

T.C.
İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ



PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE FAİZ ORANLARI
GEÇİŞKENLİĞİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Begüm KAYA SÖZTANACI

İşletme Ana Bilim Dalı
İşletme Yönetimi Programı

Şubat, 2022

T.C.
İSTANBUL AYDIN ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ



PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE FAİZ ORANLARI
GEÇİŞKENLİĞİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Begüm KAYA SÖZTANACI

(Y1812.040014)

İşletme Ana Bilim Dalı
İşletme Yönetimi Programı

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Mortaza OJAGHLOU

Şubat, 2022

ONAYFORMU



ONUR SÖZÜ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Parasal Aktarım Mekanizması Ve Faiz Oranları Geçişkenliği: Türkiye Örneği ” adlı çalışmanın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadar ki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve etik geleneklere aykırı düşecek bir davranışımın olmadığını, tezdeki bütün bilgileri akademik ve etik kurallar içinde elde ettiğimi, bu tez çalışmasıyla elde edilmeyen bütün bilgi ve yorumlara kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yaparak yararlanmış olduğumu belirtir ve onurumla beyan ederim. / / 2020

Begüm KAYA SÖZTANACI

ÖNSÖZ

Tez çalışmamda bana yol gösteren, bu süreçte yardım ve desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen değerli tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Mortaza OJAGHLOU'ya sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Bu günlere gelmeme vesile olan, çocukları olmaktan gurur duyduğum, atıldığım her işte başaracağıma inanan ve desteklerini hep hissettiğim sevgili annem Aynur GEGİN ve babam Hikmet KAYA'ya sonsuz sevgilerimi ve minnetlerimi sunarım.

Tanıdığım günden beri hayatıma anlam katan ve beni daima destekleyen , bana inanan ve umut olan değerli eşim Uzm. Dr. Umut Serkan SÖZTANACI' ya sonsuz sevgilerimi ve teşekkürlerimi sunarım.

Şubat. 2022

Begüm KAYA SÖZTANACI

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE FAİZ ORANLARI GEÇİŞKENLİĞİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

ÖZET

Finans piyasaları başta olmak üzere ülke ekonomisinin en önemli unsurları arasında para politikasından sorumlu olan merkez bankaları yer almaktadır. Merkez bankaları para arzı ve faiz oranları üzerinde yaptığı değişiklikler ile başta finansal piyasalar olmak üzere kredi hacmi, para arzı-para talebi, toplam çıktı (GSYİH) gelir, toplam tüketim, enflasyon ve özetle tüm ekonomiyi etkilemektedirler. Bu bağlamda para arzı veya faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin piyasa faiz oranları üzerinde nasıl geçişkenlik gösterdiği ve bu geçişkenliklerin makro ve mikro göstergeler üzerinde nasıl etki yarattığı önem arz etmektedir. Zira faiz oranları arasındaki geçişkenlik parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini gösteren en önemli faktörlerden birisidir.

Bu sebepten dolayı, ele alınan çalışmada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2002 Mart- 2021 Ocak tarihleri arasındaki veriler baz alınarak faiz oranlarında geçişkenlik derecesi ve etkinliğin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda banka faiz oranı (BR), kredi faiz oranı veya borç verme faiz oranı (LR), mevduat faiz oranı (DR), para politikası faiz oranı (MMR), hazine faiz oranı (TBR) ve devlet tahvili getiri oranı (GBY) olmak üzere altı piyasa faizi analize tabi tutulmuştur. Yine aynı amaçla ele alınan çalışma kapsamındaki literatür dikkate alınarak serilerin korelasyon analizi, serilerin eşbütünleşikliği ve Bayesian Vektör Otoregresyonu analizleri kullanılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre, faiz oranı arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu ve banka faizi ile para piyasası oranı, mevduat oranı (DR) ve borç verme oranı gibi faiz oranlarının arasında güçlü bir korelasyon mevcut bulunduğu ortaya konulmuş, banka oranı ile depozit oranı arasında tam geçişkenlik olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde para piyasası faizi ile banka faizi arasında aşırı geçişkenlik (over Pass-Through) ve Hazine bonusu faizi, mevduat faizi ve banka faizi arasında güçlü geçişkenlik olduğu

kanıtlanırken devlet tahvili getirisi ile banka faizi arasında herhangi bir geçişkenlik söz konusu olmamıştır.

Anahtar kelimeler: Faiz Oranı, Geçişkenlik, Parasal Aktarım Mekanizması, Para Politikası



INTEREST RATE PASS-THROUGH AND MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN TURKEY

ABSTRACT

Central banks are among the most important elements of a country's economy, especially financial markets. This is because central banks are responsible for monetary policy. Through changes in the money supply and interest rates, central banks primarily influence financial markets, credit volume, money demand, total output (GDP), income, total consumption, inflation, and the overall economy. The efficiency of monetary policy depends on the degree of interest rate pass-through. The pass-through of interest rates describes how changes in an official interest rate transmit to financial sector and bank lending rates.

In this context, we aim to investigate the degree of pass-through and the efficiency of interest rates based on the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) data between March 2002 and January 2021. For this purpose, we have used six interest rates: the bank interest rate (BR), the lending rate or credit rate (LR), the deposit rate (DR), the monetary policy rate (MMR), the treasury rate (TBR), and the government bond yield (GBY). First, we performed the analysis of the correlation of the series. Second, we examined the cointegration of the series and then used Bayesian vector autoregression to estimate the response of interest rates to the bank rate.

The results show that there is a long-run relationship among the interest rates and that there is a strong correlation between the bank interest rate and the third interest rates such as the money market rate, the deposit rate (DR) and the lending rate. There is a complete pass-through between the bank rate and the lending rate. There is an over pass-through between the money market rate and the bank rate, and there is strong pass-through between the Treasury bill rate, the deposit rate, and the bank rate. There is no pass-through between government bond yield and the bank rate.

Key Words: Interest Rate, Pass-Through, Monetary Transmission Mechanism, Monetary Policy



İÇİNDEKİLER

Sayfa

ONUR SÖZÜ	i
ÖNSÖZ.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGE LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
I. GİRİŞ	1
II. FAİZ ORANI GEÇİŞKENLİĞİ.....	3
III. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....	5
A. Parasal Aktarım Süreci	11
B. Parasal Aktarım Mekanizmasını Açıklayan Yaklaşımlar.....	11
1. Geleneksel Keynesyen Faiz Oranı Kanalı (IS-LM).....	12
2. Parasalcı Okulun Parasal Aktarım Mekanizması.....	17
3. Kredi yaklaşımı	20
4. Philips Eğrisi.....	21
C. Faiz Oranları ve Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler.....	22
1. Para Politikası Ve Resmi Müdahaleler	23
2. Finansal Sistemin Yapısı.....	24
3. Ekonomideki Fiyatlama Mekanizması	24
4. Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu	24

5. Sermaye Hareketleri.....	25
6. Finansman Kaynakları	25
7. Hanehalkı ve Firmaların Yapıları	25
IV. TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI	27
V. LİTERATÜR TARAMASI	30
VI. METEDOLOJİ VE BULGULAR	36
A. Korelasyon Analizi	40
B. Birim Kök Testi	42
C. Bayesian VARs ve Etki-Tepki Fonksiyonları	45
VII.SONUÇ.....	48
VIII. KAYNAKÇA.....	50
ÖZGEÇMİŞ.....	57

ÇİZELGE LİSTESİ

Sayfa

Çizelge 1.	Literatür Özeti	35
Çizelge 2.	de kullanılan altı zaman serisi ve veri kaynakları yer almaktadır:	36
Çizelge 3.	Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri:	40
Çizelge 4.	Korelasyon Matrisini (Serilerin Seviyesinde):	41
Çizelge 5.	Korelasyon Matrisi (Serilerin Birinci Farkı):	41
Çizelge 6.	Birim Kök Testi:	42
Çizelge 7.	Uzun Dönem Geçişkenlik Denge İlişkileri:	44
Çizelge 8.	kalıntılara dayalı (Residual-Based) Eşbütünleşik Testi	45
Çizelge 9.	Bayesian VAR Hiperparametreleri :	46
Çizelge 10.	Serilerin BR'ye Tepkisi	46

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.	Parasal Aktarım Aşamaları:.....	4
Şekil 2.	Para Politikası Kararlarının Ana Aktarım Kanalları:	5
Şekil 3.	Parasal Aktarım Mekanizması (Resesyon ve Enflasyona Yönelik Para Politikaları):	10
Şekil 4.	Parasal Aktarım Süreci:	11
Şekil 5.	Keynesyen parasal aktarım mekanizması:.....	15
Şekil 6.	Parasalcı yaklaşımında parasal aktarım mekanizması:.....	16
Şekil 7.	Keynesyen Para Politikasının işleyişi:.....	16
Şekil 8.	Para Politikasında Kara Kutu	19
Şekil 9.	Hedeflenen ve Gerçekleşmiş Enflasyon (TCMB, 2021):.....	29
Şekil 10.	Banka faiz oranı.....	37
Şekil 11.	Devlet Tahvili Getirisi	38
Şekil 12.	Mevduat Oranı.....	38
Şekil 13.	Borç verme oranı:	39
Şekil 14.	Para Piyasası Oranı:	39
Şekil 15.	Hazine Bonosu İhale Oranı:	40

I. GİRİŞ

Dünya genelinde finans piyasalarının en önemli unsurları arasında para politikasından sorumlu hükümet yetkilileri, merkez bankaları yer almaktadır. Merkez bankalarının eylemleri faiz oranlarını, kredi hacmini ve para arzını etkilemektedir ve bunların tümü yalnızca finansal piyasalar üzerinde değil, aynı zamanda toplam çıktı ve enflasyon üzerinde de doğrudan etkiye sahiptir. Merkez bankalarının finansal piyasalarda ve genel ekonomide oynadığı rolü anlamak için öncelikle bu kuruluşların nasıl çalıştığını, faiz oranlarının finansal sektörleri nasıl etkilediğini ve geçişkenliğini anlamamız gerekmektedir (Mishkin, 2004). Para politikasının toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkisi, politika faiz oranındaki değişikliklerin perakende faiz oranlarına ne ölçüde yansıtıldığına bağlıdır (Kwapil and Scharler 2010).

IMF (2021)'ye göre Merkez bankalarının en önemli rolü, fiyat istikrarını (istikrarlı ve düşük enflasyon) sağlamak ve ekonomik dalgalanmaları yönetmeye yardımcı olmak için para politikası yürütmektir. Merkez bankalarının faaliyet gösterdiği politika çerçeveleri, son on yılda büyük değişikliklere tabi tutulmuştur. 1980'lerin sonlarından bu yana enflasyon hedeflemesi para politikasının en önemli hedefi haline gelmiştir. Kanada, Euro bölgesi, Birleşik Krallık, Yeni Zelanda ve diğer ülkelerdeki merkez bankaları açık bir şekilde enflasyon ile mücadele veya fiyat istikrarlılığını en önemli hedefleri olarak beyan etmişlerdir. Birçok düşük gelirli ülke aynı zamanda dolaşımdaki para hacminin bir ölçüsü olan parasal büyüklüğü (monetary aggregate) hedeflemesinden, enflasyon hedeflemesi çerçevesine geçiş yapmaktadırlar.

Merkez bankaları, genellikle açık piyasa işlemleri yoluyla para arzını ayarlayarak para politikası yürütür. Örneğin, bir merkez bankası devlet tahvillerini "sat ve geri al" işlemleri ile devlet tahvillerini satarak ticari bankalardan para toplayarak para hacmini azaltabilir. Bu tür açık piyasa işlemlerinin amacı, daha uzun vadeli faiz oranlarını ve genel ekonomik faaliyeti etkileyen kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirmektir. Başta düşük gelirli ülkeler

olmak üzere birçok ülkede parasal aktarım mekanizması, gelişmiş ekonomilerdeki kadar etkin işleyişe sahip değildir. Parasal hedeflemeden enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, ülkeler merkez bankasının kısa vadeli faiz oranını hedeflemesini sağlayacak bir çerçeve geliştirmelidir (IMF,2015).

Para politikasının aktarım mekanizmasının işleyişini incelerken, parasal sokların etkisinin iki aşamaya bölünmektedir. İlk adım, para politikası aracındaki bir değişikliğin bazı ara göstergeler, örneğin banka faiz oranları üzerindeki etkisidir. İkinci aşama, ara göstergenin ekonominin finans dışı sektöründeki yatırım düzeyi, GSYİH, fiyatlar ve diğer göstergeler üzerindeki etkisidir. Ayrıca, para aktarım mekanizması kanallarının etkin çalışması için koşulların bir ön analizi gereklidir. Bu uygulamanın gelişmekte olan ekonomilere sahip ülkelerde para aktarım mekanizması çalışması için geçerli olduğu görülmektedir, ancak aşağıdaki özellikler dikkate alınmalıdır:

Birincisi, gelişmekte olan ekonomilere sahip ülkelerde, piyasa kurumlarının az gelişmiş olması, devletin ekonomik süreçlere oldukça fazla katılımı, ekonominin tekelleşmesi ve geçiş döneminin diğer özellikleri TBB'nin çalışmalarını önemli ölçüde etkilemektedir. Bu sorunu çözmek için, mümkünse, devletin önemli bir varlığı olan ve olmayan ekonomi sektörlerindeki sektörleri ayırmak tavsiye edilir. Bundan sonra, parasal dürtülerin bu tür kümeler üzerindeki etkisi ayrı ayrı incelenebilir ve daha objektif tahminler alınabilir.

İkincisi, ekonomik süreçleri modelleme görevi, gelişmekte olan ekonomilerdeki istatistiksel verilerin kalitesi nedeniyle önemli ölçüde karmaşıktır. Ayrıca kısa zaman serileri yeterince yüksek doğrulukta tahmin yapılmasına izin vermemektedir. Bu sorunu çözmek için, mümkün olduğunda, çeşitli araştırmalardan, izlemelerden ve anketlerden elde edilen alternatif verilerin kullanılması gerekmektedir.

Üçüncüsü, uzman tahminlerine göre, gelişmekte olan ekonomiler, neredeyse tüm gerçek makroekonomik göstergeleri etkileyen, ekonominin oldukça büyük bir gölge sektörüne sahiptir. Para aktarım mekanizmasının çalışmalarını analiz ederken gölge sektörünün varlığını hesaba katmak son derece zordur.

II. FAİZ ORANI GEÇİŞKENLİĞİ

Faiz oranı geçişkenliği, referans oranındaki (para politikası, para piyasası veya hazine bonoları) değişikliklerin banka borç verme oranlarına nasıl aktarıldığını açıklar. Faiz oranı geçişkenliği, önemli bir ekonomik olgudur. Eksik bilgi, rekabet ve diğer faktörlerin sürtüşmeler nedeniyle, para politikası oranından çeşitli borç verme oranlarına geçiş, uygulamada tipik olarak eksiktir. Daha geniş ekonomik ortam ve çeşitli makro-finance faktörler, farklı ülke bağlamlarında önemli bir rol oynayabilir (Gregora, Melecky, ve Melecky 2019).

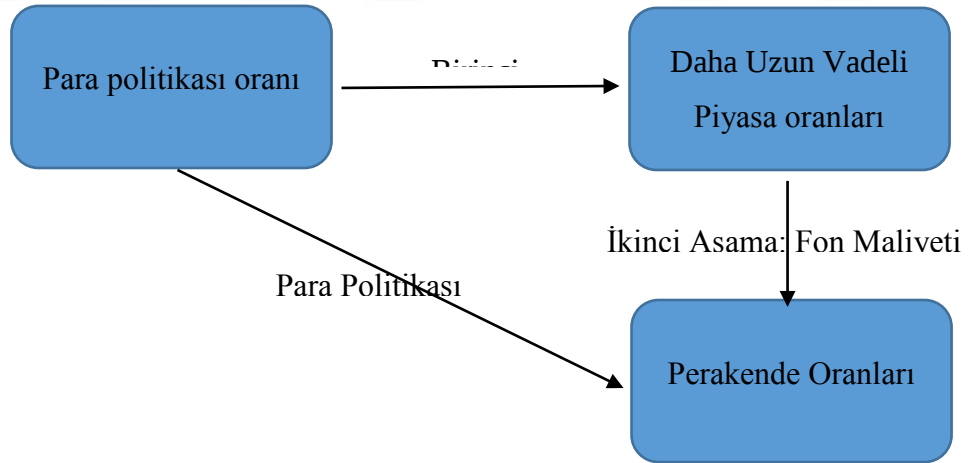
Faiz oranı para politikasında hayati bir faktördür ve yatırım, enflasyon ve işsizlik gibi değişkenlerle uğraşırken dikkate alınır. Ülkelerin merkez bankaları genellikle ülke ekonomisine yatırım ve tüketimi artırmak istediklerinde faiz oranlarını düşürme eğilimindedir. Bununla birlikte, makroekonomi politikası olarak düşük bir faiz oranı riskli olabilir ve büyük miktarda yatırımın emlak piyasasına ve borsaya döküldüğü bir ekonomik balonun yaratılmasına yol açabilir. Gelişmiş ekonomilerde, enflasyonu ekonomik faaliyetlerin sağlığı için bir hedef aralıkta tutmak veya ekonomik ivmeyi korumak için faiz oranını ekonomik büyüme ile eş zamanlı olarak sınırlamak için faiz ayarlamaları yapılır. (Sepehri, 2004:192)

Geleneksel IS-LM modelinde özetlenen faiz oranı kanalı, iki farklı aşamaya ayrılabilir: (a) kısa vadeli nominal faiz oranlarından uzun vadeli reel faiz oranlarına aktarım ve (b) toplam talep ve üretimin reel faiz oranı gelişmelerinden etkilenme kanalı. Herhangi bir para politika etkinliği, kilit para politikası oranındaki değişikliklerin, ilk olarak, ne kadar süre ve ikinci olarak, banka mevduat ve borç verme oranlarının bu tür bir politikadan nasıl etkilendiğini dikkate alarak ölçülür (Egert and MacDonald 2006).

Kısa ve uzun vadeli (piyasa) nominal faiz oranları arasındaki bağlantı, faiz oranlarının vade yapısı ile sağlanır. Ancak en önemlisi, beklenti varsayımının getiri eğrisinin şeklinin merkezinde yer aldığı yaygın bir görüştür. Bu pozisyona göre uzun vadeli faiz oranları, gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarının

ortalaması olarak elde edilir. Dolayısıyla, örneğin bir faiz artırımının enflasyonu frenleyecek kadar yüksek olup olmayacağına ilişkin beklentiler, getiri eğrisine hakim olacaktır. Bu genellikle varlık fiyatı ve döviz kuru kanallarında da önemli bir rol oynayan beklenti kanalı olarak adlandırılır (Egert and MacDonald 2006).

(Egert and MacDonald 2006) göre faizler arası geçişkenlik aşağıdaki şekilde gerçekleşmektedir. Faiz oranları arasındaki geçişkenlik ilk aşamada para politikası faiz oranları ile uzun vadeli piyasa faiz oranları arasında gerçekleşmektedir. Bu etkileşim dolaylı olarak para politikası yaklaşımı tarafından desteklenmektedir. Bu etkileşimin yapısı ve etkisi önemli ölçüde gelecekteki enflasyonla ilgili beklentilerin nasıl oluştuğuna ve para politikasının enflasyona tepkisine bağlıdır. Sonuç olarak, etkileşimin yapısı zaman içinde değişebilir ve ülkeler arasında farklılık gösterebilir. Belirli bir ülke için, vade yapısındaki değişiklikler, enflasyon beklentilerindeki değişiklikleri veya enflasyondaki düşüşün seyrini gösterebilir. Ülkeler arasında, dönem yapısındaki farklılıklar, para politikasının güvenilirliği veya enflasyonla mücadeleye verilen ağırlıklar/tercihler (enflasyon ve çıktı istikrarı arasındaki ödünleşim) konusundaki heterojenlikten kaynaklanabilir.



Şekil 1. Parasal Aktarım Aşamaları:

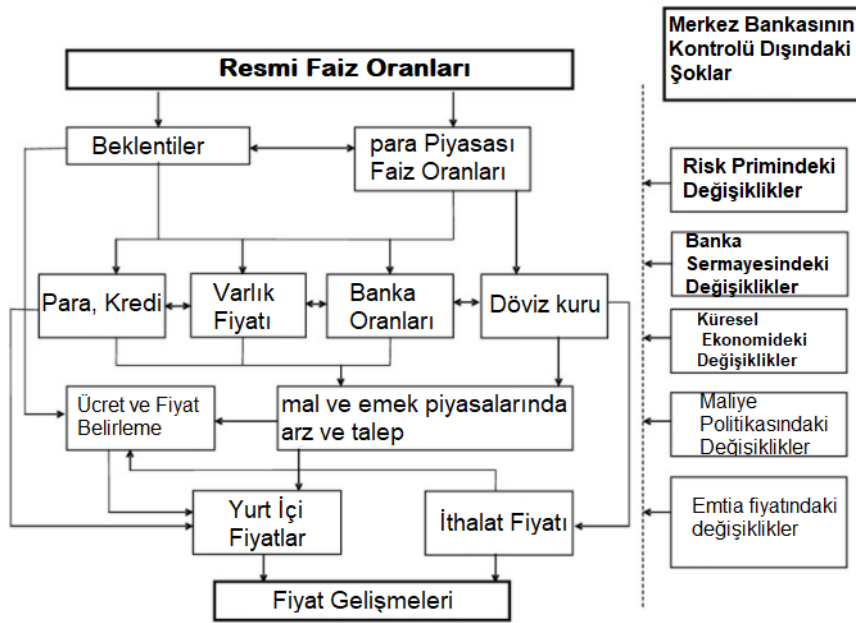
Kaynak: (Egert and MacDonald 2006)

III. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Parasal aktarım mekanizması, nominal para arzında veya kısa vadeli nominal faiz oranında politika kaynaklı değişikliklerin toplam çıktı (GDP) ve istihdam oranı gibi gerçek değişkenleri nasıl etkilediğini açıklar. Parasal aktarımın belirli kanalları, para politikasının faiz oranları, döviz kurları, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatları, banka kredileri ve şirket bilançoları üzerindeki etkileri aracılığıyla işler (Ireland 2016).

Avrupa Merkez Bankasına (2022) göre Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarının genel olarak ekonomiyi ve özel olarak fiyat düzeyini etkilediği süreçtir. Aktarım mekanizması, uzun, değişken ve belirsiz zaman gecikmelerine duyarlı olarak karakterize edilir. Bu nedenle, para politikasının ekonomi ve fiyat düzeyi üzerindeki kesin etkisini tahmin etmek zordur.

Aşağıdaki grafik, para politikası kararlarının ana aktarım kanallarının şematik bir gösterimini sunmaktadır:



Şekil 2. Para Politikası Kararlarının Ana Aktarım Kanalları:

Kaynak: ECB (2022) (Avrupa Merkez Bankası)

Ekonomik faaliyetlerdeki değişikliklerde önemli rol oynayan iki temel politika, para ve maliye politikasıdır. Bunlardan maliye politikası, hükümet tarafından belirlenirken para politikası ise bir merkez bankası veya parasal otorite tarafından uygulanmaktadır. Uygulamada da çeşitli amaçları olan bu politikalardan para politikasının amaçları fiyat istikrarı, düşük enflasyon, tam istihdam, ekonomik büyüme, faiz oranlarının istikrarı ve ödemeler bilançosu dengesi olarak sıralanabilir (Bozkurt and Göğöl 2014).

(Mishkin, 2004; 411) göre Federal Rezerv ve diğer merkez bankaları, para politikasının hedeflerini tartışırken sürekli olarak altı temel hedeften bahseder:

- Yüksek İstihdam Oranı:

Yüksek istihdam, iki ana nedenden dolayı önemsenmektedir: (1) yüksek işsizlik ailelerin mali sıkıntı çekmesi, kişisel özsaygı kaybı ve suç artışı ile birlikte çok fazla insani sefaletе neden olur. (2) İşsizlik yüksek olduğunda, ekonomide yalnızca atıl emek gücü değil, aynı zamanda atıl kaynaklar da (kapalı fabrikalar ve kullanılmayan ekipman) vardır ve bu da çıktı kaybına (düşük GSYİH) neden olur. Ancak bunun anlamı işsizliğin sıfır olması gerektiği değildir.

Uygun eşleşmeleri bulmak için işçiler ve firmalar tarafından yapılan aramaları içeren friksiyonel işsizlik, ekonomi için faydalıdır. Ekonomi tam istihdamdayken işsizliğin sıfır olmamasının bir başka nedeni de yapısal işsizlik olarak adlandırılan, iş gereksinimleri ile yerel işçilerin becerileri veya mevcudiyeti arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanmaktadır. Bu tür bir işsizlik istenmeyen bir durumdur. Ancak para politikası ile bu konuda yapılabilecek fazla bir şey yoktur. Bu nedenle yüksek istihdam hedefi sıfır işsizlik düzeyi değil, emek talebinin emek arzına eşit olduğu tam istihdamla tutarlı olarak sıfırın üzerinde bir düzey aramalıdır. Bu düzeye *doğal işsizlik* oranı denir.

- Ekonomik Büyüme:

İstikrarlı ekonomik büyüme hedefi, yüksek istihdam hedefiyle yakından ilişkilidir. Çünkü işsizlik düşük olduğunda verimliliği ve ekonomik büyümeyi artırmak için işletmelerin sermaye ekipmanına yatırım yapma olasılığı daha yüksektir. Aksine işsizlik yüksekse ve fabrikalar atılsa, bir firmaya ek tesis ve ekipman üzerine yatırımı yapması için yeterli geliri olmayacaktır. İki hedef birbiriyle yakından ilişkili olsa da politikalar, firmaları doğrudan yatırım

yapmaya veya insanları tasarruf etmeye teşvik ederek ve firmalara yatırım yapmak için daha fazla fon sağlayarak özellikle ekonomik büyümeyi teşvik etmeyi hedefleyebilir. Aslında, işletmelerin tesis ve ekipmana yatırım yapması ve vergi mükelleflerinin daha fazla tasarruf etmesi için vergi teşvikleri sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik etmeyi amaçlayan arz yönlü ekonomi politikalarının belirtilen amacı budur. Gerçi, para politikasının büyümeyi artırmada nasıl bir rol oynayabileceği konusunda aktif bir tartışma da mevcuttur.

- Fiyat İstikrarı:

Son zamanlarda politikacılar, enflasyonun sosyal ve ekonomik maliyetlerinin giderek daha fazla farkına varmaya ve ekonomik politikanın bir hedefi olarak istikrarlı bir fiyat seviyesi ile daha fazla ilgilenmeye başlamışlardır. Nitekim, fiyat istikrarı giderek artan bir şekilde para politikasının en önemli hedefi olarak görülmektedir. Fiyat istikrarı çok önemlidir zira yükselen fiyat seviyesi (enflasyon) ekonomide belirsizlik yaratır ve bu belirsizlik ekonomik büyümeyi engelleyebilir. Örneğin, fiyatlar genel düzeyi değiştiğinde, mal ve hizmet fiyatlarının aktardığı bilgilerin yorumlanması güçleşir ve bu da karmaşıktır.

Fiyat istikrarlılığı Avrupa Merkez Bankasının en temel politikası olduğu net bir şekilde ortaya koymuştur (ECB, 2009). Ayrıca, (ECB, 2020)'nin aşağıda yer alan açıklaması, fiyat istikrarlılığının en önemli stratejik hedef olduğunu net bir şekilde ortaya koymaktadır:

“Bizim işimiz fiyatları sabit tutmaktır. Ekonomi, en son bir strateji incelemesi yaptığımız 2003 yılından bu yana çok değişti. Bu değişen ekonomik ortamda fiyat istikrarı hedefimizin açık, öngörülebilir ve kolay anlaşılır olmasını sağlamak istiyoruz. Bu nedenle, Yönetim Konseyi orta vadede %2’lik bir enflasyon hedefi üzerinde anlaşmaya varmıştır.”

(Bordo and Wheelock 1998), (Bordo, 2007) ve (Schwartz 1995), fiyat istikrarının finansal istikrarı desteklediği ve hatta fiyat istikrarının finansal istikrarın on koşulu olduğunu savunmaktadırlar.

- Faiz Oranı İstikrarı:

Faiz oranlarındaki dalgalanmalar ekonomide belirsizlik yaratıp gelecek adına plan yapmayı zorlaştırabileceğinden, faiz oranı istikrarı önemlidir. Örneğin tüketicilerin konut satın alma isteklerini etkileyen faiz oranlarındaki dalgalanmalar, tüketicilerin ne zaman ev alacaklarına karar vermelerini ve inşaat firmalarının kaç konut inşa edeceklerini planlamalarını zorlandırmaktadır. (McCracken 1975) da çalışmasında faiz oranı istikrarının merkez bankalarının önemli bir aracı olduğunu savunmuştur.

1980’lerde Amerika Birleşik Devletleri ve diğer birçok gelişmiş ülke, fiyat istikrarını önce sağlama ve sonra sürdürme hedefine dayalı para politikaları benimsemişlerdir. Fiyat istikrarı, insanların enflasyon endişesi duymadan plan ve ticari sözleşme yapabileceği ekonomik bir ortam olarak tanımlanabilir. Faiz oranları, gelecekteki enflasyonla ilgili beklentilerin iyi bir göstergesidir. Çünkü faiz oranlarındaki uzun vadeli değişikliklerin çoğu piyasanın gelecekteki enflasyonla ilgili beklentilerindeki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri’nde fiyat istikrarının sağlandığı uzun dönem boyunca - yaklaşık 1983’ten 1990’ların ortalarına kadar- faiz oranlarının düşüşü izlenmiştir.

- Finansal Piyasaların İstikrarı:

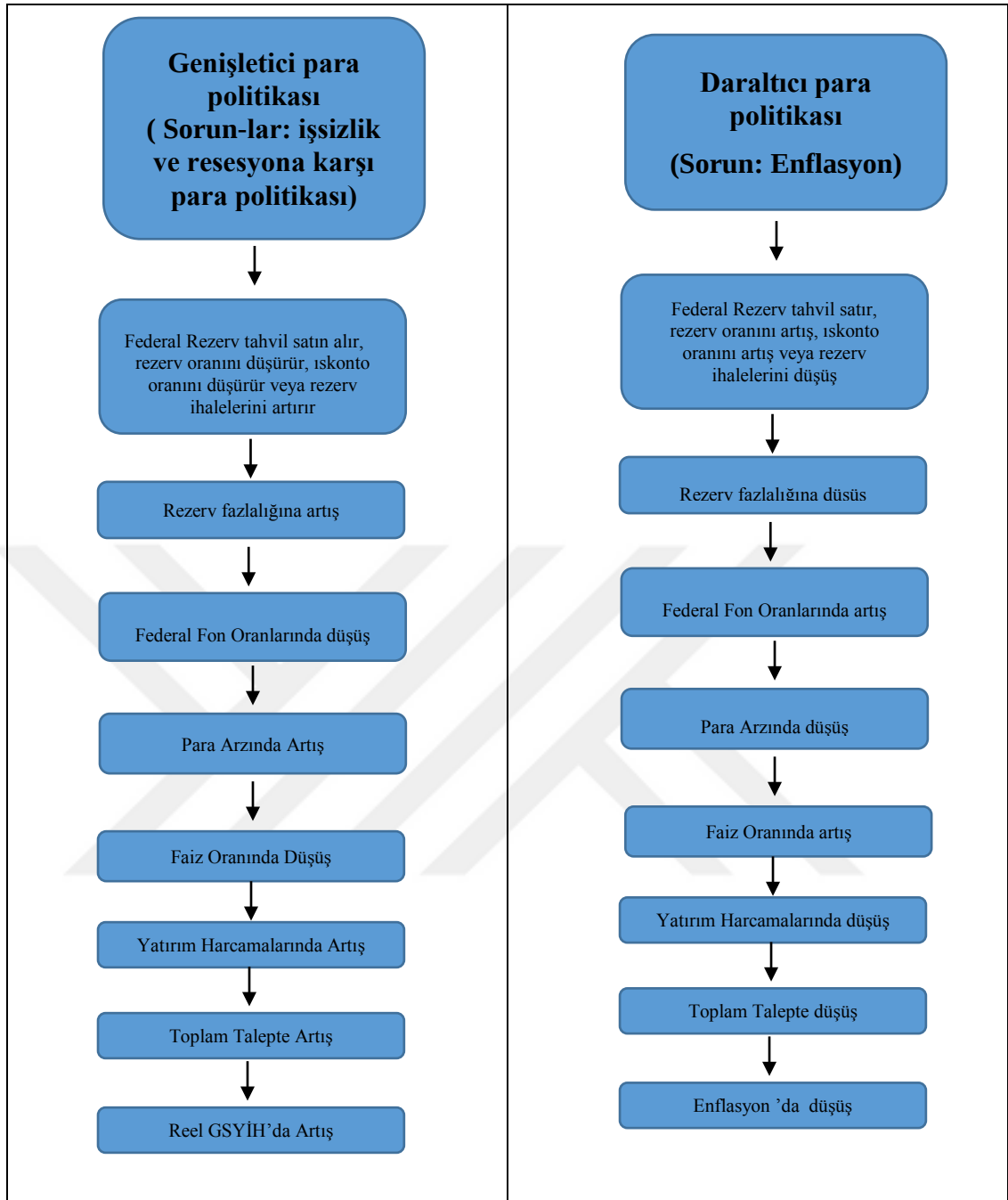
Finansal krizler, finansal piyasaların fonları verimli yatırım fırsatlarına sahip insanlara kanallandırmak kabiliyetine müdahale edebilir ve böylece ekonomik aktivitede keskin bir daralmaya yol açabilir. Finansal krizlerin önlemleri daha istikrarlı bir finansal sistemin teşvik edilmesi bu nedenle bir merkez bankası için önemli bir hedeftir. Federal Rezerv Sistemi, finansal istikrarı teşvik etmek için 1907’deki banka paniğine yanıt olarak oluşturulmuştur.

Faiz oranlarındaki dalgalanmalar, finansal kurumlar için büyük bir belirsizlik yarattığından finansal piyasaların istikrarı da faiz oranı istikrarı tarafından desteklenmektedir. Faiz oranlarındaki bir artış, uzun vadeli tahviller ve ipoteklerde büyük sermaye kayıplarına neden olur. Bu kayıplar ise onları elinde tutan finansal kurumların başarısızlığına neden olabilir. Son yıllarda daha belirgin faiz oranı dalgalanmaları, birçoğu 1980’lerde ve 1990’ların başında ciddi mali sıkıntılara giren özellikle tasarruf ve kredi birlikleri ve karşılıklı tasarruf bankaları için önemli bir sorun teşkil etmiştir.

- Döviz Piyasalarında İstikrar

Döviz kurunun ticaret fazlası veya açığı üzerinde önemli rolü vardır. Öte yandan dış mallara ihtiyacı olan veya ithalatı fazla olan ülkelerde fiyat istikrarı için en önemli faktörlerden birisidir.

Faiz oranındaki değişiklikler, krediyle satın alınan dayanıklı tüketim malları (otomobiller gibi) harcamalarını etkilemekle birlikte, esas olarak toplam harcamanın yatırım bileşenini etkiler. Değişen faiz oranlarının yatırım harcamaları üzerindeki etkisi, sermaye alımlarının yüksek maliyeti ve uzun vadeli doğası nedeniyle büyüktür. Kısaca, değişen faiz oranlarının etkisi esas olarak yatırım (ve bu sayede toplam talep, çıktı, istihdam ve fiyat düzeyi) hacmini etkiler. Öte yandan faiz oranları, hükümetlerin daraltıcı ve genişletici para politikalarında çok önemli bir rol oynamaktadır. Bu politikalarda aktarım mekanizması aşağıdaki şekilde özetlenmiştir (McConnell ve diğerleri (2009: 676-677)):

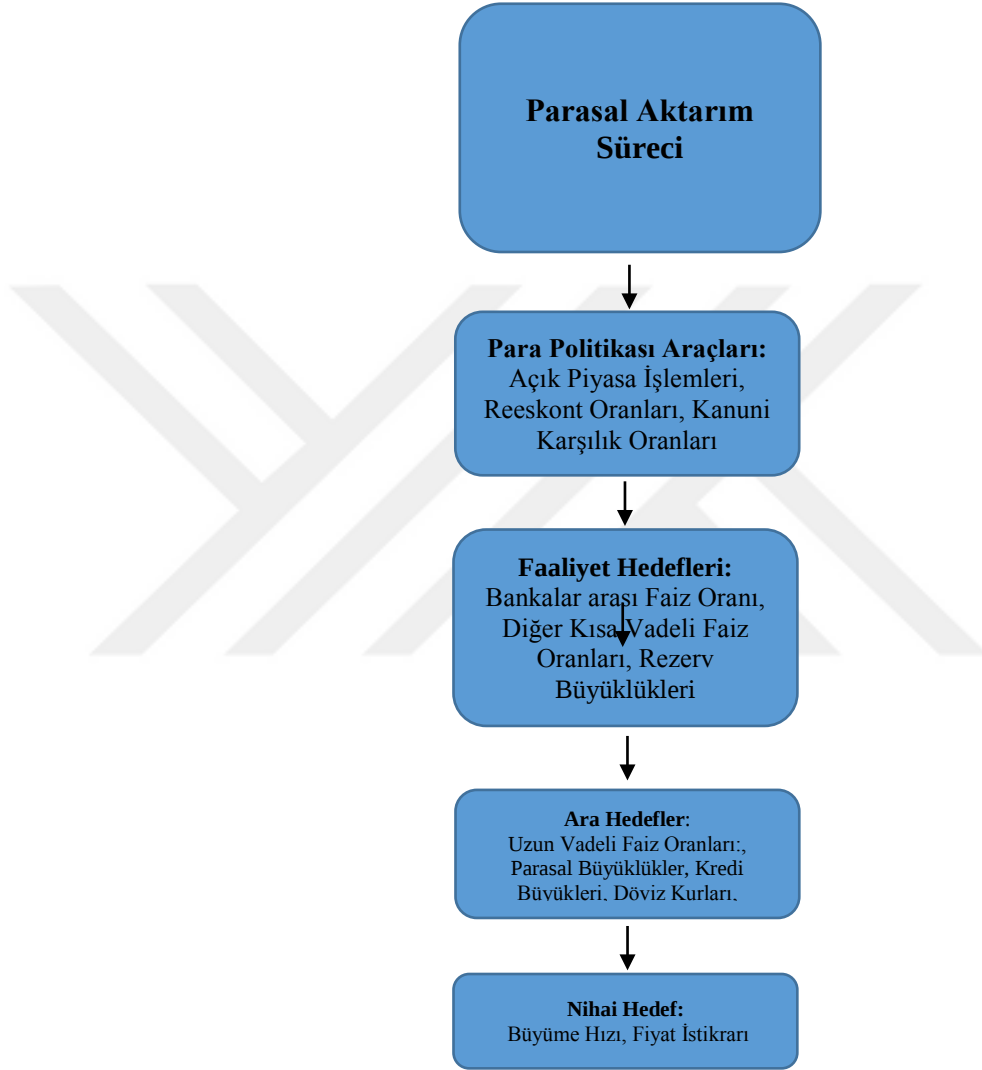


Şekil 3. Parasal Aktarım Mekanizması (Resesyona ve Enflasyona Yönelik Para Politikaları):

Kaynak: McConnell ve diğerleri (2009)

A. Parasal Aktarım Süreci

Parasal aktarım süreci, merkez bankası faktör ve araçlardaki değişimlerin reel ekonomide yansıma sürecidir. Bu süreci para politikası araçları, faaliyet hedefleri, ara hedefler ve nihai hedefler olarak dört ana başlıkta incelemek mümkündür (Cengiz, 2007):



Şekil 4. Parasal Aktarım Süreci:

B. Parasal Aktarım Mekanizmasını Açıklayan Yaklaşımlar

Genel olarak parasal aktarım mekanizmasını açıklayan yaklaşımlar şöyledir:

- Geleneksel Keynesyen Faiz Oranı Kanalı (IS-LM)
- Parasalcı Yaklaşımı

- Kredi Yaklaşımı
- Phillips Eğrisi

Geleneksel Keynesyen faiz oranı kanalı esasen IS-LM modeli çerçevesinde belirlenen faiz oranı üzerine kurulan ve gelişen bir model iken parasalcı yaklaşım modeli ise temelde Friedman'ın modern nispi fiyatlar ve miktar teorisine dayanarak parasal aktarım mekanizmasını açıklamaktadır. Üçüncü yaklaşım ise (Bernanke and Gertler 1995) tarafından önerilen kredi yaklaşımıdır. Bu yaklaşım IS-LM analizlerini dâhil ederek bankalar veya diğer finansal kurumlar, hane halkları ve firmalar arasındaki asimetrik bilgilerden kaynaklanan ters seçim ve ahlâki tehlike olgularına dayanarak parasal aktarım mekanizmasını açıklamaktadır. William Phillips'in adını taşıyan Phillips eğrisi ise işsizlik ve enflasyonun ters orantılı olduğunu savunur, yani işsizlik seviyeleri azaldıkça enflasyon artar. Bu yaklaşım enflasyonu etkilediği için parasal aktarım mekanizmasına bir yaklaşım olarak sunulmaktadır.

1. Geleneksel Keynesyen Faiz Oranı Kanalı (IS-LM)

1930'da yaşanan Büyük Buhran'ın ardından para politikası önemli hale gelmiş ve hatta para politikasının maliye politikasından daha etkin olduğunu savunan ekonomistler ortaya çıkmıştır. Keynes ve Keynesyen ekonomistleri bu görüşü savunmuş ve politika haline getirmişlerdir. Faiz oranlarının para politikasının en etkin ve en önemli enstrüman olduğunu kabul eden bu yaklaşımın uygulanması ile 1970'lere kadar enflasyon ve işsizlik sorunlarının önlenmesinde büyük başarı elde edilmiştir (TCMB, 2013: 1).

Keynes yaklaşımında, likidite tuzağı olmadığı durumda para arzındaki değişimlerin reel faiz oranları ve ekonomik aktivite üzerinde etkileri olduğu üzerine durulmaktadır. Ancak parasal görüş çerçevesinde aktarım mekanizması faiz kanalına dayanmaktadır. Parasal görünümde, biri parayı temsil eden yükümlülük, diğeri ise tüm finansal sektörü temsil eden iki faktör vardır. Para arzında bir değişiklik meydana geldiğinde, para ve değişkenler üzerinde etkisi olan faiz oranları aracılığıyla denge sağlanmaktadır. Bu modelde bankacılık sektörünün para yaratmadaki en önemli rolü bilançoların pasif kısmı ile ilgilenmektedir. Banka bilançolarının aktif kısmında aktifin ikame esnekliği tam olduğu için ayrıca bir kredi arz fonksiyonu tanımlanmamıştır. Para politikasının

transfer mekanizmasının IS-LM modeli figürü parasal görüşe bir örnektir. Parasal görüşte, faiz değişimlerinin reel ekonomi üzerindeki doğrudan etkileri, doğrudan etkileri göz önünde bulundurulur.

IS-LM modeli veya Keynes teorisinde, para arzının iktisadi faaliyet üzerindeki etkileri, yapısal modeller çerçevesinde para politikasının işleyişini gösteren yapısal modellerde incelenmektedir. Keynesyen yapısal modellerde, ekonominin çoğu sektöründe firmaların ve tüketicilerin davranışları tanımlanarak para politikasının toplam ürünü etkileyecek kanalları sunulmaktadır. Yapısal modellerde para politikasının aktarım süreci para arzından yapılan toplam harcamalara yöneliktir. Buna göre para arzındaki değişimler faiz oranlarını, faiz oranlarındaki değişimler ise yatırım malları ve dayanıklı tüketim malları üzerinde etkili olmaktadır (Mishkin, 2003: 604). Bu bağlamda, parasal daralmadan sonra ekonomide toplam harcama düzeyi düşerken, parasal bir gelişme sonrasında artmaktadır. Faiz kanalına yönelik yapılan çalışmalarda ana nokta, para otoritelerinin sermaye maliyetini ve tüketim harcamalarını kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla etkilemesidir. Buna göre, kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimler, bunları sermaye maliyeti üzerinden ileterek, sermaye/ürün oranını ve yatırım projelerinden beklenen getiri oranını etkiler. Benzer bir etki tüketim harcamalarında da görülmektedir. Ekonomik birimler, cari dönemin tüketimi ile gelecek dönemin tüketimi arasında faiz oranındaki değişime göre seçim yapmaktadır. Faizler yüksekse, cari dönemde yapılması gereken tüketim, gelecek dönemdeki tüketim ile ikame edilir. (Adanuraklan ve Nargeleçekenler, 2008: 111-112).

Ayrıca, geleneksel para politikasının aktarım mekanizmasında faiz oranları, ekonominin para politikalarına tepkisinde en önemli işlevlerden biridir. Para politikasındaki değişim, bankaların, otoritelerin kısa vadeli faiz oranlarını etkilemek için rezervlerini değiştirdiği koşullarda başlamaktadır. Bu süreçte öncelikle para politikasının faiz düzeyi belirlenir. Belirlenen faiz oranı dengede tutularak bankaların rezerv arzını değiştirmektedir. Para politikaları, faiz oranlarıyla (indirme veya yükseltme) hokkabazlık yapılarak yürütülür. Söz konusu durumda, para politikası uygulamalarının ekonomiye aktarımı, para politikasının faiz değişkenlerinin ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım

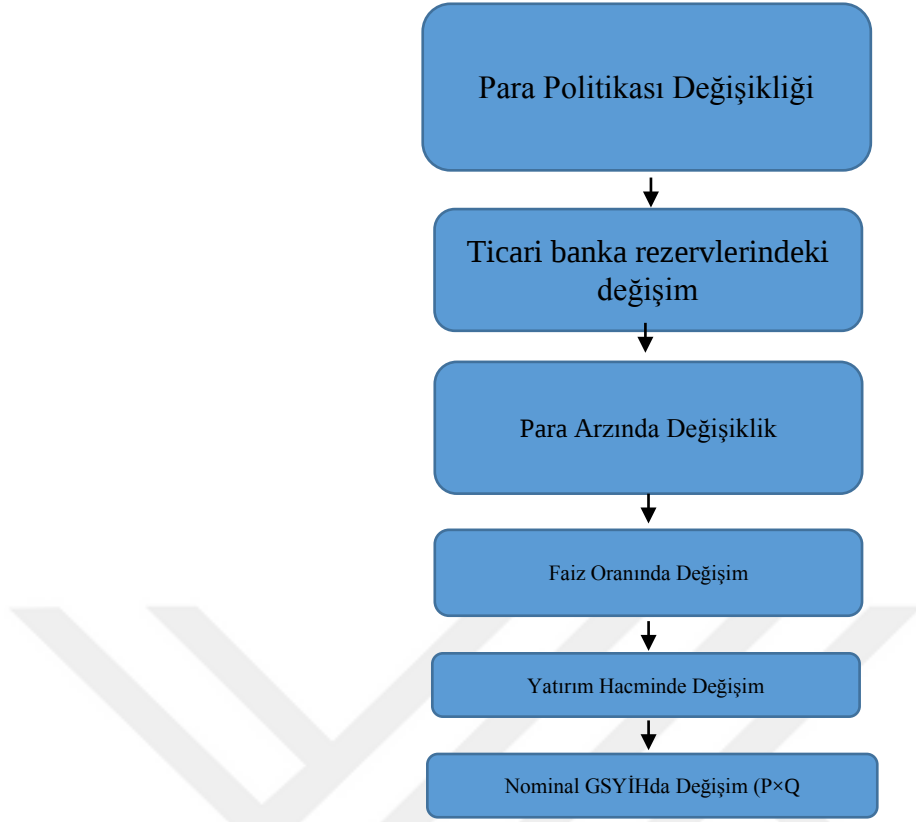
kararlarında etkili olan uzun vadeli faiz oranlarına yansımaya bağlıdır (Sellon, 2002: 7)

Keynesyen teori, faiz ve toplam para arzı, toplam harcama ve bileşenlerine odaklanır. Keynesyen teorisi, fiyatların ve ücretlerin aşağı yönlü esnek olmadığı analizinin sonucudur ve reel çıktının (Y) tam istihdam düzeyine kadar yatay bir toplam arz (AS) eğrisi oluşturduğunu varsayar. AS eğrisi daha sonra dikey hale gelir, yani gelir de fiyat seviyesinden bağımsızdır. Toplam talep (AD) dönemsel koşullara tabidir. Toplam talep, toplam talep fonksiyonunu belirleyen değişkenlerin değişimi ile değişmektedir. AD ve yatay AS'nin kesiştiği yerde denge gelir veya denge üretim miktarı belirlenir. AD'nin fiyat düzeyi üzerinde hiçbir etkisi yoktur, ancak denge gelir (Y_e) düzeyini belirler. Bu yaklaşıma göre ekonomide hedeflenen gelire ulaşmak için AD'nin artırılması gerekir.

Keynesyen teoriye göre para arzındaki bir değişikliğin fiyatlarda bir değişikliğe yol açtığı hipotezini incelemek için aslında üç hipoteze dikkat edilmesi gerekmektedir (Estenson (1992):

1. Para arzındaki bir değişikliğin reel çıktı üzerine etkisi,
2. Reel çıktıdaki bir değişikliğin birim işgücü maliyetleri üzerine etkisi,
3. Birim işgücü maliyetindeki bir değişikliğin fiyatlar üzerine etkisi.

Keynesyen parasal aktarım mekanizmasını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür (McConnell ve diğerleri (2009):

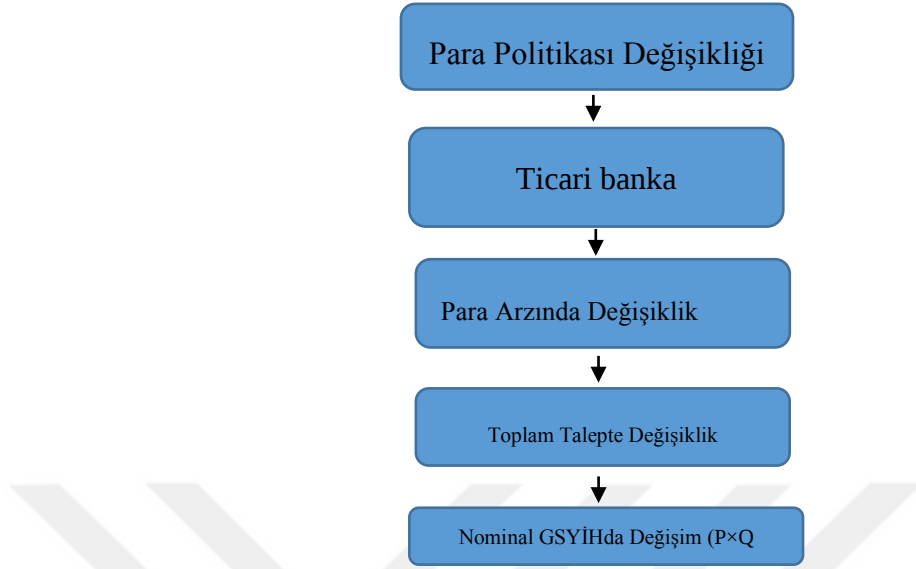


Şekil 5. Keynesyen parasal aktarım mekanizması:

Keynesyenlere göre, parasal aktarım mekanizması faiz kanalı üzerinden işlenmektedir. Faiz oranlarında meydana gelecek herhangi bir değişim yatırım üzerinde reel ekonomiye yansımaktadır. Aktarım mekanizması, faiz üzerinden dolayı işlediği için bu yaklaşım dolayı aktarım mekanizması olarak da adlandırılmıştır. Para talebinin faiz esnekliği sonsuz yani “likidite tuzağında” ve yatırımların faiz esnekliği sıfır olması durumunda aktarım mekanizması çalışmayacaktır. Bu sebepten dolayı para politikası reel ekonomide reel etkiler doğurmayacaktır. Keynesyen yaklaşım, yatırım kanalı faiz-üzerinden işlediği için para ve tahvil ile sınırlandırılmış olması, kredi ve finans piyasasındaki rolünü (özellikle bankalar) pek fazla dikkate almaması nedeniyle eleştirilmiştir (Cengiz, 2008: 116-118).

Geleneksel Keynesyen modellerde (1962), Mundell (1963) ve Dornbusch (1976) ile aşağıda açıklanan Yeni Keynesyen modellerde, bu beklenen gelecekteki amortisman, fiyatların ayarlanması yavaş olduğunda, yurtiçinde üretilen malları daha pahalı hale getiren yerel para biriminin başlangıçta değerlendirilmesini gerektirmektedir.

Parasalıcı yaklaşımında parasal aktarım mekanizmasını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür (McConnell ve diğerleri (2009):



Şekil 6. Parasalıcı yaklaşımında parasal aktarım mekanizması:

Keynesyenler varsayımında, ekonomide birçok sektörde faaliyet gösteren firmaların ve tüketicilerin davranışlarını tanımlayan bir denklemler koleksiyonunu kullanarak ekonominin nasıl işlediğine dair bir yapısal yaklaşım önerilmiştir. Bu denklemler, aslında para ve maliye politikasının toplam çıktı ve harcamayı etkilediği kanalları göstermektedir. Keynesyen yapısal model, aşağıdaki şematik diyagramla Keynesyen modelini göstermektedir (Mishkin, 2004: 604):



Şekil 7. Keynesyen Para Politikasının işleyişi:

Şekilde görüldüğü üzere Keynesyenler para arzı (M) ve toplam harcama (Y) arasındaki ilişkiyi şu şekilde incelerler: para arzı (M) faiz oranlarını (i) etkiler, bu da sırasıyla yatırım (I) harcamasını ve toplam çıktıyı veya toplam harcama Y'yi etkiler.

IS-LM veya Keynesian parasal aktarım mekanizmasına bazı eleştiriler öne sürülmüştür. Bu eleştirilerden başlıcalarını şu şekilde özetlemek mümkündür:

- IS-LM analizi sabit, yapışkan bir fiyat düzeyini varsayar,
- Reel ve nominal faiz oranları arasında ayırım yapmaz,
- Yalnızca kısa vadeli analiz içerir,
- Sermaye stokunu sabit olarak ele alır,
- Yeterince farklı sermaye tanımaz,
- Rasyonel ekonomik aktörler açık bir şekilde maksimize edici analizinden türetilemez.

2. Parasalcı Okulun Parasal Aktarım Mekanizması

1960'lı yıllarda "Parasalcılar" olarak adlandırılan başta Milton Friedman olmak üzere bir grup iktisatçı, para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini sadece faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki ile açıklamanın yetersiz olduğunu savunmuş ve para politikasının faiz oranları dışında birçok kanalla toplam talebi etkilediğini öne sürmüşlerdir. Kenesyenler daha çok nominal değerler üzerinde durmuşlar ancak Parasalcılar nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu, borçlanma ve yatırım kararlarının nominal yerine reel faiz oranları göz önünde bulundurularak belirlendiğini savunmuşlardır (TCMB, 2013).

Chicago okulu görüşünde, para politikası değişikliğinin kısa vadede faiz oranlarını artırmaktan daha fazla etkisi vardır. Geleneksel miktar teorisi, para arzındaki artışların doğrudan talep seviyesini yükselttiği basit bir aktarım mekanizmasına dayanmaktadır. Bu basit mekanizma, talep seviyesinin doğrudan para arzındaki değişime bağlı olduğu koşullarda geçerlidir. Faiz oranlarının talep düzeyi üzerindeki etkileri, klasik iktisatçılar tarafından dolaylı mekanizma çerçevesinde açıklanmıştır. Bu okula göre,

1. Artan para miktarı, gerçek para miktarını istenen seviyenin üzerine çıkarır.
2. Fazla para fon piyasalarına verilir.
3. Fon piyasalarında finansal varlıkların fiyatları yükselir.
4. Faizlerin düşmesi harcamaları ve fiyatları artırır.

Toplam arz ve talep analizinin ilk yapı taşı, talep edilen toplam çıktı miktarı ile diğer tüm değişkenler sabit tutulduğunda fiyat seviyesi arasındaki ilişkiyi tanımlayan toplam talep eğrisidir. Monetaristler (Milton Friedman liderliğindeki), toplam talep eğrisinin kaymasına neden olan bir birincil faktörle - para miktarındaki değişikliklerle birlikte aşağı doğru eğimli olarak görmektedirler. Keynesçiler (Keynes'in takipçileri) de toplam talep eğrisini aşağı doğru eğimli olarak görmekte ancak hükümet harcamaları ve vergilerdeki ya da tüketici ve iş harcama istekliliklerindeki değişikliklerin de onun kaymasına neden olabileceğine inanmaktadırlar (Mishkin, 2004; 582) .

Monetaristler, aktarım mekanizmasına ilişkin Keynesyen görüşü reddederler. Öte yandan Keynes, Wicksell ve Fisher'ın önerilerini kullanır. Keynes'in görelî bir fiyat sürecini esas alan analizinde borçlanma maliyeti yorumuna dair hiçbir iz yoktur. Keynes'e göre faiz oranındaki her değişiklik zorunlu olarak fiyatlar ve sonra toplam çıktıyı etkileyecektir (Brunner 1970).

Parasalcı (Monetarist) teorisinde, para arzında meydana gelen değişimlerin sadece likidite tuzağı çerçevesinde açıklanamayacağı, aynı zamanda yerli ve yabancı aktiflerin cari ve beklenen fiyatları üzerinde de etki yapacağı vurgulanmaktadır. Bu yaklaşımda faiz, aktarım sürecindeki nispi fiyatlardan yalnızca biridir. Monetarist yaklaşımda ikame süreci, gerçek aktifleri içerecek şekilde genişletilmiştir. Bu süreçte aktif fiyatları toplam talep fonksiyonuna dahil edildiğinden aktarım süreci aktif fiyatlarındaki değişimlerden etkilenir. Aktarım mekanizmasının geniş kapsamda ele alındığı parasalcı görelî fiyat yaklaşımında, etkileşimli ikame esnekliğinin düşük olduğu varsayılmaktadır. Bunun anlamı, parasal tabanda meydana gelen ve tüm görelî fiyatları etkileyen değişimler, finansal ve reel aktifleri içeren geniş bir portföy düzenlemesine neden olmuştur (Adanuraklan ve Nargeleçekenler, 2008: 111–112).

Parasalcı okula göre, para politikasındaki değişiklikler bir yandan diğer yerli ve yabancı aktif hisse senetlerine kıyasla parasal sopayı değiştirirken, diğer yandan diğer finansal sermayenin marjinal faydasına kıyasla paranın marjinal faydasını değiştirir. aktifler ve tüketim. Portföy sahipleri, cari dönemdeki üretim ve tüketimin marjinal faydasını tüm aktifler ile nispi fiyat oranları ile eşitleyerek dengeyi yeniden kurmaya çalışırlar. Bu, bir dizi görelî fiyat, harcama ve aktif portföyün değişimini içeren bir süreçtir (Meltzer, 1995: 52).

Parasalcı okulu, para arzının toplam talebi nasıl etkileyeceği konusunda net bir açıklama yapmamış ancak geleneksel miktar teorisini baz alarak para arzı (M) ile toplam üretim veya gelir arasında korelasyon olup olmadığını incelemişlerdir. Yani monetaristler, M'deki değişimlerin Y üzerindeki etkisini bir kara kutuymuş gibi incelemişlerdir. Para politikaları ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi soru işareti olan kara kutu ile göstermek mümkündür (Mishkin, 2004: 604):



Şekil 8. Para Politikasında Kara Kutu

Yapısal (Keynesian) model yaklaşımının üç yönü vardır. Bunları kısaca şu şekilde özetlemek mümkündür:

- Makul olup olmadığını görmek için her bir aktarım mekanizmasını ayrı ayrı değerlendirebildiğimiz için, paranın ekonomik aktivite üzerinde önemli bir etkisinin olup olmadığına dair daha fazla kanıt elde edeceğiz. Örneğin, para politikasının ekonomik aktivite üzerindeki önemli etkilerini bulursak, para politikasındaki değişikliklerin aslında ekonomik aktivitedeki değişikliklere neden olduğuna daha fazla güveniriz. Yani, M ve Y arasındaki nedenselliğin yönüne daha fazla güveneceğiz.
- Para politikasındaki değişikliklerin ekonomik aktiviteyi nasıl etkilediğini bilmek, M'nin Y üzerindeki etkisini daha doğru tahmin etmemize yardımcı olabilir. Örneğin, faiz oranları düşük olduğunda para arzındaki genişlemeler daha az etkili olabilir. O zaman, faiz oranları daha yüksek olduğunda, para bir genişleme olacağını öngörebilirdik. Arzın Y üzerinde aksi durumda olacağından daha büyük bir etkisi olacaktır.
- Ekonominin nasıl işlediğini bilerek, ekonomideki kurumsal değişikliklerin M ve Y arasındaki bağlantıyı nasıl etkileyeceğini tahmin edebiliriz. Örneğin, 1980'den önce, Düzenleme Q hala yürürlükteyken tasarruflar üzerindeki faiz ödemeleri üzerindeki kısıtlamalar mevduat, ortalama tüketicinin tasarruflardan daha fazla kazanmayacağı anlamına geliyordu. Q'nun sona ermesinden bu yana, ortalama tüketici artık faiz oranları

yükseldiğinde tasarruflardan daha fazla kazanıyor. Tasarruflardan elde edilen kazançların tüketici harcamalarını nasıl etkilediğini anlarsak, faiz oranlarını etkileyen para politikası değişikliğinin bugünden farklı bir etkisi olacağını söyleyebiliriz.

Finansal yeniliğin hızı nedeniyle, kurumsal değişikliklerin M ve Y arasındaki bağlantıyı nasıl etkilediğini tahmin edebilme avantajı, şimdi geçmişte olduğundan daha önemli olabilir.

3. Kredi yaklaşımı

(Bernanke and Gertler 1995) çalışmasında parasal aktarımın geleneksel analizinin birtakım eksiklikleri olduğunu iddia ederek kredi kanalı yaklaşımını önermiştir. Eleştirileri üç başlık altında özetlemek mümkündür:

- a. Birincisi; para politikasının dayanıklı mal harcamaları üzerinde güçlü bir etkisi olmasına rağmen çoğu araştırmacı saf neo-klasik analiz ile sermaye maliyeti (conventional cost-of-capital) etkilerini ölçmede zorluk yaşamıştır. Bununla birlikte geleneksel sermaye maliyeti (conventional cost-of-capital) önlemleri, nadiren değişken bir dış finansman primini hesaba katar.
- b. İkincisi; daraltıcı para politika sonrası hem stoklardaki hem de konut dışı yatırımdaki düşüşün büyük kısmı, özellikle faiz oranları temel seviyelere geri düşmeye başladıktan sonra, gecikmeli olarak gerçekleşecektir. Dış finansman primindeki değişimin muhasebeleştirilmesi, hem stokların ve yatırımın tepkisinin zamanlamasını hem de bu değişkenlerin faiz oranlarından ziyade satışlar veya nakit akışları tarafından daha iyi açıklandığı gerçeğini açıklamada yardımcı olabilir. Örneğin, daraltıcı para politikasının ardından faiz oranları yükseldikçe nakit akışları azaldıkça ve stok birikimini, bordroları vb. finanse etmek için kısa vadeli borçlanmalar arttıkça firmaların bilançoları bozulur. Bilançoların sürekli zayıflaması, piyasa faiz oranları düşse bile dış finansman priminin (ve dolayısıyla genel olarak tanımlanan sermaye maliyetinin) durgunluk başlarken artmaya devam edebileceği anlamına gelir. “Finansal baskıdaki” bu artış, stoklarda ve yatırımda gecikmeli ancak keskin düşüşü açıklamaya yardımcı olmaktadır.

- c. Geleneksel görüşe ilişkin üçüncü bir sorun, para politikasının uzun vadeli reel faiz oranları üzerinde sınırlı etkiye sahip olmasına rağmen, konut yatırımlarının para politikasındaki değişikliklere büyük ve hızlı tepki vermesidir.

Kredi kanalı teorisine göre para politikasının faiz oranları üzerindeki doğrudan etkisi, dış finansman primindeki içsel değişikliklerle (özsermaye veya borç ihraç ederek) sağlanan fonlar ile içsel olarak oluşturulan fonlar arasındaki maliyet farkı tarafından aktarılmaktadır. Kredi yaklaşımına göre, para politikasında açık piyasada olan faiz oranlarını yükselten veya düşüren bir değişiklik, dış finansman primini aynı yönde değiştirecektir. Politikanın dış finans fonu üzerindeki bu ek etkisi nedeniyle, para politikasının genel olarak tanımlanan borçlanma maliyeti üzerindeki etkisi - ve dolayısıyla reel harcamalar ve reel faaliyetler üzerindeki - etkisi büyüktür (Bernanke and Gertler 1995).

4. Philips Eğrisi

1958’de (Phillips 1958), işsizlik ve enflasyon arasındaki ilişkiyi özetleyen önemli bir makale yayınladı. Bu makale, 1960’ların başında Samuelson ve Solow tarafından popülerleştirildi ve *Phillips Eğrisi* olarak tanındı. (Phillips 1958) yaptığı bir analiz ile nominal ücret artışları ile işsizlik arasında ters bir ilişki olduğunu iddia etti ve bu yaklaşımdan yola çıkan ekonomistler bu yaklaşımı enflasyonla işsizlik arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla kullandılar. Günümüzde Phillips Eğrisi, ekonomi genelinde para arzı ve enflasyon arasındaki yapısal bir ilişki olarak görülmektedir. Ekonomide meydana gelen parasal genişleme ücret ve fiyatların etkilenmesine sebebiyet verecektir.

Yapısal Phillips Eğrisi, enflasyonun kendi durağanlık durumu (steady-state) seviyesinden üç faktörün fonksiyonudur (Eser et al. 2020):

- a. Ekonomideki açıklık (slack) derecesi,
- b. Enflasyon beklentileri,
- c. Firmalar tarafından belirlenen fiyatlardaki marjinal maliyetler üzerine yaşanan şoklar.

C. Faiz Oranları ve Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler

Faiz oranı, ödünç verilen, yatırılan veya ödünç alınan tutarın (anapara toplamıolarak adlandırılır) bir oranı olarak dönem başına ödenmesi gereken faiz tutarıdır. Ödünç verilen veya ödünç alınan bir tutarın toplam faizi anapara toplamına, faiz oranına, bileşik frekansa ve ödünç verilen, yatırılan veya ödünç alınan süreye bağlıdır. Faiz oranı, bir borç verenin borçluya faiz olarak aldığı ödünç verilen tutarın oranı olarak tanımlanır ve normalde yıllık yüzde olarak ifade edilir. Bir bankanın veya başka bir kredi verenin parasını ödünç almak için aldığı ücret veya bir bankanın tasarruf edenlere bir hesapta para tutmak için ödediği orandır (Benchimol: 2014:40). Yıllık faiz oranı, bir yıllık dönemdeki orandır. Diğer faiz oranları bir ay veya bir gün gibi farklı dönemlerde geçerlidir, ancak genellikle yıllık olarak uygulanır. Borçlu, daha geç değil, daha erken paraya sahip olmak ister veya ihtiyaç duyar ve bu ayrıcalık için bir ücret (faiz oranı) ödemeye hazırdır. Faiz oranları şu şekilde değişir: (Fisher, 2017:65)

- Ödünç alınan veya ödünç alınan anapara tutarının para birimi
- Hükümetin hedeflerini gerçekleştirmek için merkez bankasına direktifleri
- Yatırımın vadesine kadar olan vade
- Borçlunun algılanan varsayılan olasılığı
- Piyasadaki arz ve talep
- Teminat miktarı
- Çağrı hükümleri gibi özel özellikler
- Rezerv gereksinimleri
- Dengeyi telafi etme
- Diğer faktörlerin yanı sıra.

Teorik olarak, birçok faktör faiz oranlarının ayarlanmasını etkileyebilir. Para politikası yönelimi, yani liberal veya kontrollü bir para politikası rejiminin yürürlükte olup olmadığı; mali yapı – bankacılık sektöründeki yoğunlaşma, mali piyasanın gelişme aşaması, banka büyüklüğü, mali piyasa açıklık derecesi;

asimetrik bilgi; ve menü maliyetleri bu faktörlerin en önemlisidir (Aziakpono ve Wilson 2013).

Parasal aktarım mekanizmasının ve faiz oranlarının düzenlenmesinde etkili olan faktörleri, özellikle piyasa faiz oranlarının yapışkanlığını etkileyen faktörleri aşağıda sıralanmıştır:

1. Para Politikası Ve Resmi Müdahaleler

Para politikası uygulaması üç temel unsurdan oluşmaktadır. Birincisi, politikanın duruşunu resmi olarak ifade etmek için bir “politika sinyalinin” seçilmesidir. Bu genellikle gecelik bankalar arası faiz oranıdır, ancak aynı zamanda Merkez bankasının piyasa ile işlem yapmayı taahhüt ettiği orandır. İkinci unsur, amaçlanan para politikasının amacına ulaştığından emin olmak için bir ölçü olarak kullanılabilecek, bir operasyonel hedef seçimidir. Tipik seçim kısa vadeli bir para piyasası oranıdır. Çoğu durumda politika sinyali ve operasyonel hedef aynıdır, örneğin; Amerika Birleşik Devletleri’ndeki Fed Fon Oranı, ancak bunlar farklı da olabilir. Örneğin, İngiltere Merkez Bankası çerçevesinde politika faizi, rezervlerin ödendiği gecelik oranın yanı sıra, düzenli kısa vadeli repoların gerçekleştirildiği oranı temsil eden resmi Banka Oranıdır, ancak örtülü operasyonel hedef, bir sonraki politika toplantısına kadar politika faizine yakın oldukça düz bir para piyasası getiri eğrisi elde etmektir. Üçüncü bileşen, operasyonel hedefe ulaşmak için çeşitli “araçların” tasarımı ve kullanımındır. Anahtar araçlar arasında açık piyasa işlemleri, sabit tesisler, zorunlu karşılıklar ve rezervlere ödenen ücretler yer alır (Disyatat, 2008).

Faiz oranlarındaki değişiklikler sadece para otoritesi belirlenen oranları ayarladığında meydana geldiğinden, faiz oranlarının doğrudan kontrolüne ve kredi tahsisine dayanan para politikaları doğası gereği katıdır. Buna karşılık, kuralsız ve deregule bir para politikası ortamında, piyasa işleyişinin faiz oranlarını ve kredi tahsisini belirlemesine izin verilir. Böyle bir ortamda, piyasa oranları daha esnektir ve bu nedenle para politikası duruşundaki değişikliklere daha kolay uyum sağlayabilir (Aziakpono and Wilson 2013).

Resmi otoritelerin piyasa işleyişine yönelik almış oldukları kararlar ve tedbirler parasal aktarım mekanizmasındaki kanalların etkinliğini ve işleyişini

doğrudan etkilemektedir. Resmi otoriteler tarafından uygulanan politikalar başlıca aşağıdaki gibi sıralanabilir (TCMB, 2013):

- Finansal piyasalara ilişkin doğrudan müdahaleler,
- Faiz oranı kontrolleri,
- Banka kredi limitleri,
- Belli bölgelere sağlanan kredi imkânları.

2. Finansal Sistemin Yapısı

Finansal sistemin yapısı, faiz oranı ayarlamalarının doğasını da etkileyebilir. Mali yapı, bankacılık sistemi içindeki ve bankalar ile diğer araçlar arasındaki rekabetin derecesi ile ilgilidir. Finansal sistemdeki rekabet düzeyi, düzenleyici ortama, araçların sayısına ve büyüklüğüne ve mülkiyet yapısına ve finansal sistemin açıklığına bağlıdır. Rekabetçi bir piyasada, kâr maksimize edici davranış, bankaların oranlarını piyasa koşullarındaki değişikliklere hızlı bir şekilde ayarlamalarını gerektirir, ancak piyasa güçleri zayıfsa (örneğin, giriş engelleri veya banka dışı araçların rekabetinin olmaması nedeniyle) verimsizlik cezalandırılmayacaktır ve banka faiz oranları daha katı olabilir.

3. Ekonomideki Fiyatlama Mekanizması

Fiyat katılıkları, temel olarak bazı fiyatların piyasa koşullarındaki değişikliklere geç uyum göstermesi anlamına gelmektedir. Fiyat katılıklarının olduğu bir ekonomide aktarım kanallarının göreceli hızı, önemi ve otoritesi tarafından güncellenmiş olan faiz oranları ile yenilenmesini temin etmektedir (TCMB, 2013).

4. 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 arılaştırarak kredi arzlarını sınırlandırmalarına neden olabilir. Bu sebepten dolayı, para politikası sıkılaştırıldığı dönemlerde, bankaların finansal durumu ne kadar zayıfsa, kredi arzı 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 (Kamin ve diğerleri; 1998).

5. Sermaye Hareketleri

Dünyada artan sermaye hareketliliği ülke içi politikaları da etkilemiştir. Büyüyen küresel piyasalar, para ve maliye politikaları alanında disiplinin iyileştirilmesine, yanlış politikaların cezalandırılmasına ve doğru politikaların ödüllendirilmesine önemli katkılarda bulunmuştur. Daha disiplinli para politikalarına duyulan ihtiyaç, merkez bankalarının daha yüksek derecede bağımsız olmalarını önermiş ve küresel enflasyonun düşmesine katkıda bulunmuştur (Pruski and Szpunar 2008). Merkez bankalarının artan bağımsızlığı sadece para politikası uygulamalarını iyileştirmekle kalmamış, aynı zamanda parasal aktarım mekanizmasının doğasında bir evrim olarak görülmüştür. Para politikası artık ekonomiyi daha çok enflasyon beklentileri ve döviz kurları üzerinden etkilemektedir (Bean 2007). Sermaye kontrollerinin olmadığı bir ekonomide para politikasının etkililiği, ülkede uygulanan döviz kuru rejimi ile yerli ve yabancı finansal varlıklar arasındaki ikame derecesine göre belirlenmektedir (TCMB, 2013).

6. Finansman Kaynakları

Finansal aracılık işlemlerinin az geliştiği ve yatırımların iç kaynaklarla finanse edildiği ülkelerde, para politikası değişikliklerinin toplam talep üzerinde yaratacağı etkinin daha düşük olması beklenmektedir (TCMB,2013).

7. Hanehalkı ve Firmaların Yapıları

Para politikasının hanehalkları ve firmaların borçlanma ve harcama davranışları üzerindeki etkisi bunların genel finansal durumlarına göre şekillenir. Hanehalkları ve firmaların bazılarının güçlü, bazılarının zayıf finansal yapıya sahip olması, para politikasının etkilerinin tahmin edilebilirliğini azaltır (Kamin ve diğerleri 1998).

Finansal aracılığın gelişmemiş, hanehalkları ve firmaların, yatırım ve harcamalarını genellikle iç kaynaklarla finanse ettiği ekonomilerde, para politikasının toplam talep üzerindeki etkisi daha azdır. Ekonomiler geliştikçe

finansal aracilar 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. Finansal piyasalar geliştikçe, firmaların ve hanehalklarının varlık portföylerin çeşitlenmesi ve para politikalarına duyarlılığının artması beklenir (Kasapoğlu, 2007).



IV. TÜRKİYE’DE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Türkiye Merkez Bankası, Türkiye’de aktarım mekanizmasını 2001 Yılı Öncesi ve 2001 Krizi Sonrası Parasal Aktarım Mekanizması dönemleri olarak baz almıştır. 2001 yılı öncesi, Türkiye’de krizlerin ve yapısal kırılmaların çok sık yaşandığı bir dönemdir. Bu dönemde Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işleyişi açısından diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir süreç görülmektedir. Enflasyonun kontrolü ve finansal istikrarın sağlanması amacıyla temel politika aracı olarak nominal döviz kurunun kullanıldığı bu dönemde, sabit veya yönetilen döviz kuru rejimine dayalı bir para politikası uygulanmıştır. Takibinin kolay olması ve enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik bilgi içermesi nedeniyle, ekonomik birimlerin beklentileri döviz kuru hareketlerine dayanmaktadır. Bu doğrultuda, fiyatlama davranışları büyük ölçüde döviz kuruna endekslenmiştir. Krizden sonra uygulamaya konulan kapsamlı ekonomik program, Türkiye ekonomisi açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Program, bankacılık ve kamu sektörünün yeniden yapılandırılması ile enflasyon ve ülke riski gibi tarihsel süreç içinde ortaya çıkan önemli sorunları ortadan kaldırmaya yönelik uygulamalarla ekonominin kırılma eğilimini büyük ölçüde azaltmıştır. Yapısal dönüşüm sürecinin temel ayaklarından birini 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklikler oluşturmuştur. Bu kapsamda, TCMB’nin temel amacı “fiyat istikrarını sağlamak” olarak belirlenmiş, ayrıca Bankaya uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan seçme yetkisi verilerek araç bağımsızlığı sağlanmıştır. TCMB, bu tarih itibarıyla araç bağımsızlığının beraberinde getirdiği hesap verme sorumluluğu doğrultusunda iletişim ve şeffaflığı politika uygulamalarında ön plana çıkarmıştır.

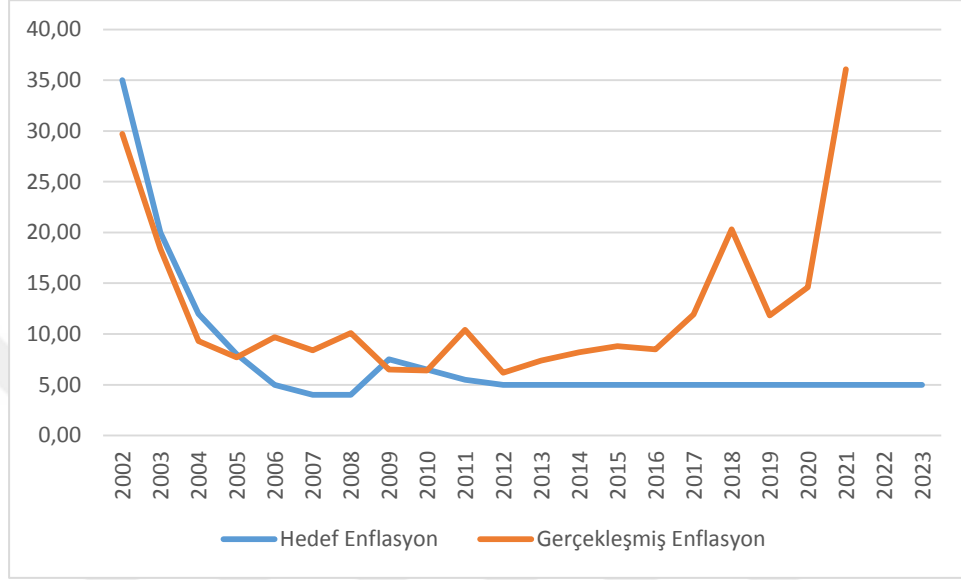
Ancak üsteki iki döneme 2021 veya COVID19 dönemi sonrası finansal kriz de eklemek mümkündür. Bu kriz “Türkiye döviz ve borç krizi” diye adlandırılmaktadır. Türk Lirası’nın (TL) değer kaybetmesi, yüksek enflasyon, artan borçlanma maliyetleri ve buna bağlı olarak artan kredi temerrütleri ile karakterize dilmektedir. Krize, Türkiye ekonomisinin aşırı cari açığı, büyük

miktarda özel döviz cinsi borcu ve faiz oranı politikasındaki uyumsuzluklar bu krizi tetiklemiştir. Kriz, para biriminde büyük devalüasyon dalgaları içinde öne çıkarken sonraki aşamalar, kurumsal borç temerrütleri ve son olarak ekonomik büyümenin daralması ile karakterize edilmiştir. Enflasyon oranı çift hanelerde kalırken stagflasyon ortaya çıkmıştır. Kriz, büyük ölçüde dış borçlanma, kolay ve ucuz kredi ve hükümet harcamalarıyla beslenen bir inşaat patlamasına dayanan ve hükümetler altında aşırı ısınan ekonomik büyüme dönemini sona erdirmiştir (DBpedia,2021).

2001 yılında Merkez Bankası mevzuatlarında yapılan reformlar, para politikasının temel amacını fiyat istikrarının temel taşı olarak tanımlamıştır. Reformlar, bankanın bağımsızlığını sağlamakta ve kamu fonlarının banka kaynaklarına tahsis edilmesini engellenmiştir. Söz konusu süreçte Türkiye'nin hukukta önemli ilerleme kaydettiğini ve uluslararası standartlara uygun olarak merkez bankası bağımsızlığını geliştirdiğini bildirdi Banka'nın bağımsızlığı, yeni para politikasının ve diğer enflasyonun güvenilirliğini artırdı. 2002 yılından bu yana talep ve enflasyon için kısa vadeli faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulması merkez bankalarının temel stratejisi olmuştur. Banka, önerilen Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizini belirlemeye başlamıştır. Banka, 2004 yılı sonunda borçlanma faiz oranını Nisan 2006'da yüzde 13'ten yüzde 13,25'e indirmiş, ardından finansal piyasada Eylül 2007'de ise yüzde 17,50 artırmıştır. 2007'nin ardından yılın başında toparlanmaya başladı. Ancak Mayıs 2008'de hafif bir artış oldu (Awili ve Ahmed 2019:34). 50 baz puanının ardından 2008 yılı mayıs ayı sonunda faiz oranları yüzde 15,75 oranında artmıştır (yüzde 19,75 faiz oranı). Yüksek enflasyon ve olumsuz beklentiler göz önüne alındığında, para politikası kararlarının yıl boyunca uygulanmasının mümkün olduğunu göstermektedir. Faiz oranı kararlarının etkisi, kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkilerinden kaynaklanmaktadır. Politika ve piyasa büyümesi arasındaki ilişki, hem iletim sisteminin hem de merkez bankasının kredibilitesini etkiler. Merkez bankası gecelik faiz oranı ile İstanbul tahvil fiyatları arasındaki ilişkiye sezgisel bir bakış, her iki oranın da zaman içinde aynı yönde hareket ettiğini ve piyasa risklerine maruz kaldığını göstermektedir (Cömert, Olçum ve Yeldan 2011:459).

Günümüze gelince Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) resmi raporuna göre enflasyon hedefi %5 olmasına rağmen, Türkiye'nin 2021 yılı yıllık enflasyonu %36,08 olarak gerçekleşmiştir.

2002 yılı baz alındığında, TCMB ve Hükûmet tarafından hedeflenen ve reelde gerçekleşmiş olan enflasyon oranları aşağıdaki şekilde sunulmuştur:



Şekil 9. Hedeflenen ve Gerçekleşmiş Enflasyon (TCMB, 2021):

Kaynak: TCMB; 2022

Şekil 9’da görüldüğü üzere hedeflenen enflasyon ile gerçekleşmiş olan enflasyon arasında 2002-2005 arası başarılı olsa da genel olarak sapma ve tutarsızlık söz konusudur. Başka bir deyişle TCMB’nin enflasyon ile mücadele yönünde aldığı tedbirler pek isabetli olmamıştır.

V.LİTERATÜR TARAMASI

Piyasa faiz oranı düzenlemesi veya yapışkanlık, piyasa faiz oranlarının resmi faiz oranı gibi diğer faiz oranlarındaki değişikliklere tepkisini tanımlamak için kullanılabilir. Resmi faiz oranındaki bir değişiklik, oranları yapışkan olan piyasalarda daha az etki bırakmaktadır. Ayrıca çalışmalarda kısa vadede ve uzun vadede ayarlamalar arasında ayırım yapıldığını görmekteyiz (Cottarelli & Kourelis, 1994).

Örneğin ABD bankacılık sektörü faiz oranı ayarlamasına odaklanan (Hannan ve Berger, 1991) ve (Neumark and Sharpe 1992), (Cottarelli and Kourelis 1994b) ve (Cottarelli, Ferri, and Generale 1995) çalışmalarının ardından, faiz oranlarının piyasada yapışkanlık derecesini ölçmeye yönelik ampirik çalışmaları hızlı artmıştır. Daha sonra bu konu (Kleimeier and Sander 2006), (Charoenseang and Manakit 2007), (Aydin 2007), (Egert, Crespo-Cuaresma, and Reininger 2007), (Kwapil and Scharler 2010), (Aziakpono and Wilson 2013), (Grigoli and Mota 2015), (Ulate 2020), (Gregor, Melecký, and Melecký 2021) tarafından ele alınmış, farklı sonuç ve analizler önerilmiştir.

Söz konusu konuda yapılan ampirik çalışmalar genellikle dörde ayrılmaktadır (Aziakpono and Wilson 2013):

- Eksik geçişkenlik, yani politika oranındaki bir değişikliğe piyasa faiz oranlarının bire bir yansımından daha az etkilenmiştir.
- Zaman içinde hem bir ülke içinde hem de ülkeler arasında geçişkenliklerde önemli farklılıklar vardır.
- Faiz oranlarında yaşanan geçişkenlikler, kullanılan faiz oranı türüne göre değişir.
- Asimetrik analiz ve ayarlamayı dikkate alan çalışmalar genellikle asimetriye dair çok miktarda kanıt sunar, ancak kanıtlar ülkeler arasında ve zaman içinde çeşitlilik gösterir.

Bu farklılar çeşitli sebeplerden dolayı meydana gelmektedir. Örneğin ülkelerin ekonomik yapısı, piyasada oranlarının yapışkanlık seviyesi, asimetrik bilgi gibi faktörler bunlar arasında sayılabilir.

Finansal sistemin yapısı, faiz oranı ayarlamalarını ve geçişkenliğini etkilemektedir. Ülkelerin mali yapısı, bankacılık sistemi içindeki ve bankalar ile diğer araçlar arasındaki rekabetin derecesi ile ilgilidir. Rekabetçi bir piyasada, kâr maksimize edici davranış, bankaların oranlarını piyasa koşullarındaki değişikliklere hızlı bir şekilde ayarlamalarını gerektirir. Ancak piyasa işleyiş ve giriş-çıkışı zayıfsa (örneğin, giriş engelleri veya banka dışı araçların rekabetinin olmaması nedeniyle) verimsizlik cezalandırılmayacak ve banka faiz oranları daha rigid ve katı olacaktır (Thompson 2006) ve (Cottarelli & Kourelis, 1994).

Ayrıca yüksek düzeyde yoğunlaşmış veya gelişmiş bir bankacılık piyasasında bankaların oligopolcü davranışı, faiz oranlarının asimetrik olarak resmi orandaki bir artışa veya azalışa göre ayarlanmasına neden olabilir. Faiz oranlarının asimetrik ayarlanması, birbiriyle ters olan bankaların gizli anlaşması veya müşteri ters tepkisi şeklinde iki hipotez ile açıklanabilir (Neumark and Sharpe 1992), (Schwartz 1995) ve (De Bondt 2005).

Bankaların gizli anlaşması veya işbirlikçi davranış hipotezi, resmi faiz artırıldığında mevduat faizlerinin sert bir şekilde yukarı doğru hareket edeceğini, resmi faizin düşmesi durumunda ise borç verme faizlerinin sert bir şekilde aşağı doğru hareket edeceğini öne sürmektedir. Öte yandan, müşterinin ters tepkisi veya olumsuz müşteri tepkisi hipotezi, resmi faizin düşürülmesi durumunda mevduat faizlerinin katı bir şekilde aşağı doğru hareket edeceğini, resmi faizin artması durumunda ise borç verme oranlarının katı bir şekilde yukarı hareket edeceğini açıklar.

Asimetrik bilgiye dayalı faiz oranı katılığında ise bankalar, temerrüt riskini çok yüksek olarak algıarlarsa, borç verme ve mevduat faiz oranları arasında büyük bir fark ayarlayacaklardır. Bu fark çok büyükse piyasa borç verme oranı, faiz oranlarındaki küçük değişikliklere nispeten duyarsız kalacaktır (Stiglitz and Weiss 1981).

Son olarak, finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, faiz oranı ayarlamasının derecesini etkiler. İyi gelişmiş bir finansal sistem, yatırımcılar ve tasarruf

sahipleri için alternatif finansal araçlar ve araçlar sunar, böylece banka kredileri ve mevduatlarına alternatif yatırım veya finansman kaynakları sağlar. Alternatif finansman veya yatırım kaynakları arasında Hazine bonoları için aktif ve geniş piyasalar, uzun vadeli tahviller (hem devlet hem de özel) ve aktif bir borsa yer alır. Böyle gelişmiş bir finansal sistemde, hiçbir finansal aracı mutlak piyasa gücüne sahip değildir ve faiz oranları piyasa koşullarındaki değişikliklere cevap vermede daha esnektir.

Yukarıdaki tartışma, ülkeden ülkeye değişen çeşitli faktörlerin piyasa faizlerinin yapışkanlığına neden olabileceğini göstermektedir. Ayrıca, finansal ortam değiştiğinde, yapışkanlık derecesi de o ülkede değişecektir. Bu varyasyonlar, para politikasının kalibrasyonu ve yürütülmesi için kritik öneme sahiptir. Sıralanan bu sebeplerden dolayı resmi faiz oranları ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki, büyük bir ampirik literatüre sahiptir. Aşağıda bazı ampirik çalışmaların gözden geçirilmesi yer almaktadır.

Kredi kanalı başlığında vurgulandığı üzere (Bernanke and Gertler 1995) geleneksel parasal yaklaşıma üç eleştiri getirerek para politikasının dayanıklı mal harcamaları üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu, kredi ve dış finansman primindeki değişimlerin ve para politikasının uzun vadede reel faiz oranları üzerinde sınırlı etkiye sahip olmasına rağmen, konut yatırımlarını etkileyeceğini öne sürerek yeni bir bakış açısı geliştirmiştir.

(Hannan and Berger 1991) ve (Neumark and Sharpe 1992) mevduat faizlerinin yapışkanlığını ilk inceleyenlerdir. Bireysel borç verme oranları için tam ve anında geçişkenliği varsayarak mevduat piyasasındaki piyasa gücünün ABD'deki mevduat oranlarının yapışkanlığı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu incelemeler neticesinde mevduat faizinde asimetrik ayarlama bulmuşlardır buna göre; bankalar mevduat faizlerini aşağı çekmekten daha yavaş bir şekilde yukarı yönde ayarlamaktadırlar ve bu da bankaların mevduat piyasasındaki gücüne bağlanmıştır.

(De Bondt 2005), çalışmada faiz oranı geçişkenliğini Euro bölgesi için 1999-2005 arası dönemi ampirik olarak incelemiştir. Bu çalışmada resmi faiz oranının uzun vadede piyasa faizi üzerinde nasıl bir etki bıraktığını gecelik faiz

oranlarını kullanarak incelemiştir. Sonuçlara göre; resmi faiz oranları ile devlet tahvili getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

(Kwapil and Scharler 2010) çalışmalarında, politika faizlerinden perakende faiz oranlarına geçişkenliğini zayıf ve potansiyel olarak eksik olduğunu yapışkan fiyat varsayımı modeliyle analiz etmişlerdir. Bu çalışmada Euro bölgesi ve ABD'deki faiz oranı geçişkenliği ampirik olarak incelenmiş ve karşılaştırılmıştır. Ampirik analizimizin bu sonucu, örneğin Euro bölgesinde olduğu gibi banka tabanlı finansal sistemler için özellikle uygun olabileceğini göstermektedir. Bununla birlikte, toplam talebin perakende faiz oranlarına ne ölçüde duyarlı olduğu açık olmadığından, niceliksel sonuçların biraz dikkatle yorumlanması önerilmiştir. Bu çalışmada Ocak 1995 ile Eylül 2003 arası mevsimsel verileri ve (ADL) modeli kullanılmıştır.

(Sheefeni 2013) çalışmasında Namibya'da politika faiz oranlarından ticari banka faiz oranlarına ve ticari banka faiz oranlarından ticari banka perakende faiz oranlarına geçişkenlik derecesini ve hızını incelemiştir. Çalışma, 1998:01 ile 2012:12 dönemini kapsayan aylık veriler üzerinde durmuştur ve yöntem olarak hata düzeltme modeli ve VAR modeli kullanılmıştır. Sonuçlara göre faiz oranı geçişkenliğinin eksik olduğu, ancak uzun vadede borç verme faiz oranlarının kısa vadedeki geçişkenliğine kıyasla nispeten daha düşük olduğu ortaya konulmuştur. Ancak mevduat faiz oranlarının kısa vadeli geçişkenliği eksik olmakla birlikte orta düzeydedir. Politika faizlerinden ticari banka faizlerine olan yapışkanlık düzeyi kısa vadede daha yüksek ve uzun vadede borç verme faiz oranları için daha düşüken mevduat faizi yapışkanlığı kısa vadede orta ve uzun vadede nispeten daha düşüktür. Bu çalışma sonuçlarına göre Namibya'da piyasa nispeten etkin çalışmış, bazı durumlarda faiz oranı geçişi neredeyse tamamlanmıştır.

(Marotta 2009), çalışmasında piyasa oranlarının kısa vadeli ticari borç verme oranlarına geçişgenliğinin boyut ve derecesini ölçmüştür. (Marotta 2009) birden fazla bilinmeyen yapısal kırılmaya izin vererek dört Avrupa Birliği ülkesinde ve Birleşik Krallık'ta iki tane ve diğer beş ülkede bir tane bulmuştur. Çalışmaya göre son dönemde tahmini denge geçişi ortalama olarak daha eksik gerçekleşmiştir ve bu sadece para politikasının etkinliğinin az olduğunun bir işareti olarak yorumlamıştır. Bu sonuç, para piyasası oranlarındaki oynaklığın

azalmasının, belirsizliği azaltacağı ve dolayısıyla politika faizi değişikliklerinin perakende oranlara transferinin kolaylaşacağı şeklinde yorumlanabilir.

(Aydın, 2007) çalışmasında Türkiye için 2001-2005 aylık verilerini ele almıştır. (Aydın, 2007) banka düzeyindeki mikro verileri kullanarak konut, nakit ve otomobil kredileri için borç verme oranlarının para politikası faiz oranlarına uyarlanma hızını ve oranını incelemiştir. Bu çalışmada eşbütünleşme testleri ve eşbütünleşme vektörü tahmini modelleri kullanılmıştır. Kredi genişlemesi sonrası dönemde daha belirgin olan kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla merkez bankasının kredi piyasası üzerinde kontrolü lehine kanıtlar bulunmuştur. Tahmin sonuçları, kurumsal kredilerin politika faizindeki değişimlere duyarlı olmadığını, nakit ve taşıt kredilerinin faiz oranlarının politika faizine duyarlı olduğunu ortaya koymakta, konut kredilerinin ise politika faizine aşırı duyarlılık göstermekte olduğunu kanıtlamaktadır.

(Gambacorta 2004) çalışmasında İtalya banka faiz oranlarını dikkate alarak sistematik bir şekilde hem mikro hem makroekonomik hem de banka kredi kanalı ele alarak analiz yapmıştır. İtalyan bankalarından oluşan bir örnekleminden elde edilen sonuçlar, bankacılık faiz oranlarındaki geçişkenliğin yalnızca kısa vadede var olduğunu göstermektedir. Çalışma sonucunda İtalya literatürüyle tutarlı olarak likit ve finansal açıdan iyi durumda olan bankaların kısa vadeli borç verme faiz oranları para politikası şokuna daha az tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca uzun vadeli kredi verme oranı yüksek olan bankaların fiyatlarını daha az değiştirme eğiliminde olduğunu savunmaktadır. Cari hesap faiz oranlarındaki geçişkenlikteki heterojenlik, esas olarak bankaların pasif yapısına bağlıdır. Bankanın büyüklüğü ile hiçbir zaman alâkalı değildir.

(Chatziantoniou, Gabauer, and Stenfors 2021) çalışmalarında 2005 ve 2020 yılları arasında Dolar, Euro, JPY ve GBP üzerinde 1 yıllık swap faiz oranını dikkate alarak quantile modeli kullanarak araştırmışlardır. Bu çalışmada yüksek düzeyde entegre olunmuş bir uluslararası finansal sistem içinde para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini ele alarak faiz oranı değişiklikleri etkisi incelenmiştir. Baz alınan dönemler arasında 2009 (2007-08'den sonra) ve 2012 (ekonomilerde kredi genişliğinin sona ermesi dönem) dikkate alınmıştır. Bu dönemlerde Dolar sürekli olarak diğer tüm para birimlerine geçişkenlik yapmıştır. Konvansiyonel olmayan para politikası parasal genişleme şoklarının sadece

yurtiçi değil aynı zamanda yabancı (İngiltere, Almanya ve Japon) tahvil vadeli primlerini de düşürdüğü sonucuna varmışlardır. GBPnin de bir ağ iletme ve alma rolü arasında bir zaman geçişine sahip olduğu görülmektedir. 2016 Brexit referandumundan sonra GBP açıkça bir net transmitting rolü'ne geçmiştir. COVID-19 salgınından bu yana GBP, yalnızca çok düşük (veya negatif) faiz oranı değişikliği için net bir alıcı rolüne sahiptir. JPY'nin baz alınan dönemi boyunca kalıcı bir çok net alıcısı olduğuna dikkat çekilmiştir. Japonya, 1990'lardan bu yana düşük faiz oranı ile karşı karşıyadır.

(Gomez et al. 2021) çalışmalarında bankaların faiz oranı riskine veya gelir açığına maruz kaldığı nakit akışı, para politikasının banka kredilerine ve reel faaliyetlere aktarımının önemli bir belirleyicisidir. Fed Fon oranı yükseldiğinde, daha büyük bir gelir açığı olan bankalar daha güçlü kazançlar elde eder ve kredilerini diğer bankalardan daha az daraltırlar. Bu bulgu, para politikasının banka kredilerine aktarımını etkilediği bilinen faktörlerin kontrol edilmesi için sağlamdır. Ayrıca, firmaya özel kredi talebini kontrol ettiğimizde bile kredi düzeyindeki verileri tutar. Para politikası sıkılaştığında gelir açığı daha büyük olan bankalardan borç alan firmalar, yatırımlarını diğer firmalara göre daha az azaltır.

Çizelge 1. Literatür Özeti

Çalışma	Ülke	Politika Oranı	Market Faiz Oranı	Dönem	Metodoloji	Sonuç
(Chatziantonio u et al. 2021)	ABD, Japonya, İngiltere	1 yıllık swap faiz oranını	Döviz kurları	2005-2020	Quantile VAR	Dolar sürekli olarak diğer tüm para birimlerine geçişkenlik yapmıştır.
Kwapil & Scharler, 2010)	ABD ve EURO	3 aylık para piyasası oranı	Depozite ve borç verme oranı	1995-2003	ARDL ve eşbütünleşik	ABD'de PT, DR için hemen hemen tam geçişkenlik vardır, ancak LR ve PT için yoktur. Euro bölgesinde PT eksik ve DR ve LR için simetrik ilişki ve geçişkenlik mevcuttur.
(Marotta 2009)	9 Avrupa ülkesi ve İngiltere için	1 aylık ulusal bankalararası faiz oranı	Ulusal kısa vadeli işletme kredi oranı	1994-2003	ARDL ve eşbütünleşik	Genellikle eksik geçişkenlik bulgularına rastlamıştır.
(Sheefeni 2013)	Namibya	3 aylık para piyasası oranı	Uzun vadeli oranlar-borç verme ve mevduat oranları; kısa vadeli faizler ve 91 günlük Hazine bonosu faizi ve REPO faizi,	7998-2012	Eşbütünleşik (Johansen)	Bazı faiz oranı geçişkenliğinin eksik ancak bazılarında hemen hemen tam olmuştur.
(Aydin 2007)	Türkiye	para piyasası oranı	Borç verme oranı, konut, nakit ve otomobil kredileri	2001-2005	eşbütünleşik model	Kısa dönem geçişkenlik genellikle zayıf ve eksik ancak uzun dönem geçişkenlik güçlü ve tam olarak gerçekleşmiştir.
(Gambacorta 2004)	İtalya	İtalya bankasının repo oranı ve ECM faiz oranı	Kısa dönem borç verme oranı ve depozito oranı	1993-2001	GMM modeli	Borç verme oranında geçişkenlik tam ancak depozito oranında eksik olarak gerçekleşmiştir.

VI. METEDOLOJİ VE BULGULAR

Bu çalışma, mümkün olan en geniş piyasa oranlarını kapsayan faiz oranlarına odaklanarak Türkiye’deki para politikasının yapısı içinde faiz oranının geçişkenlik derecesini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu bağlamda veri seti ve analizi için (Marotta, 2009) ve (Aziakpono ve Wilson, 2013) takip edilmektedir.

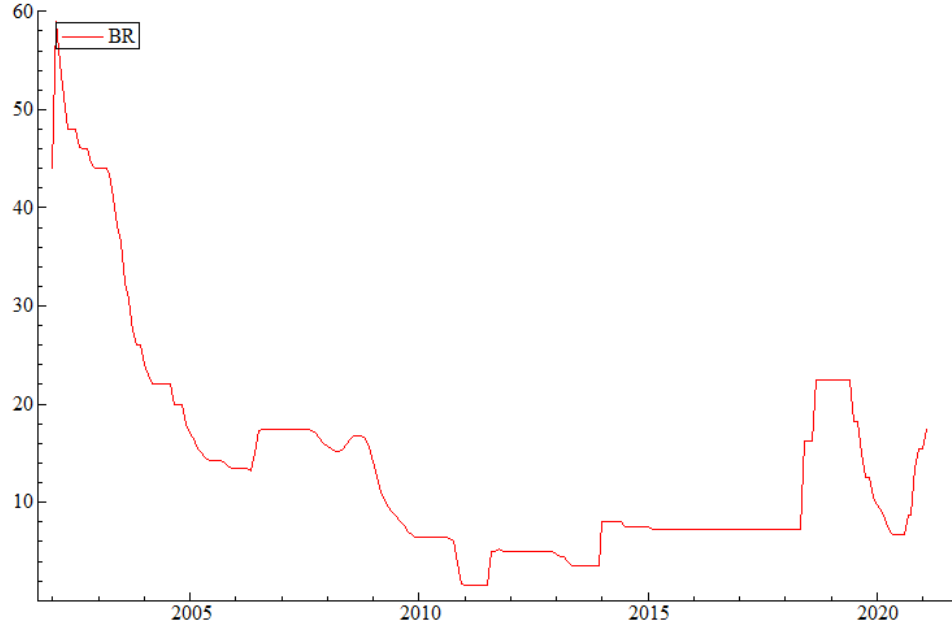
Türkiye’de TCMB resmi faiz oranındaki hareketin geçişkenliği ve piyasa faiz oranlarına etkisinin incelendiği bu çalışmada mümkün olduğu kadar çeşitli ve önemli olan piyasa faiz oranlarını kullanmak hedeflenmiştir. (Aziakpono & Wilson, 2013) aşağıdaki faiz oranlarını önermiştir:

- Banka Faiz Oranı (BR)
- Devlet Tahvili Getirisi (GBY)
- Mevduat Oranı (DR)
- Borç Verme Oranı (LR)
- Para Piyasası Oranı (MMR)
- Hazine Bonosu Oranı (TBR)

Çizelge 2. de kullanılan altı zaman serisi ve veri kaynakları yer almaktadır:

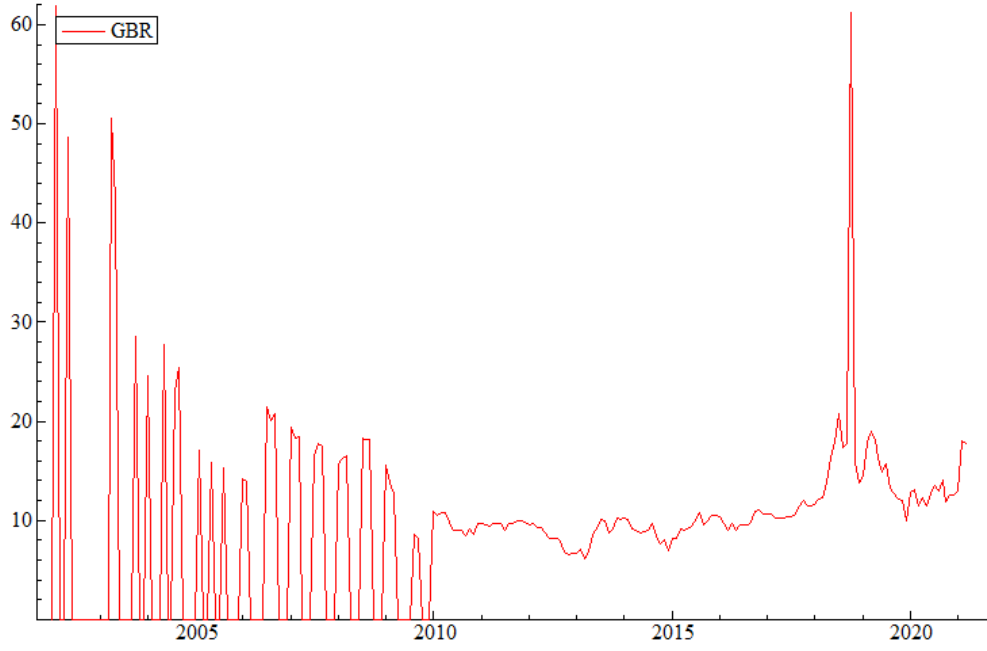
Faiz Oranları	Tanımlamalar	Kısaltma	Veri Kaynağı
Banka faiz oranı	TCMB’nin ticari senetleri ticari bankalara iskonto ettiği oran	BR	IMF
Borç verme oranı	Büyük ticari bankaların birincil borç verme oranları (Türk lirası üzerindeki tüketici iniş oranı)	LR	TCMB
Para piyasası oranı	Merkez Bankası Politika Oranı: Bankalararası mevduat oranı: Anında Kurlar: 24 Saatten Az: Para Arama/Bankalararası Türkiye Oranı	MMR	FRED
Hazine bonosu oranı	91 günlük Hazine Bonosu İhale oranı	TBR	Investing.com
Devlet tahvili getirisi	Uzun Vadeli Devlet Tahvili Getirileri (Türkiye 10 Yıllık Tahvil Faizleri)	GBY	FRED ve Investing.com
Mevduat oranı	Kısa vadeli ihbarlı sabit mevduat faizi	DR	IMF

Ele alınan seriler Ocak 2002'den Mart 2021'e kadar olan dönemi kapsamaktadır. Serilerin grafik ve genel özellikleri Grafik 1'de gösterilmiştir:



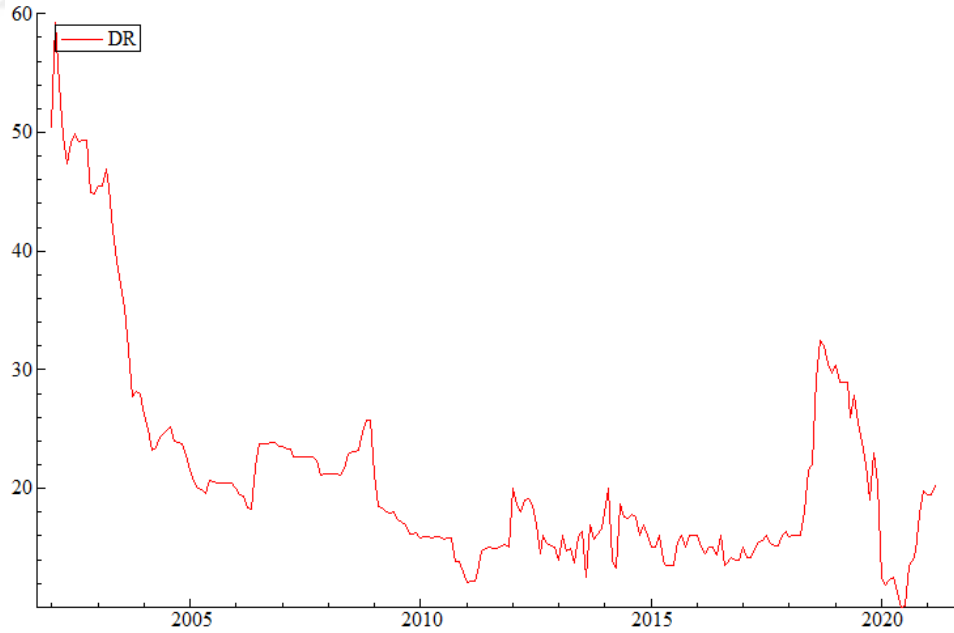
Şekil 10. Banka faiz oranı

Üsteki grafik TCMB'nin ticari senetleri ticari bankalara iskonto ettiği oranı göstermektedir. Bu serinin ele alınan dönem içerisindeki standart sapması 11,48 ve ortalaması 14,12'dir. Bu seri 2014 kadar azalarak ve 2014'den 2018 kadar nispeten istikrarlı ve 2018'den sonra dalgalı bir seyir izlemiştir. Baz alınan dönemde 2002 yılında %59 ile maksimum ve 2011 yılında %1,5 olarak minimum değeri almıştır. Seri sağa çarpık ve basıklık katsayısı 5,9 olarak sivri olduğu anlaşılmıştır. Uzun vadeli devlet tahvili getirileri (Türkiye 10 Yıllık Tahvil Faizleri) veya GBR serisinde ortalama 9,7 ve standart sapma 9,17'dir. Minimum değer sıfır ve maksimum değer 61,97 olarak gerçekleşmiştir. Sağa Çarpık ve sivridir. Bu serinin istikrarlı bir seri yoktur ve dalgalı olarak görülmektedir.



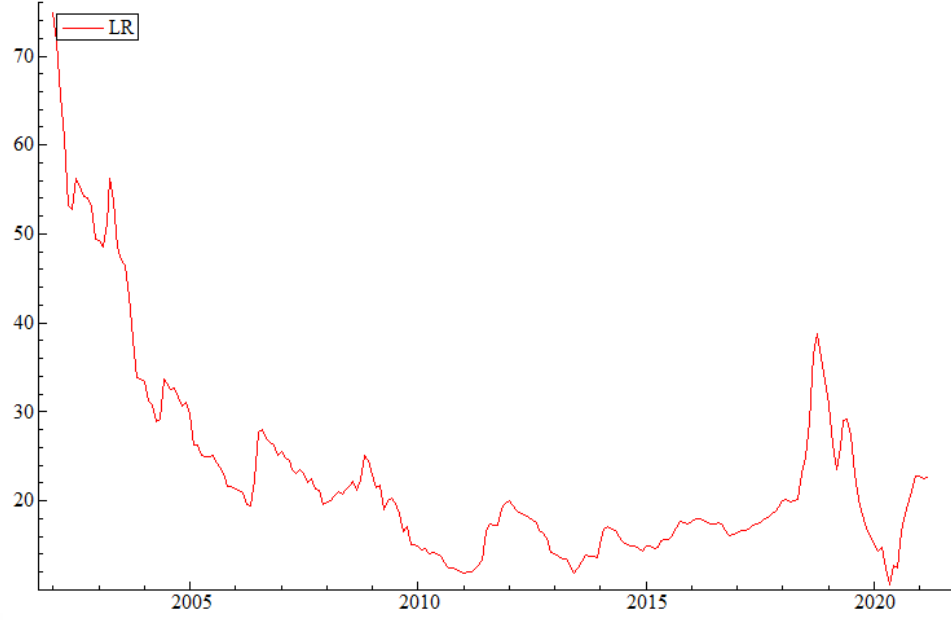
Şekil 11.Devlet Tahvili Getirisi

Kısa mevduat faiz oranı veya GBR'nin ortalaması 21.16 ve standart sapması 9,21, maksimum değeri 2002 yılında %59,23ve 2020m06 ayında %10 olarak gerçekleşmiştir.



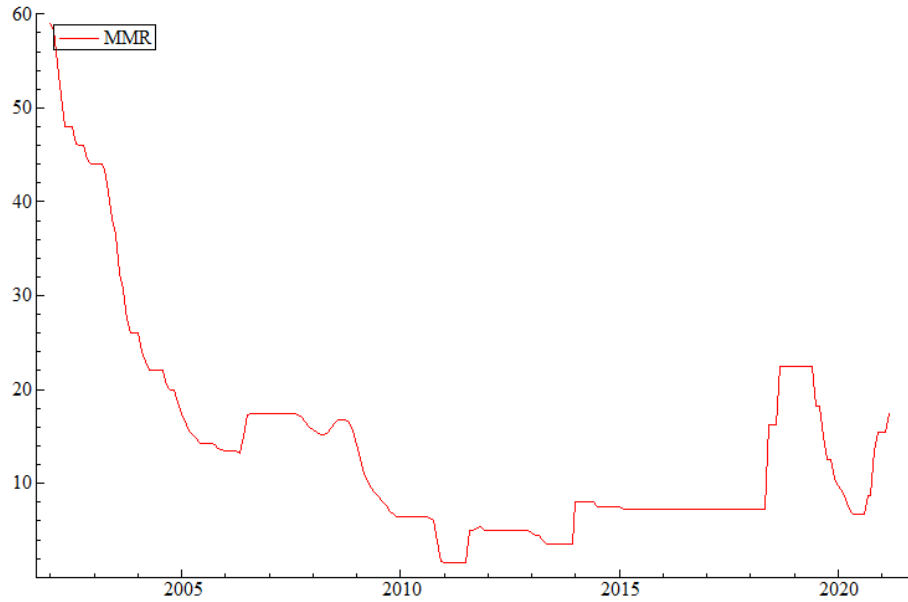
Şekil 12.Mevduat Oranı

DR serisi hafif sağa çarpık ve normalde sivridir. LR veya borç verme serisine bakılırsa ortalaması %23,18, 2002m01 ayında maksimum değer %74,88 ve 2020m06 ayında %10,61 alarak minimum değerini almıştır.



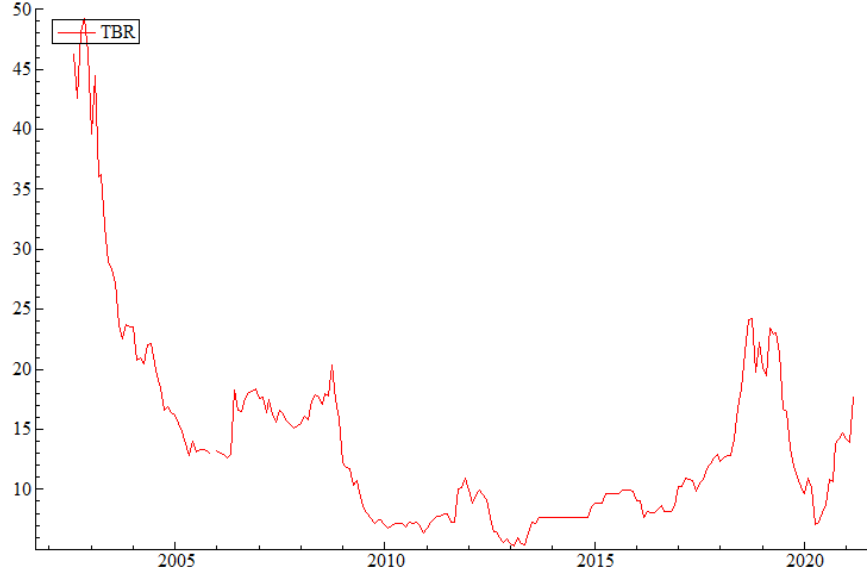
Şekil 13. Borç verme oranı:

Merkez Bankası Politika Oranı veya MMR serisi 2011 yılına kadar azalarak ilerlemiş 2011-2018 arası nispeten istikrarlı kalmış ancak 2018'den sonra tekrar yükselişe geçmiştir. Bu serinin ortalaması %14,21 ve standart sapması %11,67 olarak tespit edilmiştir. Bu seri hafif sağa çarpık ve basıklığı normalden sivridir.



Şekil 14. Para Piyasası Oranı:

TBR serisinin ortalaması 13,83 ve standart sapması 8,12, 2013m02 ayında 5,25 olarak minimum ve 2002m11 de 49 değeri ile maksimum değere ulaşmıştır.



Şekil 15. Hazine Bonosu İhale Oranı:

Bütün seriler 2002 yılında maksimum ve 2011'e kadar azalarak ilerlemiştir ve 2018 yılında tekrar artış ve dalgalanmaya geçmişlerdir. Verilerin tanımlayıcı istatistikleri Çizelge 3 da özetlenmiştir.

Çizelge 3. Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri¹:

	DR	GBR	LR	MMR	TBR	BR
Ortalama	20.22180	9.555541	21.96144	12.99929	13.81902	12.97797
Ortanca	17.99000	9.670000	19.38500	8.140000	10.99600	8.145000
Maksimum	49.37000	61.20000	56.23000	46.16000	49.20000	46.16000
Minimum	10.00000	0.000000	10.61000	1.500000	5.250000	1.500000
Standart	7.618250	8.095455	9.509452	9.660681	8.142349	9.639604
Sapma						
Çarpıklık	1.953550	2.014131	1.831559	1.676186	2.126320	1.685633
Basıklık	7.209913	12.84437	6.277326	5.938284	8.490898	5.993590

A. Korelasyon Analizi

Araştırmada korelasyon analizi, iki değişken arasındaki doğrusal ilişkinin gücünü ölçmek ve ilişkilerini hesaplamak için kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. Basitçe söylemek gerekirse korelasyon analizi, diğerindeki değişiklik nedeniyle bir değişkendeki değişiklik seviyesini hesaplar. Yüksek bir korelasyon,

¹ Seriler mevsimsellikten arındırılmıştır.

iki değişken arasında güçlü bir ilişkiye işaret ederken düşük bir korelasyon, değişkenlerin zayıf bir şekilde ilişkili olduğu anlamına gelir.

Çizelge 4. Korelasyon Matrisini (Serilerin Seviyesinde):

	BR	DR	GBR	LR	MMR	TBR
BR	1					
DR	0.9606 (0.000)	1				
GBR	0.015 (0.000)	0.024 (0.000)	1			
LR	0.961 (0.000)	0.950 (0.000)	0.048 (0.000)	1		
MMR	0.999 (0.000)	0.959 (0.000)	0.014 (0.000)	0.962 (0.000)	1	
TBR	0.964 (0.000)	0.951 (0.000)	0.011 (0.000)	0.942 (0.000)	0.964 (0.000)	1

Korelasyon testi sonuçlarına göre LR, %96,2'lik bir korelasyon ile MMR ile en yüksek korelasyona sahiptir. Onu yakından takip eden %96,1'lik bir korelasyon ile BR ve %95'lik bir korelasyon katsayısına sahip ve DR de BR ile oldukça yüksek oranda ilişkilidir. LR ve TBR arasındaki korelasyon da %94,2 ile çok yüksek olarak izlenmektedir. En düşük korelasyon %4,8 korelasyon katsayısı ile GBR ile. Korelasyon sonuçları, GBR dışındaki tüm faiz oranlarının LR ile yüksek düzeyde ilişkili olduğunu göstermektedir. Sonuçlar (Aziakpono ve Wilson, 2013)'in bulguları ile uyumludur. Serilerin değişiminin etkileşimini ölçmek için verilerin birinci farkını alarak korelasyon analizi yapılmıştır. Bu sonuçları 5 Çizelgesinde özetlenmiştir.

Çizelge 5. Korelasyon Matrisi (Serilerin Birinci Farkı):

	Δ_{BR}	Δ_{DR}	Δ_{GBR}	Δ_{LR}	Δ_{MMR}	Δ_{TBR}
Δ_{BR}	1					
Δ_{DR}	0.463 (0.000)	1				
Δ_{GBR}	0.051 (0.450)	-0.025 (0.705)	1			
Δ_{LR}	0.500 (0.000)	0.402 (0.000)	0.220 (0.000)	1		
Δ_{MMR}	0.982 (0.000)	0.460 (0.000)	0.082 (0.220)	0.520593 (0.000)	1	
Δ_{TBR}	0.329 (0.000)	0.269 (0.000)	0.061 (0.360)	0.267585 (0.000)	0.340 (0.000)	1

Çizelge 5'te gösterildiği gibi, Δ_{BR} ile Δ_{MMR} arasındaki korelasyon katsayısı 0,98 olarak en yüksek ilişkiyi sağlamış durumdadır. Δ_{MMR} ile Δ_{LR} arasında 0,52 ve Δ_{BR} ile Δ_{LR} arasında korelasyon katsayısı 0,50 olarak orta seviyede ilişki olduğu görülmektedir. Δ_{TBR} - Δ_{BR} arasında korelasyon 0,32,

Δ TBR- Δ LR ve Δ GBR- Δ LR korelasyonları sırasıyla %26 ve %22 olarak zayıf ilişki tespit edilmiştir.

B. Birim Kök Testi

Uzun ve kısa dönem analizi ve uygun analiz modeli için her bir serinin durağanlık derecesi ve bütünleşme (integrated) seviyesi belli olması gerekmektedir. Eşbütünleşme testi için tüm değişkenler durağan olmalı veya durağan yapılmalıdır. Bu amaç doğrultusunda birim kök testine başvurulmaktadır (Diamandis, Georgoutsos, and Kouretas 1996). Birim kök testi için ise arttırılmış Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testlerine başvurulmuştur. Bir seri d kez fark alındıktan sonra durağan hale geliyorsa, bu seri I(d) seviyesinde durağan veya d. dereceden bütünleşiktir. Çalışmamızda model tahmininden önce, değişkenlerde birim kökün varlığı ve derecesi sınanacaktır. Çizelge P serilerin birim kök test analizini göstermektedir.

Çizelge 6. Birim Kök Testi.²

Variables	ADF ³		PP ⁴	
	Sabitli	Sabitli ve trendli	Sabitli	Sabitli ve trendli
BR	-3.48(3)***	-3.94(1)**	-2.60(7)**	-1.83(6)
DR	-3.26(0)***	-3.32(6)**	-3.25(4)**	-3.01(4)
GBR	-3.74(8)***	-5.01(9)***	-12.85(2)***	-13.35(8)***
IR	-3.59(3)***	-3.33(2)**	-5.17(2)***	-4.27(2)***
MMR	-2.99(3)**	-2.41(3)	-4.39(9)***	-3.20(8)*
TBR	-5.57(6)*	-4.50(6)***	-4.29(5)***	-3.38(5)**

***, ** ve * sırasıyla %99, %95 ve %90 güvenlik aralığını göstermektedir. parantezler optimum gecikme sayısını gösterir.

Çizelge 6 sonuçlarına göre birim kök problemi olma hipotezi reddedilmiş ve baz alınan serilerin tümü seviyesinde I(0) durağan olduğu anlaşılmıştır. Bu nedenle, iki aşamalı Engle-Granger yöntemi ve hata düzeltme tabanlı testi kullanarak faiz oranları çiftindeki eşbütünleşmeyi analiz etmek için birkaç ekonometrik yöntem kullanılmıştır. Engle-Granger tahmininden önce korelasyon testine başvurulmuştur. Çizelge 4 ve Çizelge 5, orijinal (Seviye Serisi) faiz oranının korelasyonunu göstermektedir.

² Tüm seriler mevsimsellikten arındırılmıştır

³ Schwartz Bilgi Kriterine göre

⁴ Bartlett Kernel'in kritik değerine göre

Aşağıdaki model birçok araştırmada özellikle (Marotta 2009) ve (Aziakpono & Wilson, 2013) tarafında ele alınmış olan temel modeldir.

$$MR_t = \alpha_0 + \alpha_1 BR_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Resmi faiz oranı TCMB tarafından dışsal olarak belirlenmektedir ve resmi faiz oranını ifade etmektedir. Piyasa faiz oranları, içsel olarak piyasa faiz oranları tarafından belirlenen MR_t ile ifade edilir (bizim çalışmada MMR, DR, LR, TBR ve GBY); ε_t stokastik hata terimidir. Ek olarak α_0 ve α_1 sırasıyla uzun dönem katsayılarıdır. Bu doğrultuda beş model ele alınacaktır:

Model 1: $LR_t = \alpha_0 + \alpha_1 BR_t + \varepsilon_t$

Model 2: $MMR_t = \alpha_0 + \alpha_1 BR_t + \varepsilon_t$

Model 3: $TBR_t = \alpha_0 + \alpha_1 BR_t + \varepsilon_t$

Model 4: $DR_t = \alpha_0 + \alpha_1 BR_t + \varepsilon_t$

Model 5: $GBR_t = \alpha_0 + \alpha_1 BR_t + \varepsilon_t$

Serinin seviyelerde durağan olduğu durumda, model sıradan en küçük kareler (OLS) yöntemi kullanılarak test edilir. Değişkenler $I(0)$ ve $I(1)$ kombinasyonunda durağan ise ARDL sınır testi uygulanabilir. Birim kök test sonuçlarına göre hemen hemen tüm seriler seviyelerinde durağandır, bu nedenle serilerin eşbütünleşik olup olmadığını belirlemek için en küçük kareler (OLS) yöntemi ve iki aşamalı (Engle and Granger 1987) yöntem kullanılacaktır. Çalışmada faiz oranlarının geçişkenliği ve birbirleriyle nasıl etkileşime girdiğini anlamak için üç yöntem kullanılmıştır. α_1 değerinin $0 \leq \alpha_1 \leq 1$ olması durumu; geçişkenliğin eksik ve yavaş olduğu anlamına gelmektedir. α_1 sıfıra yakın olduğunda geçişkenlik zayıf, geçişkenlik tam ve birden büyük ise aşırı geçişkenlik olduğu söz konusu olmaktadır. Yüksek değiştirme maliyetleri, asimetric bilgi, piyasa kusurları, sabit menü maliyetleri ve olumsuz müşteri tepkileri nedeniyle $\alpha_1 = 1$ değeri olası durum değildir. Bu durum, bankaların kredi arzını azaltmak yerine asimetric bilgidan kaynaklanan daha yüksek riskleri telafi etmek için daha yüksek faiz oranlarına başvurmaları durumunda söz konusu olabilir (Bondt, 2005). Model (1)'deki ikili faiz oranı eşbütünleşme tahmin sonuçları Çizelge 7'de sunulmuştur:

Çizelge 7. Uzun Dönem Geçişkenlik Denge İlişkileri:

		α_0	α_1	Geçişkenlik seviyesi	EC_{-1}
Model 1	LR	9,27*** (29,27)	0,98*** (56,56)	Hemen hemen tam geçişkenlik	-0,14*** (-4,43)
Model 2	MMR	-0,12 (-1,21)	1,014*** (-0,12)	Aşırı geçişkenlik	-0,81* (-1,68)
Model 3	TBR	3,24*** (13,39)	0,81*** (54,53)	Eksik geçişkenlik	-0,17*** (-3,23)
Model 4	DR	10,13*** (45,01)	0,78*** (63,17)	Eksik geçişkenlik	-0,08*** (-3,59)
Model 5	GBR	8,64*** (9,02)	0,07 (1,42)	Hemen hemen geçişkenlik yoktur.	-0,32*** (-3,31)

Not: * ve *** işaretleri; Sırasıyla %10, %1 anlamlılık düzeyi ve parantezler t-istatistik değerini göstermektedir.

Çizelge 7’teki sonuçlar, tüm modellerde bütün serilerle BR arasında eşbütünleşme olduğunu göstermektedir. LR-BR ve MMR-BR aralarında tam girişkenlik gerçekleşmiştir. Hatta MMR-BR durumunda aşırı geçişkenlik olduğunu söylemek mümkündür. TBR-BR ve DR-BR durumunda ise güçlü geçişkenlik olduğu kanaatine varılmıştır. Ancak GBR-BR durumunda geçişkenlik yok denecek kadar azdır.

Üstte bahsedildiği gibi faiz oranlarını uzun dönemde birlikte ilişkilerini incelemek için eşbütünleşik analizine tabi tutulmuştur. Bu analiz sonuçları aşağıdaki Çizelgede özetlenmiştir.

Çizelge 8. kalıntılara dayalı (Residual-Based) Eşbütünleşik Testi

Değişkenler	Katsayılar		Katsayılar	
	Engle-Granger Eşbütünleşme Regresyonu (ADF'ye göre) (based on ADF)		Phillips-Ouliaris Eşbütünleşme Regresyonu (PP'ye göre)	
	$\hat{\tau}_5$	Z_6	$\hat{\tau}_7$	Z_8
BR	-6,86***	-123,16***	-6,82***	-122,20***
DR	-3,76	-32,84	-5,59***	-55,44***
GBR	-3,78*	-37,46*	-10,67***	-140,6***
LR	-4,31	-34,73	-4,41*	-36,37***
MMR	-6,84***	-120,69***	-6,83***	-120,04***
TBR	-6,17***	-63,49***	-6,16***	-62,89***

Not: ***, * işaretleri %1 ve %10 anlamlılık düzeyini temsil etmektedir.

Çizelge 8'e göre hem Engle-Granger hem de Phillips-Ouliaris eşbütünleşme regresyonları için tüm modellerde eşbütünleşik olmayan sıfır hipotezi reddedilmiştir. Böylece tüm değişkenler eşbütünleşiktir ve aralarında uzun dönem ilişki mevcuttur.

Çizelge 7 ve 8 sonuçlarına göre genel olarak iki aşamalı eşbütünleşme testi ve kalıntıya dayalı eşbütünleşme testleri aynıdır ve her ikisi de sıfır hipotezi (seriler eşbütünleşik olmaması) ret eder ve iki modelde baz alınan seriler arasında uzun dönem ilişki ve eşbütünleşme söz konusudur.

C. Bayesian VARs ve Etki-Tepki Fonksiyonları

Bayes analizinde, önsel dağılım, likelihood ve sonsal dağılım özellikleri ve değerleri çok önem arz etmektedir. Önsel dağılım, araştırmacıların araştırma ve ilgi parametreleri hakkındaki kendi düşünceleri ve parametreleri dışsal olarak modelle yansıtmaya olanağını tanmaktadır.

(Giannone, Lenza, and Primiceri 2015) ve (Marcellino, Carriero, and Clark 2012) hiperparametreleri en uygun şekilde seçmenin birkaç yolunu önerir. Aşağıdaki (Carriero, n.d.), hipotezlerimiz ve ayrıca önceki parametrelerin dikkate alınması, öncekinin temel katkı maddelerini oluşturan temel kovaryans matrislerini oluşturmak için yeni alternatiflerle iyileştirilmiştir.

⁵ T-stat

⁶ Normalized autocorrelation coeff.

⁷ T-stat

⁸ Normalized autocorrelation coeff.

Bayes analizinde önemli bir konu, ilgilenilen parametreler için önsel (prior) ve sonsal katsayılarının belirtilmesidir. Genel olarak önsel, sonsal analizi basitleştiren parametredir. Özellikle, sonuncunun bilinen bir dağılım ailesinden olduğu şekilde öncekinin belirtilmesi uygundur. Öncül olabilirlik fonksiyonu ile aynı dağılım ailesinden ise, buna önce doğal eşlenik denir ve sonuncusu da aynı aileden bir dağılıma sahip olacaktır. Örneğin, olasılık Gauss ise ve önceki de normalse, daha sonra tekrar normal bir dağılıma sahiptir. Litterman (1986) ve Doan, Litterman ve Sims (1984), bir VAR modelinin parametreleri için genellikle Minnesota önsel veya Litterman önsel olarak adlandırılan bir Gauss önselini önerir. Hiperparametrelerimiz Çizelge 9’te gösterilmiştir;

Çizelge 9. Bayesian VAR Hiperparametreleri ⁹:

AR (1)	0
μ_6	There is no initial observation dummies
λ_0	1
λ_1	0,1
λ_2	0,99
λ_3	1

Çizelge 9 ‘da, MMR’nin tüm dönemlerde BR’den gelen etkiye güçlü bir şekilde olumlu tepki vermiştir. LR ve TBR’nin tepkisi de ilk 10 dönemde olumlu güçlü olmuştur. DR2nin tepkisi başlangıçta güçlü olsa da genellikle zayıftır.

Çizelge 10. Serilerin BR’ye Tepkisi

Dönem	DRnin Tepkisi	GBR’nin Tepkisi	LR’nin Tepkisi	MMR’nin Tepkisi	TBR’nin Tepkisi
1	0.558642	0.647277	0.521434	1.029253	0.539487
2	0.513831	0.107235	0.524090	0.929002	0.568511
3	0.492518	-0.008916	0.533023	0.841921	0.573604
4	0.480823	-0.024941	0.541278	0.776879	0.564562
5	0.471103	-0.020054	0.545560	0.726156	0.547818
6	0.460367	-0.012453	0.544857	0.684559	0.527298
7	0.447862	-0.006095	0.539366	0.648849	0.505261
8	0.433757	-0.001515	0.529820	0.617046	0.482955
9	0.418513	0.001549	0.517112	0.587957	0.461047
10	0.402607	0.003487	0.502104	0.560863	0.439867
11	0.386441	0.004640	0.485542	0.535338	0.419563
12	0.370317	0.005268	0.468034	0.511122	0.400182

⁹ Litterman-Minnesota

GBR'nin BR'ye verdiği tepki başlangıçta pozitifdir ancak 3. dönemden sonra negatife dönüşmüş ve 9. dönemde tekrar pozitifte dönüşmüştür. Dolayısıyla istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu nedenle, GBR ve BR arasında önemli bir etkileşim ve geçişkenlik mevcut değildir.

Bu sonuçlar Çizelge 7'ün sonuçları ile tutarlıdır ve MMR ve BR arasında aşırı eksiksiz bir geçişkenlik mevcuttur. DR, GBR ve BR arasındaki geçiş zayıfken TBR-BR ve DR-BR arasındaki geçiş güçlüdür.



VII. SONUÇ

Ülke ekonomisinin en önemli aktörlerinden birisi para politikasından sorumlu olan merkez bankasıdır. Merkez bankaları para arzı ve faiz oranları üzerinde yaptığı değişiklikler vasıtasıyla tüm ekonomiyi özellikle GSYİH'i ve enflasyonu etkilemektedir. Bu bağlamda para arzı veya faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin piyasa faiz oranları üzerinde nasıl geçişkenlik göstereceği ve bu geçişkenliklerin makro ve mikro göstergeler üzerinde nasıl etki yaratacağı önem arz etmektedir. Zira faiz oranları arasındaki geçişkenlik parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini gösteren en önemli faktörlerden birisidir.

Bu tez çalışmasında, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası resmi faiz oranlarındaki değişim ile piyasa faiz oranları arasındaki geçişkenliğin derecesi ve Türkiye'deki ticari banka faiz oranlarının resmi faiz oranına verdiği tepkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, Ocak 2002-Mart 2021 döneminde Borç verme faizi, para piyasası faizi, banka faizi, hazine bonosu faizi, mevduat faizi ve devlet tahvili getirisi gibi altı faiz oranı serisi kullanılmıştır. Tüm veriler aylık ve mevsimsellikten ayarlanmıştır. Daha önceki çalışmalardan yola çıkarak ilk olarak serilerin korelasyon analizini, ikinci aşamada serilerin uzun dönem ilişki ve eşbütünleme analizi ve daha sonra faiz oranlarının banka oranına arasında etkileşimi etki-tepki fonksyonları ile Bayes vektör otoregresyonunu ve etki-tepki analizi yapılmıştır. Sonuçlar, faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ve banka faiz oranı ile para piyasası oranı, mevduat oranı (DR) ve borç verme oranı gibi üçüncü faiz oranları arasında güçlü bir korelasyon olduğunu göstermektedir.

Tüm modellerde tüm seriler BR ile eşbütünleşik olduğunu tespit edilmiştir. LR-BR ve MMR-BR aralarında tam geçişkenlik söz konusudur. Hatta MMR-BR durumunda aşırı geçişkenlik olduğunu söylemek mümkündür. TBR-BR ve DR-BR durumunda ise güçlü geçişkenlik olduğu kanaatine varılmıştır. Ancak GBR-BR durumunda girişkenlik yok denecek kadar azdır.

Etki-tepki fonksyonlarına göre, MMR'nin tüm dönemlerde BR'den gelen etkiye güçlü bir şekilde olumlu tepki vermiştir. LR ve TBR'nin tepkisi de ilk 10 dönemde olumlu güçlü olmuştur. DRnin tepkisi başlangıçta güçlü olsa da genellikle zayıftır.



VIII. KAYNAKÇA

KİTAPLAR

MCCONNELL, C. R., BRUE, S. L., ve FLYNN, S. M. (2009). Economics: Principles, problems, and policies. Boston: McGraw-Hill Irwin. 4. Baskı

MISHKIN, F.S. (2004), The Economics of Money, Banking and Financial Markets, New York, Yayınevi, The Addison-Wesley Series in Economics. 7. Baskı.

MAKALELER

ADANURAKLAN, N. ve NARGELEÇEKENLER, M., (2008). “Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri”, **Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, S. 39, ss. 12-34.

AWILI, S., ve AHMED, A. D. (2019). "Financial Openness, Trade Integration And Economic Growth: The Case of Pacific Melanesian Countries". **The Journal of Developing Areas**, 53(4).

AYDIN, H. I. (2007), "Interest Rate Pass-Through in Turkey". 0705. **Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey**.

AZİAKPONO, M. J., ve WILSON, M. K. (2013). “Interest Rate Pass-through and Monetary Policy Regimes in South Africa”,. **African Economic Research Consortium, Research Department**. (Working Papers 259).

BEAN, C. (2007). "Globalisation and Inflation". **World Economics** 8, ss. 57–73.

- BERNANKE, Ben S., ve GERTLER, M. (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." **Journal of Economic Perspectives** 9(4):27–48. doi: 10.1257/jep.9.4.27.
- BORDO, M., (2007). "Remarks prepared for the Federal Reserve Bank of Chicago and International Monetary Fund conference"; **Globalization and Systemic Risk**. Chicago, Illinois September 28, 2007. http://www.afi.es/EO/L%20Bordo%20The_same_old_story.pdf%2007.pdf
- BORDO, M., ve WHEELOCK, D. (1998). "Price Stability and Financial Stability: The Historical Record".doi: 10.20955/R.80.41-62.
- BOZKURT, C., ve KARATAY, P. G. (2014). "Para Ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu." **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)** 2(2):27–44. doi: 10.20990/aacd.53481.
- BRUNNER, K. (1970). "The Monetarist Revolution' in Monetary Theory." **Weltwirtschaftliches Archiv** 105:1–30.
- CHAROENSEANG, J., ve MANAKIT, P. (2007). "Thai Monetary Policy Transmission in an Inflation Targeting Era." **Journal of Asian Economics** 18:144–57. doi: 10.1016/j.asieco.2006.12.014.
- CHATZIANTONIOU, I., GABAUER, D., ve STENFORS, A. (2021). "Interest Rate Swaps and the Transmission Mechanism of Monetary Policy: A Quantile Connectedness Approach." **Economics Letters** 204:109891. doi: 10.1016/j.econlet.2021.109891.
- COTTARELLI, C., GIOVANNI F., ve GENERALE A. (1995). "Bank Lending Rates and Financial Structure in Italy: A Case Study." **Staff Papers - International Monetary Fund**, 42(3):670. doi: 10.2307/3867536.
- COTTARELLI, C., ve ANGELIKI K. (1994). "Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy." **Staff Papers - International Monetary Fund** 41(4):587. doi: 10.2307/3867521.
- CÖMERT, H., OLÇUM, G.A. ve YELDAN, A.E., (2010). "Interest Rate Smoothing and Macroeconomic Instability under Post—Capital

Account Liberalization Turkey. **Canadian Journal of Development Studies/Revue canadienne d'études du développement**, 31(3-4), ss.459-482.

DE BONDT, G. J. (2005). "Interest Rate Pass-Through: Empirical Results for the Euro Area." **German Economic Review**. 6(1):37–78. doi: 10.1111/j.1465-6485.2005.00121.x.

CENGİZ, V. (2008), "Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma", **Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 22 (1), 115-127.

DIAMANDIS, P., Dimitris, F., Georgoutsos, A., ve Kouretas, G. P.. (1996). "Cointegration Tests of The Monetary Exchange Rate Model: The Canadian—U.S. Dollar, 1970 – 1994." **International Economic Journal**. 10(4):83–97. doi: 10.1080/10168739600000014.

DISYATAT, P, (2008), "Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences", **BIS Working Papers** No 269.

EGERT, B., CRESPO-CUARESMA, J., ve REININGER, T. (2007). "Interest Rate Pass-through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away?" **Journal of Policy Modeling**. 29(2):209–25.

EGERT, B., ve MAC-DONALD. R. R (2006). "Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable." **SSRN Electronic Journal**. doi: 10.2139/ssrn.914472.

ENGLE, R., ve GRANGER, C. W. J. (1987). "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing." **Econometrica** 55(2):251–76. doi: 10.2307/1913236.

ESER, F., P., Philip R. L., Moretti, L., ve Osbat, C. (2020). "The Phillips Curve at the ECB." **The Manchester School** 88(S1):50–85. doi: 10.1111/manc.12339.

ESTENSON, P. S. (1992), "Journal of Post Keynesian Economics" , Summer, 1992, Vol. 14, No. 4 (Summer,1992), pp. 547-560: <https://www.jstor.org/stable/4538314>

- GAMBACORTA, L. (2004). "How Do Banks Set Interest Rates?" Working Paper. 10295. **National Bureau of Economic Research**. doi: 10.3386/w10295.
- GIANNONE, D., Lenza M., ve PRIMICERÌ, G. (2015). "Prior Selection for Vector Autoregressions." **The Review of Economics and Statistics** 97(2):436–51.
- GOMEZ, M., LANDIER, A., SRAER, D., ve THESMAR, D. (2021). "Banks' Exposure to Interest Rate Risk and the Transmission of Monetary Policy." **Journal of Monetary Economics** 117:543–70. doi: 10.1016/j.jmoneco.2020.03.011.
- GREGOR, J., MELECKÝ, A., ve MELECKÝ, M. (2021). "Interest Rate Pass-Through: A Meta-Analysis of the Literature." **Journal of Economic Surveys** 35(1):141–91. doi: 10.1111/joes.12393.
- GREGORA, J., MELECKY A., ve MELECKY, M. (2019). Interest Rate Pass-Through: A Meta-Analysis of the Literature. **Working Paper**. Washington, DC: World Bank. doi: 10.1596/1813-9450-8713.
- GRIGOLI, F., ve JOSÉ M. M. (2015). "Interest Rate Pass-Through in the Dominican Republic." Imfsg. Retrieved November 30, 2021 (<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2015/260/001.2015.issue-260-en.xml>).
- HANNAN, T. H., ve BERGER, N. A. (1991). "The Rigidity of Prices: Evidence from the Banking Industry." **American Economic Review**, 81(4):938–45.
- IRELAND, P. N. (2016). "Monetary Transmission Mechanism." Pp. 1–7 in **The New Palgrave Dictionary of Economics**. London: Palgrave Macmillan UK.
- KAMIN, S. (1998). "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview." **The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies**.

- KASAPOĞLU, Ö. (2007). “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama.” TCMB, TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**.
- KLEIMEIER, S., ve HARALD S. (2006). “Expected versus Unexpected Monetary Policy Impulses and Interest Rate Pass-through in Euro-Zone Retail Banking Markets.” **Journal of Banking & Finance**. 30(7):1839–70.
- KWAPIL, C., ve Scharler, J. (2010). “Interest Rate Pass-through, Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability.” **Journal of International Money and Finance**. 29(2):236–51.
- MARCELLINO, M., CARRIERO, A., ve E. CLARK. T. (2012). Real-Time Nowcasting with a Bayesian Mixed Frequency Model with Stochastic Volatility. 1227. **Federal Reserve Bank of Cleveland**.
- MAROTTA, G. (2009). “Structural Breaks in the Lending Interest Rate Pass-through and the Euro.” **Economic Modelling**, 26(1):191–205. doi: 10.1016/j.econmod.2008.06.011.
- MELTZER, A.H. (1995). Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective. **Journal of Economic Perspectives**, 9: 49–72.
- LITTERMAN, R. B. (1986), “Forecasting with Bayesian Vector Autoregressions: Five Years of Experience.” **Journal of Business & Economic Statistics**. 4 (1): 25–3
- MCCRACKEN, J. (1975). “Interest Rate Instability as a Tool of Monetary Policy.” **Challenge** 18(3):50–54.
- NEUMARK, D., ve SHARPE, S. (1992). “Market Structure and the Nature of Price Rigidity: Evidence from the Market for Consumer Deposits.” **The Quarterly Journal of Economics**. 107(2):657–80.
- PHILLIPS, A. W. (1958). “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–19571.” **Economica**. 25(100):283–99. doi: 10.1111/j.1468-0335.1958.tb00003.x.

- PRUSKI, J., ve SZPUNAR, P. (2008). Capital Flows and Their Implications for Monetary and Financial Stability: **The Experience of Poland. BIS Papers chapters**. Bank for International Settlements.
- SCHWARTZ, A. J. (1995). "Why Financial Stability Depends on Price Stability." **Economic Affairs**, 15(4):21–25. doi: 10.1111/j.1468-0270.1995.tb00493.x.
- SELLON, G.H., (2002). "The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank Of Kansas City, Economic Review**, First Quarter, ss. 142-163.
- SEPEHRI, A.; MOSHIRI, S. (2004). "Ülkeler Geneline Enflasyon-Büyüme Profilleri: Gelişmekte Olan ve Gelişmiş Ülkelerden Kanıtlar". **Uluslararası Uygulamalı Ekonomi İncelemesi**. 18 (2): 191–207.
- SHEEFENI, J. P. S. (2013). "Interest Rate Pass-through in Namibia." **Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking**. 2:685–702.
- STIGLITZ, J. E., ve WEISS, A. (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." **The American Economic Review**. 71(3):393–410.
- THOMPSON, M. A. (2006). "Asymmetric Adjustment in the Prime Lending-Deposit Rate Spread." doi: 10.1016/J.RFE.2005.12.002.
- ULATE, M. (2020). "Alternative Models of Interest Rate Pass-Through in Normal and Negative Territory." **Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series**. 1.000-24.00. doi: 10.24148/wp2020-31.

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

- ECB, (2022); Transmission Mechanism of Monetary Policy: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html> (Son Erişim Tarihi 01.02.2022)

- ECB, (2020); Our Price Stability Objective and The Strategy Review;
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/price-stability-objective.en.html>
- ECB, (2009); Pricestability: Why Is It Important For You?
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestabilityen.pdf>
- IMF (2021); Monetary Policy ve Central Banking:
<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/20/Monetary-Policy-and-Central-Banking> (Son erişim Tarihi: 01.02.2022)
- IMF (2015); Evolving Monetary Policy Frameworks In Low-Income And Other Developing Countries:
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/102315.pdf>
- TCMB, 2021, Enflasyon Hedefleri:
<https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Te mel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri>
- TCMB (2013), Parasal Aktarım Mekanizması, TCMB Yayınları, Ankara:
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES>

TEZLER

- CENGİZ, V. (2007), "Parasal aktarım mekanizmasında kredi kanalının etkinliği üzerine bir analiz: Türkiye örneği (1990-2006)" (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İktisat Politikası Bilim Dalı, Kocaeli Üniversitesi

ÖZGEÇMİŞ

Ad-Soyad : Begüm KAYA SÖZTANACI

Öğrenim Durumu

Yüksek Lisans:: İstanbul Aydın Üniversitesi

İşletme Yönetimi 2019-2022

Lisans: : Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Maliye Bölümü 2002-2007

Lise: : Ankara Kalaba Anadolu Lisesi 1995-2002

Mesleki Deneyim

Türk Havayolları : Kabin Amiri 2021- Halen

Türk Havayolları : Kabin Yer Eğitim Öğretmeni 2017- 2021

Türk Havayolları : Kabin Amiri 2009- 2017

IFAP Germany

EU Action 2 Project: Proje Asistanı 2008-2009

TC Ulusal Ajans /

AB Gençlik Projeleri Koordinatörlüğü : Stajyer 2007-2008