki değişimlerin %85,51'i kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %2,89'u para arzı tarafından, %1,43'ü faiz oranı tarafından, %10,15'i enflasyon tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, enflasyon ve ekonomik büyümedeki değişimlerin yatırımlardaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde yatırımlardaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, diğer değişkenlerin açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine yatırımlardaki değişimlerin yaklaşık %64'lük kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %36'luk kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%9,17), faiz oranı (%14,15), milli gelir (%1,97) ve enflasyon (%10,52) olduğu görülmektedir.

**Tablo 13. Ekonomik Büyümenin (GSYH) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	YAT	GSYH
1	0.027384	0.522896	10.86626	2.658508	47.86999	38.08234
2	0.029187	1.707098	15.65860	2.376272	44.65936	35.59867
3	0.029748	2.224592	16.12918	2.969764	43.00974	35.66672
4	0.029969	2.686640	16.41246	2.971993	42.37871	35.55019
5	0.030025	2.834343	16.38251	3.040999	42.23217	35.50999
6	0.030049	2.933961	16.37729	3.039395	42.16577	35.48358
7	0.030059	2.977721	16.36778	3.043990	42.13863	35.47189
8	0.030064	3.008545	16.36435	3.043429	42.12336	35.46032

Tablo 13, faiz kanalı VAR modelinde yer alan ekonomik büyüme (GSYH) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde ekonomik büyümedeki değişimlerin %38,08'i kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %0,52'si para arzı tarafından, %10,86'sı faiz oranı tarafından, %2,65'i enflasyon tarafından ve %47,86'sı ise yatırımlar tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, yatırımlar ve enflasyondaki değişimlerin ekonomik büyümedeki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde ekonomik büyümedeki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, diğer değişkenlerin açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine ekonomik büyümedeki değişimlerin yaklaşık

%35'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %65'lük kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%3), faiz oranı (%16,36), enflasyon (%3,04) ve yatırımlar (%42,12) olduğu görülmektedir.

#### 3.2.3.4.2. Kredi Kanalı Varyans Ayrıştırması

Daha önce faiz kanalında para arzı ve ağırlıklı ortalama repo faiz oranının varyans ayrıştırmasına değinildiğinden bu bölümde bankacılık sektörü kredi hacminin diğer tüm değişkenlerle olan ilişkisine değinilecektir.

**Tablo 14. Para Arzının (M2) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BSKH	YAT	GSYH
1	0.022777	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.030306	95.35377	0.145110	0.172656	0.438442	3.890023
3	0.033950	94.89377	0.782966	0.334998	0.539564	3.448705
4	0.036032	94.10024	0.984392	0.598880	0.629161	3.687327
5	0.037076	93.81579	1.126295	0.779371	0.650265	3.628278
6	0.037615	93.61798	1.169400	0.904734	0.661089	3.646794
7	0.037873	93.53718	1.191029	0.971624	0.663184	3.636981
8	0.037999	93.49336	1.197779	1.007156	0.664075	3.637627

Tablo 14, kredi kanalı VAR modelinde yer alan para arzı (M2) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde para arzındaki değişimlerin %100'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, kredi hacmi, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin para arzındaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde para arzındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, kredi hacmi, yatırımların ve ekonomik büyümenin para arzındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine para arzındaki değişimlerin yaklaşık % 93'lük kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %7'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%1,19), ekonomik büyüme (%3,63), kredi hacminin, %1, yatırımların ise % 0,66 olduğu görülmektedir.

**Tablo 15. Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BSKH	YAT	GSYH
1	0.156367	3.103619	96.89638	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.171874	6.553747	84.02217	6.116149	2.261661	1.046269
3	0.174273	6.394185	82.31916	8.003559	2.199829	1.083271
4	0.175031	6.602441	81.62105	8.510017	2.191482	1.075007
5	0.175702	7.118212	81.04408	8.498659	2.208527	1.130518
6	0.176202	7.559038	80.63713	8.450594	2.212195	1.141041
7	0.176524	7.839418	80.36579	8.427144	2.212354	1.155295
8	0.176693	7.988471	80.22200	8.419708	2.210875	1.158947

Tablo 15, kredi kanalı VAR modelinde yer alan faiz oranı (AORFO) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde faiz oranındaki değişimlerin %96,89'u kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %3,10'u para arzı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, kredi hacmi, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin faiz oranındaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde faiz oranındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı kredi hacmi, yatırımlar ve milli gelirin faiz oranındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine faiz oranındaki değişimlerin yaklaşık % 80'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %20'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%7,98), kredi hacmi (%8,41), yatırımlar (%2,21) ve milli gelirin (%1,15) olduğu görülmektedir.

**Tablo 16. Bankacılık Sektörü Kredi Hacminin (BSKH) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BSKH	YAT	GSYH
1	0.025810	23.15099	0.012554	76.83646	0.000000	0.000000
2	0.027697	20.12204	1.313140	77.57835	0.943906	0.042572
3	0.028383	21.02439	2.489924	74.79101	1.359276	0.335398
4	0.028804	22.44624	3.011185	72.62067	1.489546	0.432350
5	0.029039	23.33010	3.148619	71.50369	1.518130	0.499463
6	0.029149	23.75610	3.179170	71.02653	1.519555	0.518651
7	0.029196	23.94126	3.181635	70.83102	1.517945	0.528133
8	0.029215	24.01892	3.180762	70.75246	1.516743	0.531106

Tablo 16, kredi kanalı VAR modelinde yer alan kredi hacmi (BSKH) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde kredi hacmindeki değişimlerin %76,83'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %23,15'i para arzı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin kredi hacmindeki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde kredi hacmindeki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı, faiz oranı, yatırımlar ve ekonomik büyümenin değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde kredi hacmindeki değişimlerin yaklaşık %70'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %30'luk kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%24,01), faiz oranı (%3,18), yatırımlar (%1,51), ekonomik büyüme (%0,53) olduğu görülmektedir.

**Tablo 17. Yatırımların (YAT) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BSKH	YAT	GSYH
1	0.085988	4.787413	0.099286	20.28300	74.83030	0.000000
2	0.093939	4.455358	10.79867	20.54941	63.00824	1.188316
3	0.096318	6.494979	12.17822	19.56332	60.59660	1.166872
4	0.097199	7.358973	12.36400	19.41310	59.58742	1.276512
5	0.097464	7.643489	12.36993	19.44137	59.27271	1.272494
6	0.097537	7.715288	12.35577	19.46728	59.18476	1.276907
7	0.097552	7.729423	12.35218	19.47514	59.16673	1.276527
8	0.097555	7.731890	12.35152	19.47694	59.16302	1.276626

Tablo 17, kredi kanalı VAR modelinde yer alan yatırımlar (YAT) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde yatırımlardaki değişimlerin %74,83'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %4,78'i para arzı tarafından, %20,28'i kredi hacmi tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, kredi hacmi ve ekonomik büyümedeki değişimlerin yatırımlardaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde yatırımlardaki değişimin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı, faiz oranı, kredi hacmi ve ekonomik büyümenin değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde yatırımlardaki

değişimlerin yaklaşık %59'luk kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %41'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%7,73), faiz oranı (%12,35), kredi hacmi (%19,47), ekonomik büyüme (%1,27) olduğu görülmektedir.

**Tablo 18. Ekonomik Büyümenin (GSYH) Varyans Ayırıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BSKH	YAT	GSYH
1	0.025627	0.027095	5.641418	21.02469	31.66197	41.64483
2	0.028704	0.036623	13.12440	23.32783	25.24739	38.26376
3	0.029559	1.790867	12.77004	22.00640	24.59019	38.84250
4	0.029819	2.661350	13.19992	21.63434	24.19307	38.31132
5	0.029951	3.144608	13.11705	21.53962	24.01510	38.18362
6	0.029987	3.308557	13.11507	21.52026	23.95859	38.09753
7	0.030002	3.371867	13.10220	21.51709	23.93524	38.07360
8	0.030006	3.392312	13.09955	21.51568	23.92887	38.06359

Tablo 18, kredi kanalı VAR modelinde yer alan ekonomik büyüme (GSYH) değişkeninin varyans ayırıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde ekonomik büyümedeki değişimlerin %41,64'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %31,66'sı yatırımlar tarafından, %21,02'si kredi hacmi tarafından, %5,64'ü ise faiz oranı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, kredi hacmi ve faiz oranındaki değişimlerin ekonomik büyümedeki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde ekonomik büyümedeki değişimin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı, faiz oranı, kredi hacmindeki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine ekonomik büyümedeki değişimlerin yaklaşık %38'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %62'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%3,39), faiz oranı (%13,09), kredi hacmi (%21,51), yatırımlar (%23,92) olduğu görülmektedir.

#### **3.2.3.4.3. Döviz Kuru Kanalı Varyans Ayırıştırması**

Döviz kuru kanalı varyans ayırıştırması sonuçları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Bu kanaldaki ana değişken döviz kuru olduğundan çalışmada kullanılan diğer değişkenlerin varyans ayırıştırılmaları sadece döviz kuru değişkeni üzerinden yorumlanacaktır.

**Tablo 19. Para Arzının (M2) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	RDK	IHRCT	GSYH
1	0.023838	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.034677	97.98147	0.013978	0.095191	0.464588	1.214371	0.230406
3	0.042188	95.42655	0.012541	0.499834	2.249526	0.998008	0.813538
4	0.047063	92.80593	0.213550	0.401806	3.063850	0.993776	2.521087
5	0.050731	90.44823	0.927101	0.399459	3.282637	0.860621	4.081952
6	0.053853	88.99983	1.558447	0.563960	3.775568	0.780249	4.321941
7	0.056741	88.08129	1.933594	0.818714	4.257324	0.711922	4.197155
8	0.059571	87.49509	2.128801	0.974182	4.648636	0.646088	4.107202

Tablo 19, döviz kuru VAR modelinde yer alan para arzı (M2) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde para arzındaki değişimlerin %100'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, enflasyon, ihracat, reel döviz kuru ve ekonomik büyümedeki değişimlerin para arzındaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde para arzındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, reel döviz kuru, ihracat ve ekonomik büyümenin para arzındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde para arzındaki değişimlerin yaklaşık %87'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %13'lük kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%2,12), reel döviz kuru (%4,64), ekonomik büyüme (%4,10), enflasyon (%0,97), ihracat (%0,64) olduğu görülmektedir.

**Tablo 20. Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	RDK	IHRCT	GSYH
1	0.162930	6.437965	93.56204	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.174650	12.82100	84.94399	0.009389	0.772891	0.360953	1.091769
3	0.191502	17.97948	71.47893	6.050343	1.019182	2.329859	1.142209
4	0.199937	18.18364	65.65838	7.394803	2.267446	2.139137	4.356597
5	0.200608	18.23292	65.22641	7.345863	2.282652	2.264461	4.647696
6	0.200819	18.19473	65.10234	7.385241	2.381449	2.261593	4.674647
7	0.200882	18.19271	65.06210	7.380890	2.385494	2.304065	4.674735
8	0.200941	18.19023	65.02766	7.384734	2.389713	2.302792	4.704869

Tablo 20, döviz kuru kanalı VAR modelinde yer alan faiz oranı (AORFO) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar

incelendiğinde, 1. dönemde faiz oranındaki değişimlerin %93,56'sı kendisindeki değişimler tarafından açıklanmakta iken %6,44'ü para arzı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, reel döviz kuru, ihracat ve ekonomik büyümedeki değişimlerin faiz oranındaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde faiz oranındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı reel döviz kuru, ihracat ve milli gelirin faiz oranındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde faiz oranındaki değişimlerin yaklaşık % 65'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %35'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%18,19), enflasyon (%7,38), reel döviz kuru (%2,38), ihracat (%2,30) ve milli gelirin (%4,70) olduğu görülmektedir.

**Tablo 21. Enflasyonun (TUFİ) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFİ	RDK	IHRCT	GSYH
1	0.012201	20.42700	14.90463	64.66837	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.014417	27.33060	17.66023	47.81175	4.115244	1.521642	1.560538
3	0.015527	30.88423	16.97958	45.23268	3.608138	1.312943	1.982437
4	0.015693	31.54961	16.70629	44.41345	3.612268	1.285633	2.432753
5	0.015773	31.65195	16.57296	44.10501	3.631566	1.398357	2.640155
6	0.015798	31.55793	16.54040	44.01255	3.647524	1.394693	2.846905
7	0.015802	31.54756	16.54569	43.99206	3.653303	1.394796	2.866589
8	0.015804	31.54114	16.54877	43.98424	3.655060	1.401211	2.869586

Tablo 21, döviz kuru VAR modelinde yer alan enflasyon (TUFİ) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde enflasyondaki değişimlerin %64'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, ihracat, reel döviz kuru ve ekonomik büyümedeki değişimlerin enflasyondaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde enflasyondaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı, faiz oranı, reel döviz kuru, ihracat ve ekonomik büyümenin enflasyondaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde enflasyondaki değişimlerin yaklaşık %43'lük kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %57'lük kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek



olan diğer değişkenlerin para arzı (%31,54), faiz oranı (%16,54), reel döviz kuru (%3,65), ekonomik büyüme (%2,86), ihracat (%1,40) olduğu görülmektedir.

**Tablo 22. Döviz Kurunun (RDK) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	RDK	IHRCT	GSYH
1	0.051774	57.28326	0.638412	0.000202	42.07813	0.000000	0.000000
2	0.057348	58.09210	1.246948	0.901858	34.94196	4.150776	0.666367
3	0.058608	55.65247	1.200888	3.306845	34.45101	4.420683	0.968104
4	0.059723	54.33122	1.230115	3.220996	33.65912	5.353533	2.205019
5	0.060648	53.88842	1.972257	3.143654	32.91774	5.303255	2.774676
6	0.060913	53.57002	2.120530	3.322099	32.65440	5.439351	2.893600
7	0.061107	53.23965	2.107212	3.422134	32.47457	5.443605	3.312828
8	0.061151	53.19500	2.131201	3.426235	32.43806	5.467841	3.341662

Tablo 22, döviz kuru VAR modelinde yer alan reel döviz kuru (RDK) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde reel döviz kurundaki değişimlerin %42'si kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, ihracat, enflasyon ve ekonomik büyümedeki değişimlerin reel döviz kurundaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde reel döviz kurundaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı, faiz oranı, reel enflasyon, ihracat ve ekonomik büyümenin reel döviz kurundaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde reel döviz kurundaki değişimlerin yaklaşık %32'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %68'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%53,19), faiz oranı (%2,13), enflasyon (%3,42), ekonomik büyüme (%3,34) ve ihracat (%5,46) olduğu görülmektedir.

**Tablo 23. İhracatın (IHRCT) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	RDK	IHRCT	GSYH
1	0.105605	29.79959	21.99572	0.185911	0.352292	47.66649	0.000000
2	0.132367	19.27034	14.88432	10.65838	9.401019	39.57001	6.215925
3	0.137078	18.45884	13.92252	14.03784	10.84325	36.90824	5.829311
4	0.137706	18.39438	13.79768	14.02999	10.92426	36.58249	6.271193
5	0.138208	18.26450	13.69871	13.93353	10.89938	36.54018	6.663712
6	0.138325	18.23976	13.70312	13.97007	10.88429	36.51502	6.687749
7	0.138421	18.21969	13.70304	14.00614	10.86923	36.50668	6.695228
8	0.138484	18.21137	13.69328	14.00278	10.88556	36.47602	6.730991

Tablo 23, döviz kuru VAR modelinde yer alan ihracat (IHRCT) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde ihracattaki değişimlerin %47'si kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, reel döviz kuru, enflasyon ve ekonomik büyümedeki değişimlerin ihracattaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde ihracattaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı, faiz oranı, enflasyon, reel döviz kuru ve ekonomik büyümenin ihracattaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine ihracattaki değişimlerin yaklaşık %36'lık kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %64'lük kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%18,21), faiz oranı (%13,69), enflasyon (%14,02), ekonomik büyüme (%6,73) ve reel döviz kuru (%10,88) olduğu görülmektedir.

**Tablo 24. Ekonomik Büyümenin (GSYH) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	TUFE	RDK	IHRCT	GSYH
1	0.029546	3.699734	15.71670	3.601808	0.666804	10.13407	66.18089
2	0.032089	6.556463	21.00690	3.685876	2.053105	10.19343	56.50423
3	0.032908	8.049189	22.12706	4.230310	2.037696	9.759429	53.79631
4	0.033017	8.156729	21.98463	4.294759	2.100418	9.700504	53.76296
5	0.033091	8.223183	21.88965	4.415807	2.094702	9.741033	53.63563
6	0.033123	8.216517	21.85734	4.434955	2.146581	9.746421	53.59819
7	0.033128	8.215668	21.85170	4.448627	2.155976	9.744521	53.58351
8	0.033131	8.220355	21.84782	4.448034	2.155937	9.743232	53.58462

Tablo 24, döviz kuru VAR modelinde yer alan ekonomik büyüme (GSYH) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde ekonomik büyümedeki değişimlerin %66'si kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, faiz oranı, reel döviz kuru, enflasyon ve ihracattaki değişimlerin ekonomik büyümedeki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde ekonomik büyümedeki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, para arzı, faiz oranı, enflasyon, reel döviz kuru ve ihracatın ekonomik büyümedeki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine ekonomik büyümedeki değişimlerin

yaklaşık %53'lük kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %64'lük kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%8,22), faiz oranı (%21,84), enflasyon (%4,44), ihracat (%9,74) ve reel döviz kuru (%2,15) olduğu görülmektedir.

#### 3.2.3.4.4. Varlık Fiyatları Kanalı Varyans Ayrıştırması

Bu kısımda ise varlık fiyatları kanalının varyans ayrıştırmaları yapılacaktır. Varyans ayrıştırmaları yapılırken para arzı, faiz oranı, yatırımlar, ekonomik büyüme değişkenlerinin varyans ayrıştırmaları daha önceden yapıldığından bu değişkenlerin çalışmanın bu kısmında sadece BİST ve mevduat bankaları toplam menkul değerler değişkenleri ile olan ilişkisine değinilecektir. Ancak BİST ve mevduat bankaları menkul değerler değişkeninin tüm diğer değişkenler ile olan ilişkisi açıklanacaktır.

**Tablo 25. Para Arzının (M2) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BIST	MBTMD	YAT	GSYH
1	0.023499	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.034302	82.29724	0.333070	2.059551	2.644609	0.026433	12.63910
3	0.038834	75.31245	1.738779	2.114497	3.347035	2.473839	15.01340
4	0.041752	67.99274	4.643498	2.663148	6.475044	2.561837	15.66373
5	0.043625	65.10893	4.496863	2.970319	10.29179	2.370208	14.76190
6	0.045510	62.68168	4.199164	3.185950	13.37469	2.447009	14.11150
7	0.047789	58.37516	5.795343	3.184126	17.17798	2.627858	12.83954
8	0.049472	54.86699	6.154514	3.179850	20.84162	2.454173	12.50285

Tablo 25, varlık fiyatları kanalı VAR modelinde yer alan para arzı (M2) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde para arzındaki değişimlerin %100'ü kendisindeki değişimler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, mevduat bankaları menkul değerleri, borsa İstanbul endeksi, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin para arzındaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde para arzındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, borsa İstanbul endeksi, menkul değerler ve ekonomik büyümenin para arzındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine para arzındaki değişimlerin yaklaşık %54'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %56'lık kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek

olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%6,15), borsa İstanbul endeksi (%3,17), menkul değerler (%20,84), yatırımlar (%2,45), ekonomik büyüme (%12,50) olduğu görölmektedir.

**Tablo 26. Faiz Oranının (AORFO) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BIST	MBTMD	YAT	GSYH
1	0.167477	6.730296	93.26970	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.174576	8.675803	85.92720	0.062012	1.232439	2.864552	1.237999
3	0.184057	7.921681	77.90161	0.623886	9.428606	2.954476	1.169741
4	0.198192	7.080268	68.52976	0.782814	16.57629	6.012775	1.018095
5	0.208349	10.35427	62.02333	4.944235	15.22835	5.450565	1.999253
6	0.215883	11.08017	59.84648	7.825979	14.18654	5.098326	1.962491
7	0.232526	18.05943	55.64276	6.780016	12.37589	4.505515	2.636384
8	0.240121	18.26433	54.86571	6.361213	13.19504	4.503395	2.810305

Tablo 26, varlık fiyatları kanalı VAR modelinde yer alan faiz oranı (AORFO) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde para arzındaki değişimlerin %93,26'sı kendisindeki değişimler tarafından %6,73'ü para arzı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren para arzı, menkul değerler, borsa İstanbul endeksi, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin faiz oranındaki değişimleri açıkladığı görölmektedir. İzleyen dönemlerde para arzındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, borsa İstanbul endeksi, menkul değerler ve ekonomik büyümenin faiz oranındaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine faiz oranındaki değişimlerin yaklaşık %54'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %56'lık kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin para arzı (%18,26), borsa İstanbul endeksi (%6,36), menkul değerler (%13,19), yatırımlar (%4,50), ekonomik büyüme (%8,81) olduğu görölmektedir.

**Tablo 27. BIST'in (BIST) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BIST	MBTMD	YAT	GSYH
1	0.110048	8.655883	27.10085	64.24327	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.163747	4.305693	34.61947	55.78774	0.109184	1.219981	3.957929
3	0.191561	5.775499	37.63070	50.74840	0.084322	0.956174	4.804904
4	0.237434	10.55673	42.79459	38.49821	2.254300	2.709582	3.186580
5	0.251942	14.11744	42.86005	34.84556	2.580178	2.504884	3.091888
6	0.256890	14.90770	41.44305	33.67413	3.284986	3.475128	3.215009
7	0.266658	14.03667	42.36516	33.22723	3.596067	3.656521	3.118355
8	0.275863	13.11781	44.56989	31.90393	3.685646	3.807105	2.915615

Tablo 27, varlık fiyatları kanalı VAR modelinde yer alan borsa İstanbul endeksi (Bist) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde borsa İstanbul endeksindeki değişimlerin %64'ü kendisindeki değişimler tarafından, %8,65'i para arzı tarafından, %27,10'u ise faiz oranı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, mevduat bankaları menkul değerleri, para arzı, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin borsa İstanbul endeksindeki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde borsa İstanbul endeksindeki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, para arzı, menkul değerler ve ekonomik büyümenin borsa İstanbul endeksindeki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine borsa İstanbul endeksindeki değişimlerin yaklaşık %31'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %69'luk kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%44,56), para arzı (%13,11), menkul değerler (%3,68), yatırımlar (%3,80), ekonomik büyüme (%2,91) olduğu görülmektedir.

**Tablo 28. Mevduat Bankaları Toplam Menkul Değerler (MBTMD) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BIST	MBTMD	YAT	GSYH
1	0.036358	39.62398	4.75E-07	5.173704	55.20231	0.000000	0.000000
2	0.040998	31.65515	8.897279	4.153264	48.62125	1.341281	5.331782
3	0.045221	26.02774	15.39974	4.114129	41.16579	6.025295	7.267308
4	0.049504	23.02547	19.78287	7.471735	38.03682	5.074281	6.608817
5	0.050319	22.56033	19.23354	8.508809	38.07840	4.916818	6.702099
6	0.052393	21.42116	18.61865	10.01642	35.66466	4.681342	9.597771
7	0.054507	24.07233	17.20247	10.08915	33.64385	5.490527	9.501675
8	0.055869	24.06013	16.50952	10.50615	32.92995	5.632712	10.36154

Tablo 28, varlık fiyatları kanalı VAR modelinde yer alan menkul değerler (MBTMD) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde menkul değerlerdeki değişimlerin %55'i kendisindeki değişimler tarafından, %39,62'si para arzı tarafından, %4,75'i faiz oranı tarafından, %5,17'si borsa İstanbul endeksi tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, borsa İstanbul endeksi, yatırımlar ve ekonomik büyümedeki değişimlerin menkul değerlerdeki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde menkul değerlerdeki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, Borsa İstanbul Endeksi ve ekonomik büyümenin menkul değerlerdeki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine menkul değerlerdeki değişimlerin yaklaşık %32'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %68'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%16,50), para arzı (%24,06) borsa İstanbul endeksi (%10,26), yatırımlar (%5,63) ve ekonomik büyüme (%10,36) olduğu görülmektedir.

**Tablo 29. Yatırımlar (YAT) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BIST	MBTMD	YAT	GSYH
1	0.076950	4.881292	2.585313	9.962701	15.15444	67.41625	0.000000
2	0.091218	15.03886	4.511590	15.27627	12.30463	51.94210	0.926550
3	0.097341	18.91229	4.074849	14.13002	15.23465	45.99414	1.654047
4	0.116588	21.82830	18.00410	12.16479	10.94805	34.08946	2.965306
5	0.119782	20.72505	20.88316	12.85128	10.41567	32.30517	2.819679
6	0.124174	19.32450	21.22974	14.81900	9.759464	31.86260	3.004684
7	0.132963	16.85779	23.75047	17.35648	10.57382	28.69335	2.768082
8	0.134163	16.83337	24.52317	17.18924	10.54759	28.18349	2.723142

Tablo 29, varlık fiyatları kanalı VAR modelinde yer alan yatırımlar (YAT) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde yatırımlardaki değişimlerin %67'si kendisindeki değişimler tarafından, %4,88'i para arzı tarafından, %2,58'i faiz oranı tarafından, %9,96'sı borsa İstanbul endeksi tarafından, %15,15'i ise menkul değerler tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, para arzı, mevduat bankaları menkul değerleri, borsa İstanbul endeksi ve ekonomik büyümedeki değişimlerin yatırımlardaki değişimleri açıkladığı görülmektedir. İzleyen dönemlerde yatırımlardaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, para arzı, borsa İstanbul endeksi, menkul değerler ve ekonomik büyümenin yatırımlardaki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğinde yatırımlardaki değişimlerin yaklaşık %28'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %72'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%24,52), borsa İstanbul endeksi (%17,18), menkul değerler (%10,54), para arzı (%16,83), ekonomik büyüme (%2,72) olduğu görülmektedir.

**Tablo 30. Ekonomik Büyüme (GSYH) Varyans Ayrıştırması**

Period	S.E.	M2	AORFO	BIST	MBTMD	YAT	GSYH
1	0.026652	0.760752	18.91843	1.647010	0.051906	42.99857	35.62333
2	0.032104	5.915665	24.97945	4.769022	0.243672	31.18769	32.90450
3	0.033455	5.696157	25.02707	6.117113	2.771526	30.06306	30.32507
4	0.036887	16.14280	23.34498	8.390955	2.428250	24.73109	24.96193
5	0.039468	14.51467	29.93491	9.157528	2.121856	21.90348	22.36756
6	0.040480	13.80819	30.71472	10.92864	2.018894	20.91956	21.61000
7	0.041401	13.22723	29.70726	11.39464	2.758321	22.24332	20.66923
8	0.041887	13.04824	29.83523	11.58147	2.739905	22.46716	20.32799

Tablo 30, varlık fiyatları kanalı VAR modelinde yer alan ekonomik büyüme (GSYH) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde, 1. dönemde ekonomik büyümedeki değişimlerin %35'i kendisindeki değişimler tarafından, %18,91'i faiz oranı tarafından, %1,64'ü borsa İstanbul endeksi tarafından ve %43'ü ise yatırımlar değişkeni tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemden itibaren faiz oranı, mevduat bankaları menkul değerleri, borsa İstanbul endeksi ve para arzının ekonomik büyümedeki değişimleri açıkladığı görülmektedir.

İzleyen dönemlerde ekonomik büyümedeki değişimlerin kendisi tarafından açıklanan kısmı azalırken, faiz oranı, borsa İstanbul endeksi, menkul değerler ve para arzının ekonomik büyümedeki değişimleri açıklama yüzdesi artmıştır. 8. döneme gelindiğine ekonomik büyümedeki değişimlerin yaklaşık %20'lik kısmı kendisi tarafından açıklanırken geriye kalan %80'lik kısım içerisinde açıklayıcılık düzeyi en yüksek olan diğer değişkenlerin faiz oranı (%29,83), borsa İstanbul endeksi (%11,58), menkul değerler (%2,73), yatırımlar (%22,46), para arzı (%13,04) olduğu görülmektedir.





## SONUÇ

Para arzı ile reel ekonomi arasındaki ilişkilere iktisadi doktrinlerin farklı bakış açıları olmakla birlikte temelde iki ayrı görüş hâkimdir. Bunlardan birisi Klasik İktisat görüşü iken bir diğeri Keynesyen İktisat görüşüdür. Klasikler paranın “Klasik Diktatöri İlkesi” gereğince yansız olduğunu ve parasal hadiselerin reel ekonomik aktiviteler üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını savunmaktadırlar. Klasiklere göre para bir örtüdür. Klasik iktisadın bu görüşü uzun yıllar hâkim görüş olarak kendisini benimsetmiş olsa da klasik geleneğin içerisinden çıkan Parasalcı İktisat akımı paranın kısa dönemde reel ekonomik hadiseler üzerinde etkisi olabileceğini savunmuştur. Milton Friedman ve ona bağlı Monetarist İktisatçılar klasik geleneğe bağlı kalarak yeni bir parasal akım geliştirmişler ve para politikasına yeni bir soluk vermişlerdir. Klasik görüşün birçok önermesini reddeden ve 1929 Büyük Ekonomik Buhran sonrasında görüşleri benimsenmeye başlayan ikinci hâkim görüş ise Keynesyen İktisattır. Keynes’e göre para yansız değildir ve para politikaları aktif olarak reel ekonomiyi düzenlemek amacı ile kullanılabilirler. İktisat dünyasına getirilen bu yeni soluk daha sonraki yıllarda da gerek aktarım mekanizmaları gerekse diğer iktisat konularında kendisini geliştirerek Post Keynesyen ve Yeni Keynesyen olmak üzere yeni iktisat okulu geliştirilmiştir.

Ekonomide hâkim bir iktisat politikası üretmenin en önemli koşullarından birisi para politikasının reel ekonomiye aktarımının nasıl olduğunu bilmektir. Bu nedenle bu çalışmanın da konusunu oluşturan parasal aktarım mekanizmaları ve aktarım mekanizmalarının işleyiş süreçleri iktisat literatürü tarafından önemsenen ve sürekli araştırılan konuların başında gelmektedir.

Ekonomilerin birbirilerinden farklı özelliklere sahip olmaları makro ekonomik değişkenlerinde birbirilerinden farklı şekillerde etkilenmelerine neden olmaktadır. Bu farklılıkları açıklamak amacı ile ekonomide hangi aktarım mekanizmasının diğerlerine göre daha etkin çalıştığını araştırmak doğru sonuçlara ulaşabilmek adına önemli bir süreci ifade etmektedir. Para politikaları ile ekonominin reel kesimi arasındaki bağı açıklayan başlıca aktarım kanalları; faiz kanalı, kredi kanalı, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalıdır. Bu kanallar daha sonra genişletilerek firma

bilanço kanalı, beklentiler kanalı gibi yeni aktarım kanalları da literatüre dahil edilmiş olsa da çalışmamızın kapsamı içerisine dahil edilmemiştir.

Parasal aktarım kanallarının bu denli yoğun bir çalışma sahası olmasının nedeni ise ekonomide sıkça kullanılan ve etkileri diğer politikalara göre daha kısa sürede izlenebilen para politikalarının etkinliğini artırmaktır. Nihayetinde çalışmanın başında da açıklandığı gibi iktisat politikalarının en temel amacı refahı artırmaya yönelik tedbirler olduğundan konu özelinde aktarım mekanizmaları da bu amaca hizmet etmekte kullanılmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye’de parasal şokların reel değerlere olan etkilerini incelemek amacı ile dört ayrı parasal aktarım kanalının işleyişi VAR modelleri ile tahmin edilmiştir. Çalışmanın ekonometrik analizlerinde 2006-2018 dönemine ait çeyreklik veriler kullanılmış ve eşbütünleşme, VAR etki-tepki ve varyans ayrıştırması analizleri ile makroekonomik olgular arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Parasal aktarım kanallarının çalışıp çalışmadığının belirlenmesi amacı ile dönem seçiminde Türkiye’de TCMB’nin politika bağımsızlığının sağlandığı, para ve maliye politikalarının uyumunun arttığı, mali disiplinin ivme kazandığı ve mali baskınlığın azaldığı yakın dönem dikkate alınmıştır.

Ampirik analizlerin sonuçlarına göre parasal aktarım kanalı içerisinde yer alan makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olduğu ve incelenen dönemde dört parasal aktarım kanalının da Türkiye’de çalıştığı belirlenmiştir. Klasik geleneğin aksine bu çalışmanın sonuçları “parasal olguların ile reel olgular üzerinde etkili olduğu” iddiasındaki Keynesyen teoriyi desteklediği ifade edilebilir. Bu bulgu gerek başka ülkeler üzerinde (Bernanke ve Blinder, 1992; Ahn, 1994; Peersman ve Smets, 2001; aksi bulgu: Yue ve Zhou, 2007) gerekse de Türkiye üzerine yapılan daha önceki pek çok çalışmanın (Örnek, 2009; Akbaş vd, 2013; Gündüz, 2001; Arabacı ve Baştürk, 2009; Cambazoğlu ve Kayaalp, 2012;) sonuçlarıyla örtüşmektedir.

Çalışma dönemi içerisinde mali baskınlığın düşük olması nedeni ile finansal piyasalarda istikrar artmış ve ülke ekonomisi üzerindeki finansal kurumların etkinliği artmıştır. Yapılan çalışmada döviz kuru baskısının azaldığı ve faizlerin çok yüksek

olmadığı dönemlerde para arzından reel ekonomiye olan aktarımın daha sağlıklı olduğu izlenmiştir. Literatür incelendiğinde aktarım kanallarından geleneksel aktarım kanalı olarak da bilinen faiz kanalının diğer birçok çalışmada (Arabacı ve Baştürk, 2009; Örnek, 2009; Akbaş vd, 2013;) olduğu gibi bu çalışmada da aktif olarak çalışması para politikasının en temel enstrümanlarından biri olduğunu kanıtlamaktadır.

Kredi kanalının literatürde yapılmış daha önceki çalışmaların (Gündüz, 2001; Erdoğan ve Beşballı, 2009; aksi bulgu: Demiralp, 2007) bulguları aksine etkin çalışıyor olması bankacılık sektöründe son dönemde yaşanan olumlu gelişmelere işaret ettiği söylenebilir. Özellikle 2000’li yıllardan sonra yaşanan yapısal değişimlerin finans piyasalarını derinleştirdiği ve finansal hizmetlerin çeşitlendiği bilinmektedir. Bu durum kredi aktarım kanalının daha sağlıklı çalışmasını sağlayan unsurlar arasında bulunmaktadır.

Çalışmada döviz kuru kanalının literatürde yapılmış daha önceki çalışmaların (Örnek, 2009; Yıldırım ve Erdoğan, 2008; Cambazoğlu ve Kayaalp, 2012; Akbaş vd, 2013) bulgularından farklı olarak Türkiye’de döviz kuru kanalının incelenen dönemde diğer parasal aktarımda kanallarına göre daha zayıf çalıştığı yönünde bir sonuca da ulaşılmıştır. Bu durumun incelenen dönemde özellikle döviz kuru baskısının yüksek olmasından kaynaklı olduğu düşünülebilir. Ayrıca kurdaki dalgalanmaları faiz yolu dengelemeye çalışma gayreti faiz oranının etkinliğini azaltabileceğinden daha güvenilir bir kur-faiz dengesi sağlanmalıdır.

Aktarım mekanizmalarının etkinliğinin artırılması amacı ile bağımsız para politikaları geliştirilmelidir. Özellikle zaman zaman kur ve enflasyon baskısı altında kalan ülkemiz ekonomisi için istikrarlı faiz politikaları oldukça önemlidir. Bu bağlamda merkez bankasının politika araçları çeşitlendirilmeli ve bankacılık sektörü kredi hacimlerinin olası menfi durumlarda ekonomiye aktarımını hızlandıracak enstrümanlar da üretilmelidir. Faizin döviz kurunu dengelemede tercih edilen temel değişken olması ekonomi içerisindeki riskleri artırmakta bu da ekonomideki spekülasyon eğilimleri artırarak para arzının politika etkisini zayıflatmaktadır. Bu çalışmanın en önemli kısıtı incelenen dönemde beklentiler kanalının inceleme dışı

tutulmasıdır. Özellikle resesyona ve enflasyona gibi makroekonomik istikrarsızlıklarla mücadele için uygun politika seçiminde beklentilerin yönetimi de önemlidir. İktisadi ajanların, merkez bankasının para politikası hamlelerinden asgari ölçüde olumsuz etkilenmesi ve daha sağlıklı iktisadi kararlar alabilmeleri için merkez bankasının politika kararlarını kolaylıkla izleyebilmelidirler. Para politikalarının güvenilirliği, merkez bankasının şeffaflığı ve politika sorumluluğunun yüksek olması aktarım mekanizmalarının daha sağlıklı işlemesi için destekleyici önlemlerdir.

Bu çalışmanın diğer bir kısmı da iktisat politikalarından maliye politikalarının para politikaları ile uyumunun parasal aktarım kanallarının etkin çalışmasında olası etkilerini ihmal etmesidir. Para ve maliye politikaları arasındaki uyum ve mali baskınlığın azaltılması bir yandan merkez bankasının bağımsız politika yürütmesi açısından önemli iken öte yandan parasal aktarım kanallarının daha işlevsel çalışması açısından göz ardı edilmemesi gereken bir politika tercihidir. İzleyen çalışmalarda bu çalışmanın analizlerine dahil edilmeyen beklentiler ve diğer parasal aktarım kanallarıyla para ve maliye politikası arasındaki uyum dikkate alınarak konunun kapsamı genişletilebilir.

## KAYNAKÇA

- ACET, Hakan; Para Politikası Stratejisi Olarak Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Teori Politika ve Türkiye Üzerine bir Değerlendirme, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, Konya 2008
- ADIGÜZEL, Uğur; Para Politikasının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkilerinin Var Yöntemiyle Ölçülmesi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, Kayseri 2012
- AHN, Byung Chan; “Monetary Policy and the Determination of the Interest Rate and Exchange Rate in a Small Open Economy with Increasing Capital Mobility”, Federal Reserve Bank of St. Louis, 94 (24), 1-27, 1994
- AKBAŞ, Hafize; Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Ankara 2007
- AKÇAY, Nesrin; Türkiye’de Para Politikalarının Etkinliği, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul 2009
- AKEL, Veli, GAZEL, Sümeyra; Döviz Kurları ile BİST Sanayi Endeksi Arasındaki Eş Bütünleşme İlişisi: Bir ARDL Sınır Testi Yaklaşımı, Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı:44 Yıl:2014, Kayseri
- AKLAN, Nejla Adanur, NARGELEÇEKENLER, Mehmet; Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Yıl:2008, No:39
- AKTAR, Okşan; İktisadın Evrimsel Gelişiminde Parasal Yaklaşımlar ve Ekonometrik Bir Analiz, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul 2010
- AKTAŞ, Murat; Türkiye’de 1980 Sonrası Para Politikası Uygulamalarının İşsizlik Üzerine Etkileri, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Muğla 2014

- ALKAN, Ufuk; Finans Sektöründen Reel Sektöre Parasal Aktarım Mekanizması: Bankacılık Sektörü Açısından Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul 2014
- ARSLANER, Ferhat; Türkiye’de Para Politikası Stratejisinin Seçimi ve Döviz Kuru Geçişkenliği Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Konya 2009
- ARABACI, Özer, BAŞTÜRK, Meryem Filiz; Faiz Oranı Kanalının 2001-2008 Döneminde Etkinliğinin Değerlendirilmesi, Anadolu Üniversitesi sosyal Bilimler Dergisi, Yıl:2009, Cilt:13, Sayı:2, Eskişehir
- AZİZİOV, Mais; Monetarist Para Politikası Yaklaşımı ve Azerbaycan Merkez Bankasının İzlediği Para Politikası, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul 2007
- BAKAN, Sumru, AKÇACI, Taner; Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye İçin Beklentiler Kanalının Geçerliliği, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:44, Yıl:2015, Kütahya
- BALMUMCU, Özgür; Kriz Koşullarında; Para Politikası Uygulamalarının Türkiye’de 2001 Ve 2008 Deneyimleri Açısından Karşılaştırmalı Analizi, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, Muğla 2013
- BARIŞIK, Salih; Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde Mali Baskınlığın Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi (1989-2007 Dönemi Ekonometrik Analiz), Türk Dünyası Dergisi, Sayı:2, Yıl:2010
- BARIŞIK, Salih, KESİKOĞLU, Ferdi; Türkiye’de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayrıştırması), Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 2004 Ankara

- BERNANKE, Ben S. and BLINDER Alan S. ; “The Federal Funds Rate and The Channels of Monetary Policy”, American Economic Review, ABD 1992
- BİCİL, İbrahim Murat; Parasal Aktarma Mekanizmalarında Kredi Kanalı: Türkiye Örneği Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Antalya 2009
- BİÇİCİ, Kevser; “Para Politikası Şoklarının Hasıla ve Fiyat Düzeyi Üzerindeki Etkileri: Orta Asya ve Balkan Ülkeleri Örneği”, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık Ve Finans Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2015 Ankara
- BİRĞÜL, Cambazoğlu; Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı: Kuram ve Türkiye Örneği Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Aydın 2010
- BİRİNCİ, Yüksel; Enflasyon, Para Politikası ve Stratejileri, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Dergisi, Cilt No:47, İstanbul 1998
- BOCUTOĞLU, Ersan; Makro Ekonomi, Murathan Yayınevi, Trabzon 2011
- BOCUTOĞLU, Ersan; Karşılaştırmalı Makro İktisat Teoriler Ve Politikalar, Ekin Yayınevi, Bursa 2013
- BÖLÜKBAŞ, Mehtap Tarhan, BÖLÜKBAŞ, Mehmet, TOPAL, Mehmet Hanefi; Kamu Borç Yükündeki Artışlar Ekonomik Büyüme Azaltır mı? Pııgs Ülkeleri ve Türkiye İçin Karşılaştırmalı Bir Analiz, Institutions Development Economic Growth, Sayı:1 Ekim 2018 İstanbul
- BÜYÜKAKIN, Figen, BOZKURT, Hilal, CENGİZ, Vedat; Türkiye’de Parasal Aktarımın Faiz Kanalı Granger Nedensellik ve Toda-Yamamoto Yöntemleri ile Analizi, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı:33, Kayseri 2009
- CAMBAZOĞLU, Birgül, KARAALP, Hacer Simay; Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı Türkiye Örneği, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Yıl:2012, Cilt:19, Sayı:2, Manisa

- CENGİZ, Vedat, DUMAN, Mehmet; Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme, Hacettepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 26(2)
- CENGİZ, Vedat; Keynesyen ve Monetarist Görüşte Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma, Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:22 Sayı:1
- CENGİZ, Vedat; Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular, Erciyes Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Yıl:2009, Sayı:33
- CENGİZ, Vedat; Teorik ve Ampirik Analizler Çerçevesinde Para Politikasının Etkinliği ve Aktarım Mekanizması, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Yıl:2006, Sayı 35
- CENGİZ, Vedat; Parasal Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Bir Analiz: Türkiye Örneği (1990-2006), Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, Kocaeli 2007
- CEYLAN, Erhan; Para Politikasının Amaçları Araçları ve 1980 Sonrasında Para Politikası Uygulamaları, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2010
- ÇAĞLAV, Ezgi Deniz; Para Politikası Araçlarının Etkinliği Çerçevesinde Türkiye’deki Para Politikası Uygulamaları, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2014
- ÇAKMAKLI, Selim; Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye Uygulaması, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Adana 2005
- ÇİÇEK, Macide; Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz, İktisat İşletme Finans Dergisi, Yıl:2005, Sayı:233
- DEMİR, Ferdi; Döviz Kuru Sistemleri ve Ülkemizde Çıpa Uygulamaları, TMSF Çatı Dergisi, Sayı 21, Yıl 2009



- DEMİRALP, Selva; Parasal Aktarım Mekanizmasında Paranın Yeri: Türkiye İçin Bir Analiz, TÜSİAD- Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Çalışma Raporları Serisi, Cilt:712, Sayfa:1-15, Yıl:2007
- DİLEK, Dileyici; “Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı”, Kamu Tercih ve Anayasal İktisat Dergisi, Sayı:2, Yıl:1, 2001
- DUYGULU, Aylin Abuk; Kurala Bağlı Para Politikası Kapsamında Parasal Hedefleme: Türkiye Örneği, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, İzmir 2004
- DÜLGER, Fikret, CİN, Mehmet Fatih; Türkiye’de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım ve Eşbütünleşme Yöntemiyle Sınama, ODTÜ Geliştirme Dergisi, Ankara 2002
- EĞİLMEZ, Mahfi; KUMCU Ercan; Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, Remzi Kitapevi 18. Basım, İstanbul 2013
- ERARSLAN, Cemil; Para Politikasının Etkinliğine İlişkin Tartışmalar Bağlamında Altertanif Stratejilerin Karşılaştırılması, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli 2003
- ERDAŞ, Hüseyin; Enflasyon ve Para Arzının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Analizi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2004 Edirne
- ERDEMİR, Cemil; Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, 2006 Ankara
- ERDOĞAN, Seyfettin; Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı:1, Yıl:2005
- ERDOĞAN, Seyfettin, YILDIRIM, Durmuş Çağrı; Türkiye’de Döviz Kuru Kanalınnın İşleyişi: Var Modeli ile Bir Analiz, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:39, 2008 İstanbul

- ERGEÇ, Etem Hakan, “Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Ekonomisinde Pozitif ve Negatif Şok Asimetrisi”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, 2007 Eskişehir
- EROĞLU, İlhan; Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi, Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Yıl:2007, Sayı:2, Sayfa:1-28
- GÖKLEMEZ, Burhan; Para Politikası Aktarım Mekanizması ve Türkiye’deki Etkinliği, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık Ve Finans Anabilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul 2011
- GÖKTAŞ Deniz; Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında Parasal Aktarım Mekanizması, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2010
- GÜNDÜZ, Lokman; Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı, İMKB Dergisi, Cilt:5, Sayı:18, Yıl: 2001
- GÜNEŞ, Hakan; Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi-Makro Performans İlişkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli 2008
- GÜR, Ekin Toksöz; Kredi Kanalı'nın Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara 2003
- GÜRSOY, Ahmet; Para Politikası Stratejilerinin Karşılaştırılması, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2013
- IŞIK, Sayım; Keynes Para Arzının Belirlenmesinde Bir Endojenist Miydi, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Yıl:2003, Sayı:44-46,
- IŞKIN, Gözde; Varlık Fiyatları Kanalı'nın İşleyişi: Türkiye Uygulaması, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2017

- İNAN, Emre Alpan; Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye, Bankacılar Dergisi, Sayı 39, 2001
- KADEMLİ, Sedat; “Para Politikalarının Reel Ekonomiye Etkisinde Aktarım Mekanizmalarının İşleyişi ve Türkiye İçin Test Edilmesi”, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2007 Mersin
- KARACA, Orhan; “Para Politikası Aktarım Mekanizması ve 2001 Krizi Sonrası Türkiye Uygulaması”, İstanbul Üniversitesi sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2010 İstanbul
- KARAKURT, Birol; AKDEMİR, Tekin; Kurallı Maliye Politikası: Türkiye’de Kurallı Maliye Politikası Örnekleri, Maliye Dergisi, Sayı:158, Yıl: 2010
- KASAPOĞLU, Özgür; Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara 2007
- KATI, Esra; “Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi ve Türkiye Örneği: Var Modeli Çerçevesinde Ampirik Bir Uygulama”, Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2014 Kırklareli
- KEYDER, Nur; ETUNGA, Evrim İmer; Para Teori Politika Uygulama, Seçkin Yayıncılık, 12. Baskı, Ankara 2012
- KILIÇOĞLU, Burak; Türkiye’de Uygulanan Para Politikaları Kapsamında Fedakârlık Oranının Tahmin Edilmesi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2015
- KOÇYİĞİT, Dilek; Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları Ve Likidite Yönetim Stratejileri, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara 2009
- MİSHKİN, S. Frederic; Para Teorisi-Politikası, (Çev. İ. Şıklar, A.Çakmak ve S. Yavuz), Pretince Hall:New York 2000

- OJAGHLOU, Mortaza; Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi: Ampirik Bir Analiz, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Trabzon 2014
- OKTAR, Suat; Merkez Bankalarının Bağımsızlığı, Bilim Teknik Yayınevi, 2. Baskı, İstanbul 2008
- ÖNDER, Timur; Para Politikası Amaçları, Araçları ve Türkiye Uygulaması, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara 2005
- ÖRNEK, İbrahim; Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi, Maliye Dergisi Sayı:156, 2009
- ÖZCAN, Ceyhun Can; “Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları: Türkiye Üzerine Bir Analiz”, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş 2010
- ÖZDEMİR, Neslihan Akın; Para Politikalarının Bankaların kredileri Üzerindeki Etkisi, Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Düzce 2015
- ÖZDEMİR, Ahmet Kerem; Parasal Aktarım Mekanizmasında Banka Kredi Kanalının Yeri: Türkiye Üzerine Bir İnceleme, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul 2012
- ÖZGEN, Ferhat Başkan, GÜLOĞLU, Bülent; "Türkiye’de iç Borçların iktisadi Etkilerinin VAR Tekniği ile Analizi," METU Studies In Development, Sayı:1, Sayfa: 93-114, Yıl:2004
- ÖZGÜR, Gökçer; Türkiye Ekonomisinde Para Arzının İçsel Süreci, Ekonomik Yaklaşım Dergisi Cilt:22 Sayı:78 Yıl:2011,
- ÖZTÜRK, Salih, SEZEN, Serhat; Türkiye’de Üçüz Açık ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki, Kafkas Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:9, Sayı:18, Yıl:2018, Kars
- ÖZTÜRK, Neslihan Başkaya; Türkiye’de Para Politikası Faiz İlişkisi ve Faiz Oranlarında Yaşanan Değişikliklerin Kurumsal Kredi Kullanımına Etkileri,

- Haliç Üniversitesi Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi,  
İstanbul 2012
- ÖZYURT, Hasan, Para Teorisi ve Politikası,  
PARASIZ, İlker; Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Yayınevi, Bursa 2009  
PARASIZ, İlker; Para Teorisi ve Politikası, Ezgi Yayın Evi Bursa 2007  
PAYA, Merih; “Para Teorisi ve Politikası”, Türkmen Kitapevi, 6.Baskı, 2013  
İstanbul
- PEERSMAN, Gert, SMETS, Frank; The Monetary Transmission Mechanism in The  
Euro Area: More Evidence From VAR Analysis, European Central Bank,  
Working Paper Series, 91, 1-30, 2001
- PESARAN, M. H., SHIN, Y. & SMITH, R. J; Bounds Testing Approaches to the  
Analysis of Level Relationships. Journal of Applied Econometrics, 16(3)  
Special Issue in Memory of John Denis Sargan, 1924-1996, Studies in  
Empirical Macroeconometrics, pp. 289-326, 2001.
- SAVAŞ, Vural Fuat; İktisadın Tarihi, Ankara Siyasal Yayınevi 5. Baskı 2007  
Ankara
- SEDENGEÇTİ, Süreyya; TCMB 2002 Yılı Fiyat İstikrarı Konuşması
- SEYİDOĞLU, Halil; “İktisat Biliminin Temelleri”, Güzem Can Yayınevi, 2. Baskı,  
İstanbul 2011
- SEZER, Bahadır Vefa; TCMB Politikalarının 2002-2012 Yılları Arasında  
İncelenmesi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim  
Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2013
- SEZGİN, Zafer; Kriz Sonrası Türkiye Ekonomisinde Mali Baskınlık, Trakya  
Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:17, Sayı:1 Yıl:2015 Edirne
- SİMS, Chistopher; Econometrica, Vol:48, No:1, PP:1-48, 1980

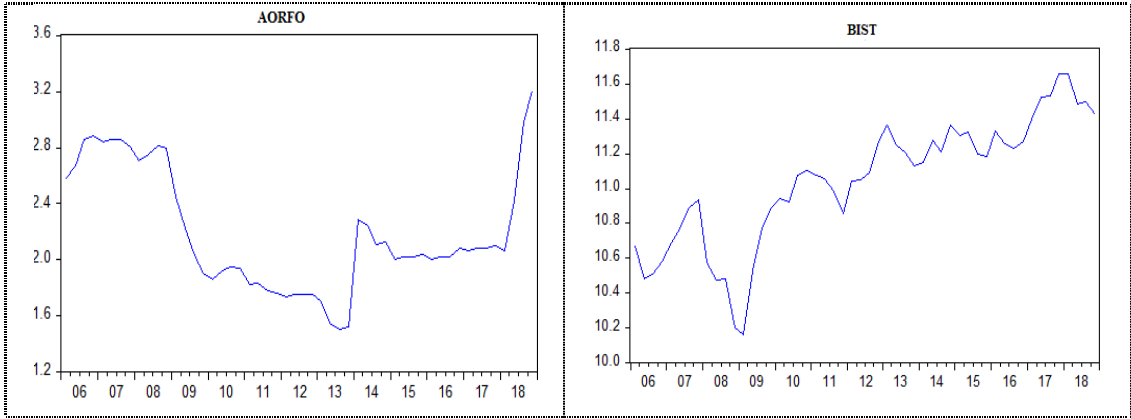
- ŞAHİN, Selen; Para Politikalarının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Konya 2011
- ŞAHİN, Baki Cem; Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi: Türkiye Uygulaması, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara 2011
- ŞIKLAR, İlyas; Para Teorisi ve Politikası, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları Eskişehir 2004
- TARI, Recep; Ekonometri, Avcı Ofset, İstanbul 2008
- TAŞ, Derya; Parasal Aktarım Mekanizması ve Var Analizi ile Türkiye Uygulaması, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006
- TAŞ, Derya, Örnek, İbrahim, Utlu, Selen; Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması, Çukurova Üniversitesi sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 21, Sayı 1, Sayfa 53-74, Adana 2012
- TELATAR, Erdinç; “Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin için?” İmaj Yayıncılık, Ankara 2002
- TOGAY, Selehattin; “Paranın ve Bankacılık Sektörünün Evrim Süreci”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Sayı:28, 1998
- TOKEL, Dilek; Para Politikası Faiz Oranları İlişkisi Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı doktora Tezi, İstanbul 2011
- TOPÇU, Fatih; Döviz Kuru Kanalı ile Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Örneği, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2008
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Parasal Aktarım Mekanizması, Ankara, 2013
- UTLU, Selen; “Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması”, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2010 Kahramanmaraş

- ÜNSAL, Erdal; Makro İktisat, İmaj Yayın Evi, Ankara 2009
- VARIÇLI, Emine; “Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Ekonomisi İçin Banka Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Bir İnceleme”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Temmuz, 2011 Eskişehir
- YALÇIN, Elif; Küresel Kriz Sonrasında Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Denizli 2018
- YAY, Gülsün Gürkan, Chicago Okulu Milton Friedman ve Monetarizm, Liberal Düşünce Dergisi 2011
- YILDIRIM, Kemal; Makro Ekonomi, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2013
- YILMAZ, Hayriye Deniz; Para Arzının Makro Ekonomik Faktörler Üzerindeki Etkisinin Analizi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Yüksek Lisans Programı Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2015
- YUE, Yi-ding ve ZHOU Shuang-hong; Empirical Analysis of the Monetary Policy Transmission Through Interest Rate Channel in China, China Business Review, 2007 China
- ZARAKOĞLU, Avni; “Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi”, Bankacılık Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2003 Ankara

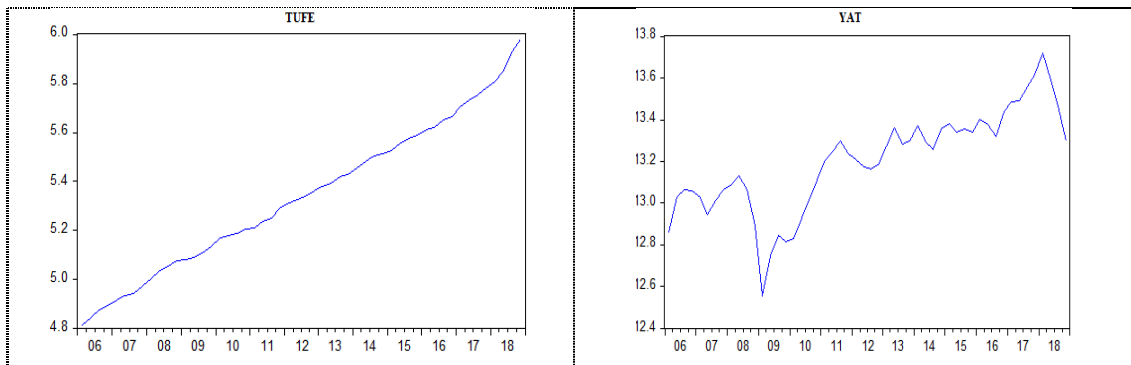
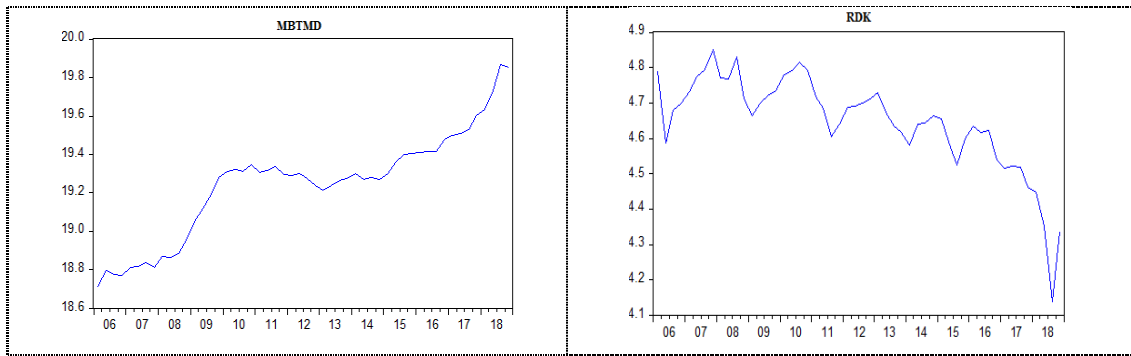
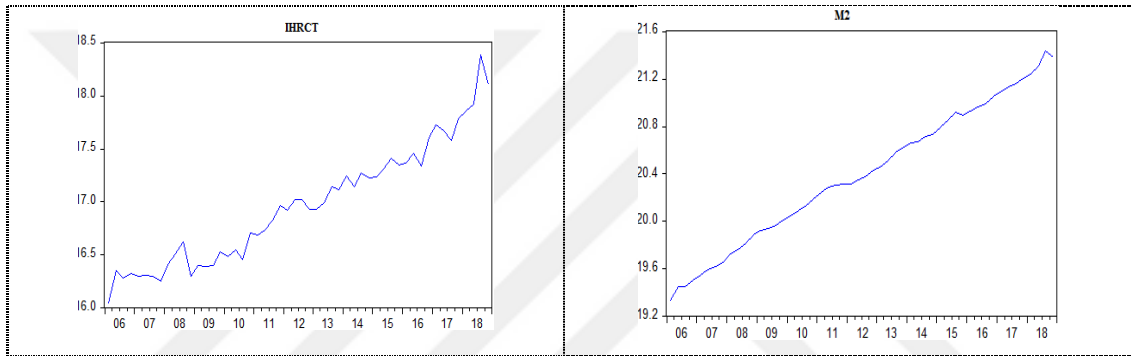
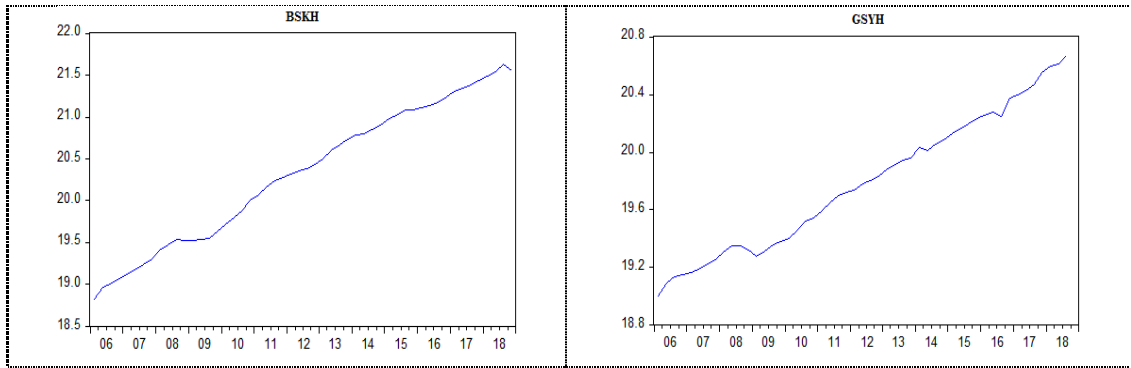
## EK:1 Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	AORFO	BIST	BSKH	GSYH	IHRCT	M2	MBTMD	RDK	TUFE	YAT
<b>Ortalama</b>	2.173	11.03	20.30	19.78	16.940	20.37	19.232	4.654	5.328	13.2
<b>Medyan</b>	2.065	11.08	20.36	19.77	16.925	20.34	19.28	4.674	5.324	13.23
<b>Maksimum</b>	2.986	11.66	21.63	20.66	18.38	21.43	19.87	4.851	5.931	13.72
<b>Minimum</b>	1.503	10.15	18.82	18.99	16.05	19.33	18.71	4.137	4.815	12.55
<b>Std. Sapma</b>	0.420	0.362	0.824	0.477	0.542	0.575	0.268	0.128	0.297	0.243
<b>Çarpıklık</b>	0.513	-0.515	-0.118	0.165	0.431	-0.032	-0.256	-1.503	0.103	-0.293
<b>Basıklık</b>	2.076	2.617	1.716	1.807	2.425	1.907	2.657	6.809	1.989	2.826
<b>Jarque-Bera</b>	4.052	2.571	3.620	3.255	2.282	2.544	0.807	50.06	2.262	0.796
<b>Olasılık</b>	0.131	0.276	0.163	0.196	0.319	0.280	0.667	0.000	0.322	0.671
<b>Toplam</b>	110.8	562.8	1035.4	1009.0	863.9	1039.1	980.8	237.3	271.7	673.2
<b>HKT</b>	8.856	6.586	33.98	11.41	14.73	16.53	3.594	0.821	4.439	2.963
<b>Gözlem</b>	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52

## EK:2 Mevsimsellikten Arındırılmış (Hareketli Ortalama) ve Doğal Logaritması Alınmış (Ln) Serilerin Frekans Dağılımı (2006Q1 – 2018Q4)





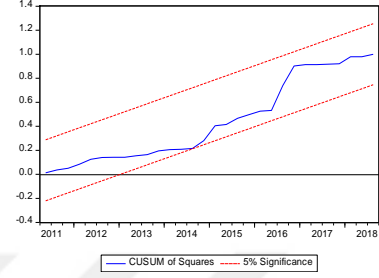
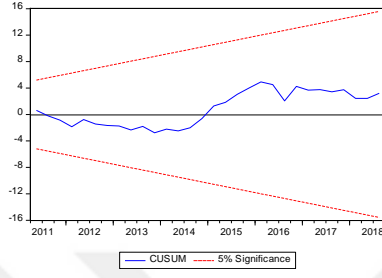


### Ek:3. CUSUM ve CUSUM-Kare Test Grafikleri

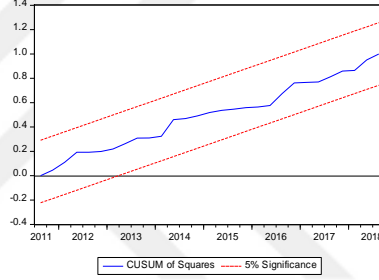
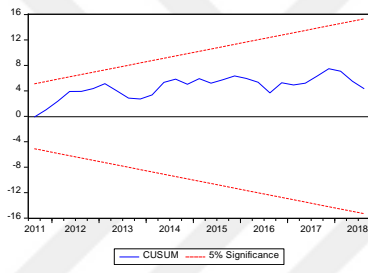
#### CUSUM

#### CUSUM-Kare

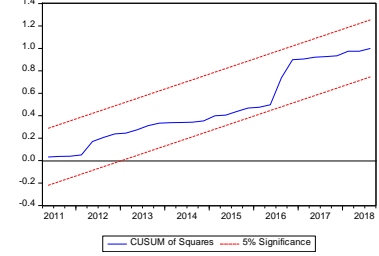
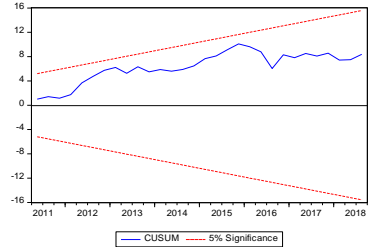
##### Faiz Kanalı



##### Döviz Kuru Kanalı



##### Banka Kredileri Kanalı



##### Varlık Fiyatları Kanalı

